

从“逃之夭夭”到“无处可逃”

——《无处可逃:内幕交易与市场操纵的
跨境追诉》评述

伍 坚*

随着证券市场日益全球化,交易者在境内外不同市场交易同一金融产品或者具有同一经济利益的不同产品的能力得到了极大程度的提高。与之如影随形,各国证券监管机构查处的跨境内幕交易和市场操纵等市场滥用案例似乎也有较为明显的增长。相比传统的市场滥用,各国证券监管机构在发现、调查和起诉跨境市场滥用方面显然面临更大的挑战,为编织打击市场滥用的天罗地网,他们需要作出何种回应,以及如何加强证券监管合作?

近年来,已有一些学者对上述领域的某些问题开展了卓有成效的研究,并产生了较为丰富的成果,前澳大利亚联邦检察官、现加拿大新不伦瑞克大学法学院教师珍妮特·奥斯汀撰写、华东政法大学窦鹏娟博士翻译的《无处可逃:内幕交易与市场

* 华东政法大学经济法学院副院长、教授。本文为[加]珍妮特·奥斯汀著,窦鹏娟译,伍坚点评。

操纵的跨境追诉》^{〔1〕}（上海人民出版社 2020 年版），更是其中的代表性著作。

一、跨境市场滥用的全球态势

在本书中，作者概括了全球证券市场近年来的转型和变化，指出这些变化在一定程度上刺激了跨境市场滥用的增加。

（一）跨境内幕交易的常见形式

跨境内幕交易的常见形式可以概括为以下六种：

一是在境内获得内幕信息，并在境外进行交易，或泄露给境外的家人、朋友等，后者在境外交易。如在麦克莱伦案中，身为德勤美国前高级合伙人之妻的麦克莱伦多次向家人（包括一名在英国的经纪人）泄露信息，家人据此进行差价合约交易。东窗事发后，SEC 对麦克莱伦提起民事诉讼，FSA 也起诉了其家属。

二是在境内获取内幕信息，在境内利用境外人士的账户交易。在 SEC2017 年调查的一起内幕交易案中，中国人尹少华利用其实际控制的五个亲友的证券账户在 Comcast 公司宣布收购梦工厂动画公司之前大量买入后者股票，获利 2900 万美元。^{〔2〕}

三是在境外获得内幕信息，在境内交易。FSA 于 2010 年披露的一起案例中，一家土耳其石油勘探公司的高管在获知该公司与一家英国上市公司的合作项目信息后，交易该英国上市公司的股票并获利。

四是境外人士获得内幕信息，并在境外交易。在 2013 年 SEC v. Madrid & Julio Ugedo 一案^{〔3〕}中，Madrid 在任西班牙桑坦德银行研究部门负责人期间获悉了必和必拓公司将并购 Potash 公司的内幕信息，

〔1〕 原著信息如下：Janet Austin, *Insider Trading and Market Manipulation—Investigating and Prosecuting Across Borders*, Edward Elgar Publishing, 2017.

〔2〕 参见谢贵春：《跨境内幕交易与市场操纵：典型案例与执法策略》，载《证券市场导报》2019 年第 2 期。

〔3〕 参见 SEC 官方网站：<https://sec.gov/litigation/complaints/2013/comp-pr-2013-138.pdf>, 2020 年 9 月 1 日访问。

并购双方均为纽交所上市公司。两名被告并未购买两家公司的股票,而是在卢森堡交易了 Potash 公司的差价合约(Contracts for Difference, CFDs)。^[4]此外,一种很常见的交易是通过欧洲尤其是瑞士的经纪商购买标的证券的看涨期权。

五是境外人士获得内幕消息,在境外和境内同时交易。在 2009 年 SEC 与加拿大安全大略证券委员会联合查处的一起跨境内幕交易案中,加拿大人 Cornblum 利用其十几年间在多家律所任职的便利,多次将客户并购的价格敏感信息透露给大学同窗 Grmovsek,后者利用其设立在巴哈马和开曼群岛等地的空壳公司以及亲友名下的账户进行股票交易。

