

SEC 内幕交易行政和解案例研究

威廉·R. 麦克卢卡斯(William R. McLucas)

约翰·H. 沃尔什(John H. Walsh)

丽莎·L. 方丹(Lisa L. Fountain)著*

肖宇** 郭琼艳*** 译

译者按:证券行政和解是在美国证券执法中广为适用的制度。以2012年会计年度为例,和解金的金额占到了总罚金的69%,公司的平均和解金是100万美金,最高的是与花旗银行的和解,高达2.85亿美金。^[1]我国证监会于2015年颁布了《行政和解试点实施办法》,启动了证券行政和解的试点工作

* William R. McLucas, 宾夕法尼亚州执业律师, 证券交易委员会执行处负责人; John H. Walsh, 哥伦比亚州和纽约州执业律师, 证券交易委员会执行处部门负责人; Lisa L. Fountain, 德克萨斯州及路易斯安那州执业律师, 证券交易委员会执行处高级顾问。Morgan, Lewis and Bockius 律师事务所华盛顿分所合伙人, A. A. Sommer, Jr 为本文提供修改意见。美国证券交易委员会不对工作人员的私人出版物和观点承担任何责任。本文仅代表作者个人观点, 不代表 SEC 和其他员工的观点。原文发表于 *Business Lawyer* 第48卷(1992~1993年)。

** 华东政法大学国际金融法律学院副教授, 硕士生导师。

*** 华东政法大学国际金融法律学院硕士研究生。

[1] Jorge Baez, James A. Overdahl, Elaine Buckberg, *SEC Settlement Trends*, NERA Economic Consulting, January 14, 2013.

作,美国的经验有重要的参考价值。本文作者是几位实务经验丰富的美国 SEC 工作人员,他们以内幕交易案为研究对象,在对其法律规制总结的基础上,根据案例和经验归纳出了在内幕交易案行政和解中的考量因素,尤其是和解金额大小确定的考量因素。要考虑到行政执法的目标,事实因素中的行为恶劣程度、相对人职业、和解中的表现、获利金额等,每个案件既有特殊性,也有可归纳的共性。本文虽然成文较早,但因为市场发展的差异,这些经验对我国的证券行政执法实践仍有重要的参考。

引言

内幕交易是指掌握对证券价格或市场有重大影响的未公开信息的人士,违反义务从事证券交易的行为。对内幕交易的调查和起诉也许是美国证券交易委员会(以下称“SEC”)在过去十年中采取的效果最为显著的执行措施。法律已明确内幕交易是违法行为,^[2]该行为不利于资本市场的发展,将损害投资者对证券市场公平公正程度的信心。^[3]对于交易活跃的证券,公众投资者认为股票的价格应由公司的公开信息来

[2] 15 U. S. C. § 78t-1, 78u(A) (1988 & Supp. II 1990).

[3] 但一小部分人也坚持认为内幕交易并未损害金融市场, see James D. Cox, *Insider Trading and Contracting: A Critical Response to the “Chicago School,”* 1986 Duke L. J. 628 (1986); Henry G. Manne, *Insider Trading and the Law Professors*, 23 Wash & Lee L. Rev. 547 (1970); Henry G. Manne, *Insider Trading and the Administrative Process*, 35 Geo. Wash. L. Rev. 473 (1967), 大部分经济学家和金融专家同意,内幕交易对证券市场带来了负面影响,不应纵容内幕交易行为。See *Basic v. Levinson*, 485 U. S. 224, 230 (1988); Michael J. Chimel, *The Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act of 1988: Codifying a Private Right of Action*, 1990 U. Ill. L. Rev. 645 (1990); Spencer Derek Klein, *Insider Trading, SEC Decision - Making, and the Calculus of Investor Confidence*, 16 Hofstra L. Rev. 665 (1988); Staff Report, Division of Market Regulation, Securities and Exchange Commission, *The October 1987 Market Break* xiv (1988); Barry A. Rider & Leigh French, *The Regulation of Insider Trading* 6-7 (1988); Stephen Bainbridge, *The Insider Trading Prohibition: A Legal and Economic Enigma*, 38 Fla. L. Rev. 35, 46-48 (1986); Hsiu-Kwang Wu, *An Economist Looks at Section 16 of the Securities Exchange Act of 1934*, 68 Colum. L. Rev. 260, 264 (1968).

体现。而内幕交易削弱了公众信心的基础,即对证券市场公平公正的期望,影响了证券市场的发展。因此,减少内幕交易一直是 SEC 采取执行工作的重要目标。

本文不去解释复杂的内幕交易法律制度,而是将着重分析 SEC 内幕交易违法行为执行和解时需要考量的因素。内幕交易案个案往往有很大的差异,证据的强弱、相对人的责任、对市场造成的危害以及相对人在和解中的表现而千差万别。因此,尽管立法与司法机构讲究程序与执行的一致性,但每份和解协议确都有其独特之处。事实上,内幕交易的和解书是公共政策目标的践行。本文简要介绍了内幕交易的法律制度与其所能实现的公共政策目标,概述了美国联邦证券法中可适用于违反内幕交易行为的规定,并重点讨论和解过程中考虑的因素。

一、内幕交易

(一)历史背景

1929 年经济大萧条后,投资者对美国证券市场的信心处于历史低点。国会在寻找此次金融危机的原因并起草法律以防范经济灾难再度发生时,认为普遍存在的内幕交易是导致投资者对证券市场缺乏信心的一个重要因素。^[4] 因此,国会颁布 1934 年《证券交易法》,^[5]以阻止不公平交易并要求全体市场参与者进行重大信息披露。该法第 16(b)条^[6]和第 10(b)条^[7]直接指向内幕交易行为。第 16(b)条规定,董事、高级管理人员和大股东等内幕人员在 6 个月内买卖股票,无论是否利用内幕信

[4] 杜绝内幕交易是 1934 年《证券交易法》的目标之一。1934 年参议院银行和资金委员会在报告中写道:“在由小组委员会召开的听证会上被揭露出的恶劣行为包括公司董事和高管严重违反信义义务,他们利用所处职位以及因职务便利获取保密信息,帮助自己进行市场活动。与该类滥用极为相似的行为是大股东对内幕信息的肆意滥用,大股东可以控制公司的发展,能够通过他人难以取得的信息获利,这点是董事和高管无法做到的。”S. Report. No. 1455, 73d Cong., 2d Sess. 55(1934).

[5] 15 U. S. C § 78a - 78ll(1988 & Supp. II 1990).

[6] 15 U. S. C § 78p(1988).

[7] Id. § 78j.

息,其所获得的一切利益归入公司所有。〔8〕第10(b)条规定交易者不得违反委任性规则,使用任何“操纵和误导的手段”。〔9〕该条还被称为“防止欺诈行为的概括性条款”。〔10〕美国最高法院作出判例,认为内幕交易违反了该条防止欺诈行为的条款。〔11〕不仅如此,为约束要约收购及其他形式的公司收购,国会于1968年颁布了《威廉姆斯法》。〔12〕《威廉姆斯法》是《证券交易法》的修正案,第14(e)条作为补充条款禁止所有有关要约收购的欺诈行为,范围相当宽泛。〔13〕1980年,SEC颁布了《证券交易法》项下的14e-3规则,〔14〕旨在进一步细化、规制要约收购中的内幕交易行为。〔15〕

(二)内幕交易的相关规定

根据内幕交易的相关规定,内幕人员利用有重大影响的未公开信息交易公司证券的行为违反了忠实和保密义务。〔16〕理性投资人如果认为某项信息会影响决策,或披露该信息会让投资人对已知信息的“综合认知”产生实质性改变,此类信息是有重大影响的。〔17〕“未公开”信息是指通常情况下普通投资者无法从市场上获悉的信息。〔18〕

各州法律规定公司的特定人员对公司及股东负有忠实和保密义务,

〔8〕 Id. § 78p. 正如员工们计划的那样,理解及遵守第16(b)条的需要已在实际上催生了“家庭式手工业”,但不同形式的赔偿方式已经招致了一系列条文解释的问题。See Peter J. Romeo, *Comprehensive Section 16 Outline 1* (1989)。近日,SEC修订了其颁布的第16条规则。See 17 C. F. R § 240. 16a-1 to 16c-1 (1992)。

〔9〕 15 U. S. C § 78j (1988); 17 C. F. R. § 240. 10b-5 (1992)。

〔10〕 *Chiarella v. United States*, 445 U. S. 222, 226 (1980); 15 U. S. C § 78j (1988)。

〔11〕 *Ernst & Ernst v. Hochfelder*, 425 U. S. 185, 202-03 (1976)。

〔12〕 15 U. S. C § 78m(d), (e) & 78n(d), (e) (1988)。

〔13〕 Id § 78n(e)。

〔14〕 17 C. F. R § 240. 14e-3 (1992)。

〔15〕 *United States v. Chestman*, 903 F. 2d 75 (2d Cir. 1990), vacated, 947 F. 2d 551 (2d Cir. 1991) (全院庭审), cert. denied, 112 S. Ct. 1759 (1992)。

〔16〕 *Dirks v. SEC*, 463 U. S. 646 (1983), *Chiarella v. United States*, 445 U. S. 222 (1980)。

〔17〕 *Basic, Inc. v. Levinson*, 485 U. S. 224, 232 (1988) [quoting *TSC Indus. v. Northway, Inc.*, 426 U. S. 438, 449 (1976)]。

〔18〕 参见关于投资者管理公司, 44 S. E. C. 633, 643 (1971)。

他们利用内幕信息交易证券的行为应被明令禁止。^[19] 判断行为人是否负有该义务,通常是探究其在公司中是否位于可直接或间接提供或获取公司信息的职位,且这些信息仅可用于为公司谋利,不得出于私人目的。^[20] 内幕人员通常包括发行人的董事、高级管理人员、大股东以及核心员工。^[21]

信义义务要求内幕人员在交易公司证券时需披露有重大影响的未公开信息,或自觉放弃交易。^[22] 换言之,除非公司通过向 SEC 公告和(或)登记的方式公开有重大影响的信息,否则内幕人员不得买卖公司证券。^[23] 除需遵循“公开否则禁止交易”这一重要原则外,内幕人员也不得向外部人提供内幕信息,即内幕人员可“从泄露行为中直接或间接获利”的情况下,向外部人士泄露有重大影响的未公开信息。^[24] 获得的利益包括“金钱收益或能够在日后转化为金钱收益的名誉利益……内幕人员以赠与形式向交易关联方或朋友泄露保密信息也构成违反信义义务或利用未公开信息的行为”。^[25] 因此,若内幕人员违反了信义义务,向内幕信息领受人不正当地披露了内幕消息,继而该“领受人亦承担不得根据有重大影响的未公开信息交易的信义义务”。^[26]

美国第二巡回上诉法院审理了 *United States v. Chestman* 一案,该案例判决彰显了内幕交易法律制度最前沿的发展与理论。^[27] *Chestman* 一案涉及内幕消息领受人的责任范围以及 14e-3 规则的有效性这两个重

[19] *Dirks*, 463 U. S. at 653; *Chiarella*, 445 U. S. at 229; *In re Cady, Roberts & Co.*, 40 S. E. C. 907, 912 (1961).

