

## 美国证监会执法新模式: 引入铁面无私的执法模式\*

[美]玛丽怀特 周莹盈\*\*译 丛怀挺\*\*\*校

**摘要:**美国证监会对金融犯罪采取铁面无情的执法新态势。不仅在办案理念方面要求“为诉讼而调查”,而且在开拓识别违法行为的新路径,如充分利用市场数据分析和有奖举报计划,另外还继续追究个人责任。2013年出台的“不当行为自认”政策增强了和解程序的威慑力。执法范围的扩大带来了相应成效,对市场产生了较强约束。最后,为了更好应对金融犯罪,美国应当借鉴英国法律,扩大董事责任范围,增强证监会处罚权力,立法也应维护其执法工具权威。

**关键词:**执法模式 铁面无私 打击金融犯罪

早上好,非常感谢莫里森院长的盛情邀请。今天很高兴来到这里,我想对纽约大学以及波拉克法商中心对公司合规治理及执法项目的资助表示感

---

\* 本文是美国 SEC 前主席玛丽怀特于 2016 年 11 月 18 日在纽约大学法学院关于公司治理合规及 SEC 执法的演讲词。

\*\* 上海证券交易所法律部员工。

\*\*\* 上海证券交易所法律部员工,法学博士。

谢。该项目提供了对后金融危机时代日益突出的白领犯罪议题进行深入对话的重要平台。非常荣幸有机会加入各位贵宾的讨论。

与上述项目的核心目标保持一致,我将和大家主要讨论 SEC 的执法项目,更广泛地说,是关于如何更好地处罚且阻止白领犯罪。众所周知,SEC 是联邦证券法律规定的首要市场监管者和执法者。我们如何行使职权,对于保护投资者利益与维护资本市场诚信度非常重要。在我担任纽约南区法院联邦检察官的 9 年以及担任 SEC 主席的近 4 年中,白领犯罪一直是首先需要解决的问题,今天也许是讨论这个问题的合适时机。也许你们可以想到,多年的法律执业背景,让我对于白领犯罪问题持有铁腕执法的观念,并且致力于实现这样的目标。

在被任命为 SEC 主席的听证会上,我曾宣誓会在执法上采取大胆而无情的态度。通过 SEC 执法部门全体同仁及很多其他支持机构的辛勤工作和奉献精神,我们履行了承诺。通过每一个举措,SEC 的执法项目取得了巨大成功。虽然数字本身仅仅是成果的一小部分,在过去三个财政年度中,我们采取了前所未有的执法行动,取得了史无前例的数十亿美元补偿金,并向受损投资者返还了数亿美元的补偿。

SEC 在保护投资者、预防犯罪、构建市场蓝图、塑造行业规范方面层出不穷,并向市场传达一个强烈的信号:SEC 一直在严打金融犯罪。

这些成就的取得归功于 SEC 新的执法模式。因此,我们对执法程序进行了实质性的变革,涉及违法行为的识别方式、调查程序、争端解决手段及被调查案件的类型、个人责任、试点工作等。上述这些改变让 SEC 成了强势、敏锐且不失公正的监管者。“严格但公正”是我时常被贴上的标签,也是我们在 SEC 所追求的目标,即使我们已经因新举措而变得大胆且富有执行力。

为让各位更好地了解 SEC 是如何改变执法模式的,我将从以下几个方面与各位讨论。首先,SEC 执法强调办案要贯彻“为诉讼而调查”的理念,为进入司法程序做准备。其次,SEC 识别违法行为的新路径,包括利用大量财务数据和市场数据,以及充分发挥有奖举报计划的作用。再次,SEC 会继续针对个人立案,追究金融犯罪中的个人责任。最后,我将讨论 2013 年出台的“不当行为自认”政策对和解程序的影响。此外,我还与各位讨论由于扩大执法范围而对市场主体产生的明显影

