

针对“做空攻击”的 SEC 执法 及发行人诉讼*

[美]查尔斯·F.沃克** 科林·D.福布斯*** 著
胡睿超 滕玉琳 宋 澜**** 译

摘要:“做空攻击”是指传播有关发行人的负面传言同时卖空发行人股票。当发行人受到做空攻击时,除了公共关系维护,还会通过提起诉讼、请求监管机构介入等方式来进行应对。然而,上述策略的成效难以预测;SEC 常将调查中心转向发行人,而发行人提起的诉讼也常因证据不足而最终和解。本文首先讨论了近期美国为解决做空攻击和裸卖空所进行的监管及立法沿革。同时,通过分析 SEC 针对做空攻击的执法案例及发行人诉讼案例,发现 SEC 只有在明显欺诈的情况下才会进行执法,并依靠《证券卖空条例》的技术标准来厘清执法边界。

关键词:做空攻击 卖空条例 裸卖空

* *SEC Enforcement Actions and Issuer Litigation in the Context of a “Short Attack”*, 68 Bus. Law. 687 (2013).

** Charles F. Walker, Skadden, Arps, Slate, Meagher & Flom LLP (“Skadden”) 律师事务所华盛顿特区办公室合伙人。

*** Colin D. Forbes, Skadden 律师事务所纽约办公室律师。文章仅代表两位作者的观点,与所在律所及其他合伙人没有必然关联。

**** 译者均为上海证券交易所工作人员。

针对发行人的“做空攻击”(short attack),最露骨的方式包括在媒体上散布有关发行人的负面传言(在许多情况下,还包括散布误导性或完全错误的信息),并大量卖空发行人股票。^[1] 近年来最受关注的做空攻击可能是引发贝尔斯登公司和雷曼兄弟公司破产的案例了——这两个机构都声称在金融危机期间,相关谣言被广泛散布并受到做空者袭击。^[2] 然而,这只是此类臭名昭著的做空攻击案例中的两个例子。大量股票发行人在应对市场上负面消息的同时,也面临着股票被做空的困境。

卖空(short selling)——卖方出售不持有的证券,或者出售借来的证券——是且确实是合法的,而且在许多情况下对市场有利。^[3] 然

[1] “做空攻击”一词没有确切的定义,市场参与者的一系列特定行为是否可以用这个词来表示,在任何特定情况下都可能成为争论点。评论人士将“扭曲和做空”运动(或“做空攻击”)描述为是交易员群体“试图通过散布有关某家特定公司的诋毁性谣言来操纵市场与此同时……实现做空,希望通过价格下跌获利的谣言引起”。参见 Douglas M. Branson, *Nibbling at the Edges—Regulation of Short Selling; Policing Fails to Deliver and Restoration of an Uptick Rule*, 65 BUS. LAW. 67, 76 (2009) (脚注省略)。出于撰写本文的目的,“做空攻击”一词并不局限于市场操纵,还包括任何情况下分析师或其他第三方传播误导关于发行人的负面信息,同时卖空发行人的股票(或与做空者行动相关的人)。正如下面所讨论的,一个特定的事情是否包含了操纵或欺骗的意图,通常是一个关于事实结果的认定。

[2] 在贝尔斯登和雷曼的案例中,报告称“裸卖空”(下文讨论)是两家公司倒闭的原因。2008年秋天,雷曼首席执行官 Richard Fuld 在国会作证时表示:“裸卖空者和造谣者成功地搞垮了贝尔斯登……我认为,市场上未经证实的谣言对雷曼兄弟造成了重大伤害。”See Gary Matsumoto, *Naked Short Sales Hint Fraud in Bringing Down Lehman* (Update1), BLOOMBERG. COM (Mar. 19, 2009), <http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=aB1j1qmFOTCA>. SEC 在 2008 年的紧急命令中禁止对某些证券进行“裸卖空”,同时也指出了贝尔斯登出售前的“市场传言”的影响。参见 Emergency Order Pursuant to Section 12(k)(2) of the Securities Exchange Act of 1934, *Taking Temporary Action to Respond to Market Developments*, Exchange Act Release No. 58166, 73 Fed. Reg. 42379 (July 15, 2008); 另见 Luis A. Aguilar, Comm’r, U. S. Sec. & Exch. Comm’n, *Statement Before Open Commission Meeting* (Apr. 8, 2009), available at <http://www.sec.gov/news/speech/2009/spch040809lass.htm> (指出做空行为似乎是“雷曼兄弟和贝尔斯登倒闭”背后的“故事的一部分”)。

[3] 例如, Amendments to Regulation SHO, Exchange Act Release No. 61595, 75 Fed. Reg. 11232, 11235 (Mar. 10, 2010) (做空为市场提供了相当多的好处,包括市场流动性和定价效率)。本文第一部分讨论了做空的机制和监管框架。

而,某些做法,如利用卖空非法操纵价格,或与传播虚假和误导性信息相结合,理应受到批评和采取法律措施。〔4〕

受到做空攻击的发行人可能会考虑采取防御性策略,例如在应对媒体负面报道时通常会考虑提起诉讼和请求政府监管机构介入,此外还会加强投资者关系和公共关系。公开记录显示,这些策略的结果喜忧参半,发行人在向美国证券交易委员会(SEC或委员会)求助或提起诉讼之前应该谨慎行事。这些措施可能会使发行人遭受意料之外且非己所愿的审查。

就SEC而言,委员会及其工作人员的公开声明表明,SEC在卖空和所谓的做空攻击问题上存在很深的矛盾心理。正如下文第一部分第二节所示,在2008年市场出现严重混乱的情况下,SEC对卖空者采取了限制措施,并且在此情况下SEC发布声明,认为卖空者涉嫌滥用市场。〔5〕可是,反过来,如果有人声称受到做空攻击,SEC普遍持怀疑态度。执法方面,SEC在过去15年间对可能被定性为“做空攻击”的一系列案件采取了不同的执法行动。其中一些案件涉及对分析师和做空者的执法行动,因为这些人被诉称是做空攻击的幕后黑手。但也有相当多的案件是涉及对发行人及其负责人的执法行动。对这些执法行动进行分析可以发现,如果有明确证据表明卖空者和相关人员发布了旨在影响目标发行人股票价格且明显虚假的称述,那么,SEC将对做空者和相关人员展开调查。相反,如果做空者对发行人的指控足够信服,SEC则常常同时调查发行人以及卖空者。

至于诉讼方面,已有数名发行人依据州法律中的诽谤、侵权干涉、共谋、欺诈和市场操纵等诉因,对做空攻击的实施者提起诉讼。少数发行人获得了恰当的和解协议。但在多数情况下,发行人很难克服司法上以及程序上的障碍,也很难收集到足够的证据用以构建起索赔要素

〔4〕 同前注〔3〕(讨论“空头袭击”)。

〔5〕 例如,2008年9月,SEC指出,它担心“基于毫无根据的传言,可能出现不必要的或人为的价格波动……做空加剧了这种情况”。紧急命令是根据1934年《证券交易法》第12条(k)(2)款作出,采取临时行动以回应市场的变化,Exchange Act Release No. 58591, 73 Fed. Reg. 55175, 55175 (Sept. 24, 2008)。这种担忧在金融危机中凸显出来,引发了一系列紧急命令,以回应市场变化。见下文“一(二)”。

或救济权利。此外,在这类诉讼中,多数被告可以依据宪法及法律对言论自由的保护,成功地为自己辩护。公开记录还显示,尽管针对做空攻击的诉讼常常会伴随 SEC 的介入调查,但很少有案例会最终导致 SEC 采取执法行动。有迹象表明,SEC 是出于对言论自由保护的担忧,而不敢对所谓的做空攻击展开积极调查。〔6〕

本文首先讨论了 SEC 和美国国会 (Congress) 为解决做空攻击和“裸卖空”而各自分别采取的监管措施和立法措施。相关措施的历史是比较简短的,但却有些令人费解。接着,本文讨论了与做空攻击有关的 SEC 的执法案例和相关诉讼案例,重点探讨了这些案例中发行人面临的困难。随后,本文讨论了 SEC 近期针对“裸卖空”和相关市场操纵案例的一些执法行动。这些案例往往是不涉及因欺诈而采取执法行动案例中的那些棘手的证据问题。本文得出结论认为,在做空攻击案例中,SEC 是采取了中立的立场,只在明确存在欺诈的情况下才采取执法行动,同时通过执行《证券卖空条例》(Regulation SHO,以下简称 SHO 条例)的技术标准来厘清执法边界,并使市场评估相关重点的平衡性。这一执法重点,以及与这些案例相关的证据问题,为那些认为自己受到做空攻击的发行人提供了需要着重考虑的内容。〔7〕

〔6〕 如下文所述,2006 年年初,SEC 传唤了几名记者,以调查一家研究机构涉嫌与做空者合谋操纵 Overstock.com 公司的股票。然而,SEC 为此受到了严厉的批评,最终决定不执行这些传唤。

〔7〕 除了涉及“做空攻击”的案件外,SEC 还认识到,在某些情况下,在不散布谣言的情况下,做空本身可能具有欺骗性或操纵性。例如,SEC v. Rhino Advisers, Inc. 一案, Litigation Release No. 18003, 79 SEC Docket 2079 (Feb. 27, 2003), 2003 WL 549243 (一起最终达成和解的案件,该案涉及操纵 Sedona 公司股票价格,以提高该公司发行的可转换债券的所有者的经济利益,据称这一行为计划涉及大量裸卖空行为并由此压低了 Sedona 公司股票价格);另见 SEC v. Badian, Litigation Release No. 22593 (Jan. 15, 2013), 2013 WL 152522 (相关执法行动最终和解解决)。私人原告也对证券市场参与者提出了指控,称他们在没有散布谣言的情况下参与滥用卖空计划。参见 Notice of Removal with Complaint, Taser Int'l, Inc. v. Morgan Stanley & Co., No. : 10-cv-03108-JEC (N. D. Ga. Sept. 28, 2010) (该案撤销了 Taser 公司针对 11 家经纪公司的诉讼,这些诉讼原本指控相关经纪公司涉嫌在裸卖空的情况下合谋操纵 Taser 公司股票,并指控被告违反了乔治亚州的法律和普通法)。在本文中,我们主要关注诋毁发行人和滥用做空交易同时出现的情况。

一、卖空的机制和监管框架

(一) 卖空的机制

卖空的机制相对简单:卖方出售不持有的证券,或者是出售借来的证券。^[8] 典型情形中,卖空交易是通过向买方出售借来的证券,随后卖方在公开市场上购买证券以向出借方返还证券,实现平仓。^[9] 卖方可以从(后来的)公开市场买入价和(先前的)卖出价之间的价差中获利(减去交易成本,如佣金和费用)。在典型情况下,卖方会在标准结算期3天内安排借入证券,并在结算时将证券交付给买方。

在“裸卖空”中,卖方仍须在交割日及时将证券交付给买方,但卖方在卖空时尚未借入证券或未做出其他交割安排。^[10] 这种证券交付失败(“FTD”)的发生可能是有多种原因的,且并不一定是违法的。事实上,“裸卖空”本身并不一定违反联邦法律。^[11] 可是,被SEC定义为滥用“裸卖空”的行为(例如,卖空股票且未能在交割日交割证券的目

[8] 17 C. F. R. § 242.200(a) (2012);美国证监会关于“做空交易”的定义参见 <http://www.sec.gov/answers/shortsale.htm>(最后修改于2011年9月6日)。

[9] 美国证监会关于“做空交易”的定义参见 <http://www.sec.gov/answers/shortsale.htm>(最后修改于2011年9月6日)。

[10] “结算日”是交易参与者交付证券和支付对价的日期。一般来说,结算日期是交易日后三天,通常称为“T+3”。参见《证券卖空条例》修正案,Exchange Act Release No. 58775,73 Fed. Reg. 61690,61691 n.4 (Oct. 17,2008)。

[11] SEC的市场监管部(现在的交易和市场部)表示:裸卖空并不一定违反联邦证券法或SEC的规定。事实上,在某些情况下,裸卖空有助于增加市场流动性。例如,即使没有其他买家或卖家,为做市的经纪交易商通常也随时准备以公开报价定期、连续地买卖证券。因此,即使市场上的暂时没有券源,做市商也必须向买方出售证券。例如,可能会发生的情况是,如果对这种证券的买入兴趣突然激增,或者当时很少有投资者卖出这种证券。由于做市商买入或安排借入证券可能需要相当长的时间,因此,从事真正做市的做市商,特别是在一个快速变化的市场中,可能需要在没有安排借入股票的情况下能够卖空证券。这一点对于场外交易公告板上报价的证券等交易清淡、流动性差的股票的做市商来说尤其如此,因为在给定的时间内,可供购买或借入的股票可能很少。《证券卖空条例》要点,U. S. SEC. & EXCH. COMM'N (Apr. 11,2005),<http://www.sec.gov/spotlight/keyregshoissues.htm>(脚注省略)。

的是压低股价,或没有提前确定交割证券的来源而进行卖空(做市商做市情况除外)是应当禁止的。^[12] 正是为了应对这种滥用行为,SEC 在 2004 年通过了《证券卖空条例》。^[13]

(二) SEC 的监管框架

SEC 对于卖空交易和做空攻击指控的矛盾心态,可以从 SEC 在过去几年采取的监管行动中得到印证。在 SHO 条例通过之前,对于卖空交易的限制主要体现在之前的 10a-1 规则(Rule 10a-1)。该规则为卖空交易设置了价格测试限制(有部分例外),通常称为“提价规则”(uptick rule)。在此规则下,上市证券的“(1)卖空价格可高于最近一次成交交易的成交价格,即加价规则(plus tick),或(2)卖空价格如果等同于最近一次成交交易的成交价格,但这个价格必须高于前一次成交交易的成交价格,即零加价规则(zero plus tick)”完成卖空交易。^[14] 10a-1 规则的目的是在市场下跌时限制卖空。^[15]

SHO 条例暂停了适用于特定类别证券的卖空交易价格测试,包括提价规则测试,从而允许 SEC 对这些价格测试进行评估。^[16] SHO 条例为卖空交易设置了新的限制条件,要求:(1)证券经纪商在客户进行卖空交易前已经可以定位可借入证券来源;(2)登记结算公司通过购买证券并在一定日期前进行结算,以“结清”某些交收失败的“门槛证

[12] 同前注[1],试图操纵股价的市场行为将违反 1934 年《证券交易法》第 10(b)条和该法案第 10b-5 条。在没有确定股票交割时点的情况下卖空股票将违反《证券卖空条例》,但也有一些例外情况,比如真实的做市行为。

[13] See Short Sales, Exchange Act Release No. 50103, 69 Fed. Reg. 48008, 48028 (Aug. 6, 2004).

[14] 《证券卖空条例》修正案, Exchange Act Release No. 61595, 75 Fed. Reg. 11232, 11235 n. 41 (Mar. 10, 2010) [引用前 10a-1 条款所采用的版本, Exchange Act Release No. 1548 (Jan. 24, 1938), 1938 WL 32911]。纳斯达克证券交易商协会以前的“投标测试”对在纳斯达克或场外交易市场交易的某些证券起到了类似的作用。同上,第 11236~11243 页。

[15] 同上,第 11235 页。

[16] See Short Sales, Exchange Act Release No. 50103, 69 Fed. Reg. 48008, 48030 (Aug. 6, 2004) (adopting 17 C. F. R. § 242.202T) (effective Sept. 7, 2004, to Aug. 6, 2007).

券”(threshold securities)^[17]的交易。^[18]该条例还对所有权益性证券的买卖作出了统一标识的要求(例如,将其标识为做多或卖空)。^[19]

2007年6月,SEC废止了之前的10a-1规则,制定了SHO条例中的201规则(Rule 201)。该规则规定“卖空价格测试,包括任何自律组织的任何卖空价格测试,均不得适用于任何证券卖空交易。”^[20]尽管SEC确实收到了反对该新规的反馈,理由是价格测试限制对于预防“做空突袭”^[21]是必需的,以及对市场可能产生更广泛的负面影响,^[22]但最终该新规仍然通过并正式实施了。

在“提价规则测试”废除后的第二年,花旗集团和贝尔斯登都指控其受到了做空攻击。如前所述,根据某些说法,这一做空攻击引发了

[17] “门槛证券”,正如条例中的定义,是报告公司(发行人需要向SEC注册或提交报告)的证券,可能存在大量且持续不断的证券交付失败(也就是说,连续5天共计10000股以上的证券交付失败,或至少等于发行股票总额的0.5%的证券交付失败)。17 C. F. R. § 242.203(c)(6) (2012)。

[18] 同上, § 242.203(b)。《证券卖空条例》最初要求在结算日(T+13)起10天内结清。结清的要求后来变成了立即作完成,在后来对该条例的修订中,取消了结清规定的若干例外情况(“祖父条款例外”和“期权做市商例外”)。该条例禁止证券交付失败的责任方在该头寸被平仓之前进行进一步卖空,除非已作出借入该证券的安排。同上, § 242.203(b)(3)(iv)。该条例亦修订M条例的第105条,取消禁止以发售从参与发售的承销商、经纪或交易商购买的证券作做空交易的“搁置发售”例外。Short Sales, Exchange Act Release No. 50103, 69 Fed. Reg. at 48020。

[19] 17 C. F. R. § 242.200(g) (2012)。该条例还要求,如果卖方依据的是当时适用的前规则10a-1的“标记测试”(tick test)或任何交易所或全国证券协会的做空价格测试,则做空指令应标为“做空豁免”。同上, § 242.200(g)(2)。

[20] 《证券卖空条例》和第10a-1条款, Exchange Act Release No. 55970, 72 Fed. Reg. 36348, 36359 (July 3, 2007) (吸收了17 C. F. R. § 242.201) [由《证券卖空条例》修正案修订并于2010年5月10日生效, Exchange Act Release No. 61595, 75 Fed. Reg. 11232 (Mar. 10, 2010)]。

[21] 同上, 第36350页。

[22] 纽约证券交易所评论道:交易所仍然担心,在市场行情迅速大幅下跌时,由于SEC暂停了第10a-1条款和自律管理规则中任何价格测试,无限制的做空所带来的影响会无法测量或分析,因为此类大跌在当时没有出现过。因此,纽约证券交易所认为,如果市场认为适当,应审慎地允许市场提出适用于这种具体情况的规则,但须服从委员会的自律管理规则制定和批准程序。纽交所副秘书长 Mary Yeager 给 SEC 秘书长 Nancy M. Morris 的信(2007年2月14日),载 <http://www.sec.gov/comments/s7-21-06/s72106-34.pdf>。

“贝尔斯登灭亡”。^[23] 2008 年夏季和秋季, SEC 以一系列紧急命令来回应此类说法和相关事件。^[24] 2008 年 7 月, 首批紧急命令针对某些金融机构证券的卖空交易设定了借入和交割的限制性要求。^[25]

此后不久, SEC 表示其所关心的“已不再局限于 7 月紧急命令要求的限制卖空金融机构”, 而是“担心毫无依据的谣言所导致的‘裸卖空’会加剧某些不必要的或人为的价格波动, 影响金融机构和其他发行人

[23] 参见前注[2]。针对花旗集团的做空攻击, 参见 Vedant Misra et al., *Evidence of Market Manipulation in the Financial Crisis 3* (Jan. 3, 2012), 载 <http://necsi.edu/research/economics/bearraid.pdf> (该文分析了 2007 年 11 月的某些市场活动, 并得出结论: “做空交易的规模和时间点证明其压制花旗股价并实现盈利的证据, 即空头猛跌”)。

[24] 参见“基于 1934 年《证券交易法》第 12(k)(2) 条延长紧急令的命令”及其修正案, “采取临时措施以回应市场的发展”, Exchange Act Release No. 58724, 73 Fed. Reg. 58987 (Oct. 8, 2008)。SEC 在这段时间采取的措施中, 恢复“提价规则”不在其中, 尽管有声音要求恢复该规则。参见 Edward D. Herlihy & Theodore A. Levine, Wachtell, Lipton, Rosen & Katz 给美国证监会秘书长 Elizabeth M. Murphy 的信 (2009 年 6 月 17 日), 载 <http://www.sec.gov/comments/s7-08-09/s70809-3690.pdf>; Edward D. Herlihy & Theodore A. Levine, *The “Uptick Rule” and Other Measures to Address Abuses in the CDS Market Are Urgently Needed*, WACHTELL, LIPTON, ROSEN & KATZ (Jan. 21, 2009), <http://amlawdaily.typepad.com/files/the-uptick-rule-and-other-measures-to-address-abuses-in-the-cds-market-are-urgently-needed.pdf>; Edward D. Herlihy & Theodore A. Levine, Reinstating the “Uptick Rule,” WACHTELL, LIPTON, ROSEN & KATZ (Nov. 20, 2008), http://amlawdaily.typepad.com/amlawdaily/files/reinstate_the_uptick_rule.pdf; Edward D. Herlihy & Theodore A. Levine, *It’s Time for the SEC to Constrain Abusive Short Selling*, WACHTELL, LIPTON, ROSEN & KATZ (July 1, 2008), http://www.abajournal.com/files/July_1_client_memo.pdf。

[25] 2008 年 7 月 15 日的紧急命令禁止做空某些特定证券金融机构的股票, “除非做空者或其代理人已经借到或者能够安排借到可利用的相关证券, 以完成此类做空交易并在结算日之前交付相关证券”。“基于 1934 年《证券交易法》第 12(k)(2) 条延长紧急令的命令”“采取临时措施以回应市场的发展”, Exchange Act Release No. 58166, 73 Fed. Reg. 42379, 42379 (July 21, 2008)。随后的紧急禁令还规定了某些例外情况, 并将禁令期限延长至 2008 年 8 月 12 日。参见“基于 1934 年《证券交易法》第 12(k)(2) 条延长紧急令的命令”, “采取临时措施以回应市场的发展”, Exchange Act Release No. 58190, 73 Fed. Reg. 42837 (July 23, 2008); “基于 1934 年《证券交易法》第 12(k)(2) 条延长紧急令的命令”, “采取临时措施以回应市场的发展”, Exchange Act Release No. 58248, 73 Fed. Reg. 45257 (Aug. 4, 2008)。

的稳定”。^[26] 为应对这些担忧,SEC 发布了新的紧急命令,临时暂停针对更多金融机构的卖空交易,^[27] 为所有证券卖空交易设置了更高的交付要求,^[28] 以及针对“裸卖空”制定了一项新的反欺诈条款 10b-21 (Rule 10b-21)。^[29] SEC 还表示,为了应对“关于交易违规行为的报告,以及关于散布虚假谣言、滥用卖空和操纵金融股的指控”,SEC 执法部门(Enforcement Division)将扩大调查范围,“对某些金融机构的证券可能存在的市场操纵行为”进行正式调查。^[30]

2008 年 10 月,SEC 将本为紧急命令的规则转变为正式的 10b-21 条款,以规范“裸卖空”。^[31] 这一条款禁止人们进行卖出申报,“如果其在买入意图或在结算日当日及之前交付证券的能力事项上欺骗了证券经纪商或交易商(登记结算参与者),或是欺骗了买方,并且该人确实未能在结算日当日及之前交付证券”。^[32] 当时,SEC 还制定了 204T 条款(Rule 204T,作为“暂定最终临时条款”)。该条款对所有证券(不

[26] “基于 1934 年《证券交易法》第 12(k)(2) 条的紧急命令”,“采取临时措施以回应市场的发展”,Exchange Act Release No. 58572, 73 Fed. Reg. 54875, 54875 (Sept. 23, 2008)(以下简称《2008 年 9 月 17 日紧急禁令》);另见“基于 1934 年《证券交易法》第 12(k)(2) 条的紧急命令”,“采取临时措施以回应市场的发展”,Exchange Act Release No. 58591, 73 Fed. Reg. 55175, 55175 (Sept. 24, 2008)(以下简称《2008 年 9 月 18 日紧急禁令》)。

