

《北大法律评论》(2019)
第 20 卷·第 1 辑·页 255—274
Peking University Law Review
Vol. 20, No. 1, 2019, pp. 255—274

资产管理违法所得追缴模式研究

缪因知*

The Liability Allocation Mode of Disgorgements of Illicit Profits in Asset Management

Miao Yinzhi

内容摘要:资产管理人的违法交易行为产生之所得已归于不知情委托人的部分是否应被行政执法部门一并追缴? 答案取决于“追缴违法所得”的公法秩序价值和“保护交易安全”的私法秩序价值之衡量。与此同时,资产管理的业务形态和委托投资者与资产管理者的实际互动模式也对法律因应之道产生影响。执法者对并未参与违法交易的委托人追缴相关所得,将混淆合法的资产委托管理法律关系和违法的资产管理行为之间的区别,损害无辜委托人的私权,妨碍资管业发展,同时也会增加执法操作难度和执法成本。不追缴说应被坚持,但在不向不知情委托人追缴的同时,宜要求实际实施违法交易行为的资产管理人对其行为产生的全部账户违法所得承担吐出责任,而限于其直接因此取得的收益。美国和中国均已出现符合这一模式的相关执法司法实践。我国的违法所得被没收后归入国库而非补偿其他投资者,主要体现了公法层面的震慑功能

* 法学博士,中央财经大学法学院副教授。

本文系北京社会科学基金“证券期货欺诈行为执法标准研究”(14FXC035)、教育部项目“中国证监会内幕交易监管行为研究:1994—2017”(17YJC820035)的阶段性成果。

而非私法层面的赔偿功能,亦与此种安排契合。委托人自愿代缴时,可相应减轻管理人的吐出责任。

关键词:资产管理 违法所得 追缴 内幕交易 操纵市场

一、选题说明

资产管理业务,是指银行、信托、证券、基金、期货、保险资产管理机构、金融资产投资公司等金融机构接受投资者委托,对受托的投资者财产进行投资和管理的金融服务(中国人民银行等部门《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》第2条)。近年来,我国的资产管理业迅速膨胀,截至2016年底,资管业务规模已超过116万亿元^[1],相应的法律争议也频频发生。

证券投资是资管业的主战场之一。不同类型的金融机构在不到五年内已经实现了行业主导权的换手^[2],配资型证券资管产品也随着牛市泡沫的破灭而经历了兴衰^[3]。市场波澜带来的相关法律争议尤为突出。例如,在2015年私募证券投资基金头号“操盘手”徐翔被捕后(2017年被判定构成操纵证券市场罪),诸多媒体一度热议其旗下的资管产品所得应当如何处置;2018年3月,其家属明确向法院提出申请,要求由实际获利的投资者分担违法所得,而不是完全由徐翔承担。2018年8月,影视红星黄晓明账户的操盘手因为操纵市场获利而被处罚,这又引发了对黄晓明法律责任的热议。^[4]

对违法所得予以追缴、剥夺,是违法交易的当然后果,也是一项重要的行政执法制度。美国法称之为“吐出”(disgorgement),我国法称之为“没收违法所得”。可资产管理人的违法所得中已经分配、支付、转移给不知情委托人的部分,是否也应被视为违法所得,从而被行政执法部门一并追缴?^[5]这个话题看似具体,实际上涉及资管法律关系的特殊之处和公法与私法秩序的协调。

资产管理的本质是代人理财业务的规模化、专业化。在近年我国资管业务日益成熟的背景下,一方面,管理人的独立性增强,资产原始所有人/委托人和

[1] 沈澍:《广义资管业规模超110万亿 新特征呼吁新监管》,http://www.nbd.com.cn/articles/2017-12-12/1170711.html,最后访问日期:2019年9月18日。

[2] 参见缪因知:《证券投资信托的法律构造与监管流变》,载《当代法学》2017年第2期,第76—80页。

[3] 参见缪因知:《证券交易场外配资清理整顿活动之反思》,载《法学》2016年第1期,第48页。

[4] 参见缪因知:《黄晓明卷入操纵事件:证券账户委托人责任边界之辨》,载《经济观察报》2018年8月20日,第24版。

[5] “追缴”具有方向性,强调对已经转移的资产的追回,但不一定要以违法责任的存在为前提。而“没收”一般用于已经确认违法责任的情境下。本文讨论是否从未从事违法行为的委托人处追缴资产,刻意不简单使用“没收”一词。

管理人普遍出现了意思联络的隔离,大量涉及被管理资产的违法交易行为并非由管理人和委托人合谋所致,委托人未必知道或应当知道受托人及其员工系通过违法行为而获利;另一方面,交易人动用他人巨额资金买卖,造成交易人本身直接违法所得(报酬、分成等)与违法交易收益金额之间的不平衡日益突出。对此,传统交易法律规则是按“为己理财”的模式设计,未必能准确适用于“为人理财”的形态,未能对这一新的资产运用现象有充分的因应准备。

如果对相关责任承担问题处理不妥、宽严失衡,要么会损害无辜委托人的私权、投资积极性乃至行业发展,要么对真正损害市场秩序的违法行为人不能作出充分的惩罚,使得公法或私法的制度目的落空。故本文将从资产管理法制的原理展开,充分借鉴比较法资料,基于公私法原理和实务可操作性,集中对证券资管违法所得追缴模式中的行政执法法理予以分析,以期有效梳理法律空白点和理论难点,得出较为公平、易行、具有逻辑统一性的法律解释与回应方案,以进一步维护资管业的良好秩序,实现公私法益、市场发展和市场公平之间的平衡,充实监管法治。本文的结论亦可推广用于其他领域的资管违法所得追缴的法律疑难。

二、资管违法交易责任认定的现行框架与可能的问题

在资管场景下,违法交易的实际操作人并非只是为了自己的利益而操作,而主要是将他人资金用于交易,并通过分享投资收益来获利。资管可分作“内部型”和“外部型”两种情形,前者的交易操作人系机构投资者的雇员(如自营部门员工),后者的操作人系根据契约关系接受他人的委托和资产进行交易;狭义的资管只限于基于合同关系而非人事关系的外部型资管。此外,现实中还存在内部型和外部型资管叠加的状态,如一个机构担任一个资管产品的管理人,管理人机构并非只提供交易服务,而是同时投入了自有资金,但机构的交易决策由其员工作出,该员工是该机构的实际资管人。

我国法律尚未涉及此类复杂问题。一方面,《证券法》只是规定对内幕交易、操纵市场等行为应当没收违法所得并予以罚款。立法者在创设法律条文时,参照的是交易人动用自身资金(包括借款)而为自身利益从事违法行为的传统场景。另一方面,中国证监会对此可能的立场体现在2007年《证券市场内幕交易行为认定指引(试行)》(以下简称《内幕指引》)、《证券市场操纵行为认定指引(试行)》(以下简称《操纵指引》)关于实际交易人和账户名义持有人关系的条款中:

第一,《内幕指引》第15条第1款规定:“以单位名义实施内幕交易行为,且违法所得归单位所有的,应认定为单位的内幕交易行为。”《操纵指引》第6条有类似规定。

第二,《内幕指引》第 16 条规定:“盗用单位名义实施内幕交易行为,违法所得由实施内幕交易行为的个人私分的,应认定为个人的内幕交易行为。”《操纵指引》第 10 条规定:“盗用单位名义操纵证券市场的,应认定个人为操纵行为人。”这里未强调私分违法所得的要件,可能是由于实践中操纵市场的结果经常是没有违法所得。但反过来讲,无违法所得亦非内幕交易免责的理由,故《内幕指引》第 16 条应被理解为如何根据当事人事先约定的违法所得分配安排来分配责任。

第三,《内幕指引》第 17 条规定:“个人利用其设立的公司、企业、事业单位实施内幕交易的,或者个人设立的公司、企业、事业单位设立后以实施内幕交易为主要活动的,应认定为个人的内幕交易行为。”《操纵指引》第 9 条有类似规定。

第四,《内幕指引》第 18 条规定:“管理人或受托人等以投资基金、社保基金、保险品种、企业年金、信托计划、投资理财计划等实施内幕交易的,应当认定为管理人或受托人等的内幕交易行为。”《操纵指引》第 12 条有类似规定。

此外,《操纵指引》另有一些特殊规定,也可参照适用于内幕交易执法,包括:第 7 条界定了单位操纵证券市场中的直接负责的主管人员和其他直接责任人;第 8 条规定了利用他人账户操纵证券市场的情形,这指的是交易人自行提供证券或资金并自负盈亏的情形;第 11 条规定了证券公司的协助操纵责任。但这几条均不属于本文所论的资产管理情形。

小结之,针对内部型资管的标准是“谁获取违法所得,谁承担法律责任”(标准 I);而针对外部型资管的标准是“资管产品管理人违法,自行承担责任”(标准 II)。标准 II 可以被视为是对市场资管产品的一种优待,是对标准 I 的例外。因为资管产品管理人也完全可能“以单位名义实施内幕交易行为,且违法所得归单位所有”,直接交易人员不私分违法所得,而是希望通过制造更好的业绩来获取更多的薪酬。

由此派生出来的问题是:其一,在外部型资管委托人并非资管产品管理人,而只是不知情的自然人时,应适用标准 I 还是标准 II? 其二,当内部型和外部型资管模式交织时,是对机构管理人,还是机构管理人的管理人(工作人员)适用标准 II? 是只针对经手人员的单罚制,还是同时波及机构委托人的双罚制?

从执法实践看(参见后文),证监会的基本立场是:

(1) 外部型资管委托人是不知情的自然人时,适用标准 II,即不对委托人追责。

(2) 对资管产品的机构型管理人及其直接负责的主管人员(一般是总经理、投资总监等)实施双罚;但在空壳机构型管理人情形中,只对直接负责的主管人员和其他责任人(董事、监事、交易员)单罚。

上述法律规则适用的正当性,自然可以被评价。而进一步的,我们还可以讨论标准 I、II 本身的正当性,特别是标准 II 是否会令资管产品委托人/投资者“不当得利”?

三、对资管委托人是否追缴所得的两种对立学说及其法理

资管委托人对管理人的违法交易行为存在合谋、知情情形时的责任共担问题,并无争议。但在委托人不知情时,如何明晰地辨识应有的法律责任,需要从委托人和受托人的关系^{〔6〕}、违法所得追缴的制度功能及其执行成本等多个角度来展开深度思考。

本文将分析主张追缴和不追缴的两种观点所秉持的法理依据以及在比较法(主要是证券业务和执法均十分发达的美国的法制)上的运用,并结合我国实际予以分析,进而指出:除了对违法行为、违法所得本身的性质应予以准确认识外,违法所得被没收后的处置方式(收归国库,还是补偿其他投资者)也将对执法方式的选择合理性产生影响。相关制度回应的思考答案应当建立在法理基础之上,同时又与执法对象的具体特点相契合。

在借鉴比较法时,需要注意的一点是:本案涉及的美国等国的司法案例并非单纯的民事诉讼,而是由执法机关提起的诉讼。其与中国法制的区别只在于行政执法机构受到的法治约束较大,无法自行作出罚款、追缴或没收违法所得等行为,而须经过法院判决。故一方面,其与我国行政执法案例面临的实体法律问题高度相通;另一方面,中立的司法结论实际上也为如何合理约束执法机构的行为提供了有益参考。

(一) 是否向委托人追缴所得的两种对立学说

资产管理人的违法行为产生所得已归于不知情委托人的部分是否应被行政执法部门一并追缴的法理争议,在早年就已经出现。证监会在 2009 年张野案^{〔7〕}中认定:基金经理张野操作朱某实际控制的某账户,(通过获知“旗下基金投资及推荐相关个股的非公开信息”)违法从事了抢先买卖的老鼠仓交易,为朱某实现盈利 900 多万元,并收取感谢费 200 万元。证监会没收了张野 200 万元的违法所得,并罚款 400 万元。显然,该案的罚没金额小于由于违法行为衍生出来的所得。证监会一般把抢先交易视同内幕交易处理,但朱某作为自然人委托人,恰好既不是《内幕指引》第 15 条规定的“单位”,也不是第 18 条规定的“理

〔6〕 对于实践中各种类型的理财/资管关系定性,存在委托说和信托说的不同看法,详见缪因知:《资产管理内部法律关系的定性:回顾与前瞻》,载《法学家》2018 年第 3 期,第 101—104 页。但其定性不影响本文结论。本文也不讨论名为资产管理,但实际上只是把受托人作为通道的情形。

〔7〕 证监会行政处罚决定书(张野)[2009]21 号。

理财产品”。事实上,证监会是按第 18 条的思路处理的,这在理论界产生了争议。2018 年高勇案^{〔8〕}因为涉及作为委托人的文娱名人黄晓明,又引发了一波舆论风潮,以至于证监会在高勇案结案一个多月后公开强调“黄晓明未被列为本案违法行为当事人”。

一种观点认为,对违法行为产生的所得应该一律没收。如彭冰教授认为,在张野案中,无论朱某是否构成内幕交易,这 900 多万元交易所得应当被没收。^{〔9〕}此外,证监会行政处罚委员会时任委员张子学也在学术论文中建议在“实体上明确执法机构追缴他人因证券违法所获收益的法律依据”。^{〔10〕}

另一种针锋相对的观点则认为,应当结合具体法律关系来分析。如果资产被管理人对违法行为是不知情、无辜的,没收其相关所得缺乏法律和法理依据,也可能会有操作难度,故只应通过加大对违法资产管理人的打击力度来减少资管中的违法交易。

(二) 追缴说的法理依据:基于秩序维护的公法视角

主张追缴说的一大理由是从公法关系出发,认为没收违法所得并未给违法者科处新的义务负担,所以其与罚款不同,不属于额外加惩性的制裁,而只是一种公权力施加的修复性措施,不需要收缴对象具有违法行为或法律责任。持此论者认为,《刑法》第 64 条的表述“违法所得的一切财物,应当予以追缴或责令退赔”是更为精确的提法。^{〔11〕}换言之,虽然委托人并未违法,但追缴其所得,本身亦非法律责任的施加。