[20] 《投资者管理》, 44 S. E. C. at 643.

[21] *United States v. Chestman*, 903 F. 2d 75 (2d Cir. 1990), vacated, 947 F. 2d 551 (2d Cir. 1991) (全院庭审), cert. denied, 112 S. Ct. 1759 (1992).

[22] *Chiarella*, 445 U. S. at 227; *SEC v. Texas Gulf Sulphur*, 401 F. 2d 833, 834 (2d Cir. 1968), cert. denied, 394 U. S. 976 (1969).

[23] *Id.*

[24] *Dirks*, 463 U. S. at 662.

[25] *Id.*, at 663,

[26] *Id.*, at 660,

[27] 903 F. 2d 75 (2d Cir. 1990), vacated, 947 F. 2d 551 (2d Cir. 1991) (全院庭审), cert. denied, 60 U. S. L. W. 3735 (U. S. Apr. 27, 1992).

要问题。^[28] 该案中,被告 Chestman 是一名注册代理人,他触犯了包括证券欺诈、邮件欺诈、在 SEC 调查期间作伪证在内的 31 条刑事罪名。^[29] Chestman 知道 Waldbaum 公司即将实施要约收购,并利用该信息交易目标公司证券。Ira Waldbaum 是 Waldbaum 公司的总裁,他把公司即将被 A&P 公司(Great Atlantic and Pacific Tea Company)收购的消息泄露给持有本公司股份的亲属。Ira 的侄女并未持有公司股份,但辗转知道了这笔将要发生的交易,她转而告诉了丈夫 Loeb。Loeb 翌日打电话告知他的股票经纪人 Chestman 这一重要消息,Chestman 用 Loeb 的账户、自己的账户以及他手上其他几位客户的账户,买入了 Waldbaum 公司的股票。

第二巡回上诉法院的陪审团意见推翻了地区法院作出的有罪判决。陪审团认为该案中并无充分证据证明 Chestman 知道他获得的信息来源于提供者——Loeb——违反了对其妻或 Waldbaum 家族成员的忠实和保密义务。陪审团一致同意根据《证券交易法》第 10(b) 条推翻定罪。三个独立意见同样以没有充分证据证明 Chestman 知道其获得的信息来源于 Loeb 违反忠实和保密关系,或 14e-3 规则超出了 SEC 的法定权限为由,推翻了因违反 14e-3 规则的定罪。究其本质,陪审团主张本案中针对内幕交易行为提出的指控不成立,系因并无确凿证据显示 Loeb 在泄露消息时有描述此项信息是“机密的”,或 Chestman 负有任何对该信息保密的义务。

1991 年 10 月 7 日,第二巡回法院撤销了陪审团的意见,仅保留伪证罪这一项指控。同时法官以 6:5 的投票结果认定 Chestman 在此次要约收购交易中有欺诈交易行为。法官认为 Loeb 向 Chestman 泄露信息的行为并未违反信义义务或其他义务,并据此推翻了 Chestman 证券欺诈和邮件欺诈的定罪。法院认定 Chestman 不应作为内幕信息领受人或内

[28] 17 C. F. R § 240. 14e-3(1992).

[29] Chestman 起初选择就起诉与 SEC 进行和解。See SEC v. Chestman, Sec. Litig. Release No. 12,345,45 SEC Docket (CCH) 384 (Jan. 11, 1990); SEC Litig. Release No. 11,571,1987 SEC LEXIS 3505 (Oct. 6, 1987).

幕交易行为的协助者或教唆者就此案承担法律责任。^[30]

(三) 当今市场中的内幕交易

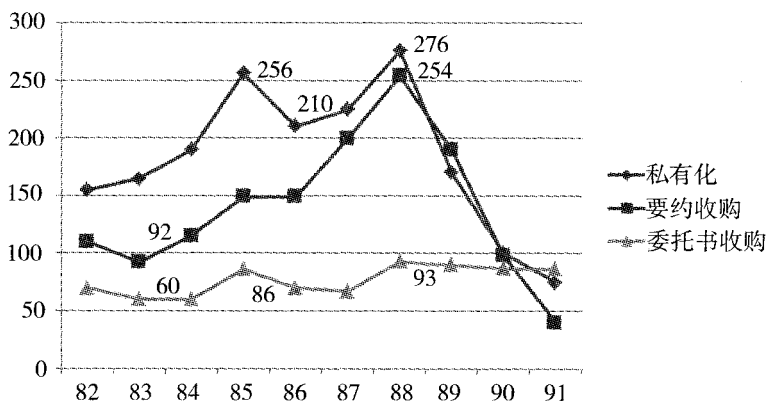
界定一个行为究竟会产生多大的影响是颇具难度的,内幕交易行为产生的影响很难估计,所以内幕交易仍是值得关注的问题。^[31] 随着并购交易数量减少,内幕交易行为的性质已发生明显转变。20世纪80年代,许多人参与了标的额为数百万美元的内幕交易计划,这些计划以恶意收购公司控制权、公司资产重组,以及其他降低恶意收购发生概率的

[30] 继 *Chestman* 案之后,正在审理的或已结案的案件遭遇了诸多挑战。在 *United States v. Willis* 案中,737 F. Supp. 269(S. D. N. Y. 1990),一名精神病医生 Willis 对其内幕交易行为的控告表示认罪。他的病人从其配偶处获知有重大影响的未公开信息,转而 Willis 从他的病人口中获得该信息,并利用该信息交易证券。在 *Chestman* 案之后,地区法院允许 Willis 撤回其认罪答辩;同时,该案起诉书中认为配偶间的关系是一种由信任和秘密构成的关联关系,Willis 提出动议驳回该项起诉,但被地区法院拒绝。本案中起决定性作用的关联关系是病人妻子与病人之间,以及病人与 Willis 之间的关系。法院声称,精神病医生与病人之间是一种“传统的信义关系”。*Id.*, at 271。法院认为,*Chestman* 案的问题集中在难以归类的关联关系上,但这并不适用于本案,因为配偶之间的关系以及病人与医生之间的关系客观存在,并清晰明了。*Id.*, at 275。在 *SEC v. Sloate* 案中,777 F. Supp. 1165(S. D. N. Y. 1991),Sloate 是 Willis 的信息领受人。Sloate 申请动议驳回起诉,因为他认为起诉书中没有合理的权利主张。Sloate 辩称滥用原则仅适用于涉及证券行业的人员,或适用于对证券发行人或公众投资者有欺诈行为的违法者。法院驳回了这一观点,并引用包括 Willis 案和 *Chestman* 案在内的多个判例。*Id.*, at 1171。

[31] *SEC v. Glandt*, SEC Litig. Release No. 13,213,51 SEC Docket(CCH)276(Apr. 6, 1992)(合并交易谈判);*SEC v. Baity*, SEC Litig. Release No. 13,181,50 SEC Docket(CCH)1726(Mar. 9,1992)(两家公司间的收购行为);*SEC v. Toomey*, SEC Litig. Release No. 13,178,50 SEC Docket(CCH)1531(Mar. 3,1992)(被告知道合并交易谈判破裂,为避免损失,利用该信息交易证券);*SEC v. Saul*, SEC Litig. Release No. 13,147,50 SEC Docket(CCH)1171(Jan. 24,1992), SEC Litig. Release No. 12,469,46 SEC Docket(CCH)298(May 8,1990)(拟议公司收购);*SEC v. Shared Medical Systems Corp.*, SEC Litig. Release No. 13,053,49 SEC Docket(CCH)1752(Oct. 21,1991)(公司财务不良状况尚未向公众披露,为避免损失,被告利用该信息交易证券);*SEC v. Moran*, SEC Litig. Release No. 13,013,49 SEC Docket(CCH)1455(Sept. 30,1991)(被告获知公司的不良经营状况,在尚未向公众披露前利用信息交易公司证券);*SEC v. Qmax Technology Group, Inc.*, SEC Litig. Release No. 13,186,50 SEC Docket(CCH)1729(Sept. 27,1991)(为避免损失,董事和高管在知道公司不良财务状况的情况下交易公司证券)。

防御性措施。^[32] 近期出现的内幕交易参与者更少,涉案金额更低,但交易频率变高。^[33]

如前所述,20世纪80年代公司并购数量大幅减少,即使用内幕信息进行股票交易,从中可获得的溢价也十分有限。如下图所示,要约收购的数量在过去12个月中有所下降。^[34] 1991会计年度仅有34起收购行为(其中5起是恶意收购)向SEC进行了登记,与之形成反差的是,1990会计年度共有96起经过登记的收购行为(其中16起是恶意收购)。不同于要约收购,委托书收购的数量保持不变(在过去2年中均为66起)。



注:横坐标为“会计年度”;纵坐标为“数值”。

即使金融环境发生了变化,公司控制权变更的情况近日也有所下

[32] SEC v. Levine, SEC Litig. Release No. 12,804,48 SEC Docket(CCH)639(Mar. 13, 1991), SEC Litig. Release No. 11,144(July 1, 1986); SEC v. Siegel, SEC Litig. Release No. 11,354(Feb. 13, 1987); SEC v. Wilkis, SEC Litig. Release No. 11,145(July 1, 1986); SEC v. Boesky, C. A. No. 86-8767(RO)(S. D. N. Y. Nov. 14, 1986).

[33] See supra note 30.