[27] “基于 1934 年《证券交易法》第 12(k)(2) 条的紧急命令”,“采取临时措施以回应市场的发展”,Exchange Act Release No. 58592, 73 Fed. Reg. 55169, 55170-74 (Sept. 24, 2008)(该命令中的禁令已于 2008 年 10 月 2 日到期)。

[28] 《2008 年 9 月 17 日紧急禁令》,前引[26], 73 Fed. Reg. at 54876(新的 204T 条款包括了提高交付要求,该规则对未能在证券交付失败出现后立即结算的市场参与者设置了惩处要求)。

[29] 同上。美国证监会还及时调整了监管规则,以“将期权做市商排除在《证券卖空条例》规定的结算要求之外”。同上。此外,美国证监会还通过了一项临时规定,要求机构中的基金经理每天报告证券卖空信息。《2008 年 9 月 18 日紧急禁令》, 73 Fed. Reg. at 55175。

[30] 美国证监会新闻稿,“证监会扩大对市场操纵行为的全面调查”(Sept. 19, 2008)(No. 2008-214),载 <http://www.sec.gov/news/press/2008/2008-214.htm>。

[31] 《“裸卖空”反欺诈规则》,Exchange Act Release No. 58774, 73 Fed. Reg. 61666, 61677 (Oct. 17, 2008)(adopting 17 C. F. R. § 240.10b-21)。

[32] 同上。该规则特别指出,它无限制或禁止 10b-5 条款或联邦证券法的其他反欺诈规定的适用性。17 C. F. R. § 240.10b-21 (2012)。

限于门槛证券)交付失败的交易设置了清算节点要求,并缩短了这一清算节点的时间。具体来说,该条款要求“必须在不超过正常结算日的下一交易日的开盘之前,通过买入或借入相同种类和数量的证券来完成未交割的头寸”。^[33]与此同时,SEC 还废除了 SHO 条例原本豁免期权做市商清算节点要求的规定。^[34]

上述各项监管政策的调整,都是为了减少滥用“裸卖空”所带来的证券交付失败。2009 年对 SHO 条例进行修订时,SEC 指出,“某种程度上,证券交付失败属于操纵型‘裸卖空’的一部分。此类操纵型‘裸卖空’可能被用于拉低公司股价的工具,而证券交付失败则会损害投资者信心”。^[35]2009 年 7 月,SEC 以第 204 条的形式确定了 204T 条款,将先前临时条款中涉及的实质性限制要求都吸纳近来。^[36]修法新闻稿称,修订该条款的目的之一是进一步限制利用“裸卖空”成为操纵市场的一部分。^[37]

然而,在上述情形中,SEC 执法部门的工作人员表示,他们不愿意通过执法机制来解决滥用“裸卖空”问题。2009 年 3 月,SEC 的监察长办公室(“OIG”)发布一份审计报告,内容涉及执法部门对于指控和举报裸卖空案件的处理情况(以下简称 OIG 审计报告)。^[38]该报告指出,在 SEC 收到的投诉当中,有许多是关于执法部门未能对裸卖空采

[33] 《证券卖空条例》修正案,Exchange Act Release No. 58773,73 Fed. Reg. 61706,61707 (Oct. 17,2008)。

[34] 《证券卖空条例》修正案,Exchange Act Release No. 58775,73 Fed. Reg. 61690,61693 (Oct. 17,2008)。美国证监会还通过了一项披露条款,即 10a-3T 条款,作为一项临时规则,要求机构中的基金经理报告某些证券的卖空行为。Disclosure of Short Sales and Short Positions by Institutional Investment Managers,Exchange Act Release No. 58785,73 Fed. Reg. 61678,61680 (Oct. 17,2008)。该规则于 2009 年 8 月 1 日到期。See Troy A. Paredes, Comm’r, U. S. Sec. & Exch. Comm’n, Remarks Before the Symposium on “The Past, Present and Future of the SEC” (Oct. 16,2009)。

[35] 《证券卖空条例》修正案,Exchange Act Release No. 60388,74 Fed. Reg. 38266,38267-68 (July 31,2009)(脚注省略)。

[36] 同上,第 38266 页。

[37] 同上,第 38272 页。

[38] Office of Audits, Office of Inspector Gen., U. S. SEC. & EXCH. COMM’N, Practices Relating to Naked Short Selling Complaints and Referrals (2009), available at <http://www.sec-oig.gov/reports/AuditsInspections/2009/450.pdf>。

取执法行动的投诉。^[39] 该报告还指出,SEC 执法部门通常不会对这些投诉采取后续行动,而且“很少对此类滥用或操纵型裸卖空行为采取相关执法行动”。^[40]

作为回应,SEC 执法部门表示,尽管“有人谴责裸卖空行为,并认为其会损害市场效率”,^[41]但在裸卖空可能存在的不良后果问题上,各方仍缺乏统一的意见。例如,该执法部门提到近期一个案例,发行人捏造了“裸卖空”的指控,目的是掩盖自身向市场抛售大量未经注册的证券。^[42] 该执法部门认为,其执法资源是非常有限的,必须进行合理分配利用,因此其主要关注以下事项:

具有高度准确性和可信度的投诉(例如,声称自己是内部人的投诉或是诈骗受害者的投诉),这些投诉的相关信息可以比较容易进行核验(存在市场操纵或内幕交易时,股票价格会出现明显波动),或这些投诉是涉及在当前市场环境中投资者会立马受到明显损害(如庞氏骗局、不恰当地销售拍卖利率证券)。^[43]

该部门表示,多数关于“裸卖空”的投诉是不符合上述标准的。^[44]

2010年2月,SEC通过制定201条款(Rule 201),以有限的方式回归限制卖空交易价格的监管方式。该201条款是一个“断路器”,其目的是在股票已在盘中已大幅下跌的情况下,防止继续进行卖空交易,^[45]“包括潜在的操纵型卖空或滥用卖空交易”。该规则是为了提供:

当单个个股价格受到市场行情影响盘中较前一交易日收盘价下跌

[39] 同前注[38],第 i~ii 页。

[40] 同上,第 iii 页。

[41] 同上,第 40 页。

[42] 同上,第 40~41 页(引用美国证监会对 CMKM Diamonds 公司和相关人员的执法行动)。

[43] 同上,第 42 页。

[44] 同上,第 21~22 页。

[45] 《证券卖空条例》修正案,Exchange Act Release No. 61595,75 Fed. Reg. 11232,11232 (Mar. 10,2010)。201 条款发布后,生效时间为 2010 年 5 月 10 日,截止日期为 2010 年 11 月 10 日。同上。由于一些潜在的问题,美国证监会将截止日期延长至 2011 年 2 月 28 日。《证券卖空条例》,Exchange Act Release No. 63247,75 Fed. Reg. 68702,68702 (Nov. 9,2010)。

10% 以上时,提供一种适用于当日之后及第二日的替代提价交易规则的相关卖空交易价格测试限制。^[46]

SEC 表示,它“注意到卖空交易给市场带来了好处”,并认为 201 条款的断路器测试是“旨在限制对合法卖空交易的任何潜在的、不必要的影响”。^[47]

(三) 近期立法与监管

2010 年《多德—弗兰克华尔街改革和消费者保护法》(以下简称《多德—弗兰克法》)涵盖了有关卖空交易的监管要求。该法第 929X (b) 条 [Section 929X(b)] 禁止“操纵型卖空交易”。^[48] 该法案第 929X (c) 条要求证券经纪商:

通知(他们的)客户,他们可以选择禁止其全款买入的证券用于卖空交易。如果证券经纪商或交易商将客户的证券用于卖空交易,经纪商或交易商应该告知客户该机构会因出借客户证券而获得利益。根据该规则,SEC 认为为了公众利益和保护投资者,要求任何形式、内容、时点和方式的通知都是有必要或者是恰当的……^[49]

第 929X(b) 条和第 929X(c) 条是即时生效的。《多德—弗兰克法》第 929X(a) 条规定,SEC 可以制定规则,要求机构投资经理至少每月公开披露以下信息:

发行人的名称和称谓、类别、CUSIP 号,证券卖空交易的累计数量,以及 SEC 要求的在报告期结束后需要提供的任何其他信息。^[50]

SEC 目前尚未行使第 929X(a) 及 929X(c) 条赋予的权力,制定监管卖空交易的新规则。

《多德—弗兰克法》第 417(a)(2) 条要求 SEC 风险策略和金融创新部门研究:

[46] 《证券卖空条例》修正案,Exchange Act Release No. 61595,75 Fed. Reg. at 11234。

[47] 同上,第 11241 页。

[48] Pub. L. No. 111-203, § 929X(b),124 Stat. 1376,1870 (2010) [to be codified at 15 U. S. C. § 78i(d) (Supp. V 2011)]。

[49] 同上,§ 929X(c),124 Stat. at 1870-71 [to be codified at 15 U. S. C. § 78o(e) (Supp. V 2011)]。

[50] 同上,§ 929X(a),124 Stat. at 1870 [to be codified at 15 U. S. C. § 78m(f) (Supp. V 2011)]。

(A)要求公开披露证券的实时卖空头寸的可行性、成本与收益,或者,是只向SEC和金融行业监管局(“FIRA”)实时报告此类空头头寸;和

(B)推行自愿披露的可行性、效益及成本。在这类自愿披露中,上市公司须同意将其股份的所有交易标记为“空头”、“做市商空头”、“买入”、“为平仓而买入”或“多头”,并通过证券交易综合纪录带来完成实时上报。^[51]

为了更好地回应《多德—弗兰克法》第417(a)(2)条所要求的研究,SEC发布了一份内容翔实的问卷报告,请公众对现有卖空交易的用途、目前卖空交易中获取信息的充分性,以及将来可能的上报制度所带来的影响等方面发表意见。^[52]在众多事项当中,SEC要求就下列问题发表意见:

评论人士(如有)是如何以及在多大程度上相信卖空交易与滥用市场行为有关(滥用市场行为如“做空袭击”,即通过卖方利益失衡的方式来压低股票价格,从而实现做空股票)?此外,SEC要求就评论人士(如有)是如何以及在多大程度上相信利用卖空交易来实现证券买卖型操纵的可能性(证券买卖型操纵即在没有公司行为或虚假信息传播的情况下进行操纵)?更透明的空头头寸或更透明的卖空交易,是否有助于更好地防止或阻止滥用行为,或有助于采取其他行动来阻止滥用行为?^[53]

SEC还要求就如下事项发表评论:无论是向监管机构还是向公众“实时披露空头头寸数据”是否“能有助于及时发现、阻止或防止滥用卖空交易”,并且,同样的,将交易标的打上“多头”“空头”“做市商卖空”“买入”“为平仓而买入”等标记,是否“能有助于及时发现、阻止或

[51] 同前注[48], § 417(a)(2), 124 Stat. at 1579。“综合记录”一词指的是目前所有上市股票和etf交易的报告系统,但不包括未上市股票、期权或非股票证券。Short Sale Reporting Study Required by Dodd - Frank Section 417(a)(2), Exchange Act Release No. 64383, 100 SEC Docket 3701 (May 3, 2011), 2011 WL 1681680, at * 1 n. 2[以下简称“Short Sale Reporting Study Release”]。

[52] Short Sale Reporting Study Release, 前引[51], 2011 WL 1681680, at * 2.

[53] 同上,第* 3页(脚注省略)。

防止滥用卖空交易”，或是这些标记是否能“呈现出可能不公平或滥用市场行为的情况，例如做空袭击或空头挤压”。^[54]

SEC 收到了 170 多份反馈。^[55] 这些反馈中的大部分是来自个人，其中多数人表示支持加强对卖空交易的监管（或干脆禁止）。^[56] 一位反馈者指出，尽管近期创新监管手段已降低了证券交付失败的数量，但该证券交付失败的比例仍处于较高水平。这表明滥用“裸卖空”行为依旧是个问题。^[57] 这一观察结果与另一位反馈者对企业公关人士的调查所得出的结论相吻合。该调查结论指出，发行人相信其股票受到了毫无依据的谣言以及卖空交易的影响，而这一影响又因为卖空交易缺乏透明度而进一步加剧。^[58] 许多反馈者都认为，关于卖空股票的数量和性质的相关信息，能够有助于发现和识别卖空者的滥用

[54] 同前注[53]，第 *4、*6 页。

[55] 参见 Comments on Short Sale Reporting Study Required by Dodd – Frank Act Section 417(a)(2), U. S. SEC. & EXCH. COMM’N, <http://www.sec.gov/comments/4-627/4-627.shtml> (最后修改于 2012 年 7 月 23 日)。

[56] See Comment from Mouran Zarouri, Comments on Short Sale Reporting Study Required by Dodd – Frank Act Section 417(a)(2), U. S. SEC. & EXCH. COMM’N (May 10, 2011), <http://www.sec.gov/comments/4-627/4-627.shtml>; Comment from Steven Hallway, Comments on Short Sale Reporting Study Required by Dodd – Frank Act Section 417(a)(2), U. S. SEC. & EXCH. COMM’N (Sept. 22, 2011), <http://www.sec.gov/comments/4-627/4-627.shtml>.

[57] NYSE Euronext 法律及公司部高级副总监 Janet L. McGinness 给美国证监会秘书长 Elizabeth M. Murphy 的信, Comments on Short Sale Reporting Study Required by Dodd – Frank Act Section 417(a)(2), U. S. SEC. & EXCH. COMM’N, 2 (June 21, 2011), <http://www.sec.gov/comments/4-627/4-627.shtml> (声明称, “证券交付失败的情形继续大量存在, 特别是对个别公司股票和 ETF 而言”, 并表示, 截至 2011 年 5 月 13 日, “已有总计 305,264,811 股的证券存在证券交付失败情形”)。

[58] 全美投资者关系协会主席及首席执行官 Jeffrey D. Morgan 给美国证监会秘书长 Elizabeth M. Murphy 的信, Comments on Short Sale Reporting Study Required by Dodd – Frank Act Section 417(a)(2), U. S. SEC. & EXCH. COMM’N (June 21, 2011), <http://www.sec.gov/comments/4-627/4-627.shtml>。

行为。^[59]

但是包括各金融行业协会在内的许多反馈者,都反对就卖空交易施加更多的监管。其中一些反馈者提出,将卖空者视为具有欺诈或滥用市场的特殊倾向,是一种错误的看法。^[60] 这些反馈者认为,实际上

[59] Int'l Bancshares Corp 公司首席执行官及主席 Dennis Nixon 给美国证监会秘书长 Elizabeth M. Murphy 的信, Comments on Short Sale Reporting Study Required by Dodd - Frank Act Section 417 (a) (2), U. S. SEC. & EXCH. COMM' N (July 18, 2011), <http://www.sec.gov/comments/4-627/4-627.shtml> (披露空头头寸……允许投资者追踪误导性谣言的来源……可以预防市场操纵以及恐慌引发的挤兑”); 乔治城大学金融学教授 James J. Angel 给美国证监会秘书长 Elizabeth M. Murphy 的信, Comments on Short Sale Reporting Study Required by Dodd - Frank Act Section 417 (a) (2), U. S. SEC. & EXCH. COMM' N, 2 (June 24, 2011), <http://www.sec.gov/comments/4-627/4-627.shtml> (“发现和起诉恶意造谣者是非常困难的。与空头头寸规模和识别相关的信息——无论是现金股票还是衍生品——将有助于发现那些有诽谤动机的人。”); Data Explorers, Inc. 公司首席执行官 Donal Smith 给美国证监会秘书长 Elizabeth M. Murphy 的信, Comments on Short Sale Reporting Study Required by Dodd - Frank Act Section 417 (a) (2), U. S. SEC. & EXCH. COMM' N, 7 (June 23, 2011), <http://www.sec.gov/comments/4-627/4-627.shtml> (以下简称“Data Explorers 公司的信”) (“理论上讲,当做空者导致总体供应平衡远远超过需求时,他们有可能压低股价……规模较小、交投清淡的股票……最易受操纵的…我们认为,增加披露重大头寸变动将使监管机构受益,这些变动将提醒监管机构相关做空交易的异常表现以及做空交易出现重大变动/加速。”); Overstock.com 公司主席 Jonathan E. Johnson III 给美国证监会秘书长 Elizabeth M. Murphy 的信, Comments on Short Sale Reporting Study Required by Dodd - Frank Act Section 417 (a) (2), U. S. SEC. & EXCH. COMM' N, 2 (May 19, 2011), <http://www.sec.gov/comments/4-627/4-627.shtml> (“如果发行人怀疑市场操纵正在发生,能够获得实时交易数据可能有助于证实相关疑虑。”)。

[60] Alt. Inv. Mgmt. Ass'n 政府与监管事务部门总监 Jir'i Kro'l 给美国证监会秘书长 Elizabeth M. Murphy 的信, Comments on Short Sale Reporting Study Required by Dodd - Frank Act Section 417 (a) (2), U. S. SEC. & EXCH. COMM' N (June 23, 2011), <http://www.sec.gov/comments/4-627/4-627.shtml> (以下简称“AIMA 的信”); Coal. of Private Inv. Cos. 公司主席 James S. Chanos 给美国证监会主席 Mary L. Shapiro 的信, Comments on Short Sale Reporting Study Required by Dodd - Frank Act Section 417 (a) (2), U. S. SEC. & EXCH. COMM' N (June 23, 2011), <http://www.sec.gov/comments/4-627/4-627.shtml> (以下简称“CPIC 的信”)。

卖空者在识别欺诈而非实施欺诈过程中,扮演特殊角色。^[61] 他们指出,2008 年金融危机期间,SEC 在调查对冲基金和其他卖空者是否存在散布谣言和滥用市场权力的现象后,没有采取任何执法行动。^[62] 同样的,一名反馈者提出,2008 年时 SEC 曾暂时命令某些机构投资者披露空头头寸,以便监控其是否存在操纵型卖空行为。由于该暂时命令已于 2009 年到期失效,因而该反馈者推断监管部门没有发现任何操纵行为。^[63] 还有反馈者引用相关证据提出,金融危机期间股价暴跌背后

[61] 参见 CPIC 的信,前注[60],第 3 页;John Bird 先生的评论,Comments on Short Sale Reporting Study Required by Dodd – Frank Act Section 417 (a) (2), U. S. SEC. & EXCH. COMM’N (May 6,2011),<http://www.sec.gov/comments/4-627/4-627.shtml>。Bird 先生是得克萨斯州的一名投资者,据说他是最早做空在美国通过反向合并上市的中国企业的人,同时,他还发布中国和美国关于监管备案文件之间的差异。See Daniel Baseet, et al., *Special Report: The “Shorts” Who Popped a China Bubble*, REUTERS.COM (Aug. 5,2011),<http://www.reuters.com/article/2011/08/05/us-china-accounting-shorts-idUSTRE7740PC20110805>; Dune Lawrence, Texas Short Seller Fights China Fraud in \$20 Billion U. S. Shares, BLOOMBERG.COM (Jan. 13, 2011),<http://www.bloomberg.com/news/2011-01-13/texas-short-seller-fights-china-fraud-in-20-billion-us-shares.html>。

[62] 参见 CPIC 的信,前注[60],第 5 页[引用美国证监会新闻稿,Securities Regulators to Examine Industry Controls Against Manipulation of Securities Prices Through Intentionally Spreading False Information (July 13,2008) (No. 2008-140)]; Managed Funds Ass’n 执行总裁及董事 Stuart J. Kaswell 给美国证监会秘书长 Elizabeth M. Murphy 的信,Comments on Short Sale Reporting Study Required by Dodd – Frank Act Section 417 (a) (2), U. S. SEC. & EXCH. COMM’N,2 (June 22,2011),<http://www.sec.gov/comments/4-627/4-627.shtml> (以下简称“MFA Letter”)。

[63] Inv. Adviser Ass’n 副总法律顾问 Jennifer S. Choi 给美国证监会秘书长 Elizabeth M. Murphy 的信,Comments on Short Sale Reporting Study Required by Dodd – Frank Act Section 417 (a) (2), U. S. SEC. & EXCH. COMM’N,2-3 (June 23,2011),<http://www.sec.gov/comments/4-627/4-627.shtml>。(引用 10a-3T 条款,前注[34]已讨论)。

的罪魁祸首可能不是卖空者,而是逃离头寸的多头投资者。^[64]

一些人认为,对卖空行为加强监管是没有必要的,因为 204 条款、10b-21 条款等现有监管规则已有效减少了证券交付失败情形,并在一定程度上解决了滥用卖空交易的问题。^[65] 一些反馈者还提出,卖空交易的大量相关信息数据已向公众开放,^[66] 进一步披露卖空交易数据(特别是用以识别卖空者的数据)可能会导致一系列不良后果,例如不得不公开合法卖空者的交易策略、滥用“空头挤压”、扭曲市场的“跟风”交易,以及一些经验丰富的交易员会抢在机构下单前下单。^[67]

《多德—弗兰克法》要求 SEC 在 2011 年 7 月 21 日前向国会报告

[64] Sec. Indus. & Fin. Mkts. Ass'n 高级经理及总法律顾问 Ira D. Hammerman 给美国证监会秘书长 Elizabeth M. Murphy 的信, Comments on Short Sale Reporting Study Required by Dodd - Frank Act Section 417(a)(2), U. S. SEC. & EXCH. COMM' N, 12 (June 23, 2011), <http://www.sec.gov/comments/4-627/4-627.shtml> (以下简称“SIFMA 的信”)(引用美国证监会经济分析办公室 2008 年 12 月的一项分析); MFA 的信, 前注[62], 第 4~5 页; 另见 Data Explorers 的信, 前注[59], 第 6 页(“与做多基金相比, 做空基金的规模通常较小。做多基金作为资产的所有者或管理者, 在股价上涨中显然拥有既得利益, 但它们也是出借证券的主要提供者, 这使做空成为可能。这表明, 对大多数股票来说, 在大多数情况下, 做空的影响将是最小的。”)。

[65] 参见 Sec. Traders Ass'n of N. Y. 执行董事 Kimberly Unger 给美国证监会秘书长 Elizabeth M. Murphy 的信, Comments on Short Sale Reporting Study Required by Dodd - Frank Act Section 417(a)(2), U. S. SEC. & EXCH. COMM' N, 5 (July 5, 2011), <http://www.sec.gov/comments/4-627/4-627.shtml>; SIFMA 的信, 前注[64], 第 2 页; MFA 的信, 前注[62], 第 3 页。

[66] 参见 CPIC 的信, 前注[60], 第 11~12 页(该信提到, 公众可以获得各交易所、自律组织、美国证监会和彭博社的总体和/或特定卖空交易的数据, 而 data Explorers 和 SunGard 等供应商则提供股票出借数据)。

[67] 参见 MFA 的信, 前注[62], 第 9 页; AIMA 的信, 前注[60], 第 4~16 页; CPIC 的信, 前注[60], 第 37 页; Inv. Co. Inst. 总法律顾问 Karrie McMillan 给美国证监会秘书长 Elizabeth M. Murphy 的信, Comments on Short Sale Reporting Study Required by Dodd - Frank Act Section 417(a)(2), U. S. SEC. & EXCH. COMM' N (June 23, 2011), <http://www.sec.gov/comments/4-627/4-627.shtml>; 哥伦比亚商学院金融与经济学教授 Charles M. Jones、北卡罗来纳州大学金融学教授 Adam V. Reed 以及金融系博士生 William Waller 给美国证监会秘书长 Elizabeth M. Murphy 的信, Comments on Short Sale Reporting Study Required by Dodd - Frank Act Section 417(a)(2), U. S. SEC. & EXCH. COMM' N (June 23, 2011), <http://www.sec.gov/comments/4-627/4-627.shtml>; SIFMA 的信, 前注[64], 第 4~6 页。

第 417(a)(2) 条所要求的研究结果。^[68] 《多德—弗兰克法》第 417(a)(1) 条也要求 SEC 的风险策略和金融创新部门进行另一项研究。在研究中“考虑目前学术界对全国性证券交易所和场外交易市场卖空交易的研究,特别要关注最近规则变化的影响和(A)卖空交易中证券交付失败的影响;或(B)在卖空交易后的第四天交割股票的影响”。^[69] 该法令要求 SEC 在 2012 年 7 月 21 日前向国会提交一份关于这项研究的报告。^[70]