此说在比较法上能得到一定的支持。德国宪法法院最近的判决认为:不利益追缴之行政责任以消除违法状态、秩序管理为目的,类似于不当得利返还,应适用与行政处罚不同的法律标准。^{〔12〕}我国台湾地区 2006 年“行政罚法”第 20 条第 2 项规定:“行为人违反行政法上义务应受处罚,他人因该行为受有财产上利益而未受处罚时,得于其所受财产上利益价值范围内,酌予追缴。”

追缴说的另一大理由是主张通过公权力的剥夺和返还实现的分配正义令受害人获得有效赔偿。美国法上有“偿付被告”(relief defendant)制度,这是指

〔8〕 证监会行政处罚决定书(高勇)[2018]47 号。

〔9〕 彭冰:《内幕交易行政处罚案例研究》,载张育军、徐明主编:《证券法苑》(第三卷),法律出版社 2010 年版,第 96 页。

〔10〕 张子学:《资管账户因管理人证券违法所获收益的没收问题》,载《证券市场导报》2015 年第 7 期,第 5 页。

〔11〕 同前注〔10〕,第 5 页。彭冰也认为违法所得与罚款不同,并非对违法行为的惩罚,故而没收的违法所得应当被用于赔偿投资者。彭冰:《建立补偿投资者的证券行政责任机制:针对内幕交易和操纵市场行为》,载《中外法学》2004 年第 5 期,第 577 页。这个问题本文将在第五(二)部分讨论。

〔12〕 陈清秀:《行政罚法上不当利益之追缴问题》,载《法学丛刊》(第五十五卷)2010 年第 4 期,第 27 页。

基于“指名被告”(named defendant)的违法行为而非法取得(ill get)财产者,也被称为“名义被告”(nominal defendant)。中文文献中有将之翻译为“救济被告”的,而本人认为此等主体被加入诉讼的主要目的是为了进行偿付,故采用“偿付被告”的译法。

偿付被告一般是无辜的(innocent),本身未必参与违法行为。美国联邦第二巡回区上诉法院曾列出针对偿付被告施加返还责任之衡平救济的两项条件:(1) 该人已经获得非法取得的资金;且(2) 对这些资金没有合法的权利要求(claim)。^[13] 其中,合法的权利要求包括偿付被告获得资金是由于向指名被告提供了劳务而获取报酬等。最典型的偿付被告是人头账户,如交易者利用亲友的账户进行操作,但有时也会是证券投资基金。^[14]

在我国,则有证监会行政处罚委员会时任委员张子学强调追缴时“应看违法所得处在谁的实际控制之下”,提出通过修改《证券法》,在行政处罚中直接列出第三人,并建议允许第三人对本人获利事实、金额及涉案行为的违法性提出申辩、要求听证等。^[15]

(三) 不追缴说:基于交易安全的私法视角

1. 公私法益的界分:追缴重在公法的震慑惩罚功能,不应侵害善意委托人的私权

与我国台湾地区相关规定的“得”“酌予”追缴类似,美国法院只是判决“可以”(may)而非“必须”追加偿付被告。如果真正的违法行为人即指名被告愿意承担相关违法所得,偿付被告自然可不予支付。法院也可以依职权不加入偿付被告,而要求指名被告完全承担相关吐出责任。这似乎是一种更新的趋势,如在2014年 *SEC v. Contorinis* 案(详见本文第四部分)中,美国第二巡回区上诉法院认为:在特定情境中讨论哪种救济最为合适时有很多相关因素,其中之一便是交易人是有罪的(culpable),而第三人是无辜的。^[16]

而且,更多的判例指出追缴是一种公法行为,受驱动于保护市场完整性等公共利益、公共政策目标^[17],其首要的制度目的在于剥夺违法所得^[18]或震慑

[13] *SEC v. Cavanagh*, 155 F. 3d 129, 136 (2nd Cir. 1998).

[14] 如在一起案件中,当基金经理从事内幕交易后,纽约南区联邦法院判决其与作为偿付被告的基金就基金因此产生的所得之吐出承担连带责任,但单独对自己所得的酬金承担吐出责任。*Securities and Exchange Commission v. Joseph F. “Chip” Skowron III, et al.*, 10-CV-8266-DAB (S. D. N. Y.) (filed Nov. 2, 2010, amended Apr. 13, 2011), at <http://www.sec.gov/litigation/litreleases/2011/lr22158.htm> (last visited Sep. 1, 2019).

[15] 同前注[10],第5页。

[16] *SEC v. Contorinis*, 743 F. 3d 296 (2nd Cir. 2014).

[17] *SEC v. Rind*, 991 F. 2d 1486, 1491 (CA9 1993).

[18] *SEC v. First Jersey Securities, Inc.*, 101 F. 3d 1450, 1474 (CA2 1996).

违法行为^[19]，同时独立于民事原告诉求^[20]，因此具有惩罚性。2017年 *Kokesh* 案判决中，美国联邦最高法院推翻了第十巡回区上诉法院的判决，进一步认为对违法交易者的吐出要求，应视同行政处罚适用时效限制^[21] [详见本文第四(一)部分]。举重以明轻，对无辜委托人自然更不应以“追缴并非处罚”为由于以追责。

可见，不追缴说的法理立场是反对公权对有效私法关系的过多介入，强调对不知情的善意的资产委托人予以保护。这种观点更符合法教义学立场的分析。具体来说，资产管理人和委托人属于不同的法律主体。被管理人把资产委托给管理人予以管理，和管理人将资产实际运用，是不同的法律关系下的行为。倘若委托人并未和管理人恶意串通，则即便受托人通过违法活动牟利，二者之间的资管民事关系仍然是合法的，不应受管理人的具体资管行为合法性的影响。例如张野案中，朱某的900多万元虽然源于违法活动的收益（不过朱某由于支付了200万元感谢费，所以实际所得只有700万元），但对货币这种一般等价物不适用于类似赃物的物上返还请求权，故实质性地否定资管合同效力、要求朱某放弃依据合同获得之收益的法律依据不足。

换言之，在不涉及合谋的情形中，就像民法里的第三人善意（有偿）取得规则一样。一般公法上的追缴规则最多只应限于违法所得受益人单纯获益的情形，因为在这些情形中，获益人被追缴并不会对之产生明显损害；而资产管理本身是有偿行为，委托人应当受到类似于第三人善意取得无权处分规则的保护。虽然在涉及资管违法所得需要追缴的具体情境中，委托人事后的实际收益常常会远远大于支出（对受托人支付的报酬和管理费、托管费等被委托资产的机会成本），但其基本性质没有发生变化，而且承担了本金亏蚀的风险。若仅仅因为在资管中成功生存获利的部分委托人的收益大于支出，就认为可以在制度上一律追缴此等“违法所得”，将严重影响资管业务的交易安全性。理论上，委托人将因此被迫付出更多的时间和精力去持续了解调查管理人的行为，以免被波及受累。而实际上，委托人难以有效进行此类调查，因为即便是在合法注册的大型公募证券投资基金中，也已然出现过不少管理人的违法交易行为。委托人“防不胜防”，只能“听天由命”。这对他们是不公平的，并会导致他们退出市场。

当然，如果资管委托人被认定为与受托人串通，则需要对违法所得追缴承担连带责任。串通分为两个层次：较高的层次是委托人在事前出资，原因是依

[19] *SEC v. Fischbach Corp.*, 133 F. 3d 170, 175 (CA2 1997). *SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.*, 312 F. Supp. 77, 92 (SDNY 1970), *aff'd in part and rev'd in part*, 446 F. 2d 1301 (CA2 1971).