[34] 本图表由SEC公司融资部提供(数据来源于SEC近10年年报)。

降,但控制内幕交易行为仍然是 SEC 执法工作中的重要内容。^[35]

二、对内幕交易的救济措施

(一) 传统的救济措施

长久以来,SEC 处理内幕交易违法行为时使用的救济措施仅限于向受监管个人或机构发出责令其遵守禁止性规定的强制令和行政命令。近年,SEC 职权范围内的救济措施有所扩张。尽管如此,传统意义上的救济措施仍是 SEC 现行执行工作的重要组成部分。

SEC 通过颁布法定强制令,^[36] 禁止相对人继续实施违法行为。目前,在诸多内幕交易案件中,违法者违反第 10(b) 条^[37] 和 10b-5 规则是最常见的情况。^[38] 若违反 SEC 的行政命令,行政相对人会收到藐视罪的指控,并可能被处以罚款和/或拘留。^[39] 强制令由衡平法上享有管辖权的法院发出。除此之外,法院也可根据衡平法的授权,适用其他救

[35] SEC v. Acree, SEC Litig. Release No. 13,226,51 SEC Docket (CCH) 518 (Apr. 23, 1992), SEC Litig. Release No. 13,219,51 SEC Docket (CCH) 279 (Apr. 9, 1992); SEC v. Ruggiero, SEC Litig. Release No. 13,217,51 SEC Docket (CCH) 278 (Apr. 8, 1992); SECLitig. Release No. 12,772,47 SEC Docket (CCH) 210 (Feb. 4, 1991); SEC v. Rosenberg, SEC Litig. Release No. 12,986,49 SEC Docket (CCH) 1373 (Sept. 24, 1991); SEC v. Stevens, SEC Litig. Release No. 12,813,48 SEC Docket (CCH) 739 (Mar. 19, 1991); SEC v. Louis - Dreyfus, SEC Litig. Release No. 12,777,48 SEC Docket (CCH) 333 (Feb. 14, 1991); SEC v. Finacor Anstalt, SEC Litig. Release No. 12,603,46 SEC Docket (CCH) 1647 (Sept. 6, 1990); SEC v. Glauberman, SEC Litig. Release No. 12,574,46 SEC Docket (CCH) 1385 (Aug. 9, 1990); SEC v. Certain Purchasers of Common Stock and Call Option Contracts for the Common Stock of Contel Corporation, SECLitig. Release No. 12,542,46 SEC Docket (CCH) 1105 (July 13, 1990); SEC v. Goulding, SEC Litig. Release No. 12,500,46 SEC Docket (CCH) 625 (June 5, 1990); SEC v. Foundation Hai, SEC Liti. Release No. 12,353,45 SEC Docket (CCH) 646 (Jan. 18, 1990); SEC v. O' Hagan, SEC Litig. Release No. 12,344,45 SEC Docket (CCH) 384 (Jan. 10, 1990).

[36] United States v. Swift & Co., 286 U. S. 106 (1932).

[37] 15 U. S. C § 78j(b) (1988).

[38] 17 C. F. R § 240. 10b - 5 (1992).

[39] 15 U. S. C § 78ff (1988).

济措施。^[40] 因此,在私用信息案件中,法院可能判令没收违法所得,^[41] 快速取证,^[42] 任命特别管理人或接管人,^[43] 冻结并保存可能会被耗散的资产,^[44] 剥夺公司高管和董事的权利资格,^[45] 向原所有人返还财产,^[46] 或法院职权范围内的其他救济措施。^[47]

SEC 可以向以下人员采用行政监管措施,如经纪人、交易员、投资顾问、投资公司,或与他们相关联的其他个人或机构。^[48] 前述任何受监管个人或机构违反了内幕交易的禁止性规定,SEC 可以对其进行批评教育、责令停止违法行为、暂定业务或撤销注册登记。^[49]

[40] SEC v. Blatt, 583 F. 2d 1325, 1335 (5th Cir. 1978); SEC v. Manor Housing Centers, Inc., 458 F. 2d 1082, 1104 (2d Cir. 1972).

[41] SEC v. Louis - Dreyfus, SECLitig. Release No. 12, 777, 48 SEC Docket (CCH) 333 (Feb. 14, 1991).

[42] SEC v. FinacorAnstalt and Certain Purchasers of Call Option Contracts for the Common Stock of Combustion Engineering, Inc., SEC Litig. Release No. 12, 296, 44 SEC Docket (CCH) 1686 (Nov. 20, 1989).

[43] SEC v. Drexel Burnham Lambert, Inc., SECLitig. Release No. 12, 171, 44 SEC Docket (CCH) 217 (July 21, 1989), SEC Litig. Release No. 12, 062, 43 SEC Docket (CCH) 1080 (Apr. 13, 1989), SECLitig. Release No. 12, 061, 43 SEC Docket (CCH) 1074 (Apr. 13, 1989), SECLitig. Release No. 11, 859, 1988 SEC LEXIS 1865 (Sept. 7, 1988).

[44] SEC v. Sui - kuan Wang, SEC Litig. Release No. 11, 819, 41 SEC Docket (CCH) 713 (July 27, 1988), SEC Litig. Release No. 11, 780, 41 SEC Docket (CCH) 384 (June 27, 1988).

[45] SEC v. Shah, Par Pharmaceutical, Inc., & Patel, SEC Litig. Release No. 13, 191, 51 SEC Docket (CCH) 61 (Apr. 3, 1992); SEC v. Conrard, SEC Litig. Release No. 13, 179, 50 SEC Docket (CCH) 1532 (Mar. 3, 1992); SEC v. Levin, SEC Litig. Release No. 13, 180, 50 SEC Docket (CCH) 1532 (Mar. 3, 1992); SEC v. Keating, SEC Litig. Release No. 13, 118, 50 SEC Docket (CCH) 607 (Dec. 12, 1991); SEC v. Antar, SEC Litig. Release No. 12, 995, 49 SEC Docket (CCH) 1380 (Oct. 9, 1991).

[46] 内幕交易案件中,向原所有人归还财产是一项可行的救济措施,但一般不会寻求这项救济。SEC 最近才开始实施这一措施。See SEC v. San Marino Securities, Inc., SEC Litig. Release No. 12, 660, 47 SEC Docket (CCH) 458 (Oct. 9, 1990), SEC Litig. Release No. 12, 644, 47 SEC Docket (CCH) 458 (Sept. 28, 1990).

[47] SEC v. Blatt, 583 F. 2d 1325, 1335 (5th Cir. 1978); SEC v. Manor Housing Centers, Inc., 458 F. 2d 1082, 1104 (2d Cir. 1972).

[48] 15 U. S. C. § § 15 (a) (4), 80a - 9 (b), 80b - 3 (e) (1988 & Supp. II 1990).

[49] Id.

(二)20 世纪 80 年代的立法

对违反内幕交易的相关规定的当事人,SEC 通常会适用以责令其遵守规定和以行政听证程序为基础的行政救济措施。近 50 年内,SEC 对上述两类措施,形成了一系列的执法程序。但 20 世纪 80 年代初期,内幕交易丑闻造成了恶劣的社会影响,国会认为传统的强制令和听证程序救济已无法起到威慑作用。换言之,SEC 实施的救济措施仅能起到责令违法者不得再次违反相关规定或仅在违法行为发生后没收违法所得,无法真正阻却潜在的违法行为。

因此,国会认为有必要推行其他制裁措施,阻却相关行为的发生,保护证券市场的公平公正。^[50] 继而,国会通过了《内幕交易制裁法》(以下简称 ITSA),^[51] 由里根总统于 1984 年 8 月 10 日签署通过。ITSA 规定,违法者因内幕交易案件缴纳的罚金总额最高可达违法所得或所免损失的 3 倍。换言之,如果行为人利用有重大影响的尚未公开的信息交易证券或把信息透露给其他证券交易者,根据 ITSA,行为人面临着向美联储缴纳巨额民事罚金。^[52]

除 ITSA 中涉及内幕交易行为的救济措施,里根总统于 1988 年 9 月 19 日签署通过了《内幕交易与证券欺诈执行法》(以下简称 ITSFEA),其中也有相关规定。^[53] 具体如下:(1)若公司控制人未能采取有效手段防

[50] 在立法过程中,国会曾声明:在公平公正的证券市场中,所有参与者都以相同的规则进行交易,但内幕交易行为破坏了公众对证券市场的期待,从而威胁到市场发展。立法加强了针对内幕交易行为的处罚措施,以加大对违法行为的威慑。H. R. Rep. No. 355, 98th Cong., 2d Sess. 2 (1984), reprinted in 1984 U. S. C. C. A. N. 2274, 2275.

[51] Pub. L. No. 98 - 376, 98 Stat. 1264 (1984) (codified as amended in scattered sections of 15 U. S. C.).

[52] 15 U. S. C. § 78u - 1 (a) (2) (1988 & Supp II. 1990).

[53] Pub. L. No. 100 - 704, 102 Stat. 4677 (1988) (codified as amended in scattered sections of 15 U. S. C.). 立法过程表明:1988 年《内幕交易和证券欺诈施行法》是能源和商务委员会对过去两年中一系列事件的回应,该法案关注到华尔街上多起严重的滥用行为和违法事件。SEC 认为,应强化现有的执行体系框架,减少持续不断的内幕交易行为及其他市场滥用行为……尤其是 1987 年 10 月 19 日股市崩溃之后,SEC 认为加强立法至关重要,有利于公众重拾对股市公平公正的信心。See H. Rep. No. 910, 100th Cong., 2d Sess. 1 (1988), reprinted in 1988 U. S. C. C. A. N. 6043, 6044.

