

美国新型影子内幕交易的 理论与实践

任超* 王曦平**

摘要:美国证券交易委员会在“影子交易”理论基础上提出了内幕交易法的新适用场景。该理论是围绕公司内部人员在持有自己公司的重大非公开信息时,进行另一家“经济相关”公司的股票交易而发展起来的。2022年1月,美国加利福尼亚州北区地方法院否决了一项驳回美国证券交易委员会控告的动议。这标志着内幕交易执法范围的显著扩大,也引发了人们关于内幕交易责任范围的争议和关注。上市公司和金融专业人士也应当重新审视内幕交易政策,以明确预期标准,保障内部合规管理。

关键词:影子交易 盗用理论 内幕交易政策 经济关联公司

2022年1月14日,美国加利福尼亚州北区的联邦地方法院(以下简称加州联邦法院)法官威廉·奥里克(William Orrick)驳回了一项动议,该动

* 华东政法大学经济法学院教授,法学博士。

** 华东政法大学经济法学院2021级本科生。

议旨在驳回美国证券交易委员会 (Securities and Exchange Commission, SEC) 的一项执法诉讼,该执法诉讼是基于内幕交易的新型“影子交易”理论而提出的。“影子交易”的理论是围绕内部人员在持有自己公司的重大非公开信息的同时,进行另一家公司(如“竞争对手”)的股票交易而发展起来的,该第三方公司的股票与内部人员所在的公司之间存在某种“经济联系”。^[1] 这项驳回动议被否决后,加州联邦法院允许美国证券交易委员会继续其影子交易的责任理论。该案件表明,美国证券交易委员会已经将内幕交易的盗用理论扩展到机密信息公司之外的公司,即与机密信息公司存在经济联系的第三方公司。美国证券交易委员会的指控正是基于独特的“影子交易”责任理论,该裁决也预示着美国内幕交易执法范围的进一步显著扩大。2024年4月5日,加利福尼亚北区联邦法院作出一审判决,根据“影子交易”的理论,帕努瓦应当对内幕交易负责。虽然不服判决的帕努瓦还可以向美国第九巡回上诉法院上诉,但一审判决本身就是对“影子交易”理论的确认和肯定。

一、新型“影子交易”的事实概况

2021年8月17日,美国证券交易委员会向加州联邦法院提起了一项内幕交易诉讼,指控麦地纬辛 (Medivation) 制药公司的前高级管理人员马修·帕努瓦违反了《证券交易法》第10(b)条以及据此颁布的10b-5规则,通过利用自己公司即将被收购的内幕信息,交易竞争对手公司的证券而获利。根据美国证券交易委员会的指控以及加州联邦法院的初步裁决,该案件的基本事实已大致确定。

2014~2017年的3年间,被告帕努瓦在麦地纬辛公司工作,这是一家以肿瘤医学为重点的中型生物制药公司。麦地纬辛公司对雇员有着严格的内幕交易限制政策。入职时,帕努瓦即在公司内幕交易政策文件上予以签字确认,该政策明文规定:“在你任职期间……你可能

[1] See Mihir N. Mehta, David M. Reeb & Wanli Zhao, *Shadow Trading*, *The Accounting Review*, Vol. 96, 2021.

会收到尚未公开传播的有关公司的重要信息……由于你可以获得这些信息,你可能会通过买卖或以其他方式交易公司证券……或另一家上市公司的证券,包括公司的所有重要合作者、客户、合作伙伴、供应商或竞争对手。供任何人利用此类信息谋取个人利益……是违法的。”

2016年,帕努瓦升职为麦地纬辛公司业务发展高级总监,该职位的主要职责包括:寻找、评估和寻求战略机会,主要是通过收购和许可,扩大麦地纬辛公司的药物和开发渠道。该职位要求帕努瓦密切跟踪其他生物制药公司的股价、药品和开发渠道。帕努瓦所跟踪的公司中包括其所交易的因赛特(Incyte)公司,这是另一家有价值的、中等规模的、专注于肿瘤学的公司,并且在美国市场上拥有一种美国食品药品监督管理局核准的营利性(商业阶段)的药物。同时,帕努瓦也可以收到有关麦地纬辛公司的其他机密信息,其中就包括公司的实际或潜在的收购信息。

2016年4月,麦地纬辛公司引入了一家投资银行,探索与另一家公司合并的可能性。帕努瓦与投资银行的经理及麦地纬辛公司的高层管理人员密切合作,评估了公司的选择,并审查了“讨论麦地纬辛公司在生物制药行业的同行公司”的演示文稿,文稿中的“同行公司”就包括因赛特公司。投资银行经理曾向帕努瓦表示,投资银行可能会考虑把因赛特公司视为麦地纬辛公司的可比的公司,并密切跟踪两家公司的股价。