《多德—弗兰克法》第 984 条修改了《1934 年证券交易法》(《证券交易法》)第 10 条的规定(禁止“操纵和欺诈手段”)。^[71] 经修订后,该条款禁止实施、接受或促进任何“违反 SEC 为公共利益或保护投资者所制定监管规则的证券借贷交易”。^[72] 该法令要求 SEC 在 2012 年 7 月 21 日前制定“旨在为证券经纪商、交易商和投资者增强证券借贷交易中信息透明度”的相关监管规则。^[73]

二、SEC 就做空攻击采取的执法行动

(一) SEC 针对做空者和相关方采取的行动

与 SEC 在该领域一贯谨慎的作风一致,SEC 在对做空攻击中的做空者采取执法行动时,都已获得明显的证据表明该做空者存在虚假陈述行为,其虚假陈述的目的是拉低拟做空的股票价格。针对做空攻击采取执法行动的案例中较为著名的是涉及 Barry Minkow 和 Lennar Corporation(以下简称“Lennar 公司”)。Lennar 公司向法院提交了一份针对 Minkow 的民事欺诈诉讼文件,其中涉及 Minkow 进行欺诈的细节

[68] See Pub. L. No. 111-203, § 417(b)(2), 124 Stat. 1376, 1579 (2010). 该机构未能在最后期限前完成任务。

[69] 同上, § 417(a)(1), 124 Stat. 第 1579 页。

[70] 同上, § 417(b)(1), 124 Stat. 第 1579 页。该机构未能在最后期限前完成任务。

[71] 同上, § 984(a), 124 Stat. 第 1932 页[编入 78j(c)(1) (2006 & Supp. V 2011)]。

[72] 同上。

[73] 同上, § 984(b), 124 Stat. 第 1933 页。该机构未能在最后期限前完成任务。

内容。^[74] 2009年(以及之前的几年中),Minkow在加州圣地亚哥开了一家名为“欺诈发现研究所”(FDI)的公司。^[75] 2009年1月,FDI因发布了一份列举“Lennar公司欺诈行为的十大危险信号”的新闻稿,而被指控发布了欺诈性新闻。这篇新闻将读者引向一个含有Lennar公司虚假信息的网站,网站信息显示Lennar公司涉嫌欺诈和“金融犯罪”。^[76] Minkow及相关人士被指控在其后一年中在网上和新闻媒体传播有关Lennar公司的虚假信息。指控材料指出,Minkow这样做是为了“人为操纵和压低Lennar公司的股价”,^[77]其计划的主要目的是向Lennar公司和相关人员勒索钱财,^[78]但与此同时Minkow也被指控其在2009年1月发布新闻稿的同一时间做空了Lennar公司的股票。^[79]

2011年年末,SEC根据《1940年投资顾问法》(Investment Advisers Act)第203(f)条和Minkow达成行政执法协议,禁止他与任何投资顾问、证券经纪商、交易商、主要证券交易商或交易机构进行接触。^[80] 这

[74] 参见 *Lennar Corp. v. Briarwood Capital, LLC*, No. 08 - 55741 CA 40, slip op. at 3 - 6 (Fla. Cir. Ct. June 1, 2011) (涉及对被告 Barry Minkow 和 Fraud Discovery Institute, Inc. 的最终判决) (以下简称“Lennar 案判决”), 载 <http://www.courthousenews.com/2011/06/21/Minkow.pdf>。

[75] 同上,第1~4页。在此之前,Minkow有犯罪史。1988年12月,他因与ZZZZ Best 庞氏骗局有关而被判诈骗和证券欺诈罪,并被判处25年监禁。See *Minkow of ZZZZ Best Gets 25 Years*, N. Y. TIMES, Mar. 28, 1989, at D19. 在被释放七年半之后,Minkow建立了FDI作为一个营利性的调查公司,他坚持自己是一个改过自新的重罪犯。See Roger Parloff, *Barry Minkow: All - American Con Man*, FORTUNE.COM (Jan. 5, 2012), <http://features.blogs.fortune.cnn.com/2012/01/05/barry-minkow-con-man>.

[76] Lennar 案判决,前注[74],第3页。

[77] 同上,第3~5页。

[78] 同上,第4~6页。

[79] See Robbie Whelan, *Minkow Will Plead to Insider Trading*, WALL ST. J., Mar. 17, 2011, at C3 (reporting statement by Minkow's lawyer).

[80] Barry J. Minkow, *Order Instituting Administrative Proceedings Pursuant to Section 203 (f) of the Investment Advisers Act of 1940, Making Findings, and Imposing Remedial Sanctions*, Investment Advisers Act Release No. 3320, at 1 - 2 (Nov. 22, 2011) (以下简称“Minkow 案新闻稿”), 载 <http://www.sec.gov/litigation/admin/2011/ia-3320.pdf>。

一执法协议是基于对 Minkow 的合谋证券欺诈行为违反《美国法典》第 18 章第 371 节的指控。^[81] 在该刑事案件中, Minkow 承认了对其的指控:

在知情的情况下, 通过虚假借口、陈述和承诺故意共谋实施了针对 Lennar 公司股票的欺诈计划, 买入和卖出其股票从而获得收益和资产。其目的是通过人为操纵和打压 Lennar 公司股价, 以诱导 Lennar 公司向 Minkow 的共谋者支付现金和股票, 并且 Minkow 还诱导执法机关展开针对 Lennar 公司虚假和误导性报道的调查程序, 随后不当利用相关信息以为自身证券交易谋利。^[82]

在刑事诉讼程序中, Minkow 被判处 5 年监禁, 并须支付 583,573,600 美元的赔偿金。^[83] Lennar 公司和 Minkow 则以同样的赔偿金金额和解了民事诉讼。^[84]

在另一个执法行动中, SEC 指控一名做空者于 2007 年散播关于黑石集团(以下简称“黑石”)收购数据联盟系统公司(简称“ADS”)的谣言。^[85] ADS 与黑石达成最终协议, 以 81.75 元/股的价格将股份转让给黑石。^[86] 之后, Schottenfeld 公司的交易员 Paul Berliner 撰写并散播了多份即时新闻, 其中一份是关于 ADS 董事会开会讨论调整黑石收购协议价款至 70 元/股的虚假消息。^[87] 原本股价在 77 元/股上下浮动的 ADS 股票, 迅速下跌至 63.65 元/股。^[88] Berliner 在该虚假消息散布出去之后的数分钟内卖空 ADS 股票 10,000 股, 并在股价下跌时回补

[81] See Plea Agreement at 1, United States v. Minkow, No. 1:11-cr-20209-PAS (S. D. Fla. Mar. 22, 2011).

[82] 参见 Minkow 案新闻稿, 前注[80], 第 2 页。

[83] United States v. Minkow, No. 1:11-cr-20209-PAS, slip op. at 2, 5 (S. D. Fla. July 21, 2011) (judgment).

[84] 参见 Lennar 案判决, 前注[74], 第 6~8 页。合众国和明科夫达成协议, 从民事裁决中支付的任何款项都将减少刑事案件中尚未支付的赔偿数额。Stipulation Regarding Restitution at 1, United States v. Minkow, No. 1:11-cr-20209-PAS (S. D. Fla. July 21, 2011).

[85] Complaint, SEC v. Berliner, No. 1:08-cv-03859-JES (S. D. N. Y. Apr. 24, 2008).

[86] 同上, 第一部分。

[87] 同上。

[88] 同上, 第二部分。

空头仓位,获利超过25,000.89元。^[89]

SEC基于《1933年证券法》第17条(a)款、《1934年证券交易法》第10条(b)款,以及第9条(a)(4)款起诉Berliner涉嫌欺诈和市场操纵。^[90] Berliner与SEC达成和解,在不承认也不否认SEC的指控的情况下,同意未来如违反联邦证券法中反欺诈和反市场操纵条款,将受到法律强制制裁;并且同意吐出利润和利息,并支付罚金。^[91] 在相关的行政诉讼中,Berline同意不再与证券经纪商或交易商接触。^[92]

在一起明显不当的做空攻击案例中,网络线路公司(以下简称“网络线路”,主要从事新闻分发业务的公司)的21岁员工Mark Jakob被指卖空Emulex公司(“Emulex”)的股票,从而发布了关于Emulex股票发行的虚假新闻。^[93] 显然,Jakob的行为是为了使自己摆脱困境。据SEC称,在发布该欺诈性新闻前的一周,Jakob以80元/股的价格卖空

[89] 同前注[85],第一至第三部分。

[90] 同上,第四部分,第20~28页。基于《美国法典》第15编第78i(a)(4)节第9(a)(4)条提起的诉讼,虽然不是没有先例,但却是不寻常的。“第9(a)条的核心目的是……维护一个开放和自由的市场,在这个市场中,自然的供求力量决定了证券的价格。”Trane Co. v. O’Connor Sec., 561 F. Supp. 301, 304 (S. D. N. Y. 1983) [citing Chris-Craft Indus., Inc. v. Piper Aircraft Corp., 480 F. 2d 341, 383 (2d Cir. 1973)]。第9(a)(4)条禁止买方、卖方或要约人“为诱导购买或出售该等证券”而对上市证券或基于该等证券的某些掉期作出虚假或误导性的陈述。15 U. S. C. § 78i(a)(4) (2006 & Supp. V 2011)。本款“旨在适用于在第9条禁止的操纵计划过程中所作的“不实陈述”。Chemtron Corp. v. Bus. Funds, Inc., 682 F. 2d 1149, 1161 (5th Cir. 1982), vacated on other grounds, 460 U. S. 1007 (1983)。SEC有时会采取执法行动以落实第9(a)(4)条。例如,地区法院对被告理查德·卡普作出永久禁令和其他救济的最终判决, Litigation Release No. 21496, 98 SEC Docket 1197 (Apr. 21, 2010), 2010 WL 1617154; A. R. Baron & Co., Exchange Act Release No. 37830, 63 SEC Docket 45 (Oct. 17, 1996), 1996 WL 595669; SEC v. Weakland, Litigation Release No. 12746, 47 SEC Docket 1329 (Dec. 27, 1990), 1990 WL 322590; Brentlinger & Hosea, Inc., Exchange Act Release No. 3460, 13 S. E. C. 622 (1943), 1943 WL 29588。

[91] SEC指控华尔街交易员散布虚假谣言, Litigation Release No. 20537, 93 SEC Docket 214 (Apr. 24, 2008), 2008 WL 1827759。

[92] See Paul S. Berliner, Exchange Act Release No. 57774, 93 SEC Docket 545 (May 5, 2008), 2008 WL 1945982。

[93] See SEC v. Jakob, Litigation Release No. 16671, 73 SEC Docket 415 (Aug. 31, 2000), 2000 WL 1232989, at *1。

了 3000 股 Emulex 股票。^[94] Emulex 股票价格在此后一周涨至 113 元/股,导致 Jakob 账户浮亏 97,000 元。^[95] 就在此时, Jakob 以假名方式给自己公司发邮件,称其是 Emulex 的雇员,引导其发布一份新闻信息,称 SEC 正在调查 Emulex 并且 CEO 已经辞职,该公司的财报将由盈转亏。^[96] 这个虚假的新闻报道扰乱了市场,导致 Emulex 股票大量卖出,股价跌至 61 元/股。^[97] Jakob 涉嫌收复了其空头头寸,且还获利 54,000 元。^[98]

几天内, SEC 对 Jakob 提起民事禁令执法行动,指控他违反了《证券法》第 17 条(a)款、《证券交易法》第 10 条(b)款和第 10 条 b-5 款。^[99] Jakob 同时受到刑事指控并被逮捕。^[100] 之后 Jakob 与 SEC 达成和解,同意未来如违反联邦证券法中反欺诈和反市场操纵条款,将受到法律强制制裁;并且同意吐出利润和利息,并支付罚金。^[101] 在刑事诉讼中, Jakob 对两项证券欺诈和一项电信欺诈指控供认不讳,被判入狱 44 个月。^[102]

尽管 SEC 的上述执法行动表明,在适当的情况下, SEC 会起诉实施做空攻击的人,但它们也从另一方面证明, SEC 对做空攻击作出执法行动有很高的执法门槛。上述案件所涉及的相关事实,正如被指控的

[94] 同前注[93]。

[95] 同上。

[96] 同上。

[97] 同上。

[98] 同上。据称, Jakob 当时还购买了更多的股票,后来以超过 18.6 万美元的利润出售了这些股票。同上。

[99] 同上。

[100] 同上,第 2 页。

[101] SEC 与 Emulex Hoax 案中的被告达成和解, Litigation Release No. 17079, 2001 WL 844393, at * 1 (July 25, 2001). 根据法院批准和解的命令, Jakob 必须吐出 241,000 美元的收益,还要另外吐出相当于他因自身行为而避免的损失,约为 97,000 美元,还有相关利息。在一起针对 Jakob 提起的联邦集体诉讼中,这些资金被用于分配给股东。 Jakob 还被要求支付 102,642 美元的民事罚款。同上。 Emulex Hoax 案中被告被宣判, Litigation Release No. 17094, 75 SEC Docket 1317 (Aug. 8, 2001), 2001 WL 892789, at * 1.

[102] Emulex Hoax 案中被告被宣判, Litigation Release No. 17094, 75 SEC Docket 1317 (Aug. 8, 2001), 2001 WL 892789, at * 1.

内容一样,都是非常严重且令人震惊的。其中两个案件都受到了刑事追责。反过来,如果缺乏明显不当行为,SEC不太可能对涉嫌做空攻击的市场参与者采取执法行动。

(二) SEC 对发行人采取执法行动

SEC 对于做空攻击指控的矛盾心理可能源于以下事实:在数起备受关注的案件中,受到做空攻击的所谓受害者——发行人及其高管,最终都受到了 SEC 的调查及处罚。其中一个涉嫌做空攻击的案件在当时引起了广泛关注,至今仍未完全消除影响。该案涉及 David Einhorn 的绿光资本公司(以下简称“绿光资本”)和联合资本公司(以下简称“联合资本”)之间的纠纷。这一纠纷最终导致 SEC 下属 OIG 办公室发布了一份对此案的报告,题为《利益冲突、非公共信息不当使用以及对欺诈公司执法失败的指控》(以下简称“OIG 报告”)^[103]。该报告称:

这场纠纷始于 2002 年 5 月,当时 Einhorn 先生在一次会议上发表了关于联合资本的负面演讲,并阐述了绿光资本已持有联合资本股票的空头头寸。Einhorn 的讲话使许多人跟风在第二天卖空联合资本的股票。

Einhorn 声称,联合资本的估值被高估了。^[104]

根据 OIG 报告,双方都试图说服 SEC 调查对方:

调查显示,2002 年 5 月,在没有确凿证据的情况下,联合资本成功游说了 SEC 开始调查 Einhorn 和他的对冲基金绿光资本。

OIG 调查报告进一步显示,在同一时间,即使没有任何不当行为的证据情况下,Allied 也能说服 SEC 对 Einhorn 展开调查。Einhorn 向 SEC 提交了详细的信,列出了 Allied 高估投资的证据,并要求 SEC 对 Allied 进行调查。^[105]

[103] See OFFICE OF INSPECTOR GEN., U. S. SEC. & EXCH. COMM'N, REPORT OF INVESTIGATION, CASE NO. OIG - 496, ALLEGATIONS OF CONFLICT OF INTEREST, IMPROPER USE OF NON - PUBLIC INFORMATION AND FAILURE TO TAKE SUFFICIENT ACTION AGAINST FRAUDULENT COMPANY (2010) (partially redacted) (以下简称“OIG 报告”),载 [http://www.sec-oig.gov/Reports/OOI/2011/OIG-496%20\(redacted\).pdf](http://www.sec-oig.gov/Reports/OOI/2011/OIG-496%20(redacted).pdf)。

[104] 同上,第 2 页。

[105] 同上。

OIG 报告提及一些细节显示,联合资本是如何说服 SEC 对 Einhorn 和绿光资本展开调查的:

根据投资经营部一位高级官员的说法,联合资本于 2002 年 6 月请求与 SEC 执法部门会面以试图说服后者对 Einhorn 展开调查。当该高级官员被问及联合资本提供了什么证据证明 Einhorn 与绿光资本存在不法行为时,这名高级官员提供了相关证词——联合资本向 SEC 做了阐述,承认了其卖空行为。联合资本相信自己是在做正确的事情。从它自己的角度看,它是正确的而 Einhorn 是错误的,SEC 执法部门应该立刻开展执法行动。

该名高级官员说,会面的结局是,事情演化出两个违法者: Einhorn 或者联合资本。该名高级官员作证时说,他认为联合资本应该受到调查。但相反,执法部门首先对 Einhorn 展开了调查。^[106]

最终,针对绿光资本的调查结束了,没有针对该公司或 Einhorn 采取进一步的执法行动。^[107]

Einhorn 在说服 SEC 对联合资本展开调查的事项上也取得了很大的成功。SEC 执法部门最终就 Einhorn 指控的事项对联合资本展开调查。^[108] 该调查持续时长达三年之久,与此同时还涉及哥伦比亚地区美国检察官办公室(“USAO”)提起的刑事调查。^[109] SEC 结束对联合资本的调查之时提出和解的方式。^[110] 和解内容包括对于联合资本是否违反《证券交易法》关于账簿、记录和内部控制规定是否能够准确、公正地反映其证券和某些投资组合公司的估值等,联合资本可以既不承

[106] 同前注[103]。第 14~15 页(引用省略)。

[107] 参见同上,第 3 页。OIG 报告指出,“虽然对 Einhorn 的调查是在 2003 年年中完成的,但调查直到 2006 年 12 月才正式结束,Einhorn 从未被告知他不再是调查对象,尽管他提出了这样的要求”。同上。

[108] 同上,第 3~4 页。显然,Einhorn 向 SEC 提交了“关于 Allied 的控诉细节”,他给 SEC 发了十几封信,并两次与执法人员会面,同时提供了他“对系统性估值的担忧”的“具体例子”。同上,第 17 页。

[109] 同上,第 53 页。USAO 的调查没有导致刑事指控,同上。

[110] See Allied Capital Corp., Exchange Act Release No. 55931, 90 SEC Docket 2389 (June 30, 2007), 2007 WL 1773811.

认,也不否认相关事实。^[111] 联合资本同意在和解中继续聘用首席估值官,或类似层级的官员,来监督其每季度的估值过程,并继续聘请第三方估值顾问来协助其每季度估值过程。^[112] 此外,联合资本没有受到进一步的惩罚。

另一起发行人声称受到做空攻击,最终反被 SEC 提起诉讼的案件涉及的是海绵科技公司(以下简称“海绵科技”)。海绵科技是一家纽约公司,以生产和销售清洁海绵产品为主营业务。^[113] 2010年4月,海绵科技的 CEO 和 CFO 起诉《纽约邮报》的母公司和其他公司,指控《纽约邮报》的一名作者及相关作者和其他交易员通过以下方式损害了海绵科技的利益,并构成了“‘做空和扭曲’股票市场的操纵计划”:

在《纽约邮报》有关原告、其高管、管理人员和董事的各种文章中发表负面、虚假和/或诽谤性声明。做空股票(尽管在2007年7月,SEC并不禁止这一行为),会有不良后果(少数不道德的交易员在熊市当中会通过持有空头头寸并利用诽谤来拉低目标股价从而实现“做空和扭曲”操纵市场)。这就是“哄抬股价”的反面版本。在“哄抬股价”行为当中,不道德的投资者买入股票(持有多头头寸)并发布虚假和误导性陈述,导致目标股票价格上涨……

有关海绵科技及其高管的负面文章,显然是为了“抹黑”他们的公众形象和声誉,并基于此信息,为被告及其他“做空者”拉低公司

[111] 同上,第1页。根据和解令,Allied 是一家封闭式投资公司,根据1940年《投资公司法》第54条,该公司被认定为是商业开发公司。同上。由于 Allied 设计的投资组合中大部分证券是由不易获得市场报价的证券组成,因此它必须根据第118号会计系列发布的其他因素计算其公允价值。同上,第2页和第1页。该命令声称,Allied 无法支持并记录其估值。同上,第2~4页。该命令的调查结果包括违反《交易法》第13(b)(2)(A)条(要求报告公司制作并保存账簿、记录和账目,这些账簿、记录和账目应合理详细、准确、公正地反映其交易和资产处置情况);第13(b)(2)(b)(ii)条(要求报告公司设计和维持一套内部会计控制系统,足以提供合理保证,记录交易是必要的,以允许按照公认会计准则编制财务报表);以及第13(b)(2)(b)(iv)条(要求报告公司提供合理保证,以合理的时间间隔将资产的记录会计责任与现有资产进行比较,并就任何差异采取适当行动)。同上,第4~5页。

[112] 同上,第5页。

[113] See Complaint ¶ 7, Spongetech Delivery Sys., Inc. v. NYP Holdings, Inc., No. 601047/2010 (N. Y. Sup. Ct. Apr. 22, 2010).

股价。^[114]

原告指控被告犯有多项欺诈和诽谤罪,并要求获得“补偿性和惩罚性赔偿”。^[115]

在海绵科技提起诉讼的几天后,SEC 也起诉了海绵科技及其首席执行官 Michael E. Metter 和首席财务官 Steven Y. Moskowitz,指控他们:

非法虚增对海绵科技股票的需求并从公开买卖未经注册的股票中获利。他们通过虚假陈述方式(虚构海绵科技客户、销售订单和收入)来“推升”市场对海绵科技股票的需求等方式来实现。在新闻稿和公开文件中,他们还一再以欺诈手段低估海绵科技的流通股数量。他们向市场散布虚假信息的目的是以欺诈手段抬高海绵科技的股价,以便(被告)其可以通过关联实体以未经注册的交易方式向公众非法出售股票,从而“抛售”这些股票。^[116]

SEC 指控称,他们多次违反了证券法律,并要求对 Metter 和 Moskowitz 实施禁令、处罚、追缴非法获利,并禁止其担任高管和董事。^[117] 就在同一天,SEC 也提起民事诉讼,Metter 和 Moskowitz 被捕并

[114] 同前注[113],¶¶ 1-2.

[115] 同上,¶¶ 75-177.

[116] SEC 指控海绵科技配送系统公司、该公司的高级管理人员以及其他人员参与了一项“拉高出货”计划,该计划涉及虚构的客户和销售人员,Litigation Release No. 21515, 98 SEC Docket 1536 (May 5, 2010), 2010 WL 1800939, at *1 (以下简称“SEC 针对海绵科技的指控”)。SEC 的起诉书也被命名为 RM Enterprises International, Inc. (“RM Enterprises”), 这家公司是海绵科技的大股东,由 Metter 和 Moskowitz 控制;自由股票顾问 George Speranza;海绵科技公司的前法律顾问 Joel Pensley;还有海绵科技的另一位前律师 Jack Halperin。Complaint ¶¶ 2-7, SEC v. Spongetech Delivery Sys., Inc., No. 1:10-cv-02031-DLI-JMA (E. D. N. Y. May 5, 2010)。

[117] SEC 针对海绵科技的指控,前注[116], 2010 WL 1800939, at *2. SEC 指控海绵科技违反了《证券法》第 5(a)条、5(c)条和 17(a)条,以及《证券交易法》第 10(b)条、13(a)条、13(b)(2)(a)条、13(b)(2)(b)条和 15(d)条,以及《证券交易法》第 10b-5 条、12b-20 条、13a-13 条、15d-1 条、15d-11 条和 15d-13 条。SEC 还声称,这位前 CEO 和 CFO 由于在海绵科技公司的帮助下实施了相关侵权行为,违反了《证券法》第 5(a)条、5(c)条和 17(a)条,《证券交易法》第 10(b)条和 13(b)(5)条、10b-5 条、1362-1 条和 15d-14 条等条款,以及 2002 年《萨班斯-奥克斯利法案》第 304 节,前 CFO 也同时违反了《证券交易法》第 13b2-2 条。同上。SEC 还指控 RM Enterprises, Speranza, Pensley 和 Halperin 等公司存在各种违规行为。同上。

受到刑事追责。^[118]

在 SEC 对海绵科技提起诉讼的两个多月后,该公司提起破产申请。^[119] 海绵科技同意,如未来违反联邦证券法,将被实施永久性禁令,并且同意监管机构获取该公司涉及 SEC 指控、公司财务状况或公司股票交易的任何记录文件。^[120] 法院则推迟了对海绵科技追偿违法所得或罚款裁决。^[121]

随后法院就海绵科技前 CEO 和前 CFO 达成一致判决。^[122] 他们被判决永久不得违反联邦证券法律中关于反欺诈、证券注册、报告、保存记录、内部控制的条款,禁止担任公众公司的高管或董事,也不得参与任何低价股发行活动,并且被责令支付罚金以及上缴法院确定的违法

[118] 同上。包括 Speranza 在内的其他五人也在相关起诉书中受到指控。See Superseding Indictment, *United States v. Metter*, No. 1:10-cr-00600-DLI (E. D. N. Y. Oct. 14, 2010).