范公司雇员利用内幕信息进行交易,将提高控制人需缴纳的民事罚金总额;^[54](2)若内幕人员违反内幕交易的相关规定,向外部人泄露内幕信息,SEC可以要求违法者缴纳罚金;^[55](3)要求经纪人、交易员和投资顾问建立、遵守并执行书面规则,避免不当使用有重大影响的尚未公开的信息;^[56](4)对于违反证券法律规定且构成刑事犯罪的交易者,立法提高了最高监禁期限和罚款最高限额;^[57](5)将内幕交易行为发生时的其他同期交易者享有的私人诉权通过立法明确;^[58](6)授权SEC与域外政府性机构进行合作,调查违反证券法律规定的跨国违法行为;^[59](7)授权SEC开展研究,探讨现行证券法律规定的适当性。^[60]

上述成文法与SEC监管证券市场、起诉违法者的长期执法实践相结合,形成一套有效制裁内幕交易行为的执行程序,让SEC不再是没有牙齿的老虎。实践中,若违法者内幕交易的行为已构成刑事犯罪,法院会判决该被告返还违法所得,1989年全年涉案金额约为379,000,000美元,1990年约为78,000,000美元,1991年上升至424,000,000美元。^[61]此外,法院还根据ITSA判处内幕交易案件的被告缴纳民事罚金,1989年全年罚金金额约为28,000,000美元,1990年约为6,000,000美元,1991年约为9,000,000美元。^[62]前述法院判处需返还的违法所得金额,1989年仅履行约209,000,000美元,1990年约为3,000,000美元,

[54] 15 U. S. C. § 78u-1(a)(3) (1988 & Supp. II 1990).

[55] 15 U. S. C. § 78u-1(e).

[56] 15 U. S. C. § § 78o(f), 80b-4a (1988 & Supp. II 1990).

[57] 15 U. S. C. § 78ff (1988).

[58] *Id.* § 78t-1.

[59] *Id.* § 78u(a)(2).

[60] *Id.* § 78b note.

[61] 1989, 1990, and 1991 SEC Ann. Rep. 正如ITSFEA所示,相对人被没收的金额不得高于违法所得。See Pub. L. No. 100-704; 102 Stat. 4677; H. Rep. No. 910, 100th Cong., 2d Sess. 1 (1988), reprinted in 1988 U. S. C. A. N. 6043, 6044。没收行为仅针对违法交易者、直接和间接的信息领受人的违法所得。SEC v. Blatt, 583 F. 2d 1325, 1335 (5th Cir. 1978) [citing SEC v. Commonwealth Chem. Sec., Inc., 574 F. 2d 90, 109 (2d Cir. 1978)]. 该规定确保违法者不会因为或有的市场损失被指控。收缴的对象包括内幕交易违法所得以及因违反联邦证券法律其他条款获得的收益。

[62] 1989, 1990, and 1991 SEC Ann. Rep.

1991 年约为 410,000,000 美元。^[63] 而被告缴纳罚金的情况如下:1989 年共缴纳 28,000,000 美元,1990 年约为 6,000,000 美元,1991 年约为 9,000,000 美元。^[64] 两类款项的应缴金额和实缴金额之间有出入,通常情况,是因为被告向法院提交的公司财务报表中显示其资产不足以执行判决,进而法院免除被告债务。

(三)1990 年《证券执法救济和小额证券改革法》

1990 年 10 月 15 日,布什总统签署通过了 1990 年《证券执法救济和小额证券改革法》(以下简称《救济法》)。^[65] 该法将两部不同的法律结合在一起,目的是对违反联邦证券法的行为,创设新的司法和行政救济途径;^[66] 同时赋予 SEC 权力,在低价股票市场中实施新的监管方案和执行程序。^[67] 该法通过增加救济条款,^[68] 引入新的行政救济措施,对 1933 年《证券法》、^[69] 1934 年《证券交易法》、1940 年《投资公司法》^[70] 和 1940 年《投资顾问法》^[71] 进行修订,授权 SEC 通过联邦法院的司法途径寻求更有效的救济。

《救济法》在内幕交易领域的适用性受到限制(将于下文详述),但发生于 20 世纪 80 年代的内幕交易典型案例大大推动了该法在这一领域的适用与发展。^[72] 参议院报告指出:

“潜在违法者受到巨额利润的引诱,但违法行为被金融监管者发现的风险很小。近些年,市场中出现了历史上最大的内幕交易丑闻……在

[63] Id.

[64] Id. SEC 收集的数据反映出每年实际没收和缴纳罚金金额,但这些数据无法显示处罚行为是何时作出的。所以,当年的罚金很有可能计入下一会计年度中。需注意的是,没收的款项和缴纳的罚金并非支付给 SEC。没收的款项应返还被欺诈的投资者,而罚金实际上是支付给美国财政部。

[65] Pub. L. No. 101-429, 014 Stat. 931 (1990) (codified in scattered sections of 15 U. S. C.).

[66] 15 U. S. C. § 77a, 77g, 77h-1, 78u-2, 78u-3, 78q-1 (1988 & Supp. II 1990).

[67] Id § 78a, 78o, 78q-2, 78s.

[68] Id § 77f, 78u, 80a-41, 80b-3.

[69] 15 U. S. C. § 77a to 77aa (1988 & Supp. II 1990).

[70] 15 U. S. C. § 80a-1 to -64 (1988 & Supp. II 1990).

[71] 15 U. S. C. § 80b-1 to -21 (1988 & Supp. II 1990).

[72] S. Rep. No. 377, 101st Cong., 2 d Sess. 645 (1990).

这样的环境下,是否有能力处理日益增长的执行工作量以及是否有能力施以充分救济以遏制违法行为再度发生,这两项指标对 SEC 执行工作的评价和投资者保护的落实效果尤为关键。”〔73〕

《救济法》授权联邦法院有权判处违反证券法者缴纳罚金,〔74〕唯独将内幕交易行为排除在外,因为这一违法行为仍由 ITSA 和 ITSFEA 管辖。〔75〕由此观之,依据《救济法》规定,SEC 可对违法者处以民事罚金,但需通过联邦法院这一独立的司法系统来实现。虽然联邦法院为 SEC 提供了实现制裁违法行为的补充性权力,但不适用内幕交易案件。〔76〕

SEC 的授权范围扩大,一个重要的体现是《救济法》建立的罚金金额计算方法不同。〔77〕该法确定了“不同档次”的罚金,这对区分违法行为的性质至关重要。这一制度设计代替了以往罚金金额最高不得超过违法所得或所免损失 3 倍的规定。〔78〕针对任何违反证券法律相关规定的行为,第一档或最低档罚金标准为:自然人不超过 5000 美元;其他主体不得高于 100,000 美元。〔79〕第二档或中间档罚金金额标准为:自然人以 50,000 美金为限;其他主体不得超过 250,000 美元。〔80〕如果违法行为涉及证券舞弊、欺诈、价格操纵或行为人明知行为违法,则适用第二档罚金标准。〔81〕只有同时满足如下两项要求时,方可使用第三档或最高档的标准:〔82〕第一,违法行为涉及证券舞弊、欺诈、价格操纵或行为人明知行为违法;〔83〕第二,违法行为必须直接或间接导致了重大损失,或

〔73〕 Id. , at 2.

〔74〕 15 U. S. C. § 77t, 77u, 80a-9, 80b-3 (1988 & Supp. II 1990).

〔75〕 15 U. S. C. § 77t(d)(1) (Supp. II 1990).

〔76〕 根据《救济法》,内幕交易人仅在既未获利也未避免损失的情况下需要缴纳民事罚金。ITSA 以成文法明确罚金仅可施于有违法所得或避免损失的内幕交易行为。这并不排除《救济法》条文的适用。See *supra* note 60.

〔77〕 15 U. S. C. § 77t(d)(2) (Supp. II 1990).

〔78〕 Id.

〔79〕 Id. § 77t(d)(2)(A).

〔80〕 Id. § 77t(d)(2)(B).

〔81〕 Id.

〔82〕 Id. § 77t(d)(2)(C).

〔83〕 Id.

形成可能导致重大损失的显著风险,或违法所得数额巨大。^[84] 另外,即便罚金总额超过了该法规定的金额上限,法院也可判处违法者缴纳与违法所得总额相等的罚金。^[85]

在特定执行措施中 SEC 亦可要求相对人缴纳罚款。^[86] 行政罚款与法院判处的民事罚金适用相同标准,不同之处在于行政罚款需以证明当事人有“故意”之主观意愿为前提。^[87] 更重要的是,规定 SEC 有权实施行政罚款的规定并未排除内幕交易,所以这一救济手段可适用于内幕交易行为。^[88]

《救济法》也规定,联邦地区法院有权禁止或强令证券违法者暂停职务,不得担任上市公司的董事或管理人员。^[89] 若违反反欺诈条款的行为被认定是“实质性不公”,^[90] 违法者不得在已进行注册登记的发行公司中担任董事或管理人员。内幕交易行为通常违反了反欺诈条款,所以如果有“不公平”现象,违法者很可能被限制担任董事或高管。^[91]

除此之外,《救济法》授权 SEC 可以在经通知、召开听证会等法定程序后,向违法者发出永久性或暂时性的禁令。^[92] SEC 可以对任何违法者发出永久性禁令。^[93] 如果一项违法行为或潜在违法行为可能导致资产减损、财产转移、对投资者的重大损害,或可能导致对公共利益的实质

[84] Id.

[85] Id.

[86] Id. § 78u-2, 80a-9(d), 80b-3(i).

[87] Id. 《救济法》规定,除内幕交易外,任何联邦证券法律违法行为都可以施加民事罚金。任何违反证券法律的行为都可以被施以行政罚款,但 SEC 的处罚权同样受到法定罚金等级的限制。金额究竟是和罚金等级保持一致,还是等于违法所得,需要 SEC 根据实际情况加以权衡。Id. § 80b-3(i)(2).

[88] 比较 15 U. S. C. § 78u(d)(3)(A)(Supp. II 1990)(民事罚金不得适用于内幕交易违法行为)与 15 U. S. C. § 78u-2(a)(Supp. II 1990)(民事罚金可适用于内幕交易违法行为)。

[89] 15 U. S. C. § 77t(e), 78u(d)(2)(Supp. II 1990).

[90] See *supra* note 44.

[91] SEC v. Keating, SEC Litig. Release No. 13, 118, 50 SEC Docket(CCH)607(Dec. 12, 1991)(SEC 可请求剥夺董事/高管的资格)。

[92] 15 U. S. C § 78u-3(Supp. II 1990).

[93] Id § 78u-3(a).

