

美国内幕交易法律制度 最新发展与演变

符 望*

摘要:美国证券市场较为发达,内幕交易新手段亦层出不穷,相应推动着实践不断发展、制度不断完善。本文结合最新的立法、执法与司法案例,从内幕交易刑事指控与民事、行政追责多个层面,梳理了美国内幕交易法律制度自 2020 年以后的发展与演变,包括 10b5 - 1 计划的限制、证监会追缴期限的延长、法院对“个人利益”的界定等,既为中资公司作为美国证券市场“发行人”的证券合规提供前沿观察,也为完善我国证券市场相关制度提供借鉴。

关键词:内幕交易 证券市场 内幕知情人

打击与规制内幕交易,有助于资本市场诚信建设,这一点在各国证券相关立法与司法中已经达成共识。美国作为资本市场发展较快、相对较成熟的国家,新问题层出不穷,因此美国内幕交易的立法、执法一直在不断发展与更新。自 2020 年之后,美国在内幕交易的立法与司法方面出现了一些新动

* 上海金融法院法官,综合审判二庭庭长。

向,美国证监会打击内幕交易方面也有一些新进展,下文将予以梳理,并进行简要对比性评析,为我国完善内幕交易相关制度提供参考。

一、美国证监会 10b5 - 1 规则修改:“单一交易计划”的限制

美国证监会针对 1934 年《证券交易法》出台了详细的实施规则,而这些规则根据证券市场的发展不断完善修改。针对内幕交易现象,美国证监会曾在 2000 年 8 月选择利用其在 1934 年《证券交易法》第 10(b)条下的权力颁布了 10b5 - 1 规则。这为发行人和公司内部知情人规定了在面对内幕交易指控时可以提出的一项肯定性抗辩,即如果一个人在某些条件下根据有约束力的合同设定的条件进行交易,或者指示他人基于书面明确的计划为其账户进行交易,在这些情况下,如果该人出于善意且不知晓重要的内幕信息,则不会被认定为内幕交易。^[1]

但是,实务中 10b5 - 1 规则可能会被滥用。因为公司内部知情人仍可能根据内幕信息制定计划投机取巧地进行交易,同时其受益于 10b5 - 1 规则所提供的肯定性抗辩。比如,公司内部知情人可能会制定多个重叠计划,然后有选择地只允许在提供最有利结果的计划下进行交易;或者是公司内部知情人在知悉内幕信息的前提下,制定计划分批交易证券。

猎豹移动(Cheetah Mobile)的案例^[2]可以较好地反映 10b5 - 1 规则被滥用的情形。该案中,猎豹移动是一家总部位于中国的应用程序、手机游戏以及其他内容驱动产品的开发商。在 2015 年和 2016 年,该公司有高达 1/3 的收入来自其应用程序中大型广告合作伙伴的广告。2015 年夏季,该广告合作伙伴通知猎豹移动其确定广告投放费用的算法发生了变化,并且如果不改进其应用程序,猎豹移动的收入可能减半。然而,猎豹移动并未提供解决方案。2015 年第四季度,猎豹移动

[1] See *Selective Disclosure and Insider Trading*, <https://www.federalregister.gov/documents/2000/08/24/00-21156/selective-disclosure-and-insider-trading>.

[2] See *SEC Charges Cheetah Mobile's CEO and its Former President with Insider Trading*, <https://www.sec.gov/news/press-release/2022-169>.

从广告合作伙伴处的收入下降了 11%,并在 2016 年第一季度进一步下降了约 30%。尽管存在这种不利的趋势,但猎豹移动的首席执行官在与投资者和分析师的季度电话会议中并未透露广告合作伙伴的费用算法变化,而是归为“季节性”原因。猎豹移动在 2016 年 4 月提交的 Form20-F 财务报告中也没有提及算法变化以及不利的收入趋势。