[119] See Suggestion of Bankruptcy, *SEC v. Spongetech Delivery Sys., Inc.*, No. 1:10-cv-02031 (E. D. N. Y. July 20, 2010). 由于海绵科技公司已经破产,该公司对《纽约邮报》控股公司的民事诉讼仍处于停滞状态。See *Spongetech Delivery Sys., Inc. v. NYP Holdings, Inc.*, No. 601047/2010 (N. Y. Sup. Ct. Aug. 24, 2010) (order).

[120] See *SEC v. Spongetech Delivery Sys., Inc.*, No. 1:10-cv-02031, slip op. at 5-6 (E. D. N. Y. Nov. 10, 2011) (关于被告海绵科技交付系统公司的判决)(以下简称“海绵科技公司的判决”)。同样在 2011 年 11 月,SEC 对 Myron Weiner 提起了相关民事诉讼,指控他在 2009 年非法出售海绵科技公司股票,违反了《证券法》第 5 条。SEC 指控 Myron Weiner 非法出售海绵科技股票, *Litigation Release No. 22168* (Nov. 23, 2011), 2011 SEC LEXIS 4148, at *1. SEC 指控称,Weiner 以 5 美分的折扣价从海绵科技的一家关联公司购买了这些股票,之后又以 20 美分的价格出售,获利 1,215,057 美元。 *Complaint at 1-2, SEC v. Weiner*, No. 11-cv-05731 (E. D. N. Y. Nov. 22, 2011). 2011 年 12 月,SEC 宣布该案已达成和解。在不承认或否认指控的情况下,Weiner 同意最后判决,其中他同意:(1)支付约 130 万美元的非法盈利、相关利息和民事罚款;(2)永久性不得违反《证券法》第 5 条;(3)1 年之内不得涉足股票市场。SEC 获得了对 Myron Weiner 的禁止令,原因是他在未经注册的情况下出售海绵科技股票。Weiner 被勒令支付 130 万美元, *Litigation Release No. 22206* (Dec. 21, 2011), 2011 SEC LEXIS 4499, at *1。

[121] 海绵科技公司的判决,前注[120],第 7 页。

[122] SEC 取得针对海绵科技前高管 Michael E. Metter 和 Steven Y. Moskowitz 的判决, *Litigation Release No. 22586* (Jan. 4, 2013), 2013 WL 53798, at *1。

所得。^[123]

在针对海绵科技高管提起的刑事诉讼当中, Moskowitz 对于证券欺诈的指控供认不讳。^[124] Metter 对向 SEC 提交虚假材料的指控也供认不讳, 作为交换条件, 控方撤销了其他指控事项。^[125]

指控受到做空攻击的诸多案件中, 更为复杂的一起案件涉 Biovail 公司(“Biovail”)。该公司是一家加拿大制药公司, 后来被 Valeant 国际制药公司收购(“Valeant”)。^[126] Biovail 公司起诉了一众对冲基金, 包括 SAC 资产管理公司(“SAC”), 和一众分析机构, 包括 Gradient 分析公司(“Gradient”)。Biovail 公司声称这些被告:

对 Biovail 公司及其业务和股票, 发起了毁灭性的打击。为了推进这一打击计划, 被告在建立空头头寸后, 操纵了 Biovail 公司的股票并通过散布相关虚假信息和误导性陈述, 对 Biovail 公司的业务进行干扰, 人为打压其股价……与其他公司一样, 被告对 Biovail 公司发起攻

[123] 同前注[122], 第1页。2012年3月, 与 Metter 无线电业务有关的两个实体被列为被告。同上, 第2页。SEC 对其中一家实体和海绵科技的两名前律师提起的诉讼正在审理中。同上, SEC v. Spongetech Delivery Sys., Inc., No. 1:10 - cv - 02031 (E. D. N. Y. Mar. 11, 2013) (减轻被告蓝星传媒集团责任的判决)。

[124] See Aaron Elstein, In the Markets, CRAIN'S N. Y. BUS., Aug. 29, 2011, at 4. 与 Moskowitz 认罪有关的文件已被封存。同上。

[125] 参见美国联邦检察官 Loretta E. Lynch 给 Dora L. Irizarry 法官的信(2013年1月8日)。在他成功地隐瞒了某些对他不利的证据和获得一项禁止进一步取证的动议之后, Metter 同意了认罪协议。同上, 第2页。根据辩诉协议, 他被判缓刑, 并被要求支付 100 美元的特别评估费用。同上, United States v. Metter, No. 1:10 - cr - 00600 - DLI (E. D. N. Y. Apr. 25, 2013) (判决)。除了 Metter 和 Moskowitz, 其他五名刑事被告对各种指控供认不讳, 并接受了从缓刑到监禁不等的判决。参见 United States v. Eisenberg, No. 1:10 - cr - 00600 - DLI (E. D. N. Y. Mar. 7, 2013) (命令); United States v. Tepfer, No. 1:10 - cr - 00600 - DLI (E. D. N. Y. Mar. 7, 2013) (命令); United States v. Nicolais, No. 1:10 - cr - 00600 - DLI (E. D. N. Y. June 4, 2012) (判决); United States v. Tepfer, No. 1:10 - cr - 00600 - DLI (E. D. N. Y. Mar. 8, 2012); United States v. Cavanagh, No. 1:10 - cr - 00600 - DLI (E. D. N. Y. Dec. 21, 2011) (判决); United States v. Eisenberg, No. 1:10 - cr - 00600 - DLI (E. D. N. Y. Oct. 21, 2011); United States v. Speranza, No. 1:10 - cr - 00600 - DLI (E. D. N. Y. Oct. 19, 2011) (判决)。

[126] See Complaint and Jury Demand at 1 - 6, Biovail Corp. v. S. A. C. Capital Mgmt., LLC, No. ESX - L - 01583 - 06 (N. J. Super. Ct. Law Div. Feb. 22, 2006)。

击的主要方式是“找人代写”针对 Biovail 股票的负面且虚假的分析师报告……〔127〕

该项指控涉及违反新泽西州法律项下敲诈勒索、商业诋毁、干扰合同关系的侵权行为、干扰潜在经济利益的侵权行为,以及新泽西州普通法下的民事合谋等规定。〔128〕此外,原告指控被告散布“负面谣言”、谎称原告不当地“付钱请医生为其新药 Cardizem LA 开处方”并“散布对其会计和商业做法的毫无根据的批评”。〔129〕

在 Biovail 提起诉讼的一个月后,另一项针对 SAC、Gradient 等被告的集体诉讼被提交至法院。该诉讼被命名为“Del Giudice 诉 S. A. C. Capital Management, LLC”。〔130〕该诉讼所涉及的事实是与 Biovail 诉讼中相关陈述相同。

随后, Biovail 公司及其 CEO、CFO 和相关高管受到 SEC 指控,认为他们“参与了一系列欺诈性会计计划,并向分析师和投资者做出了一系列虚假陈述”。〔131〕具体而言, SEC 指控:

Biovail 公司的高管们醉心于季度和年度营业业绩,为此一再夸大其公司收益、隐瞒亏损,以欺骗投资者,并给投资者一种美好的假象。当公司糟糕的业绩情况无法继续隐瞒时, Biovail 又故意误导投资者和

〔127〕 同前注〔126〕,第3页。

〔128〕 同上,第62~86页。

〔129〕 同上,第30页、第37~38页。2006年4月,该案被移送至美国新泽西州地区法院。参见 Notice of Removal, Biovail Corp. v. S. A. C. Capital Mgmt. , LLC, No. 2:06 - cv - 01625 - SRC - CCC (D. N. J. Apr. 5, 2006)。然而,2007年1月,该法院将该案发回新泽西州埃塞克斯县高级法院。Biovail Corp. v. S. A. C. Capital Mgmt. , LLC, No. 2:06 - cv - 01625 - SRC - CCC (D. N. J. Jan. 9, 2007)(命令)。

〔130〕 Complaint, Del Giudice v. S. A. C. Capital Mgmt. , LLC, No. 2:05 - cv - 01413 - SRC - MAS (D. N. J. Mar. 24, 2006)。

〔131〕 SEC 指控 Biovail 公司及其前 CEO、CFO 和两名现任高管犯有证券欺诈罪: Biovail 公司和解了这一案件,同意支付 1000 万美元的民事罚款, Litigation Release No. 20506 (Mar. 24, 2008), 2008 WL 762990, at * 1 (以下简称“SEC 对 Biovail 公司的指控”)。

分析师关于其业绩亏损的原因。^[132]

Biovail 公司和解了此案,代价是同意:(1)支付 1000 万美元的罚款;(2)聘请一名独立顾问;(3)永久禁止违反联邦证券法律。^[133]之后,Biovail 公司的子公司 Biovail 制药公司(总部设在新泽西州的布里奇沃特),被指控在一个项目中实施共谋和给回扣的计划。在该计划中,该公司向医生支付回扣以“诱导他们多开 Cardizem LA 这款药的处方”。这一行为违反了联邦《反虚假申报法》。^[134]

[132] See Complaint at 2, SEC v. Biovail Corp., No. 1:08-cv-02979-LAK (S. D. N. Y. Mar. 24, 2008). 起诉书中有一项引人注目的指控,称 Biovail 公司错误地将其未能达到 2003 年第三季度收益预期的原因归咎于一起卡车事故,事故涉及其产品 Wellbutrin XL 的运输。尽管事实上确实存在了这一事故——在伊利诺斯州,一辆装有 500 万美元的 Wellbutrin XL 的卡车在从马尼托巴省的 Biovail 工厂开往北卡罗来纳州经销商的途中在伊利诺伊州发生多辆汽车相撞事故——该产品是通过 FOB 规则交货的,该卡车在季度的最后一天离开了马尼托巴工厂。FOB 规则交货意味着只有在装运到达分销商时才发生交货和收入确认,而根据装运日期,在任何情况下都不可能于季度结束前发生。同上,第 8~10 页。

[133] SEC 对 Biovail 公司的指控,前注[131],2008 WL 762990, at *2. Biovail 公司在没有承认或否认指控的情况下和解了这一诉讼,这符合 SEC 的惯例。和解的条件是 Biovail 公司永久性地禁止公司违反《证券法》第 17(a)条,《证券交易法》第 10(b)条、13(a)条、13(b)(2)(a)条和 13(b)(2)(b)条、10b-5 条、12b-20 条、13a-1 条和 13a-16 条等条款以及 S-T 条例的第 302(b)条。随后,多名被告与 SEC 达成和解。参见 SEC 对 Biovail 公司前 CEO Eugene Melnyk 披露股票增持信息的指控作出了判决:判决判处 100 万美元民事罚款, Litigation Release No. 20880, 2009 WL 260474, at *1 (Feb. 4, 2009) (宣布与前任 CEO 达成和解);地区法院否决了被告提出的撤销 SEC 在 Biovail 案中修改起诉的动议;被告 Crombie, Miszuk 和 Howling 的动议完全被否决, Litigation Release No. 20903, 2009 WL 383494, at *1 (Feb. 17, 2009) (宣布拒绝被告提出的解散动议);SEC 就 Biovail 公司前高管的会计欺诈案达成和解 Litigation Release No. 21650, 2010 WL 3588435, at *1 (Sept. 15, 2010) (宣布与前副总统、财务总监和助理国务卿达成和解);最终判决对 Biovail 公司前高管 Eugene Melnyk 和 Brian Crombie 不利, Litigation Release No. 21938, 2011 WL 1483352, at *1 (Apr. 19, 2011) (宣布与前 CEO 和 CFO 达成和解)。

[134] See Information (Felony) as to Biovail Pharmaceuticals, Inc., United States v. Biovail Pharms., LLC, No. 08-10124-NG (D. Mass. May 19, 2008); Assented to Motion to Permit the Entry of Guilty Plea by Counsel, United States v. Biovail Pharma, LLC, No. 08-10124-NG (D. Mass. Oct. 27, 2008). Biovail Pharmaceuticals, LLC 被责令支付 244,286 美元的赔偿金, 2800 美元的特别评估费用和 22,243,590 美元的罚款。United States v. Biovail Pharma, LLC, No. 08-10124-NG, slip op. at 4 (D. Mass. Sept. 22, 2009) (judgment)。

美国新泽西州地方法院随后发现, Del Giudice 一案的诉讼是基于某些“不光彩”的事实,因为 Del Giudice 案件诉讼(以及在新泽西州法院中 Biovail 公司针对 SAC 和 Gradient 两个公司提起的诉讼)中所包含的相关信息是源于更早一起针对 Biovail 公司证券欺诈集体诉讼证据开示所发现的文件,^[135]而这些信息受到保护令的约束,不允许用于其他诉讼。^[136]法院认为, Biovail 公司及其股东针对 SAC 和 Gradient 所提起的诉讼“都是 Biovail 公司及其律师精心策划的计划的一部分,目的是对之前对 Biovail 提起证券诉讼的反击”,而两起案件所雇佣的律师“都成为 Biovail 公司准备且将利用的工具”。这些律师无视自己的职业和道德义务,为了私利而协助 Biovail 公司。^[137]据此,法院公正地驳回了 Del Giudice 一案 Biovail 公司的诉讼请求。^[138]

Biovail 公司针对 SAC 和 Gradient 的诉讼请求也被驳回。^[139]新泽西州最高法院埃塞克斯郡法庭认为, Biovail 公司缺少诉讼请求,且该法院对 SAC 和 Gradient 没有管辖权。^[140]

随后, SAC 和 Gradient 分别起诉 Biovail 公司恶意诉讼。^[141] Gradient 提起的诉讼被 Biovail 公司申请驳回诉讼,但法院准许诉讼继

[135] See *Del Giudice v. S. A. C. Capital Mgmt., LLC*, No. 06 - 1413 (SRC), 2009 WL 424368, at * 4 - 5 (D. N. J. Feb. 19, 2009). 早前的案例是 *In re Biovail Securities Litigation*, No. 03 - CV - 8917 (S. D. N. Y. filed Nov. 12, 2003), 该案中, Biovail 公司股东对 Biovail 公司提起证券欺诈集体诉讼,原告指控 2003 年 Biovail 股价下跌,是由于 Biovail 通过市场虚假陈述和会计欺诈导致的人为抬高股价造成的。

[136] See *Del Giudice*, 2009 WL 424638, at * 2.

[137] 同上,第 11 页。

[138] 同上,第 12 页。

[139] See *Biovail Corp. v. S. A. C. Capital Mgmt., LLC*, No. ESX - L - 1583 - 06, slip op. at 47, 49 (N. J. Super. Ct. Law Div. Aug. 20, 2009).

[140] 同上,第 26 ~ 47 页。

[141] See *Complaint, S. A. C. Capital Advisors, LLC v. Biovail Corp.*, No. 3:10 - cv - 00237 - MRK (D. Conn. Feb. 17, 2010); *Complaint, Gradient Analytics, Inc. v. Biovail Corp.*, No. 2:10 - cv - 00335 - FJM (D. Ariz. Feb. 17, 2010).

续进行。^[142] 这一所是哪个给 Biovail 公司带来了一个不光彩的结局。当 Biovail 公司被 Valeant 公司收购后, Valeant 公司针对这两起诉讼达成和解, 向 SAC 和 Gradient 分别道了歉, 并向 SAC 支付了 1000 万美元的赔偿。^[143] 在与 SAC 的联合声明中, SAC 表示, 它“仍然认为 Biovail 公司提起的诉讼和与之相关的媒体造势活动, 是为了转移批评者对该公司自身行为的注意力。我们对最终解决方案感到满意”。^[144] 在与 Gradient 的联合声明中, 该研究机构表示, “Biovail 公司的律师、私人侦探和公关人员的行为给我们的企业、创始人和员工带来了严重的损失……我们仍然坚决维护自由表达我们对上市公司意见的权利, 并将在未来继续这样做”。^[145]

另一个更早但却值得关注的做空攻击的案件是涉及 Solv - Ex 公司(以下简称“Solv - Ex 公司”)的案件。在 1997 年 8 月申请破产之前, Solv - Ex 公司是新墨西哥州的一家公众公司, 其股票在纳斯达克小盘股市场上市。^[146] Solv - Ex 公司开发了从油砂中提取和加工石油

[142] See Gradient Analytics, Inc. v. Biovail Corp., No. CV - 10 - 0335 - PHX - FJM, 2010 WL 2991573 (D. Ariz. July 26, 2010). 法院认为, 根据所适用的新泽西法律, Gradient 公司被要求说明因 Biovail 的诉讼而受到的“特别损害”。同上, 第 6 页。法院的结论是, Gradient 公司因 Biovail 的诉讼使得其受宪法保护的言论自由受到影响, 声誉也受到损害, 由此降低了其业务价值, 从而符合“特别损害”特征。同上, 第 6 ~ 7 页。

[143] 参见 Press Release, Valeant Pharms. Int' l, Inc., Valeant Pharmaceuticals and S. A. C. Capital Settle Lawsuit (Nov. 4, 2010) (以下简称“Valeant/SAC 新闻稿”), 载 <http://www.prnewswire.com/news-releases/valeant-pharmaceuticals-and-sac-capital-settle-lawsuit-106676383>; Press Release, Valeant Pharms. Int' l, Inc., Valeant Pharmaceuticals and Gradient Analytics Settle Lawsuit (Nov. 4, 2010) (以下简称“Valeant/Gradient 新闻稿”), 载 <http://www.theglobeandmail.com/globe-investor/news-sources/?date=20101104&archive=prnews&slug=LA94933>; Stipulation of Dismissal with Prejudice, Gradient Analytics, Inc. v. Biovail Corp., No. 2:10-cv-00335-FJM (D. Ariz. Nov. 16, 2010); Stipulation of Dismissal with Prejudice, S. A. C. Capital Advisors, LLC v. Biovail Corp., No. 3:10-cv-00237-MRK (D. Conn. Nov. 12, 2010).

[144] Valeant/SAC 新闻稿, 前注[143]。

[145] Valeant/Gradient 新闻稿, 前注[143]。

[146] See SEC v. Solv - Ex Corp., Litigation Release No. 15817, 67 SEC Docket 1395 (July 20, 1998), 1998 WL 400210, at *1 (以下简称“Solv - Ex 公司诉讼公告”); Complaint at 4, SEC v. Solv - Ex Corp., No. 1:98-cv-00860-BB-RLP (D. N. M. July 20, 1998).

和工业矿物的方法以及生产铝的新技术,并在新墨西哥州、加拿大阿尔伯特省开展相关业务。^[147]

Solv - Ex 公司针对 Park Quillen、Quilcap 集团、Martin Zweig、Weir - Jones 工程咨询公司等被告,向纽约南区地方法院提起诉讼(以下简称“纽约诉讼案”)。^[148] Solv - Ex 公司称,被告假装它们有兴趣为 Solv - Ex 公司的项目提供融资,从而获得了机密信息,这些信息随后被用来贬低 Solv - Ex 公司,打压其股价,并使被告从空头头寸中获利。^[149] 根据这些诉因,Solv - Ex 公司提出被告涉嫌共谋、违反合同、欺诈和干扰预期经济利益的指控。^[150] 地区法院驳回了被告的请求驳回该诉讼的动议,认为 Solv - Ex 公司已充分陈述其诉讼理由。^[151]

Solv - Ex 公司的诉讼胜利只是昙花一现。在被告申请驳回诉讼请求的动议被驳回后不久,Solv - Ex 公司即在加拿大申请破产,并自愿放弃之前的诉讼。^[152] 此后,SEC 在新墨西哥州联邦法院起诉 Solv - Ex 公司及其 CEO John Rendall 和法律顾问 Herbert M. Campbell II (以下简称“SEC 诉讼案”)。^[153] 该案中 SEC 诉称被告:

虚假地描述了产品测试已获成功,并将公司描述成即将商业投产石油和工业矿物。事实上,Solv - Ex 公司的产品和生产工艺并未经证实,而生产铝的技术测试已经失败。^[154]

一轮庭审过后,地区法院认为,1995 年至 1997 年,Solv - Ex 公司及其 CEO 和法律顾问给公众“制造了一种错误印象,认为 Solv - Ex 公司即

[147] See Solv - Ex Corp. Litigation Release, 1998 WL 402210, at * 1.

[148] See Complaint, Solv - Ex Corp. v. Quillen, No. 1:96 - cv - 06057 - JSR - LB (S. D. N. Y. Aug. 9, 1996).

[149] See Solv - Ex Corp. v. Quillen, No. 96 CIV. 6057 (JSR), 1997 WL 452023, at * 1 - 3 (S. D. N. Y. Aug. 7, 1997).

[150] 同上。

[151] 同上,第 1 页。

[152] 同上。

[153] See Solv - Ex Corp. Litigation Release, 1998 WL 402210, at * 1.

[154] See Complaint at 1 - 2, SEC v. Solv - Ex Corp., No. 1:98 - cv - 00860 - BB - RLP (D. N. M. July 20, 1998).