响。为了进一步打击白领犯罪,我建议在民事和刑事司法领域实行其他措施,虽然存在部分争议但确有必要。

### “为诉讼而调查”

SEC 执法新模式中最重要的改变是强调以诉讼为目的而调查,采用更加“大胆而无情”的方式;并要求执法人员秉着诉讼的目的进行调查,专注于获取具有可采性、有说服力的证据,即符合诉讼证据标准的证据。通过这样的要求,SEC 极大地保障了高胜诉率或强势的和解方案。同时,SEC 还不断提高诉讼能力,在刑事指控时雇佣更多具有丰富诉讼经验的律师。

### 反向提供证据资料

在调查的关键时刻,SEC 反向提供证据资料的做法,是对“为诉讼而调查”手段的进一步运用和延伸。在调查的后期阶段,SEC 往往会将重要的文件、证人证言以及 SEC 的分析报告提供给辩方律师,以期待在强势的和解条款下迅速结束调查。不过有些时候为了使被调查人配合调查、“坦白从宽”,SEC 也会提前采取上述措施。通过直接、大胆的摊牌行动,SEC 强势地向被调查人表达万事俱备,已经准备好随时起诉并胜诉的意向。

### 随时准备好诉讼的重要性

“为诉讼而调查”理念的执行效果取决于每个案例在法庭审理中是否站得住脚。SEC 的执法项目只有在法庭上被证明有效才能够强大。虽然 SEC 历史上有非常优异的胜诉记录,但过去几年中该记录得到了进一步提升。的确,SEC 已经连续两年半没有输掉有陪审团的审

判,在庭审中的出色表现证明了“为诉讼而调查”的理念是正确的。这些胜诉具有重要的意义,包括对两名德克萨斯州亿万富翁涉嫌内幕交易的指控;对两名经纪商雇员涉嫌内幕交易的指控;首例针对惯犯和一名地方政府官员的操纵市场的指控等。由于诉讼案件往往在技术层面上十分复杂,SEC 也会面对严重依赖间接证据、应付敌意证人、驳倒辩方证词等压力,然而由于准备充分,审判结果一直保持优良。

### 通过数据分析来发现和调查不当行为

SEC 对证券执法的另一项变革,是通过大量使用数据和数据分析来发现和调查不当行为。全市场中存在巨量的数据,包括公司的股票和债券交易、复杂金融工具的交易、地方债券交易以及其他市场活动。此外,为了充分利用丰富的数据环境,SEC 还正在开发实时分析市场数据、侦测异常交易信息的创新工具。通过这些途径,SEC 能够通过非现场监管而提起的诉讼案件大幅度上升。

在我到 SEC 任职后,在执法部内创设了一个风险及量化分析中心,目的在于更好地利用现有的大量数据。近两年来,该中心已经为超过 100 个案件(涉案公司或个人达到 200 个以上)提供了数据分析专业服务,涉及事项包括内幕交易、对冲基金、地方发行人以及复杂的金融工具。同时,市场违规执行部也在 2011 年创设了一个数据分析及侦测中心,当前就职专家有 10 位,他们利用新开发出来的工具进行交易数据分析,特别是使用数以亿计的蓝表交易数据来对内幕交易和滥用交易进行立案。

通过上述努力,过去几年中,至少有 9 起内幕交易案件是通过以上工具独立侦测到的,还有许多内幕交易案是在事中被发现的,剩下十几个其他案件则是通过上述工具侦测到的其他违法交易行为。也许你们还记得 SEC 之前与新泽西和纽约东区检察官办公室的一次联合执法行动,案件涉及来自美国境内外十几名黑客和公司内幕知情人,他们通过攻击多家通讯专线服务器、盗取大量企业盈利公告,并在这些信息公开前进行内幕交易,非法获利超过 1 亿美元。如果没有应用新的数据