2016 年 3 月,高级管理人员意识到广告合作伙伴的算法变化导致了不利收入趋势,他们制定了一项 10b5-1 交易计划,以出售他们所持有的猎豹移动证券的一部分。此后,在 2016 年 5 月,猎豹移动公布了低于预期的第二季度收入预测,并宣布预计无法实现 2016 财年的收入预测,随后猎豹移动的股价下跌了约 18%。在 2016 年 5 月收入预测披露之前,这两位高级管理人员已经根据交易计划出售了 96,000 股猎豹移动美国存托股份,避免了超过 30 万美元的亏损。美国证监会后来介入调查,并于 2022 年 9 月 21 日发布了调查结果。美国证监会认为猎豹移动的高级管理人员在制定 2016 年 3 月的交易计划以及随后出售猎豹移动证券时,已经知悉了广告合作伙伴的算法变化导致了不利收入趋势,这一信息是重要且非公开的。因此,该交易计划不符合 1934 年《证券交易法》10b5-1 规则的要求,因为高级管理人员在制定计划时已经知晓了重要的内幕信息。美国证监会还指出,猎豹移动的内幕交易政策禁止员工在拥有重要内幕信息的情况下交易公司证券,并且作为猎豹移动的高级管理人员,其有责任不利用机密信息谋取个人利益,因此,他们的行为构成了内幕交易。

利用 10b5-1 规则进行内幕交易的情况有所增多,引起了美国国会和美国证监会的关注。在 2021 年 12 月,美国证监会提出了对 10b5-1 规则的修订,经过多次讨论后,2022 年 12 月 14 日,美国证监会通过了最终规则,^[3]最终规则在《联邦公报》上公布 60 天后生效。^[4]

在明确“肯定性抗辩”(affirmative defense)方面,新规则与原有的规则并无过多变化,即如果某人证明存在以下情况,则其买卖行为可以

[3] See <https://www.sec.gov/files/rules/final/2022/33-11138.pdf>.

[4] See *SEC Adopts Amendments to Modernize Rule 10b5-1 Insider Trading Plans and Related Disclosures*, <https://www.sec.gov/news/press-release/2022-222>.

认定为并非基于重要的内幕信息：“(A)在知悉该信息之前,该人已经(1)签订了购买或出售证券的具有约束力的合同;(2)指示他人指示人的账户购买或出售该证券;或(3)通过了书面的证券交易计划;(B)所述的合同、指示或计划:(1)具体规定了拟购买或出售的证券数量以及拟购买或出售证券的价格和日期;(2)包含书面公式、算法或计算机程序,用于确定拟购买或出售的证券数量以及拟购买或出售证券的价格和日期;或(3)不允许该人对如何、何时或是否进行购买或出售施加任何后续影响;此外,根据合同、指示或计划施加此类影响的任何其他人在施加影响时必须不知晓该重大内幕信息。”^[5]

需要注意的是,虽然 10b5 - 1 规则明确了可以对上述提及的已经制定的单一交易计划(single trade plan)提出肯定性抗辩,但本次修订明确要求这种计划属于 10b5 - 1 规则中所允许的单一交易计划,即要对符合条件的单一交易计划进行界定。根据新规则,这种单一交易计划旨在实现购买或出售证券的单一交易,包括计划希望取得或追求类似结果。而有些交易计划存在较大的自由度,并不构成单一交易计划,比如下列情况:如果该 10b5 - 1 计划让委托人的代理人自行决定是否将该计划作为单一交易执行,或该 10b5 - 1 计划没有将自由决定的权利留给代理人,但却规定代理人的未来行为将取决于该计划通过时尚未明确的事件或数据(比如计划明确的买卖是否进行将取决于指定股票的将来价格处于几个点位),并且在采用该计划时可以合理预见它可能导致多次交易。在这两种情况下,这些计划不能被视为“单一交易计划”。除此之外,新修改的规则还明确了任何采用 10b5 - 1 计划的人必须在采用计划时以及在计划期限内本着善意行事。

本次修订的新规则还对 10b5 - 1 规则允许的单一交易计划增加了各种限制性条件,包括强制性冷静期、禁止重叠计划等,同时加强了发行人对这些计划的披露义务。这样一来,这些规则大大限制了内部知情人利用 10b5 - 1 规则制定计划以规避内幕交易指控的方式。具体限制如下:

1. 关于冷静期的规定:对于 10b5 - 1 计划,新规则区分了不同对象

[5] See <https://www.law.cornell.edu/cfr/text/17/240.10b5-1>.