将从其经营中获得收入”^[155] 上诉法院也认同这一裁决。^[156]

- [155] SEC v. Solv - Ex Corp., Litigation Release No. 16502, 2000 WL 350239, at * 1 (Apr. 5, 2000). 基于调查结果,地方法院裁定 Solv - Ex 公司和 Rendall 这违反了《证券法》第 17 (a) 条,《证券交易法》第 10 (b) 条和 13 (a) 条,以及 10b - 5 条、12b - 20 条、13a - 1 条和 13a - 13 条的规定,Campbell 由于协助和教唆 Solv - Ex 公司实施某些违法行为,也违反了《证券法》第 17 (a) 条,《证券交易法》第 10 (b) 条的交换行为和助推某些 Solv - Ex 的侵犯。同上。2000 年 5 月 16 日,地区法院命令 Solv - Ex、Rendall 和 Campbell 分别支付 5000 美元的罚款。SEC v. Solv - Ex Corp., No. 1:98 - cv - 00860 - BB - RLP, slip op. at 2 - 3 (D. N. M. May 16, 2000) (最终判决涉及永久禁令及其他救济)。在一个相关的行政诉讼中,根据 SEC102 (e) 规定,Campbell 被禁止以律师身份出现在 SEC 面前。参见 Herbert M. Campbell, Release No. 266, 83 SEC Docket 3212 (Oct. 24, 2007), 2004 WL 2413297 (永久取消 Campbell 的律师执业资格)。
- [156] 诉讼程序上,Rendall 和 Campbell 对地区法院裁定他们违反证券法的判决提出了上诉。美国第十巡回上诉法院作出部分发回重审裁决,要求地区法院作出以下具体裁定:(1)是谁作出了涉嫌诉讼的虚假陈述以及何时作出的;(2)被告的陈述有哪些不实或具误导性,包括遗漏了哪些资料而导致该等陈述具误导性;(3)被告的精神状态;(4)提交给 SEC 的哪些文件是虚假的和误导性的。SEC v. Solv - Ex Corp., No. 00 - 2339, slip op. at 9 - 19 (10th Cir. Aug. 4, 2003). 地区法院作出了修正后的裁决结果,SEC v. Solv - Ex Corp., No. 1:98 - cv - 00860 - BB - RLP (D. N. M. Sept. 24, 2003) (法院对事实和法律结论的修正结果),且经第十巡回法庭确认,SEC v. Solv - Ex Corp., 101 F. App' x 271 (10th Cir. 2004). Rendall 要求重审,并取消了主审法官的资格,理由是他有偏见,并依赖不存在的证据。根据《联邦规则》第 60 (b) (1) 条、(2) 条、(4) 条和 (6) 条及《U. S. C.》第 28 条、第 144 条提出的重审动议,SEC v. Solv - Ex Corp., No. 1:98 - cv - 00860 - BB - RLP (D. N. M. Aug. 19, 2004). 地区法院否决了这项动议,SEC v. Solv - Ex Corp., No. 1:98 - cv - 00860 - BB - RLP (D. N. M. Nov. 2, 2004) (命令),且经第十巡回法庭确认,SEC v. Solv - Ex Corp., 164 F. App' x 765 (10th Cir. 2006). 在 SEC 的诉讼悬而未决期间,Solv - Ex 在新墨西哥州的州法院对纽约诉讼中的前被告和其他一些被告提起了诉讼(“新墨西哥诉讼”)。在纽约的诉讼中,Solv - Ex 指控被告在与 Solv - Ex 达成交易时假装感兴趣,从而根据保密协议获得了有关 Solv - Ex 的非公开信息。See Solv - Ex Corp. v. Deutsche Bank AG, No. 1:99 - cv - 00003 - JEC - KBM, slip op. at 15 (D. N. M. May 2, 2000). Solv - Ex 进一步声称,被告利用该机密信息压低 Solv - Ex 股票价格,以卖空获利。同上,第 15 ~ 16 页。根据 Solv - Ex 的诉状,Solv - Ex 股价的下跌导致其无法获得所需的融资,最终导致公司破产。同上,第 16 页。Solv - Ex 还起诉了德意志银行(Deutsche Bank AG)、德意志摩根格伦费尔公司(Deutsche Morgan Grenfell, Inc.) 和摩根格伦费尔资产管理公司(Morgan Grenfell Asset Management Ltd.)。Solv - Ex 声称,被告德意志银行违反保密协议,购买了 Solv - Ex 的股票,目的是人为抬高其价格,使其容易受到市场波动的影响,从而导致不稳定,损害投资者信心,最终导致 Solv - Ex 破产。同上,第 7 ~ 8 页。新墨西哥州的诉讼被提交到联邦法院。通知被取消,Solv - Ex Corp. v. Deutsche Bank AG, No. 1:99 - cv - 0003 (D. N. M. Jan. 4, 1999). 后来,由于缺乏对被告的管辖权,这一诉讼被驳回。Solv - Ex Corp. v. Deutsche Bank AG, No. 1:99 - cv - 00003, slip op. at 28 (D. N. M. May 2, 2000); Solv - Ex Corp. v. Deutsche Bank AG, No. 1:99 - cv - 00003 (D. N. M. May 12, 2000) (amended final order).

上述各案中,发行人声称受到了做空攻击,但最终其本身也受到了SEC的调查和起诉。尽管根据每个案例的独特事实,可能无法得出广泛的结论,但对于发行人来说,在面对做空攻击时,在采取防御诉讼之前应该进行谨慎评估。

三、做空攻击诉讼和相关的 SEC 调查

公司可能会考虑对涉嫌的做空攻击行为人提起诉讼,而不管SEC的任何调查利益。此类诉讼的过往记录表明,由于举证,程序障碍和实质性辩护等问题通常会阻碍公司的求偿,因此在法庭上,公司很难获得决定性的胜利。此外,与做空者进行公开战斗可能不会对发行人产生预期的效果,因为此类战斗可能会给发行人带来不必要的关注,并导致冗长而昂贵的调查。

(一)最近的诉讼:中国案例

总部设在美国的中国上市公司最近提起的诉讼是当前涉及做空攻击行为的最著名案例。在过去的几年中,卖空者和其他人对其中一些公司,特别是在通过所谓的“反向合并”进入美国资本市场的中国公司,提出了欺诈和会计不当行为的指控。这些公司中有几家进行了反击,声称自己是做空攻击的受害者,并向做空者提起诉讼。许多公司在纽约曼哈顿最高法院针对一个匿名博客作者或一群博客作者(使用笔名“Alfred Little”)提起诉讼。然而,迄今为止,这些“Alfred Little”诉讼都没有成功。

这些诉讼中的第一例,是总部位于中国的家用厨房电器制造商德尔电器(Deer Consumer Products, Inc.)(“Deer”)起诉 Alfred Little、以 Seeking Alpha Ltd(“Seeking Alpha”)的名义开展业务的网站运营商,以及纽约州法院的一些被告 John Doe(以下简称“德尔诉讼”)。^[157] 德尔电器称,Alfred Little 通过 Seeking Alpha 网站发布了有关德尔的虚假报

[157] 参见起诉书,Deer Consumer Prods., Inc. v. Little, No. 650823/2011 (N. Y. Sup. Ct. Mar. 28, 2011)。

告,这是 Alfred Little 和其他人实施的市场操纵计划的一部分。^[158] 根据德尔电器的起诉,Alfred Little 发布了一些报告,其中包括 Deer 近期在中国购置土地中涉及侵占和其他欺诈的虚假陈述。^[159] 所谓的操纵方案的目的是“人为地降低德尔普通股的价格,以便进行卖空交易获取非法利润”。^[160]

根据德尔电器的说法,由于 Alfred Little 的诽谤性陈述,德尔电器的股价下跌了近 30%。^[161] 德尔电器进一步称:“市场数据显示,至少有成千上万的德尔电器普通股在做空交易时被卖空。卖方尚未在结算日期之前借入该股票”,即“裸卖空”。^[162] 德尔电器的起诉书指控被告人诽谤。^[163]

德尔电器此后修改了起诉书。修改后的起诉指控“Alfred Little”,实际上是由各种个人和实体组成的“Little 集团”,所有这些人和实体均被增加为被告。^[164] 修改后的起诉指称被告有其他诽谤性陈述,包括

[158] 同前注[157]。第 1 段。

[159] 同上。第 13 ~ 23 段。

[160] 同上。第 11 段。

[161] 同上。第 24 段。

[162] 同上。第 12 段。

[163] 同上。第 25 ~ 30 段。Deer 公司要求赔偿超过 100 万美元,1000 万美元的惩罚性赔偿,1 亿美元的非法所得,以及费用和禁令救济。

[164] 经验证的修订起诉书第 1 ~ 62 段,Deer Consumer Prods., Inc. v. Little Grp., No. 650823/2011 (N. Y. Sup. Ct. June 5, 2012) (以下简称“Deer 修正起诉书”)。The Little Group 被称为包括 Jon Carnes, Eos Holdings LLC (“Eos”), Simon Moore, Xiaofu Huang, Joseph Ramelli, Andrew Wong, Shawn Jason Rhynes, Walter Carnes, International Financial Research and Analysis Group (“IFRA”), and Quantum Asset Group LLC (“Quantum”)。同上。根据 Deer 修正起诉书,Jon Carnes 是多米尼加投资公司 Eos 的总裁兼创始人,而 Wong 则是 Carnes 在 IFRA 担任高级分析师的别名,一个分析,研究和尽职调查服务的提供者。同上。第 26 ~ 38 段,47 ~ 48 段,57 ~ 58 段。Huang, Ramelli 和 Walter Carnes 据称和 Eos 存在关联关系。同上。第 40 ~ 46 段,53 ~ 56 段。Rhynes 据称是特拉华州 Quantum Asset Group LLC 的常务董事。同上。第 49 ~ 50 段,52 段,59 ~ 60 段。Jon Carnes 是卡森·布洛克 Carson Block 的前合伙人,既是 Muddy Waters LLC 的创始人,也是一位著名的卖空者,他也参与了据称的做空攻击。See Christopher Donville & Dune Lawrence, Short Seller Drops Muddy Waters Model for SEC, BLOOMBERG. COM (May 10, 2012), <http://www.bloomberg.com/news/2012-05-09/short-seller-drops-muddy-waters-model-for-sec.html>.

德尔电器正在接受 SEC 调查。^[165] 除诽谤外,德尔电器还指控被告违反了《纽约一般商业法》第 349 条(section 349 of New York's General Business Law),该条禁止在商业、贸易或商业活动中采取非法和欺骗性的行为和做法,以及对业务关系的侵权。^[166]

在美国上市的第二家中概股公司中国清洁能源公司(Sino Clean Energy Inc.)(“Sino Clean”)也对 Alfred Little 和其他被告提出了类似的诉讼(“Sino Clean 诉讼”),声称被告通过虚假和诽谤性的报道和互联网帖子操纵中国清洁能源公司的股票来从卖空中获利。^[167] 这些诽谤性报告和互联网帖子提到,除其他外,中国清洁能源的 SEC 申报文件是虚假的、误导性的,并且与中国的税收记录不符。^[168]

希尔威矿业公司(Silvercorp Metals Inc.)(“Silvercorp”)也针对“卖空股票操纵计划”的 Alfred Little 和其他涉嫌的行为人提起诉讼(“Silvercorp 诉讼”).^[169] Silvercorp 的指控与“德尔电器”和“中国清洁能源”诉讼中的指控相似。根据 Silvercorp 的起诉,一家名为 Anthion Management LLC(“Anthion”)的对冲基金撰写了致加拿大监管机构、Silvercorp 的审计师和各种媒体的虚假和诽谤性信件,以及虚假和诽谤

[165] 参见 Deer 修正起诉书,前注 164,第 91~96 段。根据 Deer 修正起诉书,据称有关 SEC 对 Deer 进行调查的诽谤性陈述是“基于 SEC 拒绝了 the Little Group《信息自由法》(FOIA)要求的有关[Deer]的非公开记录。”同上。第 95 段。2011 年 12 月 20 日,“Alfred Little”发表的博文文章指出,SEC 驳回了集体诉讼原告律师的 FOIA 请求,并引用了 5 U. S. C. § 552(b)(7)(A)禁止公开披露“可以合理预期干扰执法程序的”为执法目的而汇编的记录或信息”,并且根据美国司法部的指导,适用于待执行或即将执行的执法程序。See *Freedom of Information Act Request Uncovers Pending or Prospective SECLaw Enforcement Proceedings Against DEER*, ALFREDLITTLE.COM (Dec. 20, 2011), <http://labemp.wordpress.com/2011/12/20/freedom-of-information-act-request-uncovers-pending-sec-law-enforcement-proceedings-against-deer/>.

[166] 参见 Deer 修正起诉书,前注[164],第 98~119 段。

[167] 参见修正起诉书第 1~9 段、17~83 段, *Sino Clean Energy Inc. v. Little*, No. 651248/2011 (N. Y. Sup. Ct. Dec. 6, 2011)。

[168] 同上,第 22~29 段、39~83 段。Sino Clean Energy 还声称 Little 曾向 Sino Clean 的审计师和独立董事发送虚假和诽谤性的电子邮件。同上,第 33~38 段。Sino Clean 提出欺诈、诽谤和对业务关系的侵权干扰的索赔,并要求赔偿超过 5500 万美元的赔偿,至少 1000 万美元的惩罚性赔偿,非法交易利润,律师费及其他救济金。同上。第 19~86 段。

[169] 参见有关损害赔偿和公平救济的起诉书,第 9 段, *Silvercorp Metals Inc. v. Chinastockwatch.com*, No. 150374/2011 (N. Y. Sup. Ct. Sept. 22, 2011)。

性的互联网帖子内容。^[170] Anthion 信件和互联网帖子声称 Silvercorp 向 SEC 提交的文件与向中国国家工商行政管理总局(“SAIC”)提交的文件存在不一致,并引起了人们对 Silvercorp 的虚假陈述和关联方交易的质疑。^[171] Silvercorp 还声称,作为同一计划的一部分,一群人以“Alfred Little”的名义发布报告,发布了虚假和诽谤性的互联网帖子。^[172] 互联网帖子声称,中国政府的采矿报告和对 Silvercorp 矿山的独立测试与 Silvercorp 发布的公开说明相矛盾,并提出了有关 Silvercorp 的客户和关联方交易的问题。^[173] 据 Silvercorp 称,被告的虚假和诽谤性陈述导致 Silvercorp 的股票价格下跌,并使被告空头获利。^[174]

作为回应,Anthion 根据纽约的“针对公众参与的反战略诉讼”或“anti-SLAPP”法提出反诉。^[175] 据 Anthion 称,Silvercorp 的主张构成了非法的报复,以恐吓和威慑适当机构和专家对 Silvercorp 商业实践的善意评论”,^[176] Anthion 要求赔偿损害,包括费用和律师费。^[177]

Silvercorp 对大多数被告的事实主张被驳回,为最终解决 Deer 和

[170] 参见第二修正起诉书,第 6~18 段, Silvercorp Metals Inc. v. Anthion Mgmt. LLC, No. 150374/2011 (N. Y. Sup. Ct. Mar. 16, 2012)。

[171] 同上。第 27~30 段, 36~39 段。

[172] 同上。第 6~18 段。

[173] 同上。第 31~33 段, 40~41 段。

[174] 同上。第 1~1A 段, 24~26 段, 30 段, 34 段, 39 段, 42 段。Silvercorp 主张诽谤, 不当得利, 贸易诽谤和干扰以及非法和欺骗性的行为与做法, 并要求赔偿 400 万美元以上的赔偿, 至少 1000 万美元的惩罚性赔偿, 高达 1 亿美元的非法交易利润, 永久性禁制令, 律师费和其他救济金。同上。第 49~65 段、第 1~9 段(寻求救济)。

[175] 答复经修订的投诉和反诉第 12~28 页。Silvercorp Metals Inc. v. Chinastockwatch.com, No. 150374/2011 (N. Y. Sup. Ct. Mar. 12, 2012)。在纽约,“被告人在涉及公众请愿和参与的诉讼中……可以维持采取行动, 提出索赔, 提出异议或提出反诉, 以从开始或继续进行该项诉讼的任何人那里追回损害赔偿, 包括费用和律师费。” N. Y. CIV. RIGHTS LAW § 70-a(1) (McKinney 2009)。“涉及公众请愿和参与的诉讼”被定义为“由公共申请人或被许可人提起的损害赔偿诉讼, 索偿, 交叉索偿或反索偿, 与被告举报, 评论或裁定, 质疑或反对此类申请或许可做出的任何实质性努力有关”。同上。§ 76-a(1)(a)。“公共申请人或被许可人”是指“已向任何政府机构申请或获得许可, 分区变更, 租赁, 许可, 证书或其他权利以使用或许可行事的任何人, 或与该申请或许可有重大关系的与该人有利益, 联系或从属关系的任何人。” 同上。§ 76-a(1)(b)。

[176] 同上。第 13 页。

[177] 同上。第 28~29 页。

Sino Clean 诉讼奠定了基础。^[178] 重要的是, Silvercorp 诉讼中的法院认为, 涉嫌诽谤的言论是受宪法保护的意见陈述。^[179] 法院“承认, 其判决可以被使用这种操纵市场工具的人视为绿灯,” 但指出, 它觉得“无法轻易地得出结论”认为受宪法保护的言论不能支持诽谤诉讼。^[180] 法院以同样的理由驳回了 Silvercorp 的商业诽谤诉讼。^[181] 法院还驳回了 Silvercorp 的不当得利诉讼, 认为该诉讼与诽谤诉讼合并, 并且被告的所谓利润(来自卖空交易)并非来自 Silvercorp。^[182] 最终法院裁定, Silvercorp 缺乏根据《纽约商业法》第 349 条提出索赔的资格, 因为这是“消费者保护法”, 而 Silvercorp 不在其保护范围之内。^[183]

[178] See *Silvercorp Metals Inc. v. Anthion Mgmt. LLC*, No. 150374/2011, 2012 WL 3569952, at *7-16 (N. Y. Sup. Ct. Aug. 16, 2012). Silvercorp 诉讼仍为待处理中, 因为某些被告未动议撤诉。

[179] 同上。第 9-12 页。法院认为, 其结论得到了陈述背景的支持, 包括作者的匿名性和他们在 Silvercorp 中持有空头仓位的披露, 陈述中包含限定词的内容以及伴随披露的支持事实, 这些内容使读者能够自行判断。同上。第 9-10 页。法院还认为, Silvercorp 对早先声明的公开回应表明存在争议空间, 并表示随后的声明是不可行的意见。同上。第 11 页。

[180] 同上。第 12 页。

[181] 同上。第 12-13 页。

[182] 同上。第 12 页。

[183] 同上。在第 13-15 页。Silvercorp 最初针对法院撤销其起诉的裁定提出上诉, 请参见 *Notice of Appeal, Silvercorp Metals Inc. v. Anthion Mgmt. LLC*, No. 150374/2011 (N. Y. Sup. Ct. Aug. 17, 2012)。但当事方随后中止诉讼, Silvercorp 撤回了上诉。 *Stipulation of Discontinuance, Silvercorp Metals Inc. v. Anthion Mgmt. LLC*, No. 150374/2011 (N. Y. Sup. Ct. Mar. 8, 2013) (*Silvercorp/Anthion Stipulation*)。法院还驳回了 Anthion 的 anti-SLAPP 反诉。 See *Silvercorp Metals Inc. v. Anthion Mgmt. LLC*, 948 N. Y. S. 2d 895, 901-02 (N. Y. Sup. Ct. 2012)。法院确实发现 Anthion 充分指控 Silvercorp(一家在上市前必须获得 SEC 许可的上市公司)是“公共申请人或被许可人”。同上。第 900-901 页。但是, 法院发现 Anthion 未能声称其陈述直接挑战了 Silvercorp 的任何申请或许可, 因此法院驳回了反诉。同上。第 901-902 页。Anthion 已对该裁定提出上诉, 参见 *Notice of Appeal, Silvercorp Metals Inc. v. Anthion Mgmt. LLC*, No. 150374/2011 (N. Y. Sup. Ct. Aug. 10, 2012), 但此上诉也被驳回。2012 年 8 月 28 日, 法院驳回了其请求, 但在上诉未决期间, Silvercorp 也提起了相关诉讼, 以防止针对某些其他相关的被告的诉讼时效过期。参见起诉书, *Silvercorp Metals, Inc. v. Goetz*, No. 155852/2012 (N. Y. Sup. Ct. Aug. 28, 2012); *Silvercorp Metals, Inc. v. Goetz*, No. 155852/2012, at 8-11 (N. Y. Sup. Ct. Jan. 29, 2013) (诉讼记录)。在规定终止 Anthion 诉讼的几天后, Silvercorp 终止了这一相关诉讼。 See *Notice of Discontinuance, Silvercorp Metals, Inc. v. Goetz*, No. 155852/2012, at 8-11 (N. Y. Sup. Ct. Mar. 11, 2013)。

由于 Silvercorp 诉讼的裁决, Sino Clean 撤回了申诉。^[184] 法院批准了该动议, 并驳回了 Sino Clean 的诉讼。^[185]

Deer 诉讼是有待解决的 3 个“Alfred Little”诉讼中的最后一个。除针对某些实体的缺席判决外,^[186] Deer 的诉讼在 2012 年年末和 2013 年年初被一系列裁决。^[187] 值得注意的是, 法院以与 Silvercorp 的诽谤索

[184] See Notice of Motion, *Sino Clean Energy Inc. v. Little*, No. 651248/2011 (N. Y. Sup. Ct. Sept. 6, 2012); Affirmation of Eugene Licker in Support of Plaintiff's Motion to Discontinue Action, p. 4, *Sino Clean Energy Inc. v. Little*, No. 651248/2011 (N. Y. Sup. Ct. Sept. 6, 2012).

[185] 参见 *Sino Clean Energy Inc. v. Little*, 第 651248/2011 号诉状。1 点 (2012 年 9 月 27 日, 纽约州最高法院) (订购)。在法院下达驳回“*Sino Clean* 诉讼”的裁定时, Alfred Little 是唯一剩下的被告。Seeking Alpha 在原始诉讼中被称为被告, 请参见起诉书, *Sino Clean Energy Inc. v. Little*, No. 651248/2011 (N. Y. Sup. Ct. May 9, 2011), 在经修订的诉讼中已未被列为被告。参见经修订的起诉书, *Sino Clean Energy Inc. v. Little*, No. 651248/2011 (N. Y. Sup. Ct. Dec. 6, 2011) (*Seeking Alpha* 不再被称为被告)。Geo Investing 于 2012 年 3 月 30 日因管辖权被驳回诉讼。See *Sino Clean Energy Inc. v. Little*, No. 651248/2011, slip op. at 1 (N. Y. Sup. Ct. Mar. 29, 2012) (order).

[186] 法院先前曾针对 IFRA 和 Quantum 作出缺席判决, 但保留了损害赔偿评估供审判。See *Deer Consumer Prods., Inc. v. Little Grp.*, No. 650823/2011, slip op. at 1 (N. Y. Sup. Ct. Oct. 26, 2012) (decision and order). *Deer Consumer Prods., Inc. v. Little Grp.*, No. 650823/2011, slip op. at 1 (N. Y. Sup. Ct. Sept. 13, 2012) (unified order and judgment). 随后, Deer 的律师否认有任何向这些实体寻求损害赔偿的意图。See Transcript of Proceedings at 31 – 32, *Deer Consumer Prods., Inc. v. Little Grp.*, No. 650823/2011 (N. Y. Sup. Ct. Dec. 17, 2012). Jon Carnes 所使用的别名“Andrew Wong”的默认判决被撤销。See *Deer Consumer Prods., Inc. v. Little Grp.*, slip op. at 3, No. 650823/2011 (N. Y. Sup. Ct. Dec. 4, 2012) (decision and order).

[187] See *Deer Consumer Prods., Inc. v. Little Grp.*, No. 650823/2011, slip op. at 26 – 37 (N. Y. Sup. Ct. Dec. 17, 2012) (decision/order); *Deer Consumer Prods., Inc. v. Little Grp.*, No. 650823/2011, slip op. at 21 – 26 (N. Y. Sup. Ct. Nov. 16, 2012) (decision/order); *Deer Consumer Prods., Inc. v. Little Grp.*, No. 650823/2011, 2012 WL 5898052, at *12 – 15 (N. Y. Sup. Ct. Nov. 15, 2012) (decision/order); *Deer Consumer Prods., Inc. v. Little Grp.*, No. 650823/2011, slip op. at 1 (N. Y. Sup. Ct. Mar. 7, 2013) (consent order); *Deer Consumer Prods., Inc. v. Little Grp.*, No. 650823/2011, slip op. at 1 (N. Y. Sup. Ct. Dec. 17, 2012) (consent order); *Deer Consumer Prods., Inc. v. Little Grp.*, No. 650823/2011, slip op. at 1 (N. Y. Sup. Ct. Dec. 17, 2012) (order). 针对被告 Seeking Alpha 诉讼被驳回, 原因是受联邦法律保护, Alpha 对其他人发布在其网站上的内容不承担责任。See *Deer Consumer Prods., Inc. v. Little*, 938 N. Y. S. 2d 226 (N. Y. Sup. Ct. 2010) (Table), 2011 WL 4346674, at *6 – 9 (N. Y. Sup. Ct. 2011).