2016年7月和8月,麦地纬辛公司秘密征求潜在收购方的报价,并与帕努瓦进行了相关信息分享。8月12日,投资银行经理向帕努瓦发送了一份报价摘要,表明至少有5家公司提出了溢价、全现金交易的报价,并且所有公司都“准备好快速推进”。两天后,帕努瓦出席了麦地纬辛公司董事会的一次会议,该会议授权投资银行在2016年8月19日之前发出邀请最终报价的信函。这些投资银行经理此前也曾向帕努瓦发送了这些信件的副本,这些信件被标记为“机密”。

2016年8月18日,麦地纬辛公司的首席执行官向包括帕努瓦在内的公司高级管理人员发送了一封电子邮件,并在信件中称辉瑞公司(Pfizer)对收购麦地纬辛公司表示了极大的兴趣,辉瑞公司的首席执行官将在当天晚些时候致电麦地纬辛公司的首席执行官解决即将进行的

收购的最终细节。在收到这封电子邮件的数分钟内,帕努瓦购买了578份因赛特公司的看涨期权合约,到期日为2016年9月16日。但是,帕努瓦此前从未交易过因赛特公司的股票或期权,也没有将他的行为告知麦地纬辛公司的任何人。

2016年8月20日,麦地纬辛公司与辉瑞公司签署了一份合并协议,8月22日,在证券市场开盘前,该协议被公开披露。麦地纬辛公司的股价随后从每股67.16美元攀升至80.62美元。当天,包括因赛特公司在内的其他中等市值生物制药公司的股价也有所上涨。因赛特公司的每股价格从76.11美元上涨至79.80美元,最高曾到达84.39美元,然后收盘于81.98美元。帕努特也因此赚了107066美元。

美国证券交易委员会指控帕努瓦违反了联邦证券法,通过利用自己公司被收购的机密信息,在竞争性公司的证券交易中获利,违反了其对自己公司的信任或信托义务,并要求帕努瓦承担相应的民事责任。

二、美国内幕交易执法依据及本案的法律适用

(一) 美国禁止内幕交易的成文法规定

美国关于禁止内幕交易方面的成文法律是比较简单的,主要体现在《证券交易法》第10(b)条以及由美国证券交易委员会根据其立法权扩展的10b-5规则。《证券交易法》第10(b)条及10b-5规则是一般性反欺诈条款,它们是将内幕交易归类为广义的欺诈行为进行禁止的。

首先,《证券交易法》第10(b)条规定,任何买卖证券的人“在买卖任何证券的过程中使用或利用与买卖的证券有关的……任何操纵或欺诈手段或诡计,违反美国证券交易委员会可能为公共利益或保护投资者而制定的必要或适当的规则和条例”^[2],是违法的行为。

其次,10b-5规则对证券交易中重大事实的不实陈述或者遗漏(虚假陈述),以及任何可能构成证券欺诈的行为作了进一步的规定。

[2] Securities Exchange Act, 15 U. S. C. § 10(b).

该规则禁止任何人作出“直接或间接地……与购买或出售任何证券有关的非法行为”,包括:(1)使用任何手段、计划或伎俩进行欺诈;(2)对重大事实作出任何不真实陈述,或不就某重大事实作出能使其所作陈述根据其所制作的环境不具有误导性的必要说明;(3)从事“对任何人构成或将构成欺诈的任何行为、做法或业务过程”。〔3〕

最后,10b-5规则第1(a)条定义了“操纵性和欺诈性工具”：“除其他外,包括根据有关该证券或发行人的重大非公开信息购买或出售任何发行人的证券,违反了对该证券的发行人或该发行人的股东,或提供给该重大非公开信息来源的任何其他人……所负有的信任或保密义务。”

(二) 美国禁止内幕交易的判例法发展

上述在一般反欺诈条款下建构的禁止内幕交易的规则,均未直接对何为“内幕交易”作出明确的界定和描述。在缺乏专门的联邦成文法律具体规制内幕交易行为的情况下,美国内幕交易法的相关制度内容是通过《证券交易法》第10(b)条和10b-5规则的司法解释而发展起来的。在美国内幕交易法律制度的发展过程中,判例法发挥了重要的作用。在判例法的推动下,美国法院在延伸解释“欺诈”概念的基础上,通过判例法发展出内幕交易起诉的两大依据和理论基础——“经典理论”和“盗用理论”。这一过程中,美国的法院不断稳步扩大被视为属于《证券交易法》第10(b)条和10b-5规则禁止范围的内幕交易活动的范围,不断加大对内幕交易违法行为的打击力度。以下3个案例在美国内幕交易理论发展方面具有里程碑式的意义。

1. 基亚雷拉(Chiarella)诉美国案(1980年)

基亚雷拉诉美国案是美国联邦最高法院审理的第一起内幕交易案件。该案中,美国联邦最高法院第一次详细阐述了证券市场内幕交易案件应当如何适用《证券交易法》第10(b)条和10b-5规则,并且创造性地第一次确立了起诉内幕交易违法行为所依据的归责理论——“经典理论”。内幕交易的“经典理论”源于公司内部人士违反对公司负有的保密义务、交易自己公司的证券。根据多数法官的意见,美国最高法

〔3〕 17 C. F. R. § 240.10b-5.