适用不同的冷静期。(1)董事和高级职员〔6〕根据新的(或经修订的)10b5-1计划开始交易,必须在冷静期之后。冷静期以下列两个日期较晚者为准:计划通过后90天;或者发行人以表格10-Q或10-K的形式(对外国私募发行人则是表格6-K或20-F)披露发行人的财务业绩后两个工作日(业绩必须针对的是10b5-1计划通过时的财政季度),但最长冷静期为计划通过后的120天。(2)对于董事、高级管理人员或发行人以外的人士,冷静期为采用10b5-1计划后的30天。

冷静期规则还进一步明确,对10b5-1计划所依据的证券购买或出售的数量、价格或时间等进行修改(包括修改书面公式、算法或相关计算机程序),会构成该计划的终止和新计划的采用,这将触发新的冷静期。

2. 董事和高级职员证明:董事和高级职员必须在10b5-1计划中加入一个陈述,证明其在通过或修改10b5-1计划时,不知道有关发行人或其证券的内幕信息,且将善意地采用10b5-1计划,而不是将其用于规避10b-5规则所要求的禁止内幕交易目的。

3. 禁止重叠10b5-1计划:如果存在多个计划,则可能产生日期重叠的问题,这样一来,计划制定人会根据情况选择执行对自己交易最有利的计划,由此产生内幕交易的嫌疑。为此,新的规则明确了,在一般情况下,除发行人外,其他人不得同时采用多个10b5-1计划,即不允许存在重叠的情况。当然,在以下情况中例外允许存在多个计划:(1)与多个经纪人的综合合同。计划制定人与不同经纪交易商或其他代理人可能签订多个单独合同,在这种情况下,如果每个单独合同综合起来看能构成一个整体,则这些合同可以被视为一个单一的10b5-1计划,因此这些单独合同符合10b5-1规则的适用条件并共同受10b5-1规则的约束。当然,在这种情况下,由于采用了整体对待的做法,那么对其中任何一个单独合同的修改将同时构成对其他合同的修改,结果就是冷静期要重新起算。不过,如果10b5-1计划中有关购买或出售证券的数量、价格或时间的条款没有改变,只更换经纪交易商或代理人,这种情况就不被视为修改合同,无须重新起算冷静期。(2)较晚开

〔6〕 高级职员根据 Rule 16a-1(f) 界定。

始的计划。一个人可以同时维持两个单独的、存在先后顺序的 10b5 - 1 计划,前提条件是较早开始的计划下的所有交易完成时或到期未执行而失效时,根据较晚开始计划进行的交易尚未开始启动。即两者的执行期间不能重叠。如果较早开始的计划届满日期提前终止,则在提前终止日期开始重新起算冷静期,等冷静期过了之后,较晚开始的计划才能开始执行。(3)“卖出补缴”(sell to cover)计划。个人可以订立额外的计划,仅授权合格的“卖出补缴”交易以便个人在获得股权奖励时(如限制性股票或股票增值权)去履行纳税扣缴义务,前提是个人没有其他途径控制此类出售时间。

新的 10b5 - 1 计划相关规则中,还进一步明确了信息披露的新要求。美国上市公司还将被要求每季度在 10 - Q 和 10 - K 表格上披露 10b5 - 1 交易计划,并每年披露公司的内幕交易规制政策或为何未采纳该政策的解释。外国私募发行人(比如上文中提及的猎豹移动),也被要求在 Form 20 - F 上每年披露其内幕交易规则政策。发行人具体应披露:(1)是否有任何董事或高级职员在发行人的上一季度财报采用或终止任何 10b5 - 1 计划或不属于 10b5 - 1 计划的其他交易安排;^[7](2)对 10b5 - 1 计划或不属于 10b5 - 1 计划的其他交易安排的重要条款进行说明。在具体说明时,发行人无须披露相关交易计划或安排的具体交易价格,但对于其他重要事项必须强制披露,比如参与计划的董事或高级职员的姓名和头衔、计划的通过或终止日期、计划的期限以及根据该计划出售或购买的证券总数等。

新规则的出台,对于市场中的内幕交易认定以及处罚开始产生较大的影响。在前文提及的猎豹移动案件中,该公司首席执行官为了解决指控,不仅支付了民事罚款,同时作出相关承诺,以达成与美国证监会的和解。这些承诺基本遵照了美国证监会当时提出的对 10b5 - 1 规则的修订方案。具体承诺包括:(1)采纳或修改 10b5 - 1 计划后的冷静期为 120 天。(2)限制首席执行官在任何给定时间内只能有一个