赔被驳回的相同理由驳回了原告的诽谤索赔。也就是说,据称诽谤性言论被认为是受宪法保护的意見。^[188]

Sino Clean 和 Deer 诉讼恰逢两家公司的证券从纳斯达克股票市场退市。Sino Clean 披露,纳斯达克“已根据《上市规则》5101 的酌处权,决定将其证券除牌”,原因是“Sino Clean 被指控违反了上市规则 5250 (b)(1)和 IM-5250-1,其规定了上市公司公开披露的义务,而《上市规则》5250(a)规定了上市公司向纳斯达克提供信息的义务。^[189] Deer 同样披露,已收到基于以下指控而被纳斯达克决定除牌的通知:(1)对“某些中国制造工厂的运营状况进行了“虚假和误导性披露”;(2)没有完整回答“关于其客户,供应商和运输提供商的问题”;(3)参与了“通过虚假咨询合同将公司资金非法转移给股票经纪商的活动。”^[190]

[188] See *Deer Consumer Prods., Inc. v. Little Grp.*, No. 650823/2011, slip op. at 26-32 (N. Y. Sup. Ct. Nov. 29, 2012).

[189] Sino Clean Energy, Inc., Current Report (Form 8-K), Item 3.01 (Aug. 13, 2012). 中国清洁能源随后透露,纳斯达克已告知该公司,其较晚提交的季度报告是“中国清洁能源证券除牌的额外依据”。Sino Clean Energy's securities. Sino Clean Energy, Inc., Current Report (Form 8-K), Item 3.01 (Aug. 27, 2012)。2012 年 9 月 28 日,中国清洁能源披露,纳斯达克听证小组已拒绝了其退市上诉。Sino Clean Energy, Inc., Current Report (Form 8-K), Item 3.01 (Sept. 28, 2012)。中国清洁能源还宣布,其独立审计师已撤回其审计报告,该报告已包含在中国清洁能源 2011 财年的 10-K 表中,并且中国清洁能源及其审计委员会已得出结论,中国清洁能源的 2012 年第一季度报告“不再可靠,因为它们也可能会进行修订。”同上。Item 4.02.

[190] Deer Consumer Products, Inc., Current Report (Form 8-K), Item 3.01 (Oct. 9, 2012). 此外,2012 年 10 月 5 日,Deer Consumer Products 宣布独立董事兼 Deer Consumer Products 董事会审计委员会主席 Arnold F. Staloff 辞职,并透露已通知纳斯达克,因 Staloff 辞职而导致其不符合上市要求,包括某些独立董事和审计委员会的要求。Deer Consumer Products, Inc., Current Report (Form 8-K), Item 3.01 (Oct. 5, 2012)。Deer Consumer Products 后来透露,Staloff 在 Deer Consumer Products 董事会决定将其薪酬降低至 1 美元后辞职。Deer Consumer Products, Inc., Current Report (Form 8-K), Item 5.02 (Oct. 16, 2012)。2012 年 10 月 16 日,Deer Consumer Products 披露,纳斯达克于 2012 年 10 月 10 日通知 Deer Consumer Products,其不遵守独立董事和审计委员会的要求是将 Deer Consumer Products 证券除牌的另一依据。同上。项目 3.01。纳斯达克举行听证会,最终决定将 Deer 的证券除牌。Press Release, NASDAQ OMX Grp., Inc., NASDAQ Suspends Deer Consumer Products, Inc. (Jan. 9, 2013), <http://www.nasdaq.com/article/nasdaq-suspends-deer-consumer-products-inc-20130109-01085>.

Silvercorp 的诉讼恰逢监管机构调查。不列颠哥伦比亚证券委员会宣布对“针对 Silvercorp 的匿名指控”进行调查,包括“投诉的性质和信中包含的指控”。^[191] Silvercorp 还披露了美国证券交易委员会(SEC)与联邦政府调查局和加拿大皇家骑警(RCMP)同时进行的调查。^[192] 据报道,2013年3月,Silvercorp 收到了 SEC 传票。^[193]

另一家在美国上市的中国公司 SkyPeople Fruit Juice, Inc. (“SkyPeople”)针对涉嫌做空攻击的投资管理公司 Absaroka Capital Management, LLC (“Absaroka”)提起了诉讼。^[194] SkyPeople 声称 Absaroka 发表了虚假和诽谤性的研究报告,其中声称中国上汽的文件显示 SkyPeople 夸大了其在 SEC 提交材料中的市值,以及其他主张。^[195] 据 SkyPeople 称,被告做出了这些虚假和诽谤的陈述是为了使 SkyPeople 的股价下跌,以便他们可以从空头头寸中获利。^[196]

作为回应,Absaroka 对 SkyPeople 提出了反诉。^[197] Absaroka 宣称,

[191] 参见新闻报道,B. C. Sec. Comm’n, B. C. Regulator Reviewing Anonymous Complaint Against SilverCorp Metals Inc. (Sept. 9, 2011) (2011/74), <http://www.bcsc.bc.ca/release.aspx?id=13582>。

[192] See Silvercorp Metals Inc., Report of Foreign Private Issuer (Form 6-K), Ex. 99.1 (Sept. 14, 2011). 新闻报道表明,加拿大皇家骑警在2012年9月正在考虑是否对有关 Silvercorp Metals 帮助支付中国当局刑事调查的指控展开调查,该指控导致 JonCarnes 在中国的一名同伙被逮捕和拘留。Andy Hoffman & Mark MacKinnon, RCMP Eyes Silvercorp Investigation; Mounties Consider Formal Probe of Mining Company Alleged to Have Helped Chinese Police Investigate CanadianCritic, GLOBE & MAIL (Sept. 17, 2012), <http://investdb4.theglobeandmail.com/servlet/story/GAM.20120917.RBCHINAHOFFMAN0916ATL/GIStory/>。

[193] See Andy Hoffman, SEC Probes Silvercorp Short – Seller Fight, GLOBE& MAIL, Apr. 2, 2013, at B1.

[194] 该诉讼涉嫌对合同或潜在的经济利益进行诽谤和侵权干预,并要求其进行销赃,赔偿和禁令救济。Complaint and Jury Demand at 15, SkyPeople Fruit Juice, Inc. v. Absaroka Capital Mgmt., LLC, No. 2:11-cv-00238-NDF (D. Wyo. July 7, 2011)。

[195] See First Amended Complaint at 6-7, SkyPeople Fruit Juice, Inc. v. Absaroka Capital Mgmt., LLC, No. 2:11-cv-00238-NDF (D. Wyo. Oct. 31, 2011)。

[196] 同上。第6页、第10~11页。SkyPeople 寻求一般性、特殊性和惩罚性损害,赔偿,非法所得以及判决前的利益,成本和禁令救济。同上。第17页。

[197] See Answer of Defendants Absaroka Capital Management, LLC and Kevin Barnes to Plaintiff’s First Amended Complaint, SkyPeople Fruit Juice, Inc. v. Absaroka Capital Mgmt., LLC, No. 2:11-cv-00238-NDF (D. Wyo. Nov. 14, 2011)。

在得知 Absaroka 关于 SkyPeople 财务信息的指控属实的情况下, SkyPeople 进行了一次“活动”以破坏 Absaroka 的声誉。^[198]

SkyPeople 和 Absaroka 随后宣布了庭外和解。^[199] SkyPeople 发布的新闻稿称,根据和解条款,所有索赔和反诉均被驳回,任何一方均不承认任何不当行为或责任。^[200] SkyPeople 的新闻稿还表示, Absaroka 同意从其网站上删除有争议的研究报告,并且经过详尽的内部调查后, SkyPeople……提出了有关某些信息(包括 SAIC 文件)准确性的严重问题,这些信息已提供给 Absaroka,并在其报告中进行了讨论。^[201]

尽管最近涉及中国发行人的这些案件都经过了诉讼并很快得到了解决,但这些发行人提起的诉讼中的驳回和和解凸显了在做空攻击案件中遇到的诉请和证明方面的困难,以及公司起诉卖空者面临的风险。现在我们来讨论两个案件,这两个案件进一步证明了该领域诉讼的内在于问题,涉及发行人与所谓的做空攻击者之间的更长久且更具争议性的斗争——Fairfax 案和 Overstock 案。

(二) 群雄角逐: Fairfax 案及 Overstock 案

1. Fairfax(费尔法克斯)金融控股有限公司

费尔法克斯金融控股有限公司(Fairfax Financial Holdings Limited, “Fairfax”)提起的做空攻击诉讼表明,在这些案件中普遍存在许多程序上的困难,即使有证据表明存在降低发行人股票价格的努力。加拿大保险和金融服务公司 Fairfax 以及关联控股公司 Crum & Forster Holdings Corporation (“C & F”)在新泽西州对 Morgan Keegan & Company (“Morgan Keegan”)和若干对冲基金以及个人提起诉讼,其中包括, David Rucker 和 Rucker Partners, LP (“Rucker Partners”), Steven A. Cohen 和 SAC, Daniel Loeb 和 Third Point LLC (“Third Point”), 以及

[198] 同前注[197]。第41~49页。Absaroka主张诽谤和滥用程序,并要求赔偿75,000多美元。同上。第49~55页。

[199] See SkyPeople Fruit Juice, Inc., Current Report (Form 8-K), Ex. 99.1 (June 22, 2012) [hereinafter SkyPeople Current Report June 22, 2012].

[200] 同上。参见 Order Dismissing All Claims and Counterclaims with Prejudice, SkyPeople Fruit Juice, Inc. v. Absaroka Capital Mgmt., LLC, No. 2:11-cv-00238-NDF, slip op. at 1 (D. Wyo. June 28, 2012) (影响实体权利的撤销所有诉讼和反诉的裁定)。

[201] See SkyPeople Current Report June 22, 2012, supra note 199, Ex. 99.1.

James Chanos 和 Kynikos Associates LP(“Kynikos”)。^[202]

申诉描述了所谓的“大规模,非法和持续的股票市场操纵计划,该计划针对并严重损害了 Fairfax 等公司的利益,并给被告带来了巨大的不义之财”。^[203] 原告声称存在串谋。在被告中称为“Fairfax 项目”,通过 Morgan Keegan 和 Fitch 分析师报告及其他手段,发布和传播有关 Fairfax 的虚假和诽谤性信息,以压低 Fairfax 的股价。^[204] Fairfax 声称,被告和 MorganKeegan 的一名分析师 John Gwynn(被告之一)合作,对 Fairfax 做出负面报告。^[205] 鉴于该报告即将发布,某些被告随后据称获得了 Fairfax 股票的大量空头头寸。该报告的发布导致 Fairfax 的股价下跌。^[206] 根据所谓的计划,原告主张敲诈,商业损害,对合同关系的侵权干预,对预期经济利益的侵权干预以及普通法的串谋。^[207]

在 Fairfax 和 C&F 提起诉讼后的数年中,诉讼被大幅削减,因为各种被告因程序原因或由于缺乏证据将他们与所谓的做空攻击阴谋联系

[202] See Complaint, Fairfax Fin. Holdings Ltd. v. S. A. C. Capital Mgmt. LLC, No. L - 002032 - 06 (N. J. Super. Ct. Law Div. July 26, 2006) [hereinafter Fairfax Financial Holdings Complaint]; Ben White, Fairfax Adds Fund Manager Chanos to Suit, FIN. TIMES (June 26, 2007), <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/2c3f9c02-237c-11dc-9e7e-000b5df10621.html#axzz2Kgu632nO>. 在发起诉讼时, Fairfax 是 Overstock 的 14% 所有者, Overstock 是另一家与所谓的做空攻击有关的卖空者进行诉讼的发行人(如下所述)。See Alistair Barr, Fairfax Sues Hedge Funds, Alleges Manipulation, NEWS WATCH (July 26, 2006), http://articles.marketwatch.com/2006-07-26/news/30750663_1_short-sellers-biovail-fairfax-financial-holdings.

[203] See Fairfax Financial Holdings Complaint, 同注[202], 第 1 段。

[204] 同上。第 3 ~ 6 段。

[205] 同上。第 91 ~ 95 段。

[206] 同上。第 92 ~ 93 段、95 ~ 96 段。

[207] 同上。第 150 ~ 205 段。除了根据新泽西州的反 - 窃法和其他救济措施获得的三倍赔偿外,原告还寻求超过 60 亿美元的赔偿。同上,第 6 页。Fairfax 后来断言其损失已增至 80 亿美元。See Thom Weidlich, Fairfax's Once - Sprawling Racketeering Suit Shrinks as Hedge Funds Drop Out, BLOOMBERG. COM (Mar. 1, 2012), <http://www.bloomberg.com/news/2012-03-01/fairfax-s-once-sprawling-racketeering-suit-shrinks-as-hedge-funds-drop-out.html>.

在一起而被排除。^[208] 与上文讨论过的“Alfred Little”案相反,法院没有以言论自由为由驳回针对其余被告 Morgan Keegan 和 Exis Capital Management Inc. (“Exis”)的诉讼。^[209] 最终,尽管法院承认存在损害 Fairfax 努力的证据,但该诉讼以驳回原告对其余被告的主张而告终。^[210] 法院得出结论,Fairfax 无法证明其有权获得其要求的赔偿。^[211]

[208] Fairfax 诉讼中提到的一些被告在本案早期被驳回。参见 Weidlich, 前注[207]。2007年,两名被告——Lone Pine Capital LLC 和 Trinity Capital 被自愿驳回。同上。David Rocker 的前基金公司,当时称为 Rocker Partners LP,在2008年赢得了简易判决。请参阅同上。法院发现没有足够的证据将该被告与所谓的共谋联系起来。请参阅同上。2011年9月,法院作出了对 Steven A. Cohen 和 SAC 有利的简易判决,裁定证据不表明它们是对 Fairfax 的共谋的一部分。同上。实际上,在大部分相关期间,SAC 在 Fairfax 的股票中都持有看多头寸,而 Cohen 几乎完全不参与 SAC 的 Fairfax 交易。同上。2011年12月,法院以司法管辖权为由,判给 Daniel Loeb、Third Point LLC、James Chanos 和 Kynikos Associates LP 有利的简易判决。同上。法院还作出了简易判决,以支持 Institutional Credit Partners LLC (“ICP”)和以前与 ICP 相关的交易者 William Gahan。同上。

[209] See Thom Weidlich, *Morgan Keegan Loses Dismissal Bid in \$8 Billion Fairfax Suit*, BLOOMBERG.COM (Mar. 16, 2012), <http://www.bloomberg.com/news/2012-03-16/morgan-keegan-loses-dismissal-bid-in-8-billion-fairfax-suit-1-.html>.

[210] 2012年9月12日,在预定的审判开始之前,法院驳回了原告关于商业损害,对合同关系的侵权干预以及对 Morgan Keegan 和 Exis 的普通法串谋的指控。David Voreacos & Anthony Effinger, *Fairfax Case Against Morgan Keegan, Exis Dismissed*, BLOOMBERG.COM (Sept. 13, 2012), <http://www.bloomberg.com/news/2012-09-12/fairfax-lawsuit-against-morgan-keegan-exis-dismissed-by-judge.html>. 尽管有“有意对 Fairfax 的实际业务产生不利影响的证据”,同上。法院取消了原告损害赔偿专家的证词后,驳回了原告的起诉。Ben Horowitz, *Judge Tosses Lawsuit Alleging Conspiracy*, STAR - LEDGER (N. J.), Sept. 13, 2012, at 20. Previously, in May 2012, Morgan Keegan 和 Exis 赢得了驳回原告根据新泽西州的反窃法提出的诉讼,法院认为该法律不适用于被告在纽约的行为。David Voreacos, *Morgan Keegan Wins Dismissal of Fairfax Racketeer Claims*, BLOOMBERG.COM (May 15, 2012), <http://www.bloomberg.com/news/2012-05-15/morgan-keegan-wins-dismissal-of-fairfax-racketeer-claims.html>. 此外,2012年6月27日,法院驳回了原告对潜在经济利益主张的侵权干预。David Voreacos, *Fairfax Had ‘Massive’ Loss in Morgan Keegan Case; Judge*, BLOOMBERG.COM (June 28, 2012), <http://www.bloomberg.com/news/2012-06-28/fairfax-had-massive-loss-in-morgan-keegan-case-judge-says-1-.html>.

[211] See Voreacos & Effinger, 前注[210]; Horowitz, 前注[210], 第20页。

Fairfax 的诉讼是在有关政府对 Fairfax 及其子公司的某些保险交易进行调查的一系列公开披露之后提出的。^[212] 在提起做空攻击串谋诉讼的第二天, Fairfax 披露已发现某些会计错误, 并且会调整受影响期间的公司财务报告。^[213] 有人认为, 通过提起诉讼, Fairfax 试图将注意力转移到自身的困境之外。^[214]

最终, SEC 结束了对 Fairfax 的调查, 但未对该公司采取任何行动。^[215] 据报道, SEC 还对 Fairfax 诉讼中的几只对冲基金(包括 SAC, Third Point 和 Kynikos)是否交易不当展开了另一项调查。^[216] 调查是在 Fairfax 诉讼中作为证物发布的电子邮件和即时消息发布之后进行的, 据报道, 这表明 Kynikos 和 SAC 在 Gwynn 的报告发布之前就知道了该报告。^[217] 此后, 据报道, SEC 通知了 SAC 和 Kynikos 它将不会对

[212] 2005 年 6 月, 该公司宣布, 美国证券交易委员会 (SEC) 要求其子公司 Fairmont Specialty Group 提供有关某些非传统保险安排的信息。Fairfax Fin. Holdings Ltd. (Form 6 - K), Ex. 99. 1 (June 29, 2005). 同年 9 月, Fairfax 披露了第二份 SEC 传票, 以寻求有关非传统保险合同的信息, 该传票是针对 Fairfax 的。Fairfax Fin. Holdings Ltd. (Form 6 - K), Ex. 99. 1 (Sept. 7, 2005). 几周后, Fairfax 宣布了第三次 SEC 传票, “作为 [SEC] 对某些减损产品调查的一部分……” Fairfax Fin. Holdings, Ltd. (Form 6 - K), Ex. 99. 1 (Sept. 26, 2005). 2005 年 10 月, 《华尔街日报》报道说, 美国纽约南区检察官办公室已对 Fairfax 进行了相关调查。Ian MacDonald & Kara Scannell, U. S. Prosecutors Join Fairfax Probe, WALL ST. J., Oct. 10, 2005, at C3. 根据《华尔街日报》的报道, Fairfax 表示理解: “纽约南区美国检察官办公室将审查 Fairfax 提供给 SEC 的信息, 以回应 SEC 的传票, 但并未告知 Fairfax 其是该办公室的调查目标。” Fairfax Fin. Holdings Ltd. (Form 6 - K), Ex. 99. 2 (Oct. 11, 2005). Fairfax 及其子公司对调查的保险交易进行了审查, 导致 Fairfax 子公司 OdysseyRe 重述。Fairfax Fin. Holdings Ltd. (Form 6 - K), Ex. 99. 1 (July 27, 2006) [以下简称 Fairfax 重述公告]. 据报道, Fairfax 的重述最终使股东权益减少了 2.617 亿美元。Fairfax Takes \$262M Hit in Restatement, NAT' L POST (Can.), Nov. 11, 2006, at FP7.

[213] 参见 Fairfax 重述公告, 前注 [212]。

[214] See Joe Nocera, *Making Sure the Negative Can Be Heard*, N. Y. TIMES, May 12, 2007, at C1; Rob Robertson, *Morgan Keegan Sued for Fraud*, COM. APPEAL (Memphis, Tenn.), Aug. 2, 2006, at C2.

[215] See Fairfax Fin. Holdings Ltd. (Form 6 - K), Ex. 99. 1 (June 25, 2009).

[216] See Tom McGinty & Kara Scannell, *SEC Looks at Hedge Funds' Trades*, WALL ST. J., Feb. 13, 2009, at C1.

[217] 同上。

企业采取执法行动。^[218]

2. Overstock. com, Inc.

尽管针对卖空者的诉讼存在程序上的障碍,但至少有一个发行人在挑战中表现出一定程度的成功。在这个案件中,Overstock. com, Inc. 公司(“Overstock”)拥有卖空者关联公司前雇员的证人证词。尽管如此,Overstock 案也凸显了此类案件难以获得有意义的救济,以及发行人受到监管审查的风险。Overstock 案表明,对于大多数认为自己是做空攻击的受害者的公司而言,对所谓的侵害者提起诉讼可能是高风险,低报酬的选择。

Overstock 向马林县加利福尼亚高等法院提起了针对 Gradient, Rocker Partners 和其他公司的诉讼,指控 Gradient 的分析师在对冲基金 Rocker Partners 投资者的指导下行事,发布了有关 Overstock 的虚假和诽谤性陈述的报告。目的是压低股价,使 Rocker Partners 可以从卖空中获利。^[219]

法院随后驳回了被告根据加州反 SLAPP 法规驳回该案的动议。^[220] 关于实际恶意问题,Overstock 被要求提出诽谤申诉时证明,初审法院裁定 Gradient 的前雇员 Demetrios Anifantis 的声明构成了 Gradient“疏忽大意”的表面证据(prima facie evidence),他表示 Gradient 定期为付费客户提供定制化的负面研究报告,这些客户在报告主题的

[218] See Matthew Goldstein, *SEC Closes Fairfax Propose on Hedge Funds; Sources*, REUTERS.COM (Dec. 8, 2011), <http://www.reuters.com/article/2011/12/08/us-fairfax-sec-idUSTRE7B725P20111208>.

[219] 参见起诉书第 1 ~ 23 页, Overstock. com, Inc. v. Gradient Analytics, Inc., No. CV - 053693 (Cal. Super. Ct. Aug. 11, 2005). Overstock 声称过失和违反加州商业与职业守则。同上。第 24 - 31 页。2005 年 10 月 12 日, Overstock 修改了其申诉,主张新的诽谤罪,对潜在经济利益的干扰,违反加利福尼亚州的《公司法》以及违反加利福尼亚州《商业与职业法》的新主张。参见第一次修正起诉书第 2 页、第 45 ~ 86 页, Overstock. com, Inc. v. Gradient Analytics, Inc., No. CV - 053693 (Cal. Super. Ct. Oct. 12, 2005)。寻求一般,特殊和惩罚性赔偿,以及禁令和其他救济。同上。第 21 ~ 23 页。

[220] See Overstock. com, Inc. v. Gradient Analytics, Inc., 61 Cal. Rptr. 3d 29, 38 (Ct. App. 2007). 在加利福尼亚州,在某些情况下,“因某人的行为而提起的诉讼,该诉讼是由于该人为促进该人根据美国宪法或加利福尼亚宪法在公共事务上的请愿权或言论自由而采取的行动,除非原告已经证明原告有可能在索赔中胜诉,否则应该驳回该动议”。CAL. CIV. PROC. CODE § 425.16(b)(1) (West Supp. 2013); 同上。§ 425.17 (限制了部分案件 anti-SLAPP 的动议被使用)。在 anti-SLAPP 动议中胜诉的被告可能有权追讨诉讼费用。同上。§ 425.16(c)。

公司中拥有空头头寸。^[221]

被告 Rocker 对 Overstock 提出反诉。^[222] 在反诉中 Rocker 声称, Overstock 进行了操纵性的“做空挤压”,以分散其自身可疑的会计和管理不善的注意力。^[223] 此后,Overstock 和 Gradient 达成和解。^[224] 作为和解的一部分,Gradient 撤回了其关于 Overstock 会计的陈述,并因断言某些 Overstock 董事不是独立而道歉。^[225] 据报道,Rocker Partners 以 500 万美元和解了诉讼的其余部分(包括自己的反诉)。^[226] 被告 Rocker 声称只是为了避免诉讼费用而和解,他们继续否认 Overstock 的指控。^[227]

在针对 Gradient 和 Rocker Partners 提起诉讼期间,Overstock 还起诉了一些主要经纪人。^[228] Overstock 声称,作为清算代理人,被告通过执

[221] See Overstock.com, 61 Cal. Rptr. 3d at 35, 38. 上诉法院维持原判。同上。第 46 ~ 48 页、第 54 页。

[222] See Bethany McLean, Overstock.com Drama Spurs Lawsuits, FORTUNE.COM (Nov. 28, 2007), http://money.cnn.com/2007/11/28/magazines/fortune/overstock_1128.fortune/index.htm.