院裁决认为,利用重大的非公开信息进行交易本身,并不一定产生向交易对手预先披露信息的义务;必须在证券交易之前,交易双方基于某种“信任或信托关系”,才会使内部人员负有向交易相对方强制披露信息的义务,而如果违反这一披露义务,故意隐瞒,则构成欺诈,才需要承担内幕交易的法律责任。^[4] 例如,一名公司高级管理人员违反了他对公司负有的“信任或信托”义务,就自己所获得的重大非公开信息进行交易,这种交易构成了《证券交易法》第10(b)条所述的“欺诈手段”,因为内部人员与公司之间的信任和信赖关系,产生了内部人员向其交易相对方披露其所掌握的机密信息或戒绝交易的义务,否则就构成一般意义上的欺诈,就要承担内幕交易法律责任。由此也可以看出,“经典理论”只能用以追究公司内部人士的内幕交易责任,因为该理论是建立在公司内部人员与公司之间的信任这一基础之上的,只有当公司内部人士根据重要的非公开信息交易其自身公司的证券时,该理论才是可以适用的。而对于公司以外人员的内幕交易责任,则需要新的理论基础。

2. 德克斯(Dirks)诉美国证券交易委员会案(1983年)

德克斯诉美国证券交易委员会案是美国联邦最高法院将内幕交易责任范围从公司内部人员向公司以外人员扩展的第一次司法尝试。该案涉及的内部人员将公司重大信息泄露或透露给公司以外的人员,而接受透风的公司以外的人员据此进行交易的内幕交易责任问题。该案的裁决认为,透风者,也就是直接或间接从披露中受益的个人,违反了其对公司和股东负有的信义义务,向接受透风者提供重大未公开信息,而接受透风者据此交易公司股票,则接受透风者可能需要对内幕交易承担衍生的法律责任。^[5] 由此,德克斯诉美国证券交易委员会案成功地将内幕交易的责任范围扩展到公司以外的人员,即接受透风者。尽管如此,最高法院并未发展出新的内幕交易理论,其所依据的依然是“经典理论”,接受透风者虽然与公司之间不存在直接的信托和信任关系,但他承继了源于或衍生于透风者与公司之间的信任和信托关系,也

[4] Chiarella v. United States, 445 U. S. 222, 228 (1980).

[5] Dirks v. SEC, 463 U. S. 646, 653 - 54 (1983).

就当然承继了源于公司内部透风者的内幕交易法律责任。

3. 美国诉奥哈根(O'Hagan)案(1997年)

1997年之后的一段时间,美国联邦法院一直在稳步扩大被视为属于《证券交易法》第10(b)条和10b-5规则所禁止的内幕交易行为范围。美国联邦最高法院在奥哈根案中确立了新的内幕交易归责理论——“盗用理论”,为扩展内幕交易执法范围提供了新的理论基础。根据“盗用理论”,一个人为了证券交易目的盗用机密信息,违反了对信息来源的信任和保密义务,这是违反《证券交易法》第10(b)条和10b-5规则的违法行为。其理论逻辑是,盗用机密信息的人,假装“对委托人忠诚,同时为了个人利益而秘密转换委托人的信息”,这在本质上是一种欺诈行为。^[6] 与公司内部人员与公司股票的购买者或卖方之间的信托或信赖关系的“经典理论”不同,“盗用理论”将受托人的责任转变为交易者欺诈其信息来源者的责任。换句话说,“盗用理论”可以用来规制公司外部人员的内幕交易,而不仅限于公司内部人员。这种新的理论通过放宽解释重大非公开信息来源和交易人员之间的信任和保密的关系,扩大了禁止的内幕交易的范围。

(三) 新型“影子交易”内幕交易的“盗用理论”运用及争议

帕努瓦案作为新型的“影子交易”内幕交易案件,是“盗用理论”运用于公司外部人员的一次新尝试。该案也是美国证券交易委员会对“影子交易”内幕交易提起诉讼的第一起案件。

美国证券交易委员会指控称,作为麦地纬辛公司的一名员工,帕努瓦对麦地纬辛公司负有信任和信义的义务,包括避免使用麦地纬辛公司的机密信息谋取个人利益的义务。同时,美国证券交易委员会还引用麦地纬辛公司内部的内幕交易政策,因为它明确禁止帕努瓦利用麦地纬辛公司的机密信息交易任何其他上市公司的证券。帕努瓦没有就他的期权交易寻求麦地纬辛公司的预先许可或授权,也没有在事后通知麦地纬辛公司的任何人。^[7] 基于此,美国证券交易委员会指控认

[6] United States v. O'Hagan, 521 U. S. 642 (1997).