性损害,SEC 会向作出该行为的违法者和关联方发出暂时性禁令。^[94] 举行听证会期间,行政相对人不得实施违法行为,但可采取措施防止违法行为的不利后果扩大。^[95] 若相对人收到 SEC 发出的暂时性禁令,可在 10 日内向联邦地区法院申请进行复审。^[96] 如果禁令不经听证程序即发出,相对人需首先向 SEC 申请召开听证会,若仍未召开方可寻求司法救济。^[97] 收到永久性禁令的相对人可以向联邦上诉法院申请复审。^[98]

三、内幕交易案件和解的考量因素

正如前文所提及的,美国立法建立了内幕交易行为的法律及救济制度框架,并要求 SEC 推行内幕交易案件的和解。在适用及执行法律的过程中,虽然 SEC 试图确保法律的一致性与可预期性,但也必须“对症下药”,考量每一项违法行为和每一个违法者的特殊性,选择合适的救济手段,在此基础上行使自由裁量权。若要符合上述要求,和解制度本身必须具有足够的灵活性,因“案”制宜,处理各起案件中的不同之处。同时,和解制度也必须确保具有一致性和可预测性,达到立法和公平正义原则所明确追求的威慑效果。

立足于内幕交易这一背景讨论和解制度的原理、规则和实践现状将让各界受益良多,但可能陷入不够明确、可执行度不高的困境。SEC 可实施多种救济手段,包括禁令性救济、没收违法所得及利息,以及罚金等。SEC 确实通过上述行政措施处理了绝大部分案件。^[99] 然而,在考虑是否要或者如何就一起内幕交易案件达成和解协议时,SEC 并不是刻板地遵循绝对的原则或仅考虑单一事实。因此,当涉案人员与 SEC 就

[94] Id. § 78u-3(c).

[95] Id.

[96] Id. § 78u-3(d)(2).

[97] Id. § 78u-3(d)(1).

[98] 15 U. S. C. § 77i(1988).

[99] See *infra* notes 113-145 以及讨论救济措施判例的附文。

和解协议进行谈判时,能够减轻或加强违法行为后果的任何事实均被纳入考虑范围。这样做既可避免当事人被一套缺乏灵活性的和解标准或准则束缚,在和解协议谈判过程中保证应有的创造力,还能够不同案件中维持法律的一致性。

接下来的讨论将主要集中于一些影响和解协议的政策考量因素以及和解制度实行过程中反复出现的问题,主要包含 SEC 为内幕交易案件和解制度所设定的原则性目标,以及减轻和加重违法者责任的不同情节。这些情节在某些案件中可能会影响最终的和解协议。

(一) 行政执法的目标

内幕交易不仅损害了涉案证券其他同期交易者的利益,从整体上看,会对市场产生广泛的负面影响。如何在发现及解决内幕交易案件过程中起到对违法者的威慑作用,是 SEC 的核心目标。减少内幕交易的发生有助于建立一个诚实公平的证券市场,借此保护公共利益。各执行程序在选择所适用的救济方式时,大都以能否起到威慑作用为重要考量依据。遵守禁止性规定作为传统的救济方式,就是一种威慑措施。如果获此禁令的当事人再次违反法律,其可能因为藐视法律而被施以更多处罚。传统上,SEC 会没收违法所得或所免损失,可见相对人的不当得利都会被依法剥夺。^[100]

随着 ITSA 和 ITSFEA 两部法案的颁布,立法试图加大内幕交易违法者的民事责任,从而强化对内幕交易的威慑。^[101] 该制度是基于下述理论提出的:潜在违法者会理性地计算违法行为的成本和收益,若预期收益超过了被发现的风险和预期成本,则其更倾向于违反法律。^[102]

除法院所施救济措施的附属性举措外,一般而言,SEC 会在内幕交易案件中采用职权范围内的行政救济手段。^[103] 充分考虑违法行为的严

[100] See *infra* notes 113 - 145, 作为支持 SEC 发出禁令和没收违法所得的案例。

[101] See *supra* note 49.

[102] See generally Pub. L. No. 98 - 376, 98 Stat. 1264 (1984); Pub. L. No. 100 - 704, 102 Stat. 4677 (1988).

[103] SEC v. Levin, SEC Litig. Release No. 12, 804, 48 SEC Docket (CCH) 639 (Mar. 13, 1991), SEC Litig. Release No. 11, 605, 39 SEC Docket (CCH) 881 (Nov. 16, 1987), SEC Litig. Release No. 11, 144 (July 1, 1986); SEC Litig. Release No. 11, 117 (May 12, 1986).

重程度和性质后,SEC 一般会在联邦法院介入前解决案件。笔者认为,这种做法是可行的,在《救济法》中终止权的规定下,一些违法行为难以通过行政手段进行解决。

即使在 20 世纪 80 年代,案件高度公开化的情况下,内幕交易行为的处理在执法中仍然占据着重要位置。例如,1990 会计年度 SEC 处理了 38 起内幕交易案件,1991 会计年度处理了 36 起内幕交易案件。^[104]在这些案件中,无论是对于特定相对人还是市场整体,威慑的效果都十分重要。理论上,和解制度可同时达成这两个目标。如果一个案件中存在特别恶劣的行为,必须向市场传递出威慑信号以防范相同行为的再次发生,那么 SEC 工作人员在谈判过程中会采用更强硬的态度,如果相对人不接受 SEC 提出的和解条款,SEC 可能就该案提起诉讼,通过法院获得更高额的罚款。^[105]但是,因为所涉及的股票以及威慑作用需指向更具体的个人,如果违法行为不很恶劣,SEC 工作人员在谈判罚金数额或其他形式的救济措施时,会更加灵活。

(二) 和解程序中的事实考量

内幕交易案件中,若想 SEC 接受和解方案,其中的各项措施带来的威慑作用不得低于相对人应遵守的禁止性规定。因此,在 SEC 谈判过程中,处罚措施是否适当是值得反复斟酌的问题,如没收违法所得、支付预估利息、缴纳罚金、董事/高管从业禁令,暂时或永久禁止受监管主体

[104] e. g. SEC v. Qmax Technology Group, Inc., SEC Litig. Release No. 13,186,50 SEC Docket(CCH)1729(Sept. 27,1992);SEC v. Acree,SEC Litig. Release No. 13,226,51 SEC Docket(CCH)284(Apr. 23,1992),SEC Litig. Release No. 13,219,51 SEC Docket(CCH)279(Apr. 9,1992);SEC v. Ruggiero,SEC Litig. Release No. 13,217,51 SEC Docket(CCH)277(Apr. 8,1992),SEC Litig. Release No. 12,772,47 SEC Docket(CCH)210(Feb. 4,1991);SEC v. Glandt,SEC Litig. Release No. 13,213,51 SEC Docket(CCH)276(Apr. 4,1992);SEC v. Toomey,SEC Litig. Release No. 13,178,50 SEC Docket(CCH)1553(Feb. 20,1992);SEC v. Saul,SEC Litig. Release No. 13,147,50 SEC Docket(CCH)1171(Jan. 27,1992),SEC Litig. Release No. 12,469,46 SEC Docket(CCH)298(May 8,1990);SEC v. Shared Medical Systems Corp.,SEC Litig. Release No. 13,053,49 SEC Docket(CCH)1172(Oct. 21,1991);SEC v. Moran,SEC Litig. Release No. 13,013,49 SEC Docket(CCH)1455(Sept. 30,1991).

[105] 当然,总有其他各种各样的问题会影响谈判,包括过往案件的影响,以及审判中的不利判决如何影响威慑效果和内幕交易法律体系的发展。

准入该行业。^[106]

ITSA 通过后,SEC 处以民事罚金的金额至少相当于相对人在交易中的违法所得或所避免的损失。^[107] 然而,即使是这项重要的经验法则,也并非一成不变。在数起内幕交易案件中,协商的罚金数额相当于相对人在非法交易所免损失或所获利益的 1.5 倍或 2 倍。^[108] 如果案件无法通过和解的形式解决,SEC 将在民事诉讼中请求数额高达获利或所免损失 3 倍的罚金。^[109] 大约从 1989 年年末起,SEC 开始要求相对人支付违法所得的预估利息。^[110] 这一制度设计的原理十分简单——通过欺诈行为获利的人,从获利起直至被监管机构要求返还违法所得这一期间内,都不得使用违法所得的利息。

就 SEC 执法而言,内幕交易行为的风险/收益分析必须考虑以下因素:通常情况下,法定禁令、没收违法所得、支付预估利息以及金额不少于违法所得或所免损失 1 倍的罚金是必要的惩处措施。民事诉讼、潜在的刑事调查和控诉,以及由监管机构或自律组织实施的行为,这些或有措施不以 SEC 和解前的磋商或达成的决议为必要条件,但是均可能对结果带来影响。

SEC 在决定采用何种救济手段时,亦会考虑不同的减轻或加重情节,包括:相对人行为的恶劣程度,违法行为后果的严重性,相对人的职业,相对人在调查中的配合程度,是否有妨碍公正或作伪证的证据,相对人证词的可信度,以及违法所得或所免损失的金额。

1. 行为的恶劣程度

显然,相对人的行为越恶劣,SEC 和该相对人有可能达成一份惩罚

[106] 其他附属救济方式,如冻结资产或指定资产管理人,也可以用于和解协议。

[107] e. g., SEC v. Boesky, SEC Litig. Release No. 11,288,1986 SEC LEXIS 363 (Nov. 14,1986).

[108] e. g., SEC v. Petit, SEC Litig. Release No. 12,693,47 SEC Docket(CCH)1172 (Oct. 21,1990) (2 倍罚金); SEC v. Decker, No. 92-0507-R (W. D. Va. June 29,1992) (1.5 倍的罚金).

[109] 15 U. S. C. § 78u-1(a)(2) (1988 & Supp. II 1990) (3 倍损害赔偿金条款).

[110] e. g., SEC v. Bluestone, SEC Litig. Release No. 12,589,46 SEC Docket(CCH)520 (Aug. 2,1990).