[223] See Roddy Boyd, Hedge Fund Counter Sues Overstock, N.Y. POST (Nov. 13, 2007), http://www.nypost.com/p/news/business/item_mpaQjx1Gyu4hcUiaU8DMVM;jsessionid=AB8129DB5AC1B917E752CDFC1FBAEC37.

[224] See *Overstock Says Settled Claims Against Gradient*, REUTERS.COM (Oct. 13, 2008), <http://www.reuters.com/article/2008/10/13/overstock-settlement-idUSN1346384320081013>.

[225] See Paul Beebe, *Overstock.com Settles Suit with Research Firm*, SALT LAKE TRIB. (Oct. 14, 2008), http://www.sltrib.com/business/ci_10713775.

[226] See *Overstock Says It Settles with Hedge Fund*, REUTERS.COM (Dec. 8, 2009), <http://www.reuters.com/article/2009/12/08/overstock-suit-idCNN0821943720091208?rpc=44>.

[227] See Eric Savitz, *Overstock; Copper River Says It Settled to Avoid Litigation Costs, and Didn't Defame the Company*, BARRON'S TECH TRADER DAILY (Dec. 10, 2009), <http://blogs.barrons.com/techtraderdaily/2009/12/10/overstock-copper-river-says-it-settled-to-avoid-litigation-costs-and-didnt-defame-the-company/>.

[228] 最初的被告包括摩根士丹利有限公司,高盛集团,贝尔斯登证券公司,美国银行证券有限公司,纽约银行,花旗集团,瑞士信贷(美国)。德意志银行证券公司, Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc. 和瑞银金融服务公司。起诉书第 8 ~ 17 页, *Overstock.com, Inc. v. Morgan Stanley & Co.*, No. CGC-07-460147 (Cal. Super. Ct. Feb. 2, 2007)。最终的执行性申诉被告包括雷曼兄弟公司、高盛公司、高盛执行与结算公司、花旗集团全球市场公司、瑞士信贷证券(美国)有限公司和梅林专业结算公司。第四次修订起诉书第 1 页, *Overstock.com, Inc. v. Morgan Stanley & Co.*, No. CGC-07-460147 (Cal. Super. Ct. Jan. 27, 2011)。

行 Overstock 股票的卖空交易而导致 Overstock 的股票价格下跌,但没有提供交割股票以了解交易的意图(导致出现裸卖空)。^[229]

被告提出了许多动议,以各种理由撤销或打击 Overstock 的索赔,尽管部分成功,^[230]但 Overstock 被允许进行某些索赔,包括根据加利福

[229] 参见起诉书第 1 页、第 24 ~ 37 页, *Overstock.com, Inc. v. Morgan Stanley & Co.*, No. CGC-07-460147 (Cal. Super. Ct. Feb. 2, 2007)。Overstock 起诉财产权侵犯,侵入动产,故意干扰潜在的经济利益,违反《加州商业和职业守则》以及根据《加州公司守则》进行市场操纵。同上,第 38 ~ 56 页。Overstock 最初要求的一般赔偿金额为 34.8 亿美元,未指定的特殊和惩罚性赔偿金,禁令及其他救济措施。同上,第 11 页。Overstock 随后多次修改了其投诉。Overstock 的最终第四次修订投诉未指定一般性损害赔偿额。第四次修订起诉书,第 15 页。一位媒体消息人士估计,Overstock 要求赔偿 5500 万美元。See *A Not - So - Short Story*, *ECONOMIST* (Jan. 11, 2012), <http://www.economist.com/blogs/schumpeter/2012/01/naked-short-selling>。Overstock 针对主要经纪人的诉讼引起争议,据报道,两名独立董事辞职是因为他们不同意该公司的决定。See *Overstock.com, Inc.*, *Current Report (Form 8-K)*, Item 3.01(b) (May 24, 2007); *Overstock.com Director Resigns*, *N. Y. TIMES*, Feb. 24, 2007, at C2.

[230] 被告试图以 federal preemption 为由驳回 Overstock 的要求,但法院在很大程度上否认了这一动议。See *Overstock.com, Inc. v. Morgan Stanley & Co.*, No. CGC-07-460147, slip op. at 1-2 (Cal. Super. Ct. Sept. 19, 2007) (命令部分驳回并部分维持被告对原告的申诉的异议并准予修改的许可)[裁定:(1)原告的主张之所以没有违反优先原则,是因为在涉嫌故意市场操纵计划的背景下适用加利福尼亚法律不会与不允许这种行为的联邦法律相抵触;(2)加利福尼亚的《商业和职业守则》适用于所称的证券交易;并且(3)原告声称有足够的的事实支持根据《公司法》进行的市场操纵要求以及转换和侵入的要求;但(4)对被告的蓄意诽谤表示支持,因为原告未能证明被告故意干涉其预期的经济利益。原告没有事实依据,以确定他们是否有可能获得预期的利益,被告方面的知识或意图,准予其修正起诉]。随后,驳回了其他一些主张,包括根据加利福尼亚州公司法典要求的归还,串谋以及协助和煽动的主张。See *Overstock.com, Inc. v. Morgan Stanley & Co.*, No. CGC-07-460147, slip op. at 1-2 (Cal. Super. Ct. Aug. 29, 2008) (关于被告提出动议的裁定)(裁定原告的主张是对不正当收益的损害赔偿或侵害,而不是归还财产,并且没有根据《公司法》存在串谋或协助和煽动的诉讼原因); *Overstock.com, Inc. v. Morgan Stanley & Co.*, No. CGC-07-460147 (Cal. Super. Ct. May 22, 2008) (order on defendants' motion to strike)。最终,法院驳回了 Overstock 对某些被告的侵犯动产和不动产的主张。See *Overstock.com, Inc. v. Morgan Stanley & Co.*, No. CGC-07-460147 (Cal. Super. Ct. Aug. 6, 2009) (驳回起诉的裁定); *Overstock.com, Inc. v. Morgan Stanley & Co.*, No. CGC-07-460147, slip op. at 1-2 (Cal. Super. Ct. Apr. 7, 2009) (驳回起诉的裁定)(认为通过稀释导致股票价值减少不足以支持对侵犯财产权的主张,并予以撤销修改索赔的裁定;驳回基于《公司法》的惩罚性赔偿索赔。)

尼亚州法律进行的市场操纵索赔。大多数被告与 Overstock 和解,总价为 450 万美元。^[231]

在达成这些和解之后,2012 年 1 月,其余被告成功撤销了 Overstock 的其余诉讼。^[232] 至关重要,关于 Overstock 的市场操纵主张,法院裁定,仅仅交付股票而没有旨在欺骗或欺诈的行为 投资者不足以维持索偿要求,凸显了声称自己是做空攻击受害者的发行人面临的举证问题。^[233]

Overstock 的诉讼恰逢 SEC 进行了一系列调查,包括对 Overstock

[231] Overstock.com, Inc., Annual Report (Form 10-K), at F-28 (Mar. 2, 2012). 其他和解条款是保密的。同上。除和解外,Overstock 选择在该公司破产后不对雷曼兄弟提出索赔。同上。See Dismissal with Prejudice as to Banc of Am. Sec. LLC, Overstock.com, Inc. v. Morgan Stanley & Co., No. CGC-07-460147 (Cal. Super. Ct. Sept. 26, 2011).

[232] See Overstock.com, Inc. v. Morgan Stanley & Co., No. CGC-07-460147, slip op. at 10-11 (Cal. Super. Ct. Jan. 10, 2012) (授予被告动议以作出简易判决)。法院认为,原告未能证明任何被告在加利福尼亚州从事市场操纵行为,因此,《加利福尼亚州公司法》第 25400 条不适用。同上,第 5~9 页。关于原告根据《商业与职业守则》提出的禁令要求,法院认为,所谓的操纵行为不太可能再次发生,此外,SEC 规则已禁止原告试图进行的活动。同上,第 9~10 页; See Overstock.com, Inc. v. Morgan Stanley & Co., No. CGC-07-460147 (Cal. Super. Ct. Apr. 11, 2012) (进一步和最终裁定,准予被告提出简易判决的动议)。此前,高盛 (Goldman Sachs) 和美林 (Merrill Lynch) 已成功根据新泽西州的 anti-racketeering 法驳回了 Overstock 的指控,该法律可能带来三倍的损害赔偿。See Overstock.com, Inc. v. Morgan Stanley & Co., No. CGC-07-460147, slip op. at 2-3 (Cal. Super. Ct. Dec. 6, 2011). 裁定:(1) 维持被告对原告第四次修订投诉中的第三项诉讼理由表示反对;(2) 拒绝原告提出第五次修订投诉的许可请求。

[233] See Overstock.com, Inc. v. Morgan Stanley & Co., No. CGC-07-460147, slip op. at 8 (Cal. Super. Ct. Jan. 10, 2012) (裁定批准被告的动议,以进行简易判决)。判决支持高盛和美林,这些被告获得了损失赔偿。Overstock.com, Inc. v. Morgan Stanley & Co., No. CGC-07-460147 (Cal. Super. Ct. Apr. 12, 2012) (判决书)。在与被告人盖章有关简易判决动议的文件有关的争端中,被告人的律师不小心将未经编辑的 Overstock 反对被告盖章的动议作为证物,提交给另一份文件。Gary Weiss, *The Naked Truth?*, BARRON'S, Aug. 4, 2012, at 16. 该文件引用了高盛 (Goldman Sachs) 和美林 (Merrill Lynch) 的许多内部电子邮件,这些公司的员工在这些电子邮件中讨论与卖空者进行交易,并进行 Overstock 裸卖空。同上。

的调查。据报道,SEC 在 2005 年秋天开始调查 Gradient。^[234] 新闻报道表明,SEC 试图确定 Gradient 是否与对冲基金合谋压低了 Overstock 的股票价格。^[235] 值得注意的是,SEC 传唤了几名记者,以了解他们与 Gradient. 的联系。^[236] 这些传票极富争议性。新闻组织拒绝遵守这些要求,然后,SEC 主席克里斯托弗·考克斯(Christopher Cox)随后批评传票,并称已将传票“搁置”。^[237] 此后,SEC 宣布了一项新的政策声明,阐明了只有在限制情况下可以向记者发送传票。^[238] SEC 在未对 Gradient 采取任何行动的情况下结束了调查。^[239]

在 Overstock 对 Gradient 和 Rocker Partners 提起诉讼的一天后,Byrne 在与记者的电话中说,SEC 已对 Overstock 进行了非正式调查。^[240] 2006 年 2 月,Overstock 重述了先前部分财务报告,以纠正与运费相关的问题。^[241] 随后,Overstock 报告称已收到 SEC 传票,要求其提

[234] See Bob Mims, SEC Investigates Gradient Report in Overstock Suit, SALT LAKE TRIB., Nov. 18, 2005, at C13.

[235] 同上。据报道,在调查过程中,美国证券交易委员会从 Gradient 的三名前雇员那里获得了证词,他们在 Overstock 针对 Gradient, Rocker 和其他被告的诉讼中提交了证言。同上。法院在 Overstock 诉讼中引用了一名前雇员的证言,即 Demetrios Anifantis,作为 Gradient 以恶意行为诋毁 Overstock 的表面证据。参见 Overstock. com, 61 Cal. Rptr. 3d at 38. 阿尼凡提斯(Anifantis)也在参议院司法委员会作证,他声称他因质疑 Gradient 的做法及其与对冲基金的关系而被解雇。Judith Burns, *SEC Declines to Bring Charges After Probe of Gradient Analytics*, WALL ST. J., Feb. 15, 2007, at A11.

[236] See Kara Scannell, *Moving the Market: SEC Subpoenas Research Firm*, WALL ST. J., Mar. 27, 2006, at C3.

[237] 同上。

[238] See Press Release, U. S. Sec. & Exch. Comm'n, Policy Statement of the Securities and Exchange Commission Concerning Subpoenas to Members of the News Media (Apr. 12, 2006) (No. 2006 - 55), available at <http://www.sec.gov/news/press/2006/2006-55.htm>.

[239] Burns, 前注[235], 第 A11 版。新闻报道表明,除了对 SEC 的调查之外,美国司法部还研究了 Byrne 先生的串谋指控,尽管目前尚不清楚司法部是否展开了正式调查。See Dan Dorfman, *Justice Department Eyes Overstock.com Fight*, N. Y. SUN, May 22, 2006, at 10.

[240] See Roddy Boyd, *Byrne Flames Out; Overstock CEO Stuns with Wild, Wily Rant*, N. Y. POST, Aug. 14, 2005, at 29.

[241] See Overstock. com, Inc., Current Report (Form 8 - K), at 2 - 3 (Feb. 28, 2006).

供“广泛的文件,包括”与 Overstock 的会计政策、目标、预测和估计,与分析师有关的沟通和 Overstock 对 Gradient 的起诉。^[242] 两年后, Overstock 报告称 SEC 已完成对 Overstock 的调查,无意对公司或其官员采取任何行动。^[243]

Overstock 随后宣布打算调整先前报告的特定时期的收入,“以纠正与客户退款和信用额度的会计处理有关的错误”,并纠正公司的收入记录方法。^[244] 此后,Overstock 报告称 SEC 已启动了一项新的调查,针对该公司的会计及其先前调整的财务报表。^[245] 几周后,据报道, Overstock 在有关收入计算的争议中解雇了其独立审计师。^[246]

随后,据称证监会已经对 Overstock 和 Rucker 诉讼中发现的文件对双方进行了传唤。^[247] 此后不久,一位金融记者发表了一篇文章,他在其中引用了一些相同的文件来对 Overstock 2003 年至 2006 年的财务健康状况和内部控制提出质疑。^[248] 该文章提到 Overstock 的前 CFO David Chidester 与公司其他人之间的内部电子邮件。^[249] 5 天后, Chidester 离开了 Overstock。^[250] 2010 年 2 月, Overstock 宣布另一份先

[242] See Overstock.com, Inc., Current Report (Form 8-K), Item 8.01 (May 9, 2006).

[243] See Overstock.com Says SEC Probe Ended, REUTERS.COM (June 6, 2008), <http://www.reuters.com/article/2008/06/06/overstock-probe-idINWNAS748220080606?rpc=44>.

[244] See Overstock.com, Inc., Current Report (Form 8-K), Item 4.02(a) (Oct. 24, 2008).

[245] See Overstock.com, Inc., Current Report (Form 8-K), Item 8.01 (Sept. 17, 2009); id. Ex. 99.1, at 1 (Press Release, Overstock.com, Inc.), Overstock.com 声称收到 SEC 的又一传票 (Sept. 17, 2009)。

[246] See Overstock.com, Inc., Current Report (Form 8-K), at 2 (Nov. 23, 2009).

[247] See Carol S. Redmond, *In the Money: SEC Subpoenas Overstock/Copper for Discovery Docs*, DOW JONES NEWSWIRE, Jan. 15, 2010 (LEXIS, News & Business, Dow Jones News Service).

[248] See Roddy Boyd, *America's Nastiest CEO*, CNBC (Jan. 20, 2010, 12:01 PM EST), <http://www.cnbc.com/id/34955970/>.

[249] 同上。

[250] See Overstock.com, Inc., Current Report (Form 8-K), Item 5.02 (Jan. 25, 2010). Overstock 的发言人否认 Chidester 的离开与该文章的发表有关。Paul Beebe, *Exec's Exit from Overstock Comes Amid Probe, After Article*, SALT LAKE TRIB., Feb. 2, 2010, at E2, 2010 WLNR 2157875.

前提交的财务报告的调整,并承认公司与某些业务合作伙伴关系有关的内部控制存在“缺陷”。^[251] 2012年4月,Overstock披露SEC已通知该公司已关闭重新进行的调查,并不会针对Overstock采取任何强制措施。^[252]

Fairfax案清晰地描绘了发行人在做空攻击诉讼中面临的程序障碍。尽管Overstock诉讼在某种程度上取得了成功,该案的原告受益于某些独特的事实,包括特别是被告前雇员的证词。即便如此,在这种情况下,和解和许多索赔的最终驳回仍然引起人们对在这种情况下针对卖空者进行诉讼的好处的质疑。

(三) 举证困难:LENNAR以前的案子

在Lennar案件^[253]之前发生的与Barry Minkow有关的两件事表明,难以从据称的做空攻击者处获得有效地补偿(即使该人据称曾是庞氏骗局的实施人)。在第一个案子中,USANA Health Sciences, Inc. (“USANA”)提出了关于损害赔偿和救济的诉讼,称Minkow和他的Fraud Discovery Institute,作为非法市场操纵计划的一部分,创建并散布了诽谤USANA产品和商业模式的报告和声明,以及其他声明。^[254]

尽管USANA认为其诉讼的重点在于市场操纵,而不是Minkow在其报告中的陈述,但法院驳回了USANA根据加利福尼亚州的《反SLAPP法规》提出的四项州法主张,认为该陈述是出于宪法保护的行为,并且USANA不太可能在其任何州法律主张中获胜,并特别指出

[251] See Overstock. com, Inc. , Current Report (Form 8 - K) , Item 4. 02 (a) (Feb. 4, 2010) .

[252] See Overstock. com, Inc. , Current Report (Form 8 - K) , Item 8. 01 (Apr. 2, 2012) .

[253] 参见上注 Part II . A .

[254] 参见第一次修正起诉书,第64~94页,USANA Health Scis. , Inc. v. Minkow, No. 2: 07 - cv - 00159 - TC (D. Utah July 12, 2007) 。 USANA提出了关于违反州不正当竞争法,州公司法,《交易法》第10b - 5条,故意干预经济利益,与第三方针对Minkow遭受侵权的侵权诉讼以及各种John Doll的诉讼,这些诉讼被认为包括“机构投资者或对冲基金”。同上,第5页,并指出Minkow的报告“意在降低USANA的股价”。同上,第56页;参见USANA Health Scis. , Inc. v. Minkow, No. 2: 07 - cv - 00159 - TC, 2008 WL 619287 (D. Utah Mar. 4, 2008) 。 USANA还声称被告从事USANA股票的裸卖空。第一次修订投诉,同上,第5页。

USANA 并未提出被告裸卖空的证据。^[255] 随后, 当事各方达成和解。根据 Minkow 和其他被告的其余 10b - 5 规则诉求, 后者同意发布禁止操纵 USANA 股票并发布有关 USANA 的进一步评论的禁令。^[256]

SEC 发起了对 USANA 商业行为的非正式调查, 但据报道, 不到 1 年, 调查便结束了, 建议不采取进一步行动。^[257]

与 Minkow 有关的另一件案件涉及总部位于马里兰州的 Medifast, Inc. (“Medifast”), 该公司通过直接营销来销售减肥计划和相关产品。据 Medifast 称, 从 2009 年 2 月开始, Barry Minkow 和其他人散布了有关 Medifast 的虚假和诽谤性言论, 以压低公司的股价以空头利润。^[258] 除其他外, Minkow 和其他人将 Medifast 视为庞氏骗局。并向联邦贸易委员会 (FTC) 公开了一封批评 Medifast 的信, 并抨击 Medifast 审计师的独立性, 指称该审计师正在兼职做 Medifast 股票的推销员。^[259]

Medifast 随后报告说, 其董事会独立委员会调查了 Minkow 的指控, 并得出结论认为这些指控毫无根据。^[260] Medifast 进一步披露, 它已向 SEC, 纽约证券交易所和马里兰检察院提出了“正式诉讼”,^[261] 并且在马里兰证券事务专员和美国检察官办公室 Minkow 也有“待处理的诉讼”。^[262] Medifast 于 2010 年 2 月 17 日对 Minkow 和其他被告提起诉

[255] See USANA Health Scis., 2008 WL 619287, at * 7. 法院指出, Minkow 并非从事 USANA 股票的裸卖空, 而仅从事“证券的合法交易”。同上。

[256] See USANA Health Scis., Inc. v. Minkow, No. 2:07 - cv - 00159 - TC, slip op. ¶ 7 (D. Utah July 30, 2008) (永久性最终禁令和驳回起诉)。Minkow 和 FDI 否认参与裸卖空交易或市场操纵行为, 和解协议已加封。请参阅同上。第 3 ~ 4 页。

[257] See Press Release, USANA Health Scis., Inc., SEC Closes Informal Inquiry of USANA (Jan. 11, 2008), available at http://phx.corporate-ir.net/phoenix.zhtml?c=95179&p=irol-newsArticle_print&ID=1095232&highlight=.

[258] 参见第一次修正起诉, 第 2 ~ 3 页, 9 ~ 19 页, Medifast, Inc. v. Minkow, No. 3:10 - cv - 00382 - CAB - BGS (S. D. Cal. Apr. 12, 2010) [hereinafter Medifast First Amended Complaint].

[259] 同上, 第 9 ~ 13 页。

[260] See Medifast, Inc., Quarterly Report (Form 10 - Q), at 18 (Aug. 6, 2009); *id.* Item 5.

[261] 同上, 第 18 页。

[262] See Medifast, Inc., Annual Report (Form 10 - K), at 23 (Dec. 31, 2011); *id.* Item 3.

讼。^[263] Medifast 基于加利福尼亚州法主张诽谤, 串谋诽谤, 市场操纵和不公平的商业行为, 并要求赔偿 2.7 亿美元, 以及禁制令和其他救济。^[264] 被告人根据加利福尼亚州的反 SLAPP 法予以回应。^[265]

2011 年 3 月 29 日, 法院在很大程度上认同了被告的动议。^[266] 一项裁决凸显了对做空攻击考虑采取法律行动的公司所面临的举证问题, 法院认为 Medifast 不太可能胜诉, 是因为被告的陈述“不指控 Medifast 犯罪, 而且也不是以其他无须作出解释的方式进行诽谤”。^[267] 关于串谋主张, 法院认为 Medifast 无法提供证据, 证明被告间达成了损害 Medifast 声誉的协议, 尽管 Minkow 的共同被告显然“对 Medifast 有先入为主的观念”。^[268] 法院以 Medifast 无法提交证据证明其是买卖双方为由, 驳回了 Medifast 的市场操纵主张。^[269] 法院也将 Medifast 的不公平商业行为主张视为严重诽谤和市场操纵的衍生主张, 予以驳回。^[270]

Medifast 和 Minkow 之间的诉讼与 Medifast 两次财务报表重述时

[263] See Complaint, *Medifast, Inc. v. Minkow*, No. 3:10-cv-00382-CAB-BGS (S. D. Cal. Feb. 17, 2010).

[264] 参见 Medifast 第一次修正起诉书, 前注[258], 第 20~24 页。

[265] See *Medifast, Inc. v. Minkow*, No. 10-CV-382 JLS (BGS), 2011 WL 1157625 (S. D. Cal. Mar. 29, 2011).

[266] 同上。第 16 页。Minkow 聘请了一位专家撰写关于 Medifast 的报告, 诽谤诉讼仍在处理中。

[267] 同上。第 9 页。

[268] 同上。第 14 页。

[269] 同上。第 14~15 页。

[270] 同上。在第 15~16 页。关于针对专家的诽谤诉讼, 该诉讼并未受到损害, 法院裁定 Medifast 无法确定专家的“报告可能欺骗合理的消费者”。同上, 第 16 页。Medifast 已对法院的裁决提起上诉。See *Medifast, Inc. v. Minkow*, No. 11-55687 (9th Cir. filed Apr. 27, 2011)。专家还对部分否决其动议提出了上诉。See *Medifast, Inc. v. Fitzpatrick*, No. 11-55699 (9th Cir. filed Apr. 28, 2011)。两项上诉均已撤回并推迟, 直到在 *Makaeff v. Trump University, LLC*, 2013 WL 1633097 (9th Cir. 2013) 中对庭审进行再次听证处理。See *Medifast, Inc. v. Minkow*, Nos. 11-55687, 11-55699, slip op. at 2 (9th Cir. May 20, 2013)。

间相吻合,^[271]且其决定更换审计师,^[272]并进行了 CFO 的几次变更。^[273]

目前尚不清楚美国 SEC 或任何其他执法机构是否曾因 Minkow 的陈述而对 Medifast 进行过调查。^[274] Medifast 和 Minkow 之间的争议显然确实促使美国 SEC 对 Minkow 进行了调查。根据新闻报道,美国 SEC 于 2010 年 6 月传唤了 Minkow 和与他有联系的其他人,以获得有关 Medifast, Lennar, USANA 和其他公司的所有通讯,以及与记者和其他人联系的信息。^[275]

正如上面讨论的做空攻击案件所显示的那样,发行人根据州法律指控针对卖空者和关联方的诉讼可能会充满困难。尽管证据开示可能

[271] 2010 年 3 月 30 日, Medifast 重述了先前公布的 2006 年、2007 年和 2008 年的收益,原因是某些会计负债的会计处理存在错误,从而减少了当年的净收入。Medifast, Inc., Annual Report (Form 10-K), at 22 (Mar. 30, 2010). Medifast 还推迟了其 2010 财年财务报告的发布,随后宣布重述了先前公布的 2008 年和 2009 年的收益,“主要是由于在适当时期记录某些常规业务费用时出现了错误”,也由于与无形资产有关,以及未能在适用的服务期内正确记录某些前期客户付款,从而减少了当年的净收入。Medifast, Inc., Annual Report (Form 10-K), at 29 (Apr. 1, 2011).