[20] *SEC v. Teo*, 746 F. 3d 90, 102 (CA3 2014).

[21] *Kokesh v. SEC*, 581 U. S. (2017). 该案限制了 SEC 对被告 5 年前的违法所得予以追缴。

赖管理人以违法活动赚钱的“能力”，“一个出钱、一个出力”，则委托人应与之承担无限连带责任。较低的层次是委托人在事后有合理理由怀疑所获得的收益超出了正常水平；在这种情况下，可令委托人就其所得部分为限，与操作人承担连带责任，但“有合理理由怀疑”应该以一般理性投资者知识标准和委托人自身的特殊知识标准孰高者为准。消极型的外部投资者（如公募基金的份额持有人）基本上可免责，而在委托人本身为资深的专业投资者且与受托人互动密切时，适度予以追责，理论上能打击其“揣着明白装糊涂”。不过要注意防止仅以明显更高的收益率等客观“异常”情形来反推委托人有理由产生怀疑，例如高勇（黄晓明的账户操作人）的违法所得数额很大的原因除了本金大以外，还在于大部分股票是在2015年股灾前一周的最高点卖出的。

2. 资管主客体变化的复杂性产生了向委托人追缴的正当性和操作性疑问

资产管理不是单个法律行为，而是一系列复杂的交易活动。其可能存在长周期的开放结构，委托人主体和被管理资产客体会产生复杂的变化，因此，简单实施追缴就会产生包括高昂执法成本在内的诸多有悖效率与公平的问题，既大大有悖交易安全，也严重增加了执法的困难。

一是在时间上，违法交易被确认，可能已经是在资管收益分配后多年^{〔22〕}，资管委托人已经将所分得资金消费完毕，身无余财，必须变卖资产才能返还这些所得，对其追缴的操作难度和正当性疑问便会凸显。

二是在空间上，被委托资管的财产并非只有违法交易，从事违法行为时的获利亦并非只来自违法行为（如在牛市和真实利好信息发布时，集中资金拉抬股价）。违法所得和合法所得的资金混同后，在分配前已经进行过多次的“资金—证券—资金”的变换，很难说委托人最终的收益中哪些是来自违法交易。

三是委托人本身可能会发生变化。典型的情形就是在集合投资计划产品或开放半开放式资管产品（典型如公募型证券投资基金，但近年来私募基金份额的二级转让市场也逐渐出现）中，资管委托人是变动不居的，等违法行为被确认时，委托人往往早已发生了变化。如果在发现令基金客观获利的违法行为后，再对当初可能获益的委托人进行资产追缴，将会带来巨大且复杂的计算量，如似乎应当按日精确计算违法所得被归入资金池时相应的受益人。因此，追缴的现实可操作性也会被打折扣，执法成本会很高。但如果仅向违法行为被确认时的现有委托人追缴，则明显是不公平的。何况，很多理财产品或资管计划本身并非独立法人，而是契约型产品。即便我们认同公司法人若干年前的违法行为被发现、确认而对今日之公司进行罚款，将之类推适用于契约型资管产品也

〔22〕 我国证券执法流程经常长达数年。参见缪因知：《政府性证券监管批判及与民事诉讼之权衡》，载《交大法学》2015年第1期，第149页。

存在正当性疑问。

有论者认为,可以区别资管委托人是单一的还是集合的,从而进行分别处理。但单一委托人的情形实际上较少,或是单一委托人的资金还是会被集合处理。如高勇作为自然人管理人,操盘资金就来自黄晓明账户、某集合投资信托计划子账户等 22 个账户。而且对最终的违法交易行为而言,资金本身来源于单一还是集合委托人,并无区别。虽然单一委托人可能与管理人互动性更高,但本文讨论的正是二者无互动、不知情的情境。仅以是否方便追究来区别对待,正当性不足,甚至会在集合型和单一型资管产品之间制造不公平竞争。

最多只有一种极端情形下的追缴可能勉强符合实质的公平和效率,即不知情的单一委托人(或多个委托人的资产完全被用于违法交易,所有所得都是违法所得)的资产收益在被交付后,执法机关很快就发现了资管违法行为,从而实施追缴。此时,委托人可以被认定为无物质损失,只是有一些期待利益方面的精神损失。

四、“不追缴委托人、向受托人完全追缴”:实践选择模式的提炼

从前一部分分析可见,追缴说的基本理由是为了尽量追回涉案资金,以便对受害者予以赔偿等,具有基于后果的功利性。但不追缴说更本质地体现了相关交易关系的内在法理,对向不知情的委托人的所得予以追缴的正当性和操作性提出了切实的质疑,故更为合理。

本文主张不追缴说,即不向资管业务委托人追缴违法所得。除了第三部分述及的理由如为实现法律规则的逻辑一致性、公法与私法秩序的协调外,我们还应当注意,目前学界对不追缴说存在误解。不追缴说其实并不“邪恶”,“不追缴”并非单纯的不作为,不等于对违法所得所对应的数额完全放弃法律要求。只追缴从事违法行为的受托人之直接所得的做法,的确很容易导致责任规避。一方面,在讨论追缴还是不追缴时,“不追缴”是从不知情的委托人的角度作出的结论;但另一方面,在不向委托人追缴的同时,法律完全可以把相应责任施加给受托人,从而发挥与追缴说异曲同工的功效,即尽力追回违法所得,且如下文所指出,这还能对违法活动的中心环节(受托人的资产管理活动)施加更大的震慑。

具体而言,法律可以要求从事违法交易的受托人(或受托人的代理人)吐出从事违法行为的账户本身盈利所得,而限于受托人实际所得酬金,即追缴违法所得时“认账户,不认人”,或者“不追缴委托人,向受托人完全追缴”。特定账户中产生的违法所得如何被账户操作者安排、是否已被消费、是否已被赠与他

人、是否有能力交出,均非处罚者所需要考虑的问题。^[23] 相对于委托人的财产而言,管理人的行为是违法结果实现的更重要条件,应重点对其予以打击。令委托人和管理人各自交出实际所得,亦是对直接违法行为人的放纵。