分析工具,这些犯罪分子很难被侦测到。

### 利用有奖举报计划来追踪不当行为

除了大数据的大规模使用,“有奖举报”已成为 SEC 在非常重要的案件中发现不当行为的关键来源之一。近年来,SEC 对保密者支付的奖金已经超过了 1 亿美元,2016 财年收到举报累计超过 4200 起,超过 2012 年举报量的 40% (有奖举报计划开始于 2012 财年)。可以说,有奖举报计划对 SEC 的执法产生了变革性的影响,由于该计划被越来越多人所知晓以及高额奖金对举报者的巨大吸引力,该计划对 SEC 执法的影响将会持续扩大。

与此同时,我们必须承认,举报并不是件容易的事情。考虑到举报者面临着许多财务困难和心理障碍,SEC 将努力改变公司态度、增加对举报者的保护程度。迄今为止,SEC 已经根据多德弗兰克法案(Dodd - Frank Act)的反报复(anti - retaliation)条款对 2 起本已调解结案的案件提起诉讼,还有对 5 起本已调解结案但因公司违反 Rule 21F - 17 而提起的诉讼,即公司阻碍举报者与 SEC 的沟通。SEC 在执行该规则时采取非常积极的态度,严禁企业通过对雇员作出离职补偿的方式来阻止举报行为。上述行为对行业规范产生了重要的影响,企业大幅度修改保密协议或者离职协议,以遵循 SEC 的规则;同时加大内部合规力度以更好地保护举报者,禁止对举报者实施报复。SEC 将继续采取措施保护举报者,并且确保针对公司违规行为的举报不受阻碍地向 SEC 提出。

### 持续重点追究个人责任

追究个人责任是从严执法的核心要素。公司行为归根到底是雇员的行为,追究个人责任对市场参与主体具有极大的威慑力。指控个人绝对是至关重要的。在担任检察官职务期间,我明显地感受到追究个

人责任的重要性。SEC 在过去三年多的表现,表现出我们优先确立个人责任的原则。

财务欺诈案件一直是 SEC 的执法重点,SEC 同时起诉公司和有责任的个人(包括高管)。在我任职 SEC 后,鉴于财务报告和审计对市场公平和投资者保护的重要性,我提出重新聚焦财务欺诈案件的计划。为更好地实现上述目标,SEC 在执法部永久建立了财务报告和审计工作组,号召富有经验的检察官和超过 100 名的专业会计师应对财务舞弊案件。上述计划富有成效。在 2015 财年和 2016 财年,SEC 对超过 200 家发行人提起了涉及财务报告和披露的案件,并对 245 名有关负责人提出了指控,几乎是 2012 财年和 2013 财年相应数字的两倍。同时,SEC 也以审计失误和违反独立性要求起诉了审计事务所和审计人员。SEC 同时依据第 102(e)规则对会计师事务所、会计师的审计失误行为、个人违法行为进行了严厉查处。这些行为是 SEC 持续关注“守门人”职能的具体体现,在预防和查处违法行为方面发挥了独特的作用。在 2015 财年和 2016 年财年,SEC 根据第 102(e)规则共提起 104 起针对会计问题的诉讼,涉及被告 157 个,其中包括 121 名自然人,几乎是 2012 财年和 2013 财年相应数字的两倍。这些案件对于会计师及其他“看门人”起到了以儆效尤的作用,时刻提醒他们履行法律义务、遵守专业标准。

### “不当行为自认”政策对执法活动的影响

对 SEC 执法行为产生重大影响的另一个改变,是要求当事人承认自己的不当行为。你们也许知道,我任职 SEC 主席后,提出要求 SEC 改变长久以来的和解政策,即在不涉及刑事犯罪的案件中以“既不承认、也不否认”被指控罪名为基础和解案件。“既不承认、也不否认”是民事案件通行的和解方式,而承认不当行为将会极大地增强和解的威慑力以及公众对民事案件执法信心。根据多年从事检察官的经验,我认为刑事被告(个人或公司)如果同意认罪,都必须主动承认自己的罪行。