六是黑客实施的内幕交易。在 SEC 2015 年查处的一起案件中,三名乌克兰人士侵入多伦多和纽约的三家新闻通讯社,在上市公司信息发布前获取了包含这些信息的新闻稿,并卖给多名交易员。后者再以设在外国以及离岸群岛的大量实体购买通过欧洲经纪商交易的差价合约,获利甚多。

(二) 跨境市场操纵的主要表现

一是在低价股市场实施拉高出货。在操作上,行为人常常采取散布虚假信息、洗售或者对敲等方式实现目的。以德国联邦金融监管局公布的德贝利亚案^[5]为例,该公司在美国注册成立但总部设在温哥华。2006 年,其股票在德国公开市场和美国场外交易市场上市,几乎没有成交量。当年 5 月起,该公司数次宣称重大利好,德国新闻撰稿人杰拉斯对此大力宣传,并得到 62 份出版物强烈推荐,但推荐者没有透露他们持有相当数量的该公司股票。在股价暴涨后,这些人出售了股票,股价又跌至零点。

二是黑客实施的市场操纵。例如,在 2012 年,SEC 对拉脱维亚交

[4] 差价合约,是经纪商依据他国市场的标的证券价格创造的一种新证券,其不在他国市场交易,但其交易会影晌他国市场标的证券的价格,因为经纪商通常通过在标的证券上市的交易所购买标的证券来对冲头寸。

[5] 出自德国联邦金融监管局《2012 年年度报告》,第 179 页。参见[加]珍妮特·奥斯汀:《无处再逃:内幕交易和市场操纵的跨境追诉》,窦鹏娟译,上海人民出版社 2020 年版,第 148~149 页。

易员纳加伊塞夫采取了行动,原因是后者利用黑客手段侵入部分大型券商的在线经纪账户,买入或卖出 100 多种证券,影响这些证券的交易价格。

三是离岸交易员的分层与幌骗交易。很多证券经纪商向客户提供市场直连服务(Direct Market Access, DMA),一些行为人遂招募离岸交易员,通过发出订单后随即取消的方式实施分层和幌骗的市场操纵。FSA 于 2011 年查处的 Swift Trade 案,即属此类典型。

四是高频交易者操纵。相对而言,各国监管机构较少对高频交易者的跨境操纵采取行动。一个例外是 FCA 于 2013 年查处的 Michael Coscia,后者在美国借助市场直连通道利用算法交易对英国境内 ICE 期货交易所的多宗原油期货进行了操纵。另一著名案件则是英国交易员 Sarao,其利用自己设计的程序化系统,在数毫秒之间不断买入和卖出“E-迷你标准普尔 500 指数期货”并操纵价格获利,此举被认为引发了美股 2010 年的“闪电崩盘”。

二、各国证券监管机构的应对举措

面对愈演愈烈的跨境市场滥用,本书作者梳理了各国监管机构已经和未来还需要采取的措施,并分析了国际证监会组织(IOSCO)在协调各国监管机构执法合作方面可以发挥的作用,指出了进一步改进的方向。

(一) 提升发现市场滥用的能力

第一,完善技术监测系统。证券市场每天都有巨量订单和成交,为发现可能的市场滥用,各国监管机构普遍开发先进的技术系统,以便对交易信息进行全面监测和精准分析。以美国为例,闪电崩盘发生后,SEC 不得不从分散的各个市场的海量数据中寻找线索,大大延缓了调查进程。有鉴于此,SEC 通过“613 规则”^[6]要求交易所、自律监管组织等为综合审计跟踪制定计划,以标准形式向中央储存库提供详细的

[6] 17 CFR 242.613.