值得注意的是,这一不追缴的思路并非只是一种理论学说,本人在以实证检验这一思路时发现,相关做法在中外执法司法中已渐成主流,本部分将对之予以回顾、总结、评估。

(一) 比较法的演化与启示:以美国为中心

从比较法上看,在证券法制最发达的美国,近年来不止一个联邦上诉法院的判例已明确证券违法所得的吐出作为一种衡平救济,只求等值金额返还,不求对资金流的实际追溯。^[24] 尤其在涉及全权委托型客户(discretionary customers)时,联邦法院通常会放弃要求其吐出所得,也不把此等客户列为偿付被告,而是将相应金额加到指名被告的民事罚款中^[25][民事罚款制度见本文第五(一)部分]。

换言之,“恢复原状”不应限于违法者个人占有资产的增减,而应着眼于恢复到其行为导致违法所得出现前的整体状态。可以设想,如果某人借贷后从事内幕交易获利900万元,则即便他向银行支付了700万元的本息,他的违法所得也还应该是900万元。在代人管理资产的情形下,自然也是如此。要令资管委托人承担比银行更多的法律责任,并无合理性。

从法理上看,当资管资金的占有从委托人转移到受托人后,基于货币“占有即所有”的特性,这时的“代人理财”已经和“借钱理财”并无法律本质上不同。^[26] 而在理财资金的占有并不转移到管理人处的情形(管理人只有账户交易操作权,无资金提取权)中,虽然在民事效果上,管理人的行为应被视为代理,其法律后果完全归属于委托人,但在管理人的行为被视为违约或侵权行为时,非串谋的委托人不一定应对管理人的行为承担责任。《内幕指引》第18条即是此意。

^[23] 本文结论最契合的适用对象是证券交易,其账户内出现的违法所得是真实的、来自他人交易损失的货币,而非虚拟市值或账目金额变动。获取真实资金收入的集资型欺诈如庞氏(Ponzi)骗局中,可适用本文结论。但财务造假型违法行为中,不能以此要求有责任的高管交出公司虚增的利润或赔偿虚增的市值。

^[24] See *FTC v. Bronson Partners*, 654 F.3d 359, 374 (2d Cir. 2011). *SEC v. Banner Fund Int'l*, 211 F.3d 602, 617 (D.C. Cir. 2000).

^[25] See *Securities and Exchange Commission v. Mack D. Murrell, et al.*, Civil Action No. 2:13-cv-12856 (E. D. Mich. January 13, 2014), at <http://www.sec.gov/litigation/complaints/2013/comp22738.pdf> (last visited Sep. 1, 2019). 第2页列明被告Adams内幕交易后本人账户所得64450元,两名全权委托客户账户所得42596元,后Adams被判令吐出所得64450元,支付民事罚款107046(66450+42596)元。

^[26] 资金控制权实际转移又有约定回报的“代人理财”可以被看作是一种“借钱理财”甚至高利贷。

故而,只要执法者不能认定资产委托者构成违法行为的共谋,则被管理资产或账户控制权转移时间的长短、原因、对价均为无关因素,不应造成法律后果的不同。如此安排也能最大化地震慑借用资金型的违法交易。在这些交易中,违法交易人有意扩大了自己可以支配的资源之范围、放大了对市场的危害后果,故对之加大震慑力度,要求其承担返还所有由于其行为而产生的违法所得是合理的。

此种思路已经成为美国证监会(SEC)的基本立场,并在美国司法界获得了相当的支持。较早的判例中,美国联邦地区法院曾判决违法证券投资方案的知情参与方(knowing participants in an illegal securities scheme)承担超出其个人收益(personal gain)的吐出责任。尽管此判决被联邦第五巡回区上诉法院所推翻^[27],但主流的判例法正在向追究实际交易者对账户的所有违法所得的责任迈进。

判例法规则早已确立的一项规则是,联邦地区法院在审判证券案件时对是否判令吐出、吐出的数额有宽泛的裁量权。“吐出额只需要是对利润的合理估计、与违法情形有松散联系的(only be a reasonable approximation of profits causally connected to the violation),计算不精密导致的不确定风险由其行为创造了不确定的过错人自行承担。”^[28]

在后来的判例中,在证券法领域一向具有领先的重要地位的联邦第二巡回区上诉法院(纽约位于第二巡回区)认为:行为人操作妻子账户从事违法交易时,若无证据表明账户所有者即交易者的妻子参与其中,交易者本人应当就违法所得承担吐出责任。^[29]第九巡回区上诉法院认为:违法行为人将非法取得的资金注入第三方账户后获得显著(substantial)个人利益的,可被要求吐出违法行为产生的所有利润。^[30]更为集中的规则体现在泄露内幕信息的案件中,第二巡回区上诉法院和其他联邦上诉法院确立的判例法规则指出:可以令泄密者(tipper)对受密者的内幕交易所得承担吐出责任,无论泄密者是否因此受益。^[31]

在资产管理领域,近年的 *SEC v. Contorinis* 案中,初审的纽约南区法院判令被告基金经理吐出(disgorge)由于其内幕交易行为而令基金获利的726万美

[27] *SEC v. Blatt*, 583 F.2d 1325, 1335-1336 (5th Cir. 1978).

[28] *SEC v. First Jersey Sec., Inc.*, 101 F.3d 1450, 1474-75 (2d Cir. 1996).

[29] *SEC v. Warde*, 151 F.3d 42, 49 (2d Cir. 1998).

[30] *SEC v. First Pac. Bancorp.*, 142 F.3d 1186, 1192 (9th Cir. 1998).

[31] *SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.*, 446 F.2d 1301, 1308 (2d Cir. 1971), *Elkind v. Liggett & Myers, Inc.*, 635 F.2d 156, 165 (2d Cir. 1980), *SEC v. Warde*, 151 F.3d 42, 49 (CA2 1998), *SEC v. Great Lakes Equities Co.*, 775 F. Supp. 211, 214 (E. D. Mich. 1991), *SEC v. Clark*, 915 F.2d 439, 454 (CA9 1990).

元(计算方式为交易收益减去佣金成本),并支付民事罚款 100 万美元,尽管其个人因此项交易获得的酬金其实只有 43 万美元。一向对内幕交易责任持扩张观点的第二巡回区上诉法院对此维持原判。^[32]本案实际上是对前述内幕信息泄露责任的判例法规则的进一步推导。

第二巡回区上诉法院指出:初审法院一向有决定泄密者等违法行为人的吐出金额的裁量权。如果法院不能对违法者的吐出额进行裁量,而只限于其个人所得,后者就能通过为他们的朋友、家人、业务伙伴的交易提供便利来躲避责任^[33];甚至内部人可以互惠提供各自的内幕信息,以便对方交易^[34]。*Contorinis* 案中的基金经理虽未直接泄露信息,却相当于亲自操作受密者的账户。此类内幕交易者比起普通泄密者更为恶劣,其控制了交易的时点和规模,向选定的、将来能提供互惠(confer reciprocal benefits)的受益人提供信息,而令本人收获财务、名誉、心理满足(psychic satisfaction)等难以测量的好处。这接近于内幕交易人使用自有资金操作后将所得捐给第三人,故而属于基础性的(bedrock)吐出情形。