力度较大的和解协议。相对人利用信息的获利金额,^[111]是否使用代理人账户或伪造文件,^[112]是否作伪证^[113]或在内幕交易问询开始时,是否妨碍问询进行,这些因素在 SEC 与相对人的谈判过程中起到十分重要的作用。内幕交易案件中的相对人,可以仅是临时起意的内幕信息获得者,也可以是有所预谋并长期滥用信任、违反信义义务的个人。下述考量因素有时会用于衡量相对人行为的恶劣程度。

(1) 违法行为的次数

造成严重后果内幕交易案件中的违法者大多有这样的情形:他们在一系列不同证券的交易,均以内幕信息为基础。违法行为反复发生,通常会对股东和市场造成更大的损害,可推断,将来产生同类违法行为的可能性也很大。这也为严厉的制裁手段,如没收非法所得、补偿由违法行为导致的社会成本以及遵守禁止性规定,提供了实施依据。

例如,在 SEC v. Boesky 案中,^[114] SEC 就 Boesky 一系列违法交易行为提起诉讼。^[115] Boesky 既不承认也不否认所指控违法行为,但 Boesky 同意执行法庭命令,一是永久性禁令,不得违反证券法;二是没收 50,000,000 美元,并将约 50,000,000 美元的资产转移至美国财政部,

[111] SEC v. Siegel, SEC Litig. Release No. 11,354,1987 SEC LEXIS 2581 (Feb. 13, 1987).

[112] SEC v. Levine, SEC Litig. Release No. 12,804,48 SEC Docket (CCH) 639 (Mar. 13, 1991), SEC Litig. Release No. 11,065,1987 SEC LEXIS 3189 (Nov. 16, 1987).

[113] SEC v. Chestman, SEC Litig. Release No. 12,345,45 SEC Docket (CCH) 384 (Jan. 11, 1990), SEC Litig. Release No. 11,571,39 SEC Docket (CCH) 502 (Oct. 6, 1987).

[114] SEC Litig. Release No. 11,288,1986 SEC LEXIS 363 (Nov. 14, 1986). For the criminal disposition see United States v. Boesky, No. 87 CR 378, 1989 U. S. Dist. LEXIS 4090 (S. D. N. Y. Apr. 23, 1989).

[115] 起诉书中指控,Boesky 违反了第 10(b) 条和第 14(e) 条及其项下第 10b-5 规则和第 14e-3 号规则。Boesky 控制特定实体(关联实体)运营或进行投资,运用这些实体参与证券的公开交易,并以关联实体的名义下订单买卖证券。起诉书进一步指控,Boesky 从 Levine(纽约前投资银行家)取得了某些公司的重大非公开信息,这些公司的证券已在 SEC 或国家交易所进行注册,并且这些公司将进行公司收购、兼并或其他形式的商业联合或特别交易行为。这些信息都是保密的,Boesky 明知或应知这些事实,但他职权滥用、违反信义义务或其他信托或保密关系获取信息。起诉书指控,在 1985 年 2 月至 1986 年 2 月期间,Boesky 在获悉前述信息的情况下,通过关联实体影响了特定证券的交易。Boesky 通过内幕交易获利总额约 9,075,000 美元。在另外一系列涉及众多公司的违法交易中,Boesky 获利总额至少为 50,000,000 美元。

作为 ITSA 所规定的罚金,换言之,被告共需支付约 100,000,000 美元。Boesky 同时也接受行政命令,不得与任何经纪人、交易员、投资顾问、投资公司或市政证券交易员发生任何关联关系。

Boesky 的违法行为涉及多只股票交易,与多家上市公司的并购相关,对市场产生了重大负面影响,^[116]无论是 Boesky 还是有类似行为的人都应该受到严厉制裁,确保未来不得再次发生此类违法行为。^[117]

(2) 交易与内部信息的相关性

ITSA 和 ITSFEA 都规定,罚金的估算标准不仅以违法者的违法所得为基础,也可以内幕信息领受人的获利为基础。^[118]内幕交易人如果将信息也提供给他人,两个或两个以上个人通过联合交易都损害了投资者的利益,会加大内幕交易行为带来的社会影响。两种行为同时存在的情况下,救济措施的执行成本也会上升。一般而言,相较于信息提供者,SEC 调查和起诉信息领受人的难度更大。社会影响和执行成本的上升,既为内幕信息使用和提供者施以更严厉的处罚提供了依据,另外,更多的人可能会以内幕信息领受人的身份受到调查。

SEC v. Bluestone 案^[119]为泄露内幕信息的和解提供了示范。Bluestone 案中,SEC 以 Bluestone, Bartnick, Lopatin, Miller, Rosen 以及密歇根一家律所所有合伙人为被告,向法院提起诉讼,指控他们利用内幕消息进行交易并且互相提供内幕消息。^[120]

起诉状指出,从 1988 年 5 月 2 日起,Bluestone 在获悉重大非公开信

[116] generally James Sterngold, Boesky Sentencing Today To Be Closely Watched, N. Y. Times, Dec. 18, 1987, at D1; Barbara Bradley, Wall Street Waits for Indictments, The Christian Science Monitor, Feb. 10, 1987, at 3; Michael A. Hiltick, Why the Boesky Insider Trading Case Rocked Wall Street, Los Angeles Times, Dec. 1, 1986, at B1.

[117] 关于情节恶劣且多次发生的违法行为,存在一些已通过和解解决的相关案例, See SEC v. Levine, SEC Litig. Release No. 12,804,48 SEC Docket(CCH)639(Mar. 13, 1991); SEC Litig. Release No. 11,605,39 SEC Docket(CCH)881(Nov. 16, 1987), and SEC Litig. Release No. 11,117(May 12, 1986).

[118] 15 U. S. C. § 78u(Supp. II 1990).

[119] SEC Litig. Release No. 12,589,46 SEC Docket(CCH)1520(Aug. 27, 1990).

[120] Complaint for Permanent Injunction and Other Equitable Relief, No. 90-72725(E. D. Mich. Filed Aug. 22, 1990), summarized in SEC Litig. Release No. 12,589,46 SEC Docket(CCH)1520(Aug. 27, 1990).

息的情况下卖出 Zenith 公司的股票。Bluestone 作为 Zenith 的董事会成员,利用其职位优势获悉 Zenith 公司已无法偿还银行贷款,构成违约并授权公司董事长申请破产。^[121] SEC 同时指控 Bluestone 直接或间接向 Bartnick, Lopatin, Miller 和 Rosen 提供内幕信息,他们均在明知该信息系重大非公开的情况下,卖出了自己名下 Zenith 公司的股票。另外, Bluestone 提供信息的行为也违反了他对 Zenith 公司及其股东的信义义务。^[122] 在持有该重大非公开信息的情况下, Bartnick, Lopatin, Miller 和 Rosen 被指控以约 2 美元每股的价格,分别卖出 22,500 股、14,668 股、16,000 股和 6000 股 Zenith 公司股票。

Bluestone, Bartnick 和 Rosen 既不肯定也不否认所指控违法行为,但同意执行法庭命令,遵守禁止性规定,不得再次实施前述违反证券法律条款的行为,并由 SEC 没收各被告的违法所得,分别为 42,167.66 美元、17,796.72 美元和 4617.91 美元及相应的预估利息。^[123] 法院的最终判决判令 Bluestone, Bartnick 和 Rosen 支付 ITSA 法下的民事罚金,金额等同于他们避免的损失; Bluestone 和 Bartnick 两人还需支付 ITSA 法下规定的额外罚金,金额等同于他们的直接信息领受人(如起诉书所指控)避免的损失。^[124] 因此, Bluestone 和 Bartnick 不仅因为自身实施的内幕

[121] 具体地讲,起诉书中指控被告违反了《证券交易法》第 10(b)条及其项下 10b-5 规则和《证券法》第 17(a)条。1988 年 5 月 1 日,一个周日晚上, Zenith 另一名董事会成员在新泽西的一家宾馆内打电话给 Bluestone,告知其当天召开的临时董事会的主要内容,包括与银行集团进行谈判的情况以及董事会授权董事长提交破产申请的决定。

[122] SEC 指控 5 月 2 日早晨, Bluestone 在其办公室中将 Zenith 财务状况正在恶化的情况告诉 Bartnick。根据起诉书, Bluestone 在一场人身伤害庭审的休息期间中打电话给银行。作为个人贷款的抵押, Bluestone 先前将所持有 Zenith 的股票质押给该银行。电话中, Bluestone 向银行职员发出指令,以 2 美元或更好的价格出售 50,000 股 Zenith 股票。起诉书中指控, Bluestone 或 Bartnick 为获得直接或间接的利益,向 Lopatin, Rosen 和 Miller 泄露了上述有重大影响的未公开信息,违反了他们对 Zenith 及股东的信义义务。

[123] SEC v. Bluestone, SEC Litig. Release No. 12,589,46 SEC Docket(CCH)1520,1520 (Aug. 27,1990).

[124] *Id.*, at 1521. 诉讼过程中, Lopatin 和 Miller 通过同意行政命令的方式接受和解,并不得再次违反证券法律中的反欺诈条款。根据指令, Lopatin 应上缴两名相对人所避免的损失总额,并为二者行为缴纳 1 倍的 ITSA 罚金。因此, Lopatin 应上缴 22,315.95 美元,外加 4967.55 美元的利息,以及 22,315.95 美元罚金。

交易行为受到处罚,也因为直接信息领受人所避免的损失而遭受处罚。^[125]

(3) 行为的欺诈性和对调查的规避

许多内幕交易人通过用虚构的名字进行交易,^[126]或与他人签署利润共享协议,^[127]在受银行保密法或相关保密法规保护的银行进行交易,以掩盖他们的违法行为。与在交易中未掩盖身份的行为人相比,该行为的性质更为恶劣。这一行为表示行为人知悉该行为违法,且对实施欺诈有必要的认知。

行为人尽全力掩盖身份增加了 SEC 调查内幕交易违法行为的难度,降低了实施调查和逮捕的可能性。为保证对内幕交易行为的威慑效果,需合理地增加处罚措施的严厉程度。^[128]落实到实践中,既然调查和

[125] 该案包含了负有信义义务的相对人交易证券及泄露内幕信息的行为。该相对人是一名律师,信息领受人同样是律师。由于该违法行为已有确凿证据,相对人可能受到严厉的行政制裁,如其他涉及泄露内幕信息但已和解案件,See SEC v. Stevens, SEC Litig. Release No. 12,813,48 SEC Docket(CCH)739(Mar. 19,1991);SEC v. Jabour,SEC Litig. Release No. 12,597,46 SEC Docket(CCH)1596(Aug. 29,1990).

[126] SEC v. Levine,SEC Litig. Release No. 12,804,48 SEC Docket(CCH)639(Mar. 13,1991),SEC Litig. Release No. 11,605,39 SEC Docket(CCH)881(Nov. 16,1987),SEC Litig. Release No. 11,144(July 1,1986);see also SEC Litig. Release No. 11,117(May 12,1986).