交易数据,并建议为每一客户分配一个唯一的客户标识号。单一客户的所有订单,无论通过哪个经纪人在哪个市场交易,均使用一个标识号。

第二,实施可疑交易报告。该制度要求经纪商在发现有市场滥用嫌疑的交易时必须向监管机构报告,最早采用于欧盟 2005 年实施的《市场滥用指令》,指令还要求监管机构将报告转交给可能受到影响的证券市场对应的所有其他监管机构。2016 年起生效的欧盟《市场滥用条例》(Market Abuse Regulation ,MAR)加强了此项制度。中介机构不仅要报告可疑交易,还要建立合规体系以便发现市场滥用,违反的中介机构将面临处罚。在德国、英国和澳大利亚,很多市场滥用案件的发现要归功于该项制度。

第三,强化投诉举报机制。基本上所有的监管机构都规定有投诉和举报制度,也确实收到大量数据。尽管对这些数据进行分析并找到有用的线索需要耗费大量资源,但监管机构借此可以收集到市场滥用的直接证据,有时甚至是实时证据。

(二) 加强信息交流与执法合作

基于国家主权的限制,一国监管机构通常不可能直接对境外的主体或者交易展开调查,而必须得到境外监管机构的配合协助。在具体机制上,存在双边合作机制和多边合作机制。

双边合作机制是国际证券监管合作的一种重要机制,是指两国监管机构通过签订谅解备忘录(MoU)的方式,相互交流信息或者开展执法合作。这种合作机制的约束力较弱,且基于保护隐私的国内法规定,一国监管机构可能无权向境外同行提供信息,以致影响合作效果。

多边合作机制涉及交易所和监管机构两大层面。在交易所层面,1981 年成立的跨市场监管集团(ISG)为其成员——主要是交易所和自律监管组织——进行信息交流与共享提供了很好的途径。其缺陷在于,政府监管机构一般不是 ISG 的成员,并且,如果没有信息提供者的书面许可,成员不得向政府在内的第三方传递信息。在监管机构层面,早在 1999 年,欧洲证券监管委员会为推动成员国之间的信息交换与协助,制定了《关于信息交流和证券监管的多边谅解备忘录》(ESMA MoU)。2002 年,IOSCO 发布了《关于磋商、合作与信息交换的多边谅解备忘录》(MMoU)。依据 MMoU,一国监管机构可向境外监管机构

请求获得涉及交易和行为人的广泛信息,无须受到双重犯罪原则的拘束,且任何国内的保密法规不得阻止该信息的收集或提供。截至2019年12月,MMoU签署方共计124个,签署方之间执法合作数量从2003年的56个增加到了2018年的4064个,其已成为当前最为重要的国际证券监管合作机制,在打击跨境市场滥用方面发挥着日益重要的作用。

(三) 适度确立证券域外管辖权

尽管本书没有对证券域外管辖权问题展开分析,但这只是因为作者希望更多聚焦于市场滥用的发现、调查等技术性问题,并不意味着域外管辖问题不重要。如果一国监管机构或者法院对境外的主体或者行为没有管辖权,跨境市场滥用的执法力度就会被削弱。因此,英美均以一定方式确立了其证券域外管辖权。

从20世纪60年代开始,美国第二巡回上诉法院最先在 *Schoenbaum v. Firstbrook* 案中适用了“效果标准”(effect test),如果发生在美国境外的行为直接对美国投资者或美国证券市场产生实质影响,美国法院可行使管辖权。^[7] 在 *Bersch* 案中,法院强调必须是对美国市场或者美国投资者产生实质性影响而非一般的负面影响的境外行为,才符合域外管辖的标准。^[8] 至于“实质性”影响,在 *IITv. Vencap* 案中,作为信托公司的原告指控被告涉嫌欺诈和挪用资金,此种行为对美国利益造成实质影响。法院认为,虽然有大约300名的美国居民为原告的基金份额投资者,并蒙受了大约300万美元损失,但原告在招股说明书中已经写明基金份额不向美国居民出售,且300名美国投资者所遭受的损失仅占整个信托资产的0.5%,因此不存在“实质性”影响。^[9] 可以说,当美国投资者在受损害的投资者群体中只占较小比重时,美国法院通常对长臂管辖境外行为持有保守态度。^[10]

在1972年的另一起案件中,第二巡回上诉法院又发展出“行为标准”(conduct test),美国法院有权对发生在美国境内的证券欺诈行为行

[7] See 405 F.2d 200 (2d Cir. 1968).