[7] Complaint at 5, SEC v. Panuwat, No. 4:21-cv-06322 (N. D. Cal. filed Aug. 17, 2021), ECF No. 1.

为,帕努瓦在明知麦地纬辛公司的内部政策明确禁止员工使用在麦地纬辛公司获得的机密信息来交易任何其他上市公司的证券的情况下,却盗用了这些机密信息谋取个人利益,违反了对雇主麦地纬辛公司这一信息来源的义务,该行为违反了《证券交易法》第10(b)条的反欺诈条款,属于法律所禁止的行为,应当被处以民事处罚,并禁止帕努瓦担任上市公司的高级职员或董事。

针对美国证券交易委员会的指控,帕努瓦在驳回该指控的动议中提出两个方面的意见。首先,他认为应该驳回控告,因为美国证券交易委员会未能充分申辩:其一,所涉的争议信息是重大的非公开信息;其二,帕努瓦违反了他对麦地纬辛公司的义务;其三,帕努瓦的行为具有欺诈的意图。其次,帕努瓦声称美国证券交易委员会在本案中的理论是对“盗用理论”的一种创新应用,这将不适当地扩展现有内幕交易法的范围,因此侵犯了他的正当程序权利。^[8]

三、加州联邦法院的法律分析和裁决理由

2022年1月14日,加州联邦法院法官威廉·奥里克驳回了帕努瓦的上述动议。加州联邦法院依据内幕交易案件一贯的分析路径,就机密信息的重大性、内部人员违反义务及故意或明知的主观意图3个方面进行了分析。最后,法院裁定,美国证券交易委员会已充分证明,有关麦地纬辛公司收购的信息对因赛特公司而言是非公开、机密和重大的,帕努瓦使用该信息购买因赛特股票期权违反了他对麦地纬辛公司的义务,并且他是明知的。

(一) 信息对因赛特公司而言具有重大性

内幕交易所依据信息的重大性,是构成法律所禁止的内幕交易行为的首要前提条件。根据美国内幕交易判例法的原则,如果某项信息对理性投资者来说,极有可能被认为在决定是否购买或出售证券时很

[8] Complaint at 12, SEC v. Panuwat, No. 4:21-cv-06322 (N. D. Cal. filed Aug. 17, 2021), ECF No. 1.

重要,则该信息是重大的。^[9] 由于这个标准是从“理性投资者”的角度考虑的,所以它是一项客观标准。^[10]

帕努瓦案涉及信息重大性的问题,主要集中在有关即将进行的辉瑞公司对麦地纬辛公司的收购信息,对因赛特公司来说是否重大。帕努瓦辩称,10b-5 规则第 1(a) 条要求美国证券交易委员会证明他“基于有关该证券或发行人的重大非公开信息交易了因赛特的证券”。但是,美国证券交易委员会并没有证明他在购买股票期权时拥有任何有关因赛特公司的机密信息。相反,重大非公开信息与麦地纬辛公司的收购有关,这对麦地纬辛公司很重要,但对因赛特公司不重要,因为它不是“关于”因赛特公司的信息。

美国证券交易委员会则认为,帕努瓦试图“不当地缩小重要性的含义”。《证券交易法》第 10(b) 条和 10b-5 规则的措辞是通过广泛禁止与“任何证券”相关的内幕交易,支持信息对多家公司具有重大意义的主张。一般的常识是,有关供应商、采购商或同行的商业决策的信息可能对一家公司产生影响,因此这些信息是与该公司“有关的”或“关联的”。美国证券交易委员会进一步认为,10b-5 规则第 1(a) 条并非详尽无遗的列举,它并不是一份可能构成内幕交易的操纵和欺诈手段的详尽清单,它所使用的“包括”一词只是描述了内幕交易违法所“包括”的内容,而不是提供有限的清单。美国证券交易委员会的结论是,由于帕努瓦拥有有关麦地纬辛公司的机密信息,因此,信息对包括因赛特公司在内的“其他据称类似的生物制药公司”是至关重要的。

法院支持了美国证券交易委员会的观点并认为,《证券交易法》第 10(b) 条和 10b-5 规则撒下了一张大网,禁止使用“任何操纵或欺诈手段”对“任何证券”进行内幕交易。重要的是,10b-5 规则第 1(a) 条并未规定“关于该证券或发行人”的信息必须来自证券或发行人本身才能成为重大信息,它只要求信息是重要的和非公开的。此外,法院也认为,鉴于“操纵和欺诈手段包括,除此之外……”的措辞,10b-5 规则第 1(a) 条的操纵和欺诈性手段清单并非详尽无遗。即使 10b-5 规

[9] Talbot, 530 F.3d at 1097.

[10] United States v. Reyes, 660 F.3d 454, 468 (9th Cir. 2011).