根据此等规则,联邦地区法院在特定的善意(innocent)第三人获益的情境下可以选择(may elect to)令违法者(wrongdoer)承担吐出责任,以防止内幕交易者通过或者代表第三人操作以逃避责任,包括将信息径直告诉必然会利用之获利的第三人。倘若法律规则只限于要求吐出违法者的个人货币收益,就不能剥夺他获得的非货币利益,这有悖基本的衡平救济原则。

第二巡回区上诉法院合议庭多数意见还指出,刑事没收(criminal forfeiture penalties)与民事吐出程序不同。前者应当具有法定性、以个人收益为限^[35];而民事吐出并非一种罚款、刑罚或刑事没收^[36],而是具有衡平性,可以实现对被告所有形式的不当得利的剥夺,其仅以违法行为造成的所有利益为上限。因此,初审的地区法院并没有滥用其应有的宽泛裁量权。^[37]

有趣的是,在另一条判例法的法理推导进路中,司法者强调吐出具有惩罚性、震慑性,与行政处罚并无不同^[38],由此同样导出吐出不限于违法交易人个人实际所得的结论。这一进路的高峰是 2017 年美国联邦最高法院 *Kokesh*

[32] *SEC v. Contorinis*, 743 F. 3d 296 (2nd Cir. 2014).

[33] *SEC v. Warde*, 151 F. 3d 42, 49 (2d Cir. 1998).

[34] *SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.*, 446 F. 2d 1301, 1308 (2d Cir. 1971).

[35] 此案的刑事判决为 *United States v. Contorinis*, 692 F. 3d 136, 145-48 (2nd Cir. 2012). 民事判决的少数派法官是刑事判决合议庭成员之一。

[36] *SEC v. Lorin*, 869 F. Supp. 1117, 1121 (S. D. N. Y. 1994).

[37] See *SEC v. Contorinis*, 743 F. 3d 296 (2nd Cir. 2014).

[38] *SEC v. Fischbach Corp.*, 133 F. 3d 170, 175 (CA2 1997). *SEC v. First Jersey Securities, Inc.*, 101 F. 3d 1450, 1474 (CA2 1996)(均指出吐出的首要功能是震慑)。

案^[39],该案判决指出要求“吐出”具有惩罚性,不会考虑被告人的支出(expense),因此与赔偿性的侵权责任不同;此外,法院引用 *Contorinis* 案判决称,吐出额可能是违法者个人所得和第三人所得的总和。吐出并非简单使违反公法者的资产恢复到违法行为前的原始状态,而是为了使他们的经济状况变得更加糟糕(worse off)。

可见,令违法者负责承担返还所有违法所得的责任,可以增强震慑,同时防止他们向亲友输送利益而不受追究,又能避免累及无辜的资管委托人,实现了公私法律秩序的协调和公私法益的良好平衡。基于此等法理,我们可以提出一个统一性的法律规则:令违法交易人对相关账户或资产的所有违法所得承担吐出或返还责任。这不仅可适用于资产管理人的违法性交易,也可适用于以自有资金从事违法交易的人已经将部分违法所得偿还、赠与、交付给无辜第三方的情形。换言之,法律不再区分违法交易人是如何分配、处理违法所得的。

(二) 中国证监会执法模式的演化与评析

如前所述,自 2009 年张野案以来,证监会对不知情的委托人基本均采纳标准 II,即不追究委托人责任,而由违法交易人对违法所得承担全部责任,并处以相应幅度的罚款。这一模式值得肯定。

不过,就违法所得的范围而言,2014 年的较早案例中,证监会还只是把机构管理人的直接所得视为违法所得,如财富成长投资公司总经理唐雪来通过内幕交易使该公司担任投资顾问的 4 只信托产品获利,该公司计提的管理费和信托受益人享有的特定信托利益 19.5 万元被认定为违法所得,但信托产品的总所得未被提及。^[40]而后来,证监会明确以资管产品账户所得为违法所得。不少违法交易人以“大部分收益已归客户”为由进行辩解(如 2015 年涂忠华等案^[41]、2016 年穗富投资公司等案^[42]),但未被证监会采纳。在 2017 年广州安州公司等案中,证监会明确指出“违法所得是指市场操纵行为所产生的全部收益,而非广州安州所收取的业绩报酬”。^[43]

与此同时,证监会除了对实施违法交易决策的机构管理人追缴违法所得和相应罚款外,还对其直接负责的主管人员和其他直接责任人员处以定额罚款。直接负责的主管人员包括董事长(2016 年、2017 年穗富投资管理公司等三次处罚)^[44]、总经理(2014 年财富成长公司等案、2017 年安州投资管理公司等案)、

[39] *Kokesh v. SEC*, 581 U. S. (2017).

[40] 证监会行政处罚决定书(深圳财富成长投资有限公司、唐雪来、肖猛)[2014]1 号。

[41] 证监会行政处罚决定书(涂忠华、王伟力、薛文聪等 5 名责任人员)[2015]89 号。

[42] 证监会行政处罚决定书(广州穗富投资管理有限公司、易向军、周岭松)[2016]77 号。

[43] 证监会行政处罚决定书(广州安州投资管理有限公司、王福亮)[2018]30 号。

[44] 同前注[42]、证监会行政处罚决定书[2017]27 号、[2017]92 号。

投资部门负责人(2015年金中和投资管理公司等案)^[45];被处罚的其他直接责任人员较少,一般是操纵案件中的交易员——比起内幕交易类案件,此类案件需要交易员直接作出一些复杂的、有技术难度的下单行为,他们对违法活动的参与度更高,因此违法性也更强。^[46]

在例外地未追究机构责任的2015年涂忠华等操纵案中,涉案资产管理公司“自成立以来,没有固定的办公场所,没有任何实质的经营业务活动”,股东抽逃主要资本,并以个人账户收取客户佣金,故被认定只是以“公司名义招揽理财客户”,实为相关人员自行合谋从事违法资管交易。据处罚者自述,五位涉案人员既是“公司股东,也是主要工作人员”。此认定亦符合前引《操纵指引》第9条的认知。

上述被罚的机构管理人与被罚主管人员的利益关联密切性暂不得而知。机构管理人若并非被罚主管人员的利益化身(如形式或实质的一人公司),则机构管理人可以根据被罚主管人员的过错对之予以追责,包括要求他们分担机构承担的罚没责任。但在外部型资管关系中,机构管理人毕竟是名义管理人,同时也是管理行为的报酬、佣金等的收取方。如金中和等案中,证监会强调被罚总经理“所从事的投资行为未超出公司的授权范围”,“本案涉及的投资业务属于公司经营业务范围内,收益归公司”。故而对外部型资管或内外型资管交织的情形而言,将之视为管理人的单位违法行为,予以双罚的模式较合理,而非直接穿透,令外部型资管关系的管理人的有责人员对违法所得承担责任,这亦有违法所得实际追缴效率方面的裨益。