[8] See *Bersch v. Drexel Firestone, Inc.*, 519 F.2d 974 (2d Cir. 1975).

[9] See *IIT v. Vencap, Ltd.*, 519 F.2d 1001 (2d Cir. 1975).

[10] See Joshua G. Urquhart, *Transnational Securities Fraud Regulation: Problems and Solutions*, 1 *Chicago Journal of International Law*, 471-475 (2000).

使管辖权,而不考虑受损害投资者的国籍。^[11]就行为标准来说,跨国证券欺诈常常涉及一系列行为,可能一部分发生在美国而另一部分发生在他国,在美国的行为必须达到何种程度才能使美国主张管辖权,各个法院存在分歧。第二巡回上诉法院要求最为严格,认为美国境内的行为对境外实施的欺诈不能仅是“预备性的”(preparatory),且损失应由该行为直接造成。第三、第八、第九巡回上诉法院则采取宽松理解,只要行为与整个欺诈活动有关,美国法院就有域外管辖权。^[12]总的来说,“效果标准”和“行为标准”使美国法院有了广泛的域外管辖权,但在适用上存在较大的不确定性。

2010年,美国最高法院在 *Morrison v. National Australia Bank* 案^[13] 中转采“交易标准”,认为《证券交易法》第10(b)条仅适用于在美国证交所上市的证券交易以及其他证券在国内的交易。该案反映出美国最高法院限制域外适用的意图,如果境外发生的交易所涉证券并未在美国证交所上市,即使该交易中有美国投资者且其利益受到损害,美国法院也无法管辖。但是,“交易标准”也具有扩大美国证券法域外适用的效果,由于大型企业可在多个市场上市,只要其上市地之一是美国,该上市品种在全球的交易均受美国证券法约束。^[14]

在 *Morrison* 案判决后不久,美国国会于同年7月通过的《多德—弗兰克法》第929P条再次引采取了“效果标准”和“行为标准”,如果:(1)证券交易在美国境外发生并且只涉及外国投资者,但在美国境内的行为极大地促进了违法行为;或者(2)在美国境外发生的行为会对美国产生可预见的实质性影响,SEC和法院就有管辖权。需要指出的是,该条仅针对公共执法,不适用于私人执行,后者仍然遵循“交易标准”。

在英国,2000年《金融服务与市场法》第118条对市场滥用行为的管辖权标准是该行为“(a)在联合王国发生;或(b)与在联合王国内或在联合王国可通过电子手段进入且适用本条规定的市场上进行交易的适格投资品有关”。该法2005年修订时,管辖权标准调整为该行为

[11] See 468 F.2d 1326 (2d Cir. 1972) .

[12] 参见郭雳:《美国证券域外纠纷诉权新解》,载《证券市场导报》2011年第11期。

[13] See 130 S. Ct. 2869 (2010) .

[14] 参见彭岳:《美国证券法域外管辖的最新发展及其启示》,载《现代法学》2011年第6期。

“(a)发生在英国,或者;(b)与下列相关——(i)获许在坐落于或者运营于英国的法定市场上交易的适格投资品;(ii)已经申请在前述法定市场上交易的适格投资品;(iii)就第118条(2)和(3)而言,与适格投资品相关的投资品”。^[15]可以看出,关联标准是指境外行为涉及英国市场的投资品种及其相关品种(包括境外品种),正因为存在关联,境外行为才会对英国市场以及投资者产生影响,这与美国的“效果标准”有相似之处。

三、对我国规制跨境市场滥用的启示

我国证券市场正在逐步走向国际化,沪港通、深港通和沪伦通即为典型例证。沪港通和深港通是单一主权国家内两个市场的互联互通,实行两地结算机构作为代理人,进入对方市场参与报价、交易、结算的“投资者跨境”模式。沪伦通则是使用存托凭证跨境挂牌的“产品跨境”模式,投资者仍位于本地市场。市场的变化,增加了跨境市场滥用的可能性。至于更早的沪港通,实践中已经出现了多起跨境市场滥用案件。例如,在中国证监会查处的首例跨境市场操纵案件中,唐汉博、王涛等人利用开设于香港经纪商的三个具备沪股通权限的证券账户,与国内账户配合操纵“小商品城”。^[16]在国内首例涉及“沪港通”的跨境内幕交易案中,桑某将其知悉的中远海控收购东方海外的信息泄露给王某和陈某,该两人使用开通港股通功能的本人及他人账户买入香港上市的东方海外股票。^[17]