则第 1(a) 条要求有关证券或发行人的信息来自同一证券或发行人, 这种措辞也只是表明, 这只是法律禁止的操纵和欺诈手段的一个例子和形式。

法院随后就帕努瓦案的关键问题进行了论证, 即帕努瓦掌握的有关辉瑞公司收购麦地纬辛公司的信息与因赛特公司之间是否存在足够的联系, 以使信息“关联”因赛特公司。法院认为, 有关麦地纬辛公司即将进行收购的信息对因赛特公司来说是重要的, 其理由是: 其一, 2016 年时, 拥有商业阶段药物的中等规模、以肿瘤学为重点的生物制药公司数量有限; 其二, 收购一家这样的公司(麦地纬辛公司)将使其其他公司(如因赛特公司)更具吸引力, 从而推高其股价; 其三, 考虑到辉瑞公司高级管理人员与麦地纬辛公司首席执行官之间的对话表明对该交易“非常感兴趣”, 可以合理地推断辉瑞公司与麦地纬辛公司的合并将会完成, 又考虑到试图收购麦地纬辛公司的其他公司的数量, 也可以合理地推断, 那些不成功的追求公司会将注意力转向因赛特公司。由此, 辉瑞公司对麦地纬辛公司的收购交易对因赛特公司来说是意义重大, 因为一个理性的因赛特公司投资者会认为它在决定是否买入或卖出因赛特公司股票时很重要。而因赛特公司的股价在辉瑞公司宣布收购麦地纬辛公司的当天上涨的事实也进一步证实了这一点。

此外, 法院也认定麦地纬辛公司相关收购的信息是符合机密和非公开特征的。公开信息是向公众投资者广泛传播的信息, 且不能偏袒任何特殊人士或群体。辉瑞公司收购麦地纬辛公司的信息是于 2016 年 8 月 22 日公开披露的, 而帕努瓦在 8 月 18 日即收到麦地纬辛公司首席执行官的电子邮件并随即购买了因赛特公司股票期权, 此时, 该收购信息尚未广泛传播给公公投资者。因此, 在帕努瓦交易时, 上述信息是机密和非公开的。

总而言之, 法院最终裁定美国证券交易委员会已经充分证明有关麦地纬辛公司收购的信息对因赛特公司来说是机密的、非公开的和重要的。

(二) 违反义务

根据“盗用理论”, 如果交易者违反了“对信息的所有者或合法拥

有者的某些信托、合同或类似义务”,则可能要承担责任。^[11] 帕努瓦案控辩双方对于帕努瓦对麦地纬辛公司负有信任和信义的义务是没有争议的。该案的问题在于帕努瓦利用麦地纬辛公司收购的信息购买因赛特公司的股票期权,是否违反了这一上述义务。

帕努瓦主要辩称,他交易因赛特公司的股票期权并没有违反其对麦地纬辛公司的义务,因为麦地纬辛公司的内幕交易政策并未禁止内部人员交易因赛特公司的证券。他认为,美国证券交易委员会未能证明因赛特公司是麦地纬辛公司的重要合作者、客户、合作伙伴、供应商或竞争对手(正如麦地纬辛公司内幕交易政策所涵盖的那样)。

但是,法院驳回了帕努瓦的观点,再次依靠麦地纬辛公司内幕交易政策中“包括”一词的阐述得出结论,即该政策中的公司类型列表“仅是所涵盖内容的举例”,而不是详尽的清单。法院的结论是,因赛特公司作为一家上市公司的地位使其属于麦地纬辛公司内幕交易政策所禁止交易的公司范围,受到该内部交易政策的保护。

由此,法院裁定,美国证券交易委员会已充分申辩帕努瓦违反了他对麦地纬辛公司的义务,使用有关收购的信息购买了因赛特公司的股票期权。

(三) 故意或明知

非法内幕交易的一个关键要素是故意或明知,它指的是一种具有欺诈、操纵或欺诈意图的精神状态。尽管法院并不确定,在内幕交易民事诉讼案件中,“故意或明知”的证明标准是否应当与刑事诉讼案件相同,必须证明被告在进行交易时实际使用了重大非公开信息的事;或是降低民事案件的证明标准,原告仅需要证明被告在交易时知道这些重大非公开信息。

帕努瓦否认他“实际使用”了麦地纬辛公司收购的机密信息,辩称他是根据自己的专业判断所作出的因赛特公司股票期权的投资决策。而美国证券交易委员会的证据并不能证明他实际使用了机密信息进行交易。

但是法院认为,帕努瓦在交易因赛特公司股票期权时,是知道重大

[11] United States v. O'Hagan, 521 U. S. 642 (1997).