五、从相关制度看“不追缴委托人、向受托人完全追缴”模式的正当性

如何合理地对资管交易违法所得予以追缴,还应放在整个相关执法体制、执法法治程度的大背景下予以考察。罚款制度、罚没收入处置方式等制度现实,均会对是否向不知情的委托人追缴的正当性判断产生影响。“不追缴委托人、向受托人完全追缴”的模式既优于多倍罚款制度,也契合我国目前追缴所得全部进入国库的现实;而在适用上,应注意委托人的自愿返还金额或对受托人的刑事罚金额均应计入对受托人的追缴额。

(一) 令违法者对账户内全部违法所得承担责任,优于多倍罚款制度

第四部分提出可以在不向不知情委托人追缴的同时,要求直接从事违法行为的受托人就账户内全部违法所得承担全部责任,以增强法律的震慑功能。那种对违法行为人的震慑功能是否能改由其直接违法所得数倍罚款的制度来

[45] 证监会行政处罚决定书(深圳市金中和投资管理有限公司、曾军)[2015]19号。

[46] 同前注[44]。

替代,而仍然向委托人追缴相应所得?本文不赞成此说。相比较而言,数倍罚款制度存在行政裁量权滥用的风险,也不能与违法行为的后果相匹配。

首先,我国《证券法》已经授权执法者对内幕交易者、操纵市场者没收违法所得,并按违法情节处以违法所得一倍以上五倍以下的罚款。但实证研究表明,我国在确定内幕交易等证券案件的罚款数额时的随意性较大。^[47] 执法机构对“没收程序中”的内幕交易违法所得与“作为罚款幅度确定依据”的内幕交易违法所得也存在认知混淆。^[48] 有时候,执法者仅仅从具体罚没数额出发进行衡量,对实际所得较少的账户操作人处以较高的罚款倍数,对实际所得较多的账户操作人处以较低的罚款倍数,反而导致罚款倍数与违法情节的倒挂。故更合理的制度选择是先由违法行为人对账户全部违法所得承担责任,在此基础上再酌情施加罚款,如张子学建议的“在已经追缴全部或者大部分违法所得的情况下,酌减罚款数额”。^[49]

其次,虽然在美国、日本、新加坡等国内幕交易或证券执法中存在征收相当于违法所得三倍的民事罚款(civil penalty)之制度,但这些民事罚款一般需要通过诉讼机制施加,而不是由行政机构自行施加。^[50] 在我国证券执法存在数量、范围和金额的扩张,又不无合法性瑕疵,并缺乏有效司法审查的制度背景下^[51],合理限制其处罚裁量权尤为重要。

故而,在涉及资管违法交易的所得追缴时,与其对违法交易人提高罚款倍数,不如令其对违法交易的全部所得承担吐出责任,以更好地令违法行为的后果与责任程度相匹配,也契合我国《证券法》已经另外允许施加多倍于违法所得之行政处罚的现行法制。

(二) 追缴所得归入国库的处置模式之影响

至少在金融市场的语境内,较之更重视维护公共秩序的大陆法法域,普通

[47] 王启迪:《内幕交易罚款数额影响因素的实证研究》,载《行政法学研究》2011年第4期,第115—128页。

[48] 肖泽晟:《违法所得的构成要件与数额认定——以内幕交易为例》,载《行政法学研究》2013年第4期,第53—55页。

[49] 同前注[10],第11页。不过作者主张向委托人追缴收益。

[50] 详见缪因知:《内幕交易民事责任制度的知易行难》,载《清华法学》2018年第1期,第198页。

[51] 对证券执法实务的批评,参见陈洁、曾洋:《对“8·16光大事件”内幕交易定性之质疑》,载《法学评论》2014年第1期,第184—191页;缪因知:《光大证券事件行政处罚与民事索赔之合法性质疑》,载《法学》2014年第1期,第10—19页;吕成龙:《谁在偷偷地看牌——中国证监会内幕交易执法的窘境与规范检讨》,载《清华法学》2017年第4期,第157—176页;周天舒:《证监会对内幕信息传递人的选择性执法研究——以2011年至2015年内幕交易案件为样本》,载《北方法学》2017年第5期,第40—52页;缪因知:《证券虚假信息规制的原理反思与实证评价》,载《北方法学》2018年第4期,第68—78页;陈洁:《内幕交易事实认定中自由裁量权的适用及其规制》,《清华法学》2018年第6期,第6—23页。

法地域整体上更重视对个人权利予以保护。^[52]普通法地域受到衡平救济原则(equitable remedy)的影响,有着较为成熟的受欺诈投资者补偿制度,违法所得乃至罚款主要用于剥夺不当得利(unjust enrichment),以便向投资者返还,因此,向委托人等追缴资管违法所得,至少还能用实质性地补偿受损投资者来辩解。而其他国家的违法所得追缴后直接归入国库而非补偿投资者,如此则向委托人等不知情者予以扩大化追缴的正当性大为减弱。

英国《金融服务与市场法》第383节授权法院指令市场滥用行为的获利方向有权部门缴付非法利润,再由有权部门分配给相应的受损者。在美国,早期会由证交会向投资者分配吐出所得,罚款上交国库。而2002年《萨班斯法》(SOX)设立了公平基金条款(15 U. S. C. § 7246(a)),授权公平基金酌情不均等地在受欺诈投资者之间分配被吐出的违法所得和民事罚款。2010年《多德法》第929(B)条又修正为证交会执法施加的任何民事罚款都可以归入,不限于是否追缴违法所得。基于此制度基础,新近的上诉法院判例开始强调违法所得的吐出并不以赔偿受损投资者为目的^[53],而恰恰往往是为了使得吐出额不仅以投资者的实际受损额为限^[54],且重在实现综合返还。我国香港特别行政区也有着丰富的向投资者进行返还(restoration)的制度和实践,香港证监会根据《证券及期货条例》(SFO)的授权,直接授权高等法院原讼法庭(the Court of First Instance)就内幕交易、操纵市场等欺诈行为作出冻结令、返还令等,与内幕交易者发生交易的投资者可以就实际买卖价和证券真实价值(由法院根据内幕信息予以估算)之差直接获得返还,避免了证券民事诉讼的艰难和讼累。^[55]较著名的例子有2015年分配完结的杜军内幕交易案^[56]、2016年分配完结的老虎基金内幕交易案^[57]。在此大制度背景下,运用偿付被告制度来尽力追缴违法所得并实施再分配,有其积极的社会价值。

而在我国,实践中违法所得被追缴后并不返还给其他投资者。有学者早就

[52] 参见缪因知:《法律如何影响金融:自法系渊源的视角》,载《华东政法大学学报》2015年第1期,第92—102页。

[53] *FTC v. Bronson Partners*, 654 F.3d 359, 374 (2d Cir. 2011).

[54] *SEC v. Cavanagh*, 445 F.3d 105, 117 (2d Cir. 2006).

[55] 章武生、成谦:《香港证监会代表投资者索赔诉讼案例分析与借鉴》,载《华东政法大学学报》2016年第4期,第188—189页。

[56] *SFC Recovers \$23 Million for Investors from Restoration Orders Against Insider Dealer Du Jun* (18 Aug 2015), at <http://www.sfc.hk/edistributionWeb/gateway/EN/news-and-announcements/news/doc?refNo=15PR85> (last visited Sep. 5, 2019).