自2013年6月起,SEC就开始将“不当行为自认”作为和解部分案件的前提条件之一,包括在损害广大投资者或对市场造成巨大风险的案件中,如果和解方行为极端恶劣或阻碍SEC调查,或者要求其承认不当行将极大地增强SEC执法行动的威慑力,那么在这样的案件中,和解一方承认自己的不当行为将是和解的前提条件。不过,绝大多数的案件仍然是遵循“既不承认、也不否认”的和解方式,这也是SEC及其他民事执法部门的执法惯例。上述做法使得SEC能够获得充分救济、消除诉讼风险,能够更迅速地将损失赔偿返还给受害者,并节约行政执法资源。但我们的新政策达到了更严格的平衡。

SEC对于“不当行为自认”的新政策,成为执法部门在适格案件中的有力武器,同时提升了该政策的执行效果。到2016年12月为止,SEC已经收到了来自77名被告或被调查对象的承认函,其中30名自然人和47家法人实体。当然,对于已经被判有罪的被告,或是在其他刑事或民事审理程序中已经承认的事实,SEC将不接受以“既不承认、也不否认”不当行为为基础的和解方式。

从SEC引入该政策以来,我们收到了广泛的市场参与人的承认函,包括金融机构、券商、审计师事务所及个人,涉及无意或故意不当行为的案件。

在SEC引入“不当行为自认”政策以来,不可否认,部分公司和个人可能选择诉讼而不是和解来解决争议,但这并不妨碍我们执行该政策。SEC在对迈阿密城市债券发行涉及虚假陈述的案件中取得了重要的胜诉,迈阿密城开始并不承认自己行为不当,该起案件最后以迈阿密城被判罚100万美元结案。其余被告在和解前端程序中,否认自己行为不当,但在SEC提起诉讼并且案件事实清晰后,上述被告也承认了其行为不当,案件最终以和解结案。

该政策的另一影响,体现在其他民事金融监管机构也在SEC的带动下开始在部分案件中引入“不当行为自认”政策,民事执法领域的影响力不断增加。

## SEC 执法活动的影响力

在打击白领犯罪时,SEC 在惩罚其他违规者时也一直关注对其他主体的威慑力以及对特定不端行为的惩罚。虽然执法威慑力很难量化,但以公众及私人领域多年的经验,我认为强势执法对于打击白领犯罪有非常好的效果。成熟的市场参与者十分聪明,他们明白 SEC 和司法部在重点打击什么并会主动作出相应调整。基于上述调整行为的影响力,我认为 SEC 要更加主动地执法,扩大违法行为的打击范围。SEC 越来越关注对行业惯例及实践具有强大且及时影响力的领域和案件。

SEC 还将持续打击涉及公司、投资顾问等虚假陈述、严重欺诈投资者的案件。对于这样的案件,SEC 往往是和司法部合作,提高现有的惩罚力度和案件威慑力。在我担任 SEC 主席后,刑事执法部门已经对 500 起经由 SEC 调查后移送的不当行为提起诉讼。

此外,SEC 也正在增加对过失损害投资者的行为提起诉讼,上述不当行为往往都是可以通过修改行业惯例的方式来进行救济的,并在此之后惠及其他更多投资者。同时,SEC 还不断出台新规来规范行业内存在的惯用伎俩,并且用更加审慎和创新的方式来保护投资者、惩处违规行为。下面我将为大家展示该举措所带来的良好成效。

## 股市结构方面

股市在过去十年中经历了重大的改变,包括自动化交易的常态化和交易场所的规模化。正如 SEC 引入新规处理不同市场结构的议题,我们也通过执法部门快速采取行动向市场表明我们谨慎出台新要求,并希望纠正不当的市场行为,从而对市场产生积极影响。

比如,SEC 出台的“市场准入准则”(market access rule),该规则在 2010 年美股“闪电崩盘”事件后于 2011 年开始施行,要求券商建立和执行新的风险管理控制系统,来合理管理市场准入和逐渐增加的自动