[272] See Medifast, Inc., Current Report (Form 8-K), at 2 (Apr. 16, 2010).

[273] See Medifast, Inc., Current Report (Form 8-K), at 2 (May 18, 2010); Medifast, Inc., Current Report (Form 8-K), Item 5.02(b) (Nov. 14, 2012); Medifast, Inc., Current Report (Form 8-K), Item 5.02(b) (Dec. 26, 2012); Medifast, Inc., Current Report (Form 8-K), Item 5.02(b) (Jan. 7, 2013).

[274] 参见 Medifast, Inc., Quarterly Report (Form 10-Q), at 18 (Nov. 9, 2009) (目前,尚无与 Minkow 先生,他的公司,其关联公司或合伙人有任何实质性关系的政府调查的悬而未决的事项。与本投诉有关的任何与政府调查有关的任何诉讼在此均被视为机密)。2012 年 9 月 10 日,联邦贸易委员会 (FTC) 宣布与 Medifast 子公司达成 370 万美元的和解协议,原因是该公司涉嫌通过对 Medifast 的减肥计划提出无根据的主张而违反了先前的 FTC 和解协议。Press Release, Fed. Trade Comm'n, Subsidiary of Diet Plan Marketer Medifast Inc. to Pay \$3.7 Million to Settle FTC Charges (Sept. 10, 2012), available at <http://www.ftc.gov/opa/2012/09/jasonpharm.shtm>.

[275] See Maxwell Murphy, *SEC Probe into Barry Minkow's Fraud Discovery Institute Continues*, DOW JONES NEWSWIRE (June 11, 2011), <http://www.advn.com/nyse/StockNews.asp?stocknews=IOC&article=43201457>.

会发现一些事实,这些事实可以使诉讼免于撤销,正如 Overstock 案件,审判前的证据开示也是有两面性,发行人与其财务报告有关的内部账簿和记录也会被被告获取。同样,在这种情况下,美国证券交易委员会(SEC)的调查范围有限,并且可能会向所有相关方传票,并在事实许可的情况下采取执法行动。

四、SEC 对“裸卖空”的执法行动

尽管 SEC 对做空攻击采取的措施有限(且仅在能够清晰证明欺诈或操纵时候提起诉讼),但是 SEC 仍然不断声明恶意卖空是他们的执法重点。^[276] 从这方面来看,在一系列针对“裸卖空”者及包括期权做市商等相关者的、技术上违反《证券卖空条例》的案例中,即便缺乏明显的证据证明市场参与者从事了明显的具有误导性或操纵性、同时以做空攻击为特征的行为,SEC 也会以违反《证券卖空条例》予以处罚。显然,这些被“裸卖空”的公司也声称自己是做空攻击的受害者。在这些案件中,SEC 选择将《证券卖空条例》中的技术要求作为规制潜在恶意卖空的重要抓手。

针对“反向转化”(“reverse conversion”)和虚假的“重置”(sham “reset”)交易,SEC 已经采取了很多执法行动。这些交易过程的设计都是旨在规避适用《证券卖空条例》及《条例》相关的平仓要求,并以

[276] 参见 Press Release, U. S. Sec. & Exch. Comm'n, SEC Charges optionsXpress and Five Individuals Involved in Abusive Naked Short Selling Scheme (Apr. 16, 2012) (No. 2012-66), 载 <http://www.sec.gov/news/press/2012/2012-66.htm> (援引自 SEC 执法和市场滥用部总监 Daniel M. Hawke 的讲话,“是否遵守《证券卖空条例》仍然是高度重视的执法关切”)。

“裸卖空”的形式呈现。^[277] 比如,2012 年 SEC 曾对专营期权和期货的线上经纪及清算机构 X press(如今 X press 已经是 Charles Schwab 公司的全资子公司)启动调查程序,调查对象还包括 X press 的公司管理人员 Thomas E. Stern 以及 X press 公司的一名二级市场客户 Jonathan I. Feldman。^[278] SEC 认为 X press 期权公司通过反复从事所谓的重置交易,未能履行《证券卖空条例》第 204 条及第 204T 条规定的平仓义务、但是便利了包括 Feldman 在内的“裸卖空”者。^[279] SEC 主张被告知道

[277] SEC 对“反向转化”或“反向”交易的解释为:在卖空股票的同时卖出一个看跌期权、并买入一个到期日与行权价和看跌期权一模一样的看涨期权。如此的期权配置可以形成“全方位的多头”、从而对冲空头的风险。所有的上述三种交易都与同一对手方进行交割——由此形成“反向”交易。因为不管股票价格是涨是跌,在相应期权到期前、仓位都是有对冲保护的,所以这样的仓位配置对于潜在个股的任何价格变动都是“delta 中性”的。换句话说,如果一个期权因为即将到期而失去价值、另一个方向的期权也会被行权或交割,所以最终股票还是被一开始的买方接收并将空头头寸平仓。See Jeffrey A. Wolfson, Exchange Act Release No. 66283, 2012 WL 1024032, at *3 (Jan. 31, 2012). SEC 进一步解释了为什么号称可以解除空头“购买”做空股票及平仓的“重置”交易是“虚假交易”。文献同上,第 4 页。为完成一个重置交易,空头通常会购买被做空股票多头头寸的同时、从“相同的对手方”那里购买一个短期深度实值看跌期权(因为股票的购买挂钩看跌期权,所以又叫作“配对股票和看跌期权”),或向对手方卖出一个短期深度实值看涨期权(因为买方购买股票并“沽出”或卖出一个看涨期权,所以又叫作“buy - write 买 & 卖策略”)。上述将股票与短期实值期权配对购买的策略会制造一种假象,即空头已经履行《证券卖空条例》第 203 (b)(3)条规定的平仓义务。但实际上,因为配对短期深度实值期权,购买的股票在第二天会回到对手方那里、购买的效力会被抵消,因此上述交易并不真实。文献同上(脚注略)。一些评论家已经指出,上述交易和误导性的卖空策略结合在一起、为了“覆盖”的目的制造了虚构的股票,而本质上却是裸卖空。参见 Weiss, 前注[233] (结合原告 Overstock 在加利福尼亚州法院提起的简易诉讼及后续 SEC 对某些期权做市商的执法行动会发现,期权做市商通过重置交易制造了虚假股票、而主承销商从期权做市商那里获得了覆盖客户空头交易的存货)。SEC 证券市场管理部已经明确表态,“裸卖空对于发行人的流通股份总额没有任何影响”。Responses to Frequently Asked Questions Concerning Regulation SHO, Question 7.1, U. S. SEC. & EXCH. COMM' N (Apr. 10, 2012), 载 <http://www.sec.gov/divisions/marketreg/mrfaqregsho1204.htm>(部分市场人士认为,“裸卖空会使交易股票超过流通股数额,以至于做市商可以交易那些根本不存在的股票”,SEC 对上述观点予以了驳斥)。

[278] See Options Xpress, Inc., Securities Act Release No. 9313, 2012 WL 1264508 (Apr. 16, 2012).

[279] 同上注,第 1 页。

(或即便不知道也是由于被告疏忽)这些期权将在卖出那天行权并分配,因此结算时并不会涉及股票的交割。^[280] 听证以后,SEC 行政法官(Administrative Law Judge, ALJ)颁布了初审判决:(1) X press 期权公司为了规避交付失败的责任(FTDs),通过执行所谓的“买 & 卖策略”(buy - write),即购买股票的同时卖出同等数额的看涨期权,有意识地违反了《证券卖空条例》第 204 条及第 204T 条规则;以及(2)投资者 Feldman 卖出深度实值看涨期权、并通过“买 & 卖策略”导致裸卖空的行为构成了欺诈,从而触犯了证券法第 17(a)项、证券交易法第 10(b)项之规定及其下的 10b - 5 规则、10b - 21 规则。^[281]

在一个与上述案情相关、解决了的行政诉讼中,一个 X press 期权交易商和两个 X press 公司合规人员承认他们违反了《证券卖空条例》第 204 条及第 204T 条规则、愿意停止相关行为并服从法院的判决。^[282] 上述三名被告同时表示对 SEC 进行的任何相关的调查、起诉或其他执法程序予以配合。^[283]

尽管 SEC 并未指出(上述被告)存在传播虚假信息或其他行为,但 SEC 的确强调:

为了打击具有误导性的“裸卖空”行为及交付失败,应当适用 10b - 21 规则及 204 条规则、204T 条规则……

……作为操纵股票价格的一部分或者为了避免卖空交易相关的财务成本,卖方常常有意地不交付证券……交付失败使股票买方无法享有投票、借贷等股东权益,从而对发行人的股票会造成消极的、误导性的影响。^[284] SEC 同样认为 X press 案涉及的“所谓的重置交易”影响了

[280] 同前注[279],第5页。

[281] See Options Xpress, Inc., Initial Decision Release No. 490, 2013 WL 2471113, at *4, *62 - 78 (June 7, 2013). ALJ 同时判定, X press 公司有意地引起、帮助并唆使了投资者 Feldman 的违法行为,而 X press 的经理 Stern 则有意地引起、帮助并唆使了 X press 公司及 Feldman 的违法行为,因此上述被告都被判处剥夺违法所得、判处罚金及其他惩戒。文献同上,第 79 ~ 88 页。

[282] See Peter J. Bottini, Exchange Act Release No. 66814, 2012 WL 1264509 (Apr. 16, 2012).

[283] 同上注,第 9 页。

[284] See Options Xpress, Inc., 2012 WL 1264508, at *4.

“发行人的市场情况”。比如,在 2010 年 1 月 1 日至 31 日有“在 Sears 上有 47.9% 的日均交易量受影响”。^[285] SEC 认为,被告 Feldman 早已认识到其行为对市场的影响,知道他“从事的买 & 卖策略带有操纵性并欺骗了市场”。^[286]

同样的,SEC 在针对 Jeffrey A. Wolfson 和 Robert A. Wolfson 兄弟以及他们交易实体 Golden Anchor Trading II, LLC (“Golden Anchor”) 的行政诉讼中主张,被告长期规律性地使用“所谓的”反向转化与重置交易、赚取了数百万美元的利润。被告规避了《卖空条例》的实施、侵蚀了《条例》的立法宗旨,但也导致他们的清算经纪商长期处于交付失败的状态、他们的交易证券长期被列于门槛证券(threshold securities)的清单中。^[287] SEC 在起诉 Wolfson 时援引了《证券卖空条例》的规则,同时解释道“裸做空者享有更高的杠杆率……在交易中他们使用这些额外的杠杆、蓄意压低了证券价格”。^[288]

SEC 指控被告违反了《卖空条例》的 203(b)(1) 规则和 203(b)(3) 规则。被告交易的两只门槛证券 Fairfax 和 Novastar 金融 (“Novastar”) 的发行人主张自己是做空攻击或裸卖空的受害者。^[289]

[285] 同前注[284],第 2 页。

[286] 同上注,第 20 页。

[287] See Jeffrey A. Wolfson, Exchange Act Release No. 66283, 2012 WL 1024032 (Jan. 31, 2012).

[288] 同上注,第 1~2 页。

[289] 同上注,第 5 页。Fairfax 的情况在 Part III. B 中予以讨论。2006 年 6 月,一群 Novastar 的投资者在加利福尼亚州法院对几家主要的经纪商提起诉讼,指控他们通过卖空交易操纵 Novastar 股票、蓄意导致结算时无法交付股票。See Second Amended Complaint, Avenius v. Banc of Am. Sec. LLC, No. CGC-06-453422 (Cal. Super. Ct. May 29, 2008)。2011 年 5 月,部分被告与原告达成了未公开的和解协议。参见 Avenius v. Banc of Am. Sec. LLC, No. CGC-06-453422, slip op. at 2 (Cal. Super. Ct. May 26, 2011) (同意了部分被告简易判决的申请)。鉴于原告未能提供完整、确切的证据证明被告实施了市场操纵,因此法院做出了有利于被告的简易判决。同上注,第 5~6 页。Novastar 案同 2007 年 2 月 Overstockin 针对主要经纪商提起的诉讼非常相似,讨论同见 Part III. B。

法院对 Wolfson 颁布了同意判决。^[290]

2009 年 8 月, SEC 对经纪商 Hazan Capital Management, LLC (“HCM”)、一个期权做市商,及其所有人 Steven M. Hazan 提起诉讼,指控其违反了《卖空条例》禁止经纪商参与反向转化及重置交易的规定,该案随后达成和解。^[291] SEC 认为,无论被告承认或否认,被告实施反向转化和重置交易的行为都是为了规避《卖空条例》。^[292] SEC 同样主张,无论被告承认或否认,当涉及做空交易时,即便是做市商(尽管被告并没有善意地做市)也不能规避监管规则的适用。^[293]

在 SEC 对 HCM 开始执法的同一天,由于经纪自营商及期权做市商 TJM Proprietary Trading, LLC (“TJM”)、TJM 的首席执行官 John T.

[290] Wolfson 同意签署行政判决,内容包括要求 Wolfson 停止触犯证券交易 203(b)(1) 规则和 203(b)(3) 规则,暂停特定监管部门的执业许可,并退还违法所得 8,771,432 美元、支付从损害行为发生之日至判决生效之日间的利息 2,153,568 美元、缴纳民事罚款 2,500,000 美元。See Jeffrey A. Wolfson, Exchange Act Release No. 67451, 2012 WL 2914903, at *12-13 (July 17, 2012). R. Wolfson 和 Golden Anchor 同样签署了同意判决:同意停止触犯证券交易规则 203(b)(1) 和 203(b)(3), 暂停 R. Wolfson 的部分执业许可,并以连带责任的形式合计退还 722,589 美元的违法所得,缴纳判决前利息 177,411 美元及民事罚款 200,000 美元。

[291] See Hazan Capital Mgmt., LLC, Exchange Act Release No. 60441, 96 SEC Docket 1627 (Aug. 5, 2009), 2009 WL 2392842.

[292] 同上注,第 1~2 页。尽管执行判决并没有特别指认 HCM 的对手方,也没有针对在 Overstock.com 网站上从事与涉案门槛证券相关的市场操纵的经纪商,但是在 Part III. B 中, SEC 明确 Hazan 作为做市商、在特定时间内于 Overstock.com 从事裸卖空交易。See Plaintiff's Consolidated Opposition to Defendant's Motions to Seal Summary Judgment Papers, Overstock.com, Inc. v. Morgan Stanley & Co., No. CGC-07-460147 (Cal. Super. Ct. Mar. 1, 2012).

[293] 在和解中, Hazan 和 HCM 同意停止诱发或从事违反 203(b)(1) 和 203(b)(3) 规则的行为。Hazan 也同意 5 年内不与任何经纪商合作, HCM 同意接受公开谴责。See Hazan Capital Mgmt., LLC, 2009 WL 2392842, at *7. Hazan 和 HCM 因为同样的行为、也以连带责任的形式向纽约证券交易所集团之美国证券交易所 (NYSE Amex) 及美国特许注册师集团 (NYSE Arca) 合计支付罚金 1,000,000 美元并返还违法所得 3,000,000 美元。See NYSE Amex LLC Hearing Board Decisions 09-AMEX-21, 09-AMEX-22 (Aug. 4, 2009), <http://www.nyse.com/pdfs/09-AMEX-21-22%2009-ARCA-05-06.pdf>; NYSE Arca, Inc. Hearing Board Decisions 09-ARCA-5, 09-ARCA-6 (Aug. 4, 2009), <http://www.nyse.com/pdfs/09-AMEX-21-22%2009-ARCA-05-06.pdf>.

Burke 及 TJM 交易员 Michael R. Benson 实施了与 HCM 本质上一样的行为,所以 SEC 针对 TJM 展开了另一项随后得以和解的执法调查。^[294] 根据 SEC 的处分书,鉴于 TJM 参与了反向转化与所谓的重置交易,TJM 及其交易员故意帮助、教唆并引起了对《卖空条例》203(b)(1)规则及 203(b)(3)规则的触犯。^[295] 同时管理层 Burke 未能合理监督交易员 Benson,因此也违反了证券交易法第 15(b)(4)(E)条。^[296]

完成对 TJM 和 HCM 的执法处罚 3 个月后,SEC 对另外数个具有类似情节、涉嫌违反《卖空条例》的公司再次启动调查。^[297] SEC 认为,作为持牌经纪自营商及期权做市商的 Fat Squirrel Trading Group, LLC (“FSTG”)及 Rhino Trading, LLC (“Rhino”)像 TJM 和 HCM 一样,通过“大量”参与反向转化与重置交易、试图规避《卖空条例》的运用与《条例》对门槛证券规定的平仓义务。此案被卖空的证券包括 Novastar 和 USANA,其发行人都声称自己是做空攻击或裸卖空的受害者。^[298] 总之,SEC 判定 Rhino 和 FSTG 违反了《卖空条例》203(b)(3)规则。^[299]

2011 年年末至 2012 年春,SEC 针对反向转化和重置交易持续处罚了数家交易商。在一个行政和解案件中,两家持牌经纪自营商及期权做市商 Gary Bell 和 GAS I, LLC (“GAS”)“大量”参与包括 Novastar 股票在内的反向转化与重置交易,从而违反了《卖空条例》的 203(b)

[294] See TJM Proprietary Trading, LLC, Exchange Act Release No. 60440, 96 SEC Docket 1622 (Aug. 5, 2009), 2009 WL 2392840.

[295] 同上注,第 2 页。

[296] 同上注。为处理此案,TJM, Benson 及 Burke 以连带责任的形式合计支付罚金 250,000 美元,TJM 退还违法所得 541,000 美元。同时,TJM 及 Benson 同意停止违反 203(b)(1)规则及 203(b)(3)规则的行为,TJM 接受通报批评。Benson 同意禁市 3 个月,Burke 同意禁市 9 个月。同上注,第 6~7 页。

[297] Rhino Trading, LLC, Exchange Act Release No. 60941, 97 SEC Docket 234 (Nov. 4, 2009), 2009 WL 3652431.

[298] USANA 的情况在 Part III. C 中讨论。Novastar 的情况见前注[289]。

[299] SEC 同时判定 FSTG 的交易员及管理层 Steven Peter、FSTG 及 Rhino 的交易员 Damon Rein 故意帮助、教唆并引起了相关违法违规行为。为和解此案,Rhino 和 Rein 同意合计支付连带罚金 150,000 美元,FSTG, Rein 和 Peter 同意合计支付连带罚金 30,000 美元。此外,Rhino 和 FSTG 同意分别退还 350,000 美元和 45,000 美元违法所得,Peter 和 Rein 同意市场禁入 3 个月。每位被告都同意不再从事 203(b)(3)规则所禁止的行为,Rhino 和 FSTG 被通报批评。同上注,第 5~6 页。

(1)规则及203(b)(3)规则。^[300]为了和解此案,Bell同意停止实施违反《卖空条例》的203(b)(1)规则及203(b)(3)规则的行为,同意市场禁入9个月,并返还违法所得及所得利息1,836,094美元、支付民事罚金250,000美元。^[301]

对于那些协助客户完成裸卖空交易的经纪商,SEC也调用了执法力量予以惩戒。比如,SEC认为,注册经纪自营商及期权做市商UBS Securities,LLC(“UBS”)违反了《证券交易法》第17(a)条及《卖空条例》203(b)规则。^[302]在处罚书中,SEC判定,就客户提出的借券请求、尽管常常未能联络到同意借券的对手方,但UBS的交易员仍然为客户提供并记录了相关“位置”(locates)以便客户可以发出卖空指令。^[303]SEC指出,通过上述操作、UBS创设了一套无法确认、无法追踪哪些卖空指令是可执行的体系,而且交易基础往往都是记载错误的。^[304]所以,SEC认为UBS在接收客户的股票卖空指令或实现其自身账户的证券卖空之前,未能借到、试图借到或有合理理由认为能够借到相关证券,因此UBS违反了证券交易法第17(a)条规定经纪商账户跟踪义务。^[305]

经纪商Goldman Sachs Execution & Clearing, L. P.(“Goldman”)承认其不当助长了客户的裸卖空行为、违反了证券交易法第10(a)条的规定并同意与SEC达成行政处罚。^[306]根据SEC处罚,在长达两年的时间内,即便Goldman知道它的这些客户未能交付他们卖出的证券且通过另外买进的方式覆盖这些卖出头寸,Goldman也放任这些行为并依赖客户“长期”持有卖出的证券的虚假表述。^[307]SEC的处罚同时认定,

[300] See Gary S. Bell, Exchange Act Release No. 65941, 2011 WL 6184476, at *6 (Dec. 13, 2011).

[301] 同上注,第7页。

[302] See UBS Sec. LLC, Exchange Act Release No. 65733, 2011 WL 5444407 (Nov. 10, 2011).

[303] 同上注,第3~4页。

[304] 同上注,第4页。

[305] 同上注,第1~2页。

[306] See Goldman Sachs Execution & Clearing, L. P., Exchange Act Release No. 55465, 90 SEC Docket 538 (Mar. 14, 2007), 2007 WL 763698, at *1.

[307] 同上注。

Goldman 的记录显示 Goldman 不当地借券给客户以帮助他们完成交易。^[308]而在 SEC 看来,通过恰当的程序、Goldman 是可以发现这些情况的。^[309]

五、结论

举证难是处理做空攻击事件时难以逾越的高山。发行人在面对做空攻击时,必须评估举证的难度及影响,才能决定采取何等应对策略。SEC 在该领域的执法先例表明,面对所谓的做空诉讼,如果行为不足以恶劣、证据不足以信服,SEC 往往不会以欺诈之责追究卖空者及其附属实体。物善其用,秉持执法的谦抑态度对于一个资源有限的政府机构可谓明智之举。当然,上述执法境况也对面临做空攻击而试图申请 SEC 介入的发行人拉响了警钟。尽管 SEC 在这一领域保持着积极的调查频率,也已然毫不犹豫地对明晃晃地违反《证券卖空条例》的行为提起了诉讼,但一个更加积极的执法姿态似乎也是民心所向。

与此同时,发行人提起民事诉讼也是荆棘满路:做空者常常披着言论自由及其他的防御外衣,且发行人必须有充足的证据证明做空者存在虚假陈述并蓄意压低了发行人的股价。更重要的是,发行人成功举证的概率并不大,而且与做空者旷日持久的公开拉锯还可能引火自焚、增加发行人自身的被监管风险。总之,发行人在意识到遭遇做空攻击时,都应当审慎抉择是否启动诉讼或执法程序。

(编辑:彭鲁军)

[308] 同前注[306],第3页。

[309] 同上注,第5页。Goldman 交纳了100万美元的和解金并承诺不再从事违反证券交易法第10(a)条、卖空条例第200(g)条及第203(a)条及相关规则的行为。同上注,第6页。