[57] *Administrators Complete Distribution of Restoration Payments to Investors Affected by Tiger Asia's Insider Dealing* (19 May 2016), at <http://www.sfc.hk/edistributionWeb/gateway/EN/news-and-announcements/news/enforcement-news/doc?refNo=16PR46> (last visited Sep. 5, 2019).

提出将证券违法所得用于补偿投资者的设想^[58],可惜十余年来并无进展^[59]。所以尽力追缴违法所得并无针对性的补偿价值,除了令国库增加收入外,只是体现了对此类行为的震慑功能。既然如此,我国更应将打击重点指向直接的违法交易行为人,而不是无辜的资管委托人。

(三) 委托人主动代交的违法所得、管理人缴纳的罚金可冲抵管理人的违法所得

本文主张对并未参与违法行为的资产管理委托人不进行追缴,以避免法律适用的不确定性和不公平性,但支持委托人主动返还相应所得。违法行为产生所得后,资管委托人和受托人的所得总和实际上是恒定的。尽管不知情的委托人的所得不应视为违法所得,但如果其基于种种动机希望为与之本有交情的管理人解困、或为避免无知民众的舆论压力、或自认为此等所得受之有愧,而主动自愿返还所得、代替受托人承担责任,委托人和受托人的返还额亦可以通配。

除了获得资金返还的实际效果外,允许所得返还的通配,也能合理分配委托人与受托人的责任。有效判定委托人的吐出责任的主要疑难在于对委托人实际参与情形的信息不对称。由于管理人对委托人在资管中真实的角色和应有的地位最为知情,故向管理人充分施加法律压力,可以令法律打击力实现合理的转移扩散。若委托人在此过程中并不清白,面临法律直接的全部打击力的管理人自然会根据两人当初的实际安排要求委托人承担其应有的吐出责任;若委托人无辜,管理人自然无法向其追责;若委托人并未参与或对违法资管行为并不知情,管理人却基于二者的亲密关系而有意施惠,则委托人同样可能愿意主动吐出相关所得。他们二者之间如何协调,无碍公共利益。

诚然,若放弃向无责任的委托人追缴,单纯向违法交易人追缴,可能会产生吐出能力不足的问题。但由于我国个人破产制度的出台尚无时间表^[60],故对之追缴可以无限期进行。尽管在个案中可能会遭遇追缴实获资金不足的问题,

[58] 彭冰:《建立补偿投资者的证券行政责任机制:针对内幕交易和操纵市场行为》,载《中外法学》2004年第5期,第571—583页。

[59] 针对当前情形作出的分析和建议,见陈洁:《证券民事赔偿责任优先原则的实现机制》,载《证券市场导报》2017年第6期,第55—62页。

[60] 虽然2019年7月国家发展改革委员会等多部门制定的《加快完善市场主体退出制度改革方案》(发改财金〔2019〕1104号)提出研究建立个人破产制度,重点解决企业破产产生的自然人连带责任担保债务问题,引发媒体热议。但该《方案》目前只提到“与生产经营活动相关的负债可依法合理免责”,因违法活动承担的责任的免除显然还不在于其列。此外,2018年9月第十三届全国人民代表大会常务委员会公布的立法规划中,即便是“立法条件尚不完全具备、需要继续研究论证的立法项目”中也没有个人破产法,这意味着至少2023年以前个人破产法不会进入立法准备阶段。

但却能形成更强大的事前震慑、一般预防效果。^[61]

此外,同一主体被没收的违法所得和刑事罚没所得也应具有通配性。美国的法院判决中通常会明确指出:指名被告所需要吐出的违法所得,可以被偿付被告吐出的违法所得、指名被告自身在刑事程序中被没收的(forfeited)金额所抵扣(credited dollar for dollar by amounts)。此等制度较为公平简明,可以为我国采行。

六、本文结论及其扩展适用空间

违法交易产生的所得应当被行政执法机构追缴。在交易人和获益账户涉及不同法律主体时,与其机械理解“不当得利”而向未曾参与或知情违法交易的获益账户所有人追缴实获所得,不如向违法交易人追缴全部账户违法所得。从执法模式的功能上而言,这既体现了追缴规则应具有的法理上的逻辑一致性,确保公法机制没有侵蚀私法关系;也体现了行政执法的比例原则,即采纳了对相关人员与一般大众损害最小的手段^[62];又使委托人避免了挑选、监督管理人的负担,保障了资管关系的交易安全和行业发展活力,减少涉及多委托人、长周期多轮交易的资管操作后追缴委托人收益的困难和不公平性,还能通过令实际违法交易主体承压,最大化地震慑违法行为。

从配套法律制度层面看,在我国行政法制度存在不足时,也不宜授予执法机构太多的罚款倍数裁量权。我国的违法所得追缴目前直接进入国库,而不是用于偿付市场中的其他投资者,本身就是震慑性高于偿付性,故与本文主张的规则也是一致的。本文主张的执法模式亦能有效维护市场公平和市场效率之间的平衡,促进资管业的有序发展。

上述结论直接导出于对证券资管业务的分析和比较法考察,但其间的法理也可适用于对其他类型的资管业务的违法所得的行政追缴,如投向非上市公司的股权、房地产、文化产品的资管活动,因为二者的区别只是违法所得的具体产生方式不同,委托人、管理人、案外受害人之间的关系是大体相同的。

本文之所以集中讨论证券资管业务的执法,一是由于相关比较法制度和原

[61] 当被处罚人表示无力承担时,美国证交会有时会在行政和解中同意当事人提交宣誓财务状况声明(a sworn Statement of Financial Condition),称无力承担超过若干元的民事罚款,而只施加以该数额为限的民事罚款。但行政和解文件一般会指出证交会执法部门(Division of Enforcement)有权随时申请证交会重启此案件来核查当事人当时是否提交了准确完整的财务信息,并对之施加法律限度内最大额的民事罚款。当事人不得在事后依据时效等各种理由提出辩护。一个典型的例子可见针对 Mindlin 父子 ETF 内幕交易案的禁止令。See *Order Making Findings and Imposing Remedial Sanctions and A Cease-and-desist Order* (2012年1月26日), at <https://www.sec.gov/litigation/admin/2012/33-9296.pdf> (last visited Sep. 5, 2019).

[62] 刘权、应亮亮:《比例原则适用的跨学科审视与反思》,载《财经法学》2017年第5期,第43页。

理较为成熟；二是由于证券资管是资管业务中最可能产生违法所得的类型，因为资管账户操作人可以通过交易快速牟取利益并变现，违法行为和所得之间的关联较为明显。在其他领域，资管人运用被管理财产获取违法利益的周期较长、模式较复杂，但只要能在违法行为和违法所得之间确认因果关系，就会产生追缴问题，就能参照本文提出的模式合理分配责任。

（审校编辑 柯 达）