非公开信息的,因为他当时已经收到了麦地纬辛公司首席执行官的电子邮件,详细说明了即将进行的收购。同时,帕努瓦也确实在交易时使用了上述机密信息,因为他在收到电子邮件后“几分钟内”就购买了因赛特公司的证券,而且他之前从未交易过因赛特公司的股票。^[12] 美国证券交易委员会所指控的已经充分证明帕努瓦的交易是故意或明知。

(四) 新型“影子交易”内幕交易执法并不违反正当程序

由于帕努瓦案是新型的“影子交易”内幕交易,帕努瓦认为美国证券交易委员会对他的指控将内幕交易法的“盗用理论”延伸到了侵犯其正当权利的程度,并指出“从来没有人……曾理解内幕交易法禁止所指控的行为类型”。^[13]

诚然,美国证券交易委员会和法院均承认没有任何其他的内幕交易案件曾经涉及利用第三方的重大非公开信息进行交易。但是,法院最终还是裁定,美国证券交易委员会的责任理论属于内幕交易的一般框架,以及《证券交易法》第10(b)条和相应规则的宽泛语言范畴。法院认为,美国证券交易委员会的指控符合两个基本原则:其一,“盗用理论”要求“由公司外部人员而非内部人员进行交易”;其二,信息可能对多家公司具有重要意义。前者是基于先例的要求,后者则是基于常识的判断。尽管被告帕努瓦对于信息可能对多家公司具有重大性的观点持有异议,但美国相关的判例法并未排除某项信息对多家公司具有重大性的可能性。内幕交易的重大性和故意或明知的要素要求,可作为防止可能的过度执法的屏障,提供“足够的内幕交易责任护栏”,从而防止新的责任理论变得模糊不清。

基于此,法院最终裁定,本案中美国证券交易委员会的责任理论虽然是独一无二和新颖的,但它仍然属于“盗用理论”及其适用的法律语言的范畴。美国证券交易委员会已充分指控帕努瓦是在明知的情況下利用重大机密信息进行交易,因此,其以正当程序为由驳回指控的动议

[12] Order Denying Motion to Dismiss, SEC v. Panuwat, No. 21 - cv - 06322 - WHO (N. D. Cal., Jan. 14, 2022), ECF No. 18, at 10 - 11.

[13] Order Denying Motion to Dismiss, SEC v. Panuwat, No. 21 - cv - 06322 - WHO (N. D. Cal., Jan. 14, 2022), ECF No. 18, at 12.

被法院否决。当然,法院的这项裁定也符合美国联邦法院在内幕交易案件中的一贯思路,即不轻易否定新的内幕交易执法行动。正如美国联邦最高法院在保险公司总监案中所警告的那样——不要驳回基于新的或不寻常的计划的内幕交易指控:“我们认为,仅仅因为被指控的计划不涉及通常与证券买卖相关的欺诈类型而驳回指控是不合理的。我们认为,《证券交易法》第10(b)条和10b-5规则禁止所有与证券买卖有关的欺诈计划,无论所采用的手段是否涉及花园式的各种欺诈,或呈现独特的欺诈形式。不应向新颖的或非典型的方法提供证券法的豁免权”。〔14〕

四、新型“影子交易”的影响和意义

尽管本次裁决仅就美国证券交易委员会诉状的充分性进行了确定,从而否决了被告驳回起诉的动议。而帕努瓦将对该新型“影子交易”内幕交易行为承担何种法律责任,尚有待法院最终的判决。但是,这一肯定美国证券交易委员会诉状充分性的初步裁决,允许美国证券交易委员会的“影子交易”理论继续发展下去,不但将对美国内幕交易执法工作的未来产生非常深远的影响,也可能对证券行业产生广泛的影响。

(一) 案件的裁决标志着内幕交易法的重大新发展

由于美国缺乏内幕交易方面的成文法律,这一领域的法律制度经常受到新颖的理论和不断演进的司法判例的影响。

“影子交易”一词并未出现在美国证券交易委员会的起诉书和法院的裁决中,它是在一项学术研究中创造的,该研究声称有证据表明此类交易的行为正在上升中。〔15〕但是,对于美国证券交易委员会来说,如何说服地方法院帕努瓦的行为在法律上构成内幕交易,确是一项较有难度的挑战。或许美国证券交易委员会自己也认识到它在法律立场

〔14〕 Superintendent of Ins. v. Bankers Life & Cas. Co., 404 U.S. 6, 10 n.7 (1971).