化交易产生的金融和监管风险。

在我任职 SEC 期间,SEC 依据该规则处理了七起案件,大部分都是和解结案。其中一起涉及对一家大型金融机构实施最高罚金,该公司未能实施有效的交易控制手段,导致错误订单发送至市场,引起微量闪崩。这些案例对全行业提升市场稳定,严厉控制错误订单、资本限额、软件改造等方面起到了积极的作用。

目前我们的市场结构中,投资者面临的另外风险来自替代性交易系统(ATS)的广泛应用,证券交易的双方脱离更为透明和高度监管的交易所进行交易。ATS 被要求精确告知用户系统的交易处理方式,以及将采取哪些保护措施来保护用户的交易信息。

在我担任 SEC 主席期间,SEC 对七起违反上述规则的交易提起诉讼。上述案件改变了 ATS 的一般运行模式,确保其能够更清晰、更准确地向用户告知交易程序,更适当地保障用户订单的隐私。简单地说,上述案件对进入市场的所有投资者提供了更强的投资者保护。

### 私募股权方面

私募股权的强制执行是我们另一个为广大投资者带来的重大且迅速的积极变化。过去三年中,SEC 针对 11 起涉及未公开披露各项费用、未经许可转移并分配费用、未足够披露其与客户的利益冲突的私募股权投资顾问提起诉讼。通过 SEC 对上述问题的持续关注,各项费用的透明度、与客户的利益冲突的规范程度得以显著提升,并对投资者保护产生了积极的影响。

### 公共金融执法

公共金融方面特别是市政债券市场方面,是 SEC 引入大胆且无情的执法方式的另一重要领域。正如你们所知,相较于公众公司监管领域,SEC 对市政债券的监管权限受到一定的约束,不能直接要求地方政

府做定期披露。因此，针对市政债券市场的违规行为，SEC 需要更富创新性的手段。

SEC 开创了很多先例，主要包括利用各类法律理论和救济来作为执法基础，例如针对那些没有参与但是知晓企业在募资时有虚假陈述的官员，如果这些官员对参与虚假陈述的企业或个人存在实际控制，则 SEC 便利用“控制人责任”理论来追责；当 SEC 相信某一笔市政债券的发行存在欺诈，SEC 就会申请紧急资产冻结来阻止该次发行，并且对会计师事务所及相关合伙人提起诉讼。

SEC 在市政债券领域具有影响力的另一个表现是启动 MCDC 方案，即市政债券持续公开协作方案，鼓励市政债券的发行人及承销商持续自行披露相关的违法行为。依据 MCDC 方案，如果债券发行人及承销商事先表示遵守持续披露义务且同意推进相应的程序，执法人员对在债券发行中作出不实陈述的发行人及承销商制定标准且有利的和解条款。

虽然并非每起自行报告的案件都会导致执法行动，SEC 已对 72 家券商进行了指控，占市政债券承销总量的 96%。在 2016 年 8 月，SEC 对在债券发行文件中涉及虚假性或误导性陈述的 71 家市政债券发行人进行指控。上述数据可以说明 MCDC 极大地规范了发行人履行持续披露义务，也显示出 SEC 推进的新颖且广泛、大胆且无情的执法项目给投资者带来全新且明显的利益。

### 如何构建更加严格的白领监管

与各位讨论的从严执法议题改变了 SEC 执法模式，并且极大地加强了对投资者的保护和对违规行为的威慑力。未来，我认为白领犯罪还需要持续的严厉打击，对白领犯罪应该实施零容忍。

就像我在担任纽约东区检察官期间经常提到的，白领犯罪无处可匿。虽然 SEC 在很多方面加大了执法力度，但我是第一个指出未来依然需要进一步加大白领犯罪执法力度，无论是在 SEC 还是其他机构。的确，全球的监管者和检察官致力于如何更好地威慑看似后金融危机