[127] SEC v. Levine,SEC Litig. Release No. 12,804,48 SEC Docket(CCH)639(Mar. 13,1991),SEC Litig. Release No. 11,605,39 SEC Docket(CCH)881(Nov. 16,1987),and SEC Litig. Release No. 11,144(July 1,1986);SEC v. Boesky,SEC Litig. Release No. 11,288,1986 SEC LEXIS 363(Nov. 14,1986).

[128] 行为人通过境外法域隐藏违法交易的可能性正在降低。SEC 已与多国签署了谅解备忘录(MOU),并引入了紧急行动制度用以冻结美国经纪行来自于海外的利润资产。See Michael D. Mann & Joseph G. Mari,*Developments in International Securities Law Enforcement and Regulation*, Conference on International Securities Markets(1991). See, e. g., *Communique between the United States Securities and Exchange Commission and the Costa Rican Comision Nacional De Valores*, International Series Release No. 331(Oct. 16,1991); *Communique between the United States Securities and Exchange Commission and the Swedish Financial Supervisory Authority*, International Series Release No. 322(Sept. 30,1991); *Memorandum of Understanding on Mutual Assistance and the Exchange of Information Between the United States Securities and Exchange Commission and the United Kindom Department of Trade and Industry – Securities and Investments Board*, International Series Release No. 323(Sept. 30,1991).

逮捕的可能性降低了,针对试图掩盖内幕交易行为的违法者有必要加大责任,实施更为强硬的措施来确保威慑作用。

例如,在 SEC v. Levine 案中,^[129] SEC 向法院提交起诉状,指控 Levine 利用内幕信息交易了 54 家公司证券。Levine 是一位投资银行家,起诉书中指控其获悉关于公司进行要约收购、合并、杠杆收购及其他控制权变化的信息,随后根据这些信息通过巴哈马的银行账户秘密地交易证券。Levine 同意接受永久性禁令——禁止其违反联邦证券法律中特定的反欺诈条款,同意不得与任何经纪人、交易员、投资顾问、投资公司或市政证券交易员发生关联关系,并上缴总额约为 11,600,000 美元的违法所得。

无独有偶,在 SEC v. Wilkis 一案中,^[130] SEC 指控 Wilkis——一位投资银行家——通过在瑞士信贷(巴哈马)有限责任公司、新斯科舍银行信托(开曼)有限责任公司和吉尼斯马翁银行有限责任公司开设的银行账户以及在开曼群岛开设的银行账户秘密地买卖证券。Wilks 起初通过 Rupearl Ltd. ,(一家位于巴哈马的公司)名下的账户进行证券交易。SEC 着手调查后,他将持有的全部财产转移至一家名为 Middleside Ltd. ,的利比里亚公司。这位投资银行家被指控同时控制两家公司,以及由于密谋交易至少 50 家公司的证券而获得约 3,000,000 美元的违法收入。他和 Levine 一样,被指控向他人泄露因投资银行家的职务便利获得的内幕信息。Wilks 同意接受不得违反证券法反欺诈条款的永久性禁令,上缴共约 2,500,000 美元的违法所得,以及价值约 800,000 美元的额外财产,同时不得与任何经纪人、交易员、投资顾问、投资公司或市政证券交易员发生关联关系。

违法者积极地试图掩盖其违法交易,一旦违法行为大白于天下,应

[129] SEC Litig. Release No. 12,804,48 SEC Docket (CCH) 639 (Mar. 13,1991), SEC Litig. Release No. 11,605,39 SEC Docket (CCH) 881 (Nov. 16,1987), SEC Litig. Release No. 11,144 (July 1,1986); see also SEC Litig. Release No. 11,117 (May 12, 1986).

[130] SEC Litig. Release No. 12,804,48 SEC Docket (CCH) 639 (Mar. 13,1991); SEC Litig. Release No. 11,605,39 SEC Docket (CCH) 881 (Nov. 16,1987); SEC Litig. Release No. 11,145, (July 1,1986).

有合理预期 SEC 在谈判中会适当地展现出更为强势的态度。

2. 相对人的职业

相对人的职业是在和解协议谈判过程中应考虑的因素,它决定了相对人应承担的责任,也表明了威慑作用存在的必要性。公司董事、高管和传统内幕交易人应适用更高的监管标准,如有违反,SEC 在和解协议中会提出更严苛的要求。内幕交易责任的基本理论前提是公司董事和高管对公司和股东负有信义义务。^[131] 传统上内幕人员责任的界定非常清晰,涉及传统内幕人员的案件通常诉讼风险较低。内幕信息人对信息的滥用让人们认为市场被操控,个人投资者无法与“内幕人”相竞争,市场也因为这些享有权力的人作弊而缺乏公正性。

另外,大量后果严重、涉及多重交易的内幕交易行为要求对传统内幕人员以外的其他信息不当获得者采取行动。传统的内幕人员通常仅可获知能够影响他或她所在公司的信息,不同的是,涉及滥用案件的行为人(如投资银行家、律师)可以根据与多位公司客户间的特殊关系而获得诸多公司的机密信息。这些行为人获知信息的途径更有必要被规制,他们违法行为产生的风险可能会对证券市场的完整性造成更大的损害。

例如,在 SEC v. Glauberman 一案中,^[132] SEC 对如下人员提起诉讼: Glauberman(律师)、Smith(交易所注册代表)、Lori Glauberman(交易所注册代表)、Jeffer,Correra、Patrick 和 Jeffer Management Corporation(简称 JMC)。^[133] Glauberman,当时是一家纽约律所 Skadden, Arps, Slate, Meagher and Flom(Skadden)并购部门的律师,他被指控就约 29 项实际

[131] See supra note 18.

[132] SEC Litig. Release No. 12,574,46 SEC Docket(CCH)1385(Aug. 9,1990).

[133] Complaint for Permanent Injunction and Other Equitable Relief, No. 90 Civ. 0252, (S. D. N. Y. filed Aug. 9, 1990), summarized in SEC Litig. Release No. 12,574,46 SEC Docket(CCH)1385(Aug. 21, 1990). SEC 发出永久性禁令,禁止被告违反《证券交易法》第 10(b)条及第 14(e)条,以及项下 10b-5 规则和 14e-3 规则。SEC 亦从被告处没收了超过 41.8 亿美元的违法所得和 ITSA 规定的民事罚金。

或拟议的公司交易向 Smith 提供内部消息。^[134]

Glauberman, Lori Glauberman, Correr, Jeffer 和 JMC 既不承认也不否认所指控违法行为,但均同意执行永久性禁令,不得再次违反证券法第 10(b)条、第 14(e)条、第 10b-5 条及第 14e-3 条规则。根据达成的合意,Glauberman, Lori Glauberman 和 Correr 分别同意上缴 221,098 美元、19,135 美元和 496,842 美元违法所得。Jeffer 和 JMC 共计上缴 1,773,092 美元。Glauberman, Jeffer 和 JMC 还需支付特定金额的民事赔偿,其中 Lori Glauberman 支付 19,135 美元,金额等于她被指控的违法收入。Jeffer, Correr 和 Glauberman 不得与任何经纪人、交易员、投资顾问、投资公司或市政证券交易员发生关联关系。针对 Patrick 和 Smith 的案件仍在审理中。

从 Glauberman 案足以看出专业人士的违法行为对交易和市场活动的破坏性有多大。如上文所述,传统内幕人员涉案时,需要有强大的威慑作用,鉴于此 SEC 签署的和解协议条款大多繁复。相比之下,证券从业人员和律师可以获悉更多的重大非公开信息,需要对他们施以更强大的威慑以及更严厉的处罚。^[135]

3. 配合调查情况或其他特殊的减轻情节

SEC 还需考虑相对人对 SEC 调查及其他州和联邦机构调查的配合程度。一种观点认为,对配合调查及主动坦白的违法者可减少没收的违法所得金额(如在证据有争议时)或减轻处罚。如果相对人的证词有助于调查交易或他人行为,上述观点也可适用。配合调查的相对人通过协

[134] 根据起诉书,自 1984 年 1 月至 1988 年 6 月,Smith 为 Glauberman 的利益在一个特殊账户中交易证券,并据此交换获得有重大影响的未公开信息,Smith 向 Glauberman 支付了 5 万多美元。起诉书进一步指控,Smith 在获悉内幕信息期间交易股票,获利超过 110 万美元。Smith 被指控向 Jeffer, JMC, Correr 和 Patrick 提供该信息,信息领受人也根据掌握的内幕信息进行证券交易。为换取该重大非公开信息,Jeffer, JMC, Correr 和 Patrick 向 Smith 支付现金,给他介绍了一些经纪业务并提供文件供其“研究”,以掩盖 Smith 利用有重大影响的未公开信息进行交易的事实。SEC 同时指控 Glauberman 或 Smith 把内幕信息告诉了 Glauberman 的姐姐——Lori Glauberman,在 Bear Stearns 的优先股部门担任副董事。Lori Glauberman 利用该信息交易了至少 11 家公司的证券或期权,获利 19,135.92 美元。

[135] 另一起已和解的内幕交易案件中,被告的职业是相关的,See *United States v. Willis*, 737 F. Supp. 269 (S. D. N. Y. 1990).