〔15〕 同前注〔1〕。

上的脆弱性。尽管帕努瓦案的事实相对是简单的,并且控辩双方对此争议也不是很大,但法律适用上的模糊性,也使美国证券交易委员会对该案一直非常谨慎。帕努瓦的“影子交易”内幕交易行为发生在2016年8月18日,美国证券交易委员会直至诉讼时效的最后一天,即2021年8月17日才提起诉讼,也充分说明了美国证券交易委员会对基于新理论而提起的“影子交易”内幕交易诉讼的纠结心态。^[16]

帕努瓦案的最终结果虽然还存在不确定性,我们既无法预测该案被告帕努瓦将会被判决承担什么样的法律责任,也不能确定该案二审法院美国联邦第九巡回法院是否会确认和接受美国证券交易委员会的新的理论。但是,威廉·奥里克法官的初步裁决本身可以代表美国证券交易委员会新的执法行动和诉讼的阶段性重大胜利,因为它初步验证了新颖的“影子交易”内幕交易理论。这项裁决意味着美国证券交易委员会将更加关注“影子交易”,并将其视为执法行动中一项新的潜在方向。鉴于美国证券交易委员会在诉讼中采用新颖理论以说服法院扩大联邦内幕交易法的范围方面有着悠久的历史,帕努瓦案的初步裁定也会鼓励美国证券交易委员会在未来更加大胆地采取类似的执法行动,加大力度积极追查“影子交易”内幕交易,掀起新一轮执法活动的浪潮,从而在未来几年内继续寻找联邦法律内幕交易行为的边界范围。

(二) 新“影子交易”理论的影响范围有待明确

尽管帕努瓦案作为新型“影子交易”内幕交易案件因其潜在的影响而引起了整个证券行业的关注,并且由于美国证券交易委员会在初步裁定中的成功也可能会鼓励它更加积极地在各个领域寻求新颖的内幕交易执法理论。但是,仅就帕努瓦案而言,它的影响范围还有待观察和明确,甚至给整个证券行业带来的先例作用有可能也是有限的。这是因为本案能够适用新型“影子交易”内幕交易理论,是建立在美国证券交易委员会所指控的特定案件事实基础之上的,即在一个重点行业中两家中规模的公司之间存在非常紧密的联系,并且麦地纬辛公司的投行告诉被告帕努瓦因赛特公司与麦地纬辛公司的地位类似。但

[16] 2013年2月,美国联邦最高法院在加贝利等诉美国证券交易委员会案的判决中认定,美国证券交易委员会应该在欺诈行为发生之后的5年内提出指控。

是,这样的事实特征,在未来的内幕交易案件中可能不会重复出现。

其一,美国证券交易委员会关于内幕交易的“盗用理论”取决于被告违反了对信息来源的义务。在帕努瓦案中,被告的违反行为是由麦地纬辛公司的内幕交易政策的宽泛语言范畴所确立的,尤其是其中所包括的“其他上市公司的交易”这样的语言。但是,若未来的案件中,信息来源公司没有制定完备的内幕交易政策去禁止此类交易,或者信息来源公司的内幕交易政策中使用了更窄的政策语言范畴,仅禁止“本公司”的交易,那么,被告的“违反义务”的行为就很难确定,从而导致无法适用这种新颖的“影子交易”理论。

其二,“经济相关”的第三方公司界限难以确定。本案涉及的是高度专业化的肿瘤病治疗的生物制药行业,行业范围较小,市场内运营的直接竞争对手为数不多。^[17] 竞争性公司之间的股价关联度较高,其中一家公司股价的波动,会影响其他为数不多的竞争性公司的股票价格。但是,目前还无法确定,在市场范围更大的行业中,竞争性公司之间是否存在这种股价联动机制;也无法确定非直接竞争对手公司的股票价格是否会受到同行业的其他公司的影响。当事实模式与本案有所不同时,“经济相关”的第三方公司的界限究竟在哪里,目前来看也没有明确。

其三,被告帕努瓦一系列行为结合在一起,才能导致最终能够适用新的“影子交易”理论。一方面,帕努瓦签署麦地纬辛公司内幕交易政策,同意对在工作中了解到的信息保密,并明确同意不使用机密信息交易其他公司的证券;另一方面,帕努瓦直接参与了围绕收购公司的讨论而特别了解第三方,他在得到消息的第一时间(几分钟内),在自己的工作电脑上进行了交易,并且他此前从未进行过此类交易。在未来的案件中,帕努瓦案中这些事实上的“巧合”不太可能频繁发生,这也会导致“影子交易”理论在法律适用上的困难。

[17] See Jonathan E. Richman & Julia D. Alonzo, *SEC Defeats Motion to Dismiss Insider Trading – Complaint Alleging Novel “Shadow Trading” Theory*, <https://www.natlawreview.com/article/sec-defeats-motion-to-dismiss-insider-trading-complaint-alleging-novel-shadow>, visited Jan. 19, 2022.