基于后发优势,我国证券市场一开始就很重视电子信息技术的应用,各大交易所的监测系统也相当完备;在现行结算体制下,监管机构可以直接看到境内投资者对证券的持有情况;央行也早就规定了《金融机构大额交易和可疑交易报告管理办法》。在监管合作方面,我国

[15] 同注[2]。

[16] 参见《中国证监会行政处罚决定书》[2017]21号。

[17] 参见《前瑞银在华员工涉跨境内幕交易被判刑九年》,载 <http://cn.dailyeconomic.com/finance/2019/06/24/5374.html>,2020年4月22日访问。

于2007年签署了MMoU,并已与64个国家的监管机构签订了双边谅解备忘录。上述种种,均属遏制市场滥用的利器。为有效调查和惩处跨境市场滥用,还需在以下问题上进一步完善。

(一) 适度运用域外管辖条款

2019年修订的《证券法》第2条第4款规定:“在中华人民共和国境外的证券发行和交易活动,扰乱中华人民共和国境内市场秩序,损害境内投资者合法权益的,依照本法有关规定处理并追究法律责任。”该款采取的是类似美国的“效果标准”,为中国证监会追究跨境市场滥用提供了基本的法律依据。但是,在证券市场高度互联互通的世界中,中国投资者可以遍布全球市场,该款是否意味着只要境外的证券发行或者交易行为造成我国投资者受损,就可适用我国证券法?

在近期的“瑞幸咖啡”财务造假案中,有新闻报道声称国内投资者因此受有损失。那么,中国证监会以及国内法院有管辖权吗?目前对此众说纷纭。笔者认为,瑞幸咖啡在美发行时,特别强调“本招股说明书未在中国境内流通或发行,美国存托凭证(ADSs)不得直接或间接向中国境内的任何居民发售或出售”。若按美国对“效果标准”的理解,在受损投资者群体中,如果国内投资者人数不多,金额不大,就不具备域外管辖所需的实质性影响。

另外,本案是否需要考虑“行为标准”?粗看起来,我国《证券法》并未规定该项标准,但是,“行为标准”本质上源于属地管辖,即使《证券法》没有规定,也不应当影响其适用。瑞幸咖啡注册地在开曼,运营总部设在厦门,主要资产和运营管理基本是在国内,推测上可能会有相当部分的造假行为发生在国内,如果借鉴美国的“行为标准”,我国似有管辖权。

综上所述,按照“效果标准”,我国对瑞幸咖啡事件没有域外管辖权;按照“行为标准”,结论或将相反。瑞幸咖啡造假事发以后,中国证监会于4月3日首次作出回应,表示“将按照国际证券监管合作的有关安排,依法对相关情况进行核查……”^[18]在4月27日的中国证监会

[18] 《中国证监会声明》,载 http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/202004/t20200403_373199.html,2020年4月22日访问。

关负责人答记者问中,中国证监会再次重申了上述立场,^[19]即不倾向于进行域外管辖,而是在跨境监管合作的框架下展开调查。与此同时,多家美国律师事务所代表投资者在美国对瑞幸咖啡提起集团诉讼。法官也已合并所有关于瑞幸咖啡的集团诉讼请求,在纽约南区法院立案,并于6月指定瑞典养老基金 Sjunde AP – Fonden (AP7) 和美国路易斯安那州警察养老和救助基金为首席原告,另外还指定了首席律师。^[20]在这种背景下,为节省执法资源并尊重他国管辖权,中国证监会对域外管辖采取克制立场是可取的。