助 SEC 调查及起诉实施欺诈的行为人,大大降低执行成本,增强了施加于内幕交易行为的威慑。另一个需要考虑的因素是相对人是否采取适当措施减轻违法行为的后果。^[136]

同样地,若相对人阻却或妨碍 SEC 调查,他们无法在谈判过程中获得 SEC 的同情,也将受到更严厉的制裁。国会颁布 ITSA 和 ITSFEA 的部分原因,就是因为调查内幕交易行为具有难度,需要更具威慑力的救济措施。^[137] 这一难度取决于内幕交易人是否阻碍机关的问询,或是否提供伪造证词。

4. 获利金额

相对人通过内幕交易获得的违法收入或避免的损失是一个可量化的因素,在和解协议谈判中应将其考虑在内。显而易见,法院会认定一笔违法所得为 100,000 美元的交易比一笔违法所得仅为 50,000 美元的交易产生更为严重的不利后果。前者对市场会产生更大的影响,在其他条件相同的情况下,获利越多的违法行为会被处以更多罚金。

诸多内幕交易违法所得较多的案件为建立严厉执法措施提供了合理性依据。但是,获利金额可能不如上述其他因素重要。相对人所承担责任的大小,也并非完全取决于他从违法行为中获得多少利益,所以必须采取能够平衡两者关系的执行方案。如行为人手中掌握可用来投资的资金较少,他(她)从行为中获取的利润可能也少于其他行为人。此外,内幕交易人的违法所得还依赖于市场对该内幕信息的反应,也可能因不受控制的干扰因素增加或减少。若是仔细分析行为人的意向或动

[136] In *SEC v. Stephenson*, SEC Litig. Release No. 11,734,40 SEC Docket (CCH) 1223 (May 12, 1988), 本案中,被告的违法行为被 SEC 发现之前,被告曾试图自行矫正违法交易行为。被告由于财务原因未能缴纳没收款项或罚金,这虽然不能成为一个减轻情节,但财务原因依旧可以在和解谈判时发挥作用。15 U. S. C. § 78u-2(d) (Supp. II 1990)。被告需承担法律责任。被告必须向 SEC 和/或法院提交宣誓报告,通报被告的财务困境,以及为何财务状况会使被告无法履行其法定罚金或缴纳违法所得的义务。如果事后发现被告误导法院,SEC 可以在不向法庭证明的情况下,收缴欠款,如同其已获得一项金钱给付判决的胜诉。作为弃权协议的一部分,SEC 亦要求持有部分违法所得财产的被告承诺将来变卖财产的方案。See, e. g., *SEC v. Ventures*, SEC Litig. Release No. 13,037,49 SEC Docket (CCH) 1573 (Oct. 23, 1991)。

[137] See *supra* note 49.

机,获利 50,000 美元的人可能与获利 100,000 美元的人具有相同可归责性。某些案件中,行为人甚至有意地不以大额金钱进行投资或交易,因为这将大大增加被 SEC 察觉的可能性。^[138]

在 SEC v. Drexel Burnham Lambert Inc. 案中,^[139] 相对人因范围广泛的违法行为获得了巨额利润,SEC 提起针对 Drexel Burnham Lambert Inc., Drexel Burnham Lambert Group, Inc. (合称为 Drexel), Michael Milken, Lowell Milken, Cary Mautasch, Pamela Monzert, Victor Posner, Steven Posner 和 Pennsylvania Engineering Corp. 的诉讼。起诉书中指控, Drexel, Michael Milken 和其他参与者设计了一场骗局并付诸实施,这一骗局涉及内幕交易、市场操纵、Drexel 欺诈客户、未披露证券的受益所有权以及其他众多的证券法律违法行为。^[140]

Drexel 和 Mautasch 既不承认也不否认所指控违法行为,但同意执行永久性禁令,不得再次违反《证券法》第 17(a) 条,《证券交易法》第 7 条、第 9(a)(2) 条、第 10(b) 条、第 13(d) 条、第 14(e) 条和第 17(a)(1) 条,以及 10b-5 规则、10b-6 规则、13d-1 规则、14e-3 规则、17a-3 规

[138] e. g., *United States v. Carpenter*, 791 F. 2d 1024, 1027 (2d Cir. 1986), *aff'd*, 484 U. S. 19 (1987) (几位被告把违法所得分开存放在若干个银行账户中,防止被发现)。

[139] SEC Litig. Release No. 12, 171, 44 SEC Docket (CCH) 217 (July 21, 1989), SEC Litig. Release No. 12, 061, 43 SEC Docket (CCH) 1074 (Apr. 25, 1989), SEC Litig. Release No. 12, 062, 43 SEC Docket (CCH) 1080 (Apr. 25, 1989), SEC Litig. Release No. 11, 859, 41 SEC Docket (CCH) 1047 (Sept. 20, 1988); *United States v. Drexel Burnham Lambert, Inc.*, Crim. No. 89-41 (S. D. N. Y. 1989); *In re Drexel Burnham Lambert Inc.*, Exchange Act Release No. 27, 236, (Sept. 26, 1989); *In re Cary J. Mautasch*, Exchange Act Release No. 27, 050 (Aug. 8, 1989)。

[140] Complaint for Permanent Injunction and Other Equitable Relief, No. 88 Civ. 6209, (S. D. N. Y. filed Sept. 7, 1988), summarized in SEC Litig. Release No. 11, 859, 41 SEC Docket 1047 (Sept. 20, 1988)。根据起诉书, Drexel, Michael Milken, Lowell Milken 和其他人设计并实施了一项计划,包括内幕交易、市场操纵、对 Drexel 的客户实施欺诈、规避披露证券受益所有权的要求、违反利润分配规则等。Drexel 被指控通过 Michael Milken 与 Boesky 达成了一项秘密协议,根据安排,他们在 16 个系列交易中实施了违反证券法律的行为。起诉书指控, Boesky 未参与的交易至少有两笔,在这些交易中, Drexel 和 Michael Milken 通过私用或违反对 Drexel 客户负有的信义义务,获知有重大影响的未公开信息并据此进行交易。

则和 17a-4 规则及其项下的 T 条例。^[141] Drexel 与 SEC 达成如下合意：(1) 不得违反《证券交易法》第 14(a) 条、第 15(c)(3) 条、14a-9 规则、15c3-1 规则及其项下的 X 条例；(2) 执行三年的行政假赦；(3) 向一基金支付 350,000,000 美元，该基金的受益人均因 Drexel 的违法行为受到损害；(4) 根据 ITSA 规定，缴纳 15,000,000 美元罚金；(5) 配合 SEC 继续进行调查；以及 (6) 雇用一名独立特别审查员，负责审查与 Drexel 有关的投资公司。根据联邦证券法律规定，Drexel 应着手改变公司内部管理、人员和监督机制。行政假赦结束之前，针对 Drexel 的相关行政程序也需暂停三年。^[142] Maultasch 也需严格遵守永久性禁令，不得与任何经纪人、交易员、投资顾问、投资公司或市政证券交易员发生关联关系。^[143]

1990 年 4 月 24 日，SEC 与 Michael Milken 和 Lowell Milken 达成和解协议，发布禁令。^[144] Michael 和 Lowell Milken 既不承认也不否认所指控违法行为，但同意不得再次违反此次指控中涉及的联邦证券法律相关条款。同时，Michael Milken 在相关刑事诉讼中承认了六项重罪行为。和解协议中也规定，Michael Milken 还需缴纳 600,000,000 美元——其中 200,000,000 美元是刑事罚款，400,000,000 美元是没收的违法所得。作为和解协议的一部分，Michael Milken 同意协助 SEC 继续调查，并在 SEC 可能发起的任何行政或司法程序中提供证词。Lowell Milken 也同意协助调查并作证。Michael 和 Lowell Milken 永久性地不得与任何经

[141] Settlement, SEC v. Drexel Burnham Lambert, Inc., No. 88 Civ. 6209 (S. D. N. Y. entered Apr. 13, 1989), summarized in SEC Litig. Release No. 12,061,43 SEC Docket (CCH)1074 (Apr. 25, 1989); settlement, SEC v. Cary J. Maultasch, No. 88 Civ. 6209 (S. D. N. Y. entered Apr. 13, 1989), summarized in SEC Litig. Release No. 12,062, 43 SEC Docket (CCH)1080 (Apr. 13, 1989).

[142] Drexel, SEC Litig. Release No. 12,061,43 SEC Docket (CCH)1074 (Apr. 25, 1989).

[143] Settlement, SEC v. Cary J. Maultasch, No. 88 Civ. 6209 (S. D. N. Y. entered Apr. 13, 1989), summarized in SEC Litig. Release No. 12,062,43 SEC Docket (CCH)1080 (Apr. 13, 1989). Maultasch 是 Drexel 的一名高级股权交易商，在 Drexel 高收益可转换债券部门为 Michael Milken 工作，SEC 指控其伙同其他共同被告，与 Boesky 一起参与了该秘密协议安排，在不同证券交易中利用 Boesky 及 Boesky 控制的实体作为“前线”或未披露的 Drexel 指派者，利用重大非公开信息用 Drexel 的账户购买证券。

[144] Final Judgements of Permanent Injunction and Other Relief, SEC v. Milken, No. 88 Civ. 6209 (S. D. N. Y. entered Apr. 24, 1990), summarized in SEC Litig. Release No. 12,454,46 SEC Docket (CCH)139 (May 9, 1990).

纪人、交易员、投资公司、投资顾问或市级证券交易员发生关联关系。^[145]

和解协议中的罚金高达数百万美元,既反映了违法行为的恶劣程度,也体现出该等违法行为会带来巨额利润。考虑到涉案金额通常十分高昂,多样化的救济手段中必须包含没收违法所得和罚金。如果某一内幕交易行为影响较大,该案中适用的处罚措施还需起到遏制相对人实施违反联邦证券法律其他条款的违法行为。^[146]

四、结论

本文并不旨在证券内幕交易案件和解程序中可能出现的所有问题总结出统一的观点,该领域的案件经常根据相对人的不同而具有特殊性。本文仅总结了 SEC 就和解协议的谈判或在决定是否接受提议条件时需要考虑的几类最为重要的因素。

正如前文提及的,每一份和解协议都可能具有创造性。不同的影响因素在决定和解协议过程中均会发挥作用,但彼此之间也经常产生冲突,遗憾的是并不存在简单易行的方法解决这些冲突。若有两位违法者,其中一位的违法行为性质恶劣但配合调查,另一位虽仅有一次违法行为但阻碍调查,两者之间无法比较。SEC 工作人员在评判每一起案件时,不会在两者之间进行刻板地衡量与比较。相反地,不同案件谈判过程展现出的灵活性,要求 SEC 和相对人在提出和解方案及处理指控时充分考虑工作人员和相对人之间的谈判情况,寻找最为合适的平衡点。另外,制定及执行和解协议时,协议内容均需在 SEC 的法定授权范围内,并始终符合一致性和公平正义的双重目标。

[145] 本次和解中并未包括针对 Monzert, Victor Posner, Steven Posner 和 PEC 的诉讼。

[146] 其他指控包括证券欺诈、协助和教唆向 SEC 提交虚假文件以及协助和教唆提交虚假的 13D 文件。SEC v. Milken, SEC Litig. Release No. 12,454,46 SEC Docket (CCH) 139 (May 9, 1990)。