(三) 上市公司内幕交易合规安排和政策目标

如上所述,新型“影子交易”执法行动中,上市公司的内幕交易政策是案件的关键因素之一。正如法官奥里克在裁决中所指出的,“管理员工股票交易的麦地纬辛公司政策可以合理地解读为禁止帕努瓦的行为。这种违反行为可以作为认定帕努瓦违反义务的依据,并因此认定内幕交易的责任”。为避免针对高级管理人员的内幕交易指控造成公司声誉的损害和管理分心,上市公司应当根据“影子交易”理论和10b-5规则第1条的规定,重新考虑其合规计划,并制定旨在促进遵守内幕交易法律的合理内幕交易政策和程序。^[18] 调查研究表明,当信息来源公司禁止“影子交易”时,影子交易会减弱;来源公司的禁令与经济联系公司的内幕交易之间存在负相关关系。^[19]

当然,上市公司的内幕交易政策中是否必须要涵盖此类新型的“影子交易”,禁止雇员利用本公司的机密信息去交易公司以外的第三方的证券,并没有统一的要求和标准。任何上市公司均可依据自身所处行业的特征以及竞争性对手的情况来自行决定。但从内幕交易法律的基本政策目标来看,禁止内幕交易可以增强投资者对资本市场的信心,因为内幕交易会令公众投资者担心自己的交易地位,扭曲证券价格市场发现机制,从而导致资本市场整体价值的下降。但是,这也并不意味着资本市场需要投资者向交易对手披露所有的信息。

自基亚雷拉案裁决以来,合同法和内幕交易法的标准原则是,资本市场交易对手之间的信息对称并不是合法证券交易的先决条件。除了实施欺诈,市场参与各方均不必向另一方披露相关信息,即使这些信息对交易至关重要。实际上,在有效资本市场假设下,交易对手之间信息不对称是市场能够反映资产潜在价值的价格的基础之一。因此,正如学者所言,这类信息不对称的交易实际上有助于市场达成正确的资产价格。因此,不能因为信息不对称会影响交易对手方而禁止此类交易。实际上,无论是“经典理论”还是“盗用理论”,欺诈始终是构成内

[18] See Howard A. Fischer, *SEC Aggressiveness Casts a Shadow over Corporate Insiders*, <https://www.thomsonreuters.com/en-us/posts/investigation-fraud-and-risk/sec-shadow-trading/>, visited Oct. 1, 2021.

[19] 同前注[1]。

幕交易的基础。

由此,上市公司的内幕交易政策中是否应当涵盖新型的影子交易,关键核心并不在于信息不对称和对交易对手的隐瞒,而在于是否存在欺诈。根据影子交易所适用的“盗用理论”,任何人违反对信息来源承担的义务,盗用该机密信息从事证券交易,违反《证券交易法》第10(b)条和10b-5规则的规定,即构成“与证券交易有关”的欺诈。在“盗用理论”下,内部人员欺诈了授权其使用机密信息的人。在帕努瓦案中,帕努瓦利用自己在制药行业股价相关性方面的专业知识,将机密的公司信息转化为价值。在这种情况下,真正的问题不在于他交易了第三方关联公司的股票期权,而在于他是为了自己的专属利益而进行交易。帕努瓦如果在得到董事会批准后进行此类交易,可以让公司和股东从这种信息交易中获利,但是他的交易却是在隐瞒的情况下进行的,这违反了他对麦地纬辛公司的忠诚义务,构成对麦地纬辛公司的欺诈。由此,如果上市公司高度关注其高级管理人员或员工执行此类证券交易可能引起的潜在欺诈问题,则可以在内幕交易政策中禁止此类交易。当然,上市公司也可以不在内幕交易政策中禁止此类交易,但是要求员工事先向公司报告此类交易。

(四) 新型“影子交易”理论对内幕交易理论的影响

正如上文所述,帕努瓦案是“盗用理论”运用于公司外部人员的一次新尝试。在“欺诈”的概念下,美国证券交易委员会指控帕努瓦故意将重大非公开信息用于交易目的,违反了对信息来源的义务。通过这一新型“影子交易”的理论,美国证券交易委员会进一步延展了“盗用理论”的适用范围,因为这种交易是公司内部人士因利用与自己公司有关的重大非公开信息进行涉及与自己无关(但却具有经济关联性)的外部公司的交易。

这一案件的尝试意味着内幕交易理论的进一步发展和拓展,“影子交易”的新实践将公司内部人士所掌握的“涉己”重大非公开信息,与自己公司的业务合作伙伴甚至是竞争对手公司(可以称为“经济关联公司”)的重大非公开信息“联结”起来,扩大打击和禁止某公司的内部人士持有机密信息与“经济关联公司”相关,并利用这些机密信息来交易“经济关联公司”的证券。虽然这种“影子交易”与传统的内幕交

易有所不同,“影子交易”者并没有利用自己公司的内部信息交易本公司的证券,但是,从保护投资者对资本市场的完整性的信心、保障资本市场良好运作的角度上看,“影子交易”依然会破坏市场的公平性,动摇投资者的信心,这对于证券资本市场价值发现机制的运作和融资功能的发挥都有着重大的破坏。因此,从保护资本市场的完整性、公平性的角度出发,“影子交易”的理论将内幕交易所禁止的范围延伸至“经济关联公司”的重大非公开信息,是符合现代资本市场法律发展趋势和要求的,也确实具有重要的意义。

(编辑:宋 澜)