(二) 在 IOSCO 框架下加强跨境监管合作

要真正实现对境外交易者的调查和起诉,离不开国际证券监管合作。事实上,我国《证券法》对证券监督管理合作机制早有明确规定。另外,中国证监会也是 IOSCO《多边备忘录》的签署方,享有并承担相应的权利和义务。为更加有效地打击跨境市场滥用,中国证监会可能需要考虑在以下两个方面作出努力:

第一,签署《增强版多边备忘录》。MMoU 的重点是获取交易幕后人员的身份信息,2017 年的《增强版多边备忘录》(EMMoU) 在此之外还提及审计信息(包括审计工作底稿)、用户电话记录和运营商等持有的通信记录以及可识别或追踪资金和资产的信息;并允许监管机构要求冻结或者扣押在其他司法管辖区的资金。增强版的另一变化是试图解决信息提供的迟延问题,其要求收到请求的机构在 7 天内确认收到请求,并在请求方要求时在 7 天内更新请求的状态。虽然没有明确的时间限制,但其确实希望确保信息提供的及时性,以提高跨境市场滥用执法的成功概率。EMMoU 有效包含了 MMoU 的所有条款,但加强了合作的力度和程度。目前,全球已有 12 家证券期货监管机构成为 EMMoU 签署方。^[21] 鉴于我国证券市场的对外开放力度未来还将进一步加强,国外交易者针对我国实施的跨境市场滥用可能会逐渐增多,签

[19] 参见《中国证监会有关负责人答记者问》,载 http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/202004/t20200427_374552.html,2020 年 5 月 3 日访问。

[20] 参见 https://www.sohu.com/a/403521310_100191017,2020 年 6 月 23 日访问。

[21] 参见 http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/gjb/gjzjhzz/ioscojj/201912/t20191224_368247.html,2020 年 4 月 21 日访问。

署 EMMoU 有其必要性。当然,对照 EMMoU 对监管机构提出的执法权力要求,《证券法》的规定还有不尽合理之处,需要未来继续完善。^[22]

第二,建立合理的成本分担机制。一直以来,中国证监会在 MMoU 下更多的是作为被请求方,这一态势可能还将持续较长时间。^[23] 被请求方为请求方利益进行调查、发现和提供信息需要付出成本,有时还需要改变自己的既定安排以优先处理来自境外的请求,如果没有合理的成本分担机制,被请求方难免会有所懈怠。IOSCO 针对成员之间签署的双边谅解备忘录的指南规定,备忘录应该规定一套流程,使请求方能够分担成本。但无论是 MMoU 还是 EMMoU,均遗漏了成本分担问题,最合适的路径是在中国证监会与境外监管机构签署的双边谅解备忘录中予以明确。

需要特别强调的是,在打击跨境市场滥用时,按照 MMoU,一国证券监管机构应当向外国证券监管机构请求提供信息,而不得直接要求外国居民提供。在 2014 年,SEC 认为普华永道、安永、德勤、毕马威四大会计师事务所的中国分部拒不提供相关审计文件,决定暂停美国执业资质 6 个月。^[24] 但根据《证券法》,任何人未经证监会和国务院主管部门同意,不得向境外提供有关文件和资料。在 MMoU 之外,2013 年 5 月中国证监会、财政部与美国公众公司会计监督委员会签署的执法合作备忘录也明确美方如需向中方调取审计底稿可以向中国证监会申请,中国证监会在一定范围内予以提供。在这一点上,我国应当坚持《证券法》的规定和目前立场,在国际证券监管合作的机制内对外提供包括审计工作底稿在内的相关文件和信息。

(编辑:宋澜)

[22] 参见刘凤元、邱锐:《证券市场跨境监管研究——以 EMMoU 为视角》,载《金融监管研究》2019 年第 12 期。

[23] 数据显示,2013 年至 2017 年间,中国证监会收到境外证券监管机构协查请求每年平均 133 件,而年均向海外发出协查请求数量仅为 25 件。参见崔孝和:《跨境证券监管协作机制的中美比较》,载《上海金融》2019 年第 1 期。

[24] 参见《“四大”会计所中国分部遭 SEC 处罚》,载 <http://roll.sohu.com/20140123/n394073961.shtml>,2020 年 4 月 21 日访问。