[7] “不属于 10b5 - 1 计划的其他交易安排”是指在最终规则生效之前符合先前 2000 年规则的 10b5 - 1 计划,但这些计划由于不符合最终规则增加的新条件,故区分对待为“不属于 10b5 - 1 计划的其他交易安排”。

10b5-1 计划(通过防止重叠的交易计划来防止滥用行为)。此外,公司两位高级管理人员还同意在进行证券交易前,提前通知美国证监会执法司市场滥用组的负责人,并在接下来的五年内每年证明他们遵守了美国证监会命令中的所有承诺。^[8]

美国证监会对于 10b5-1 规则的完善,可以为完善我国立法提供一定的借鉴。对于按已制定的计划进行交易的问题,我国《证券法》虽没有明确将其作为免责情形,但最高人民法院、最高人民检察院《关于办理内幕交易、泄露内幕信息刑事案件具体应用法律若干问题的解释》第 4 条有所涉及:“具有下列情形之一的,不属于刑法第一百八十条第一款规定的从事与内幕信息有关的证券、期货交易:……(二)按照事先订立的书面合同、指令、计划从事相关证券、期货交易的……”该条为此类按计划的交易提供了相应的免责情形,但相对而言还比较粗糙,并未涉及计划内容、重叠计划等细节性要求,故可以根据实务发展更加细化。

二、国防授权法案的修订:内幕交易获利追缴期限的延长

2021 年 1 月 1 日,美国国会推翻了特朗普总统的否决权,将 2021 年《国防授权法案》(National Defense Authorization Act, NDAA)颁布为法律。本来这一法案与证券执法关联并不大,但令人意外的是 NDAA 纳入了条款以修订 1934 年《证券交易法》第 21(d) 条。主要修订内容是明确授权美国证监会在联邦法院诉讼中追缴非法所得(disgorgement),并将美国证监会提出的追缴期限从 5 年延长至 10 年。修正案同时规定,美国证监会有 10 年的期限提出任何寻求衡平法救济的主张,这样一来,相当于增强了美国证监会采取执法行动的能力和动力以惩罚较长时间前的不当行为。

实务中,美国证监会针对内幕交易行为人的获利进行追缴,该权力

[8] See Administrative Proceeding File No. 3-21118, In the Matter of Sheng Fu and Ming Xu, <https://www.sec.gov/files/litigation/admin/2022/33-11104.pdf>.

来自《证券交易法》。在 NDAA 之前,联邦法院允许美国证监会根据《证券交易法》第 21(d)(5) 条获得一般性的衡平法救济,^[9]但一般限制美国证监会仅在其行政程序中进行追缴。2017 年,美国最高法院在 *Kokesh v. SEC*^[10] 案中作出裁定限制了美国证监会的追缴权,认为追缴权力应受到 28 U. S. C. § 2462 条款中规定的民事处罚 5 年诉讼时效的约束。这样一来,就影响了美国证监会的执法权。美国证监会估计,该案的裁决导致美国证监会在提起的案件中放弃了约 11 亿美元的追缴。^[11] 此后,2020 年 6 月美国最高法院对 *Liu v. SEC* 案^[12] 作出裁决,进一步限制了美国证监会主张追缴的权力,认为追缴不得超过不法行为人的非法净利润,追缴之前还必须扣除合法开支。同时强调,对于不法行为人的关联公司一同获得的利益,除非能证明关联公司一起从事不法行为,否则不应予以追缴。另外,法院认为追缴的财产应归还给受害人。^[13]

NDAA 正式赋予美国证监会明确的法定权力,相关法条规定:在美国证监会根据证券法的任何规定提起的任何诉讼或司法程序中,美国证监会可以主张追缴,任何联邦法院也可以下令追缴。对此,该法在第 6501 条中明确了以下内容:“……(8) 时效期限。(A) 追缴。美国证监会可根据第(7) 款提出追缴要求——(i) 美国证监会寻求追缴的诉讼或程序发生不迟于导致侵权行为的最晚日期后 5 年;或(ii) 不迟于引起侵权行为的最晚日期后 10 年。美国证监会针对违反以下规定的行

[9] 该条原文如下: 21(d)(5) EQUITABLE RELIEF.—In any action or proceeding brought or instituted by the Commission under any provision of the securities laws, the Commission may seek, and any Federal court may grant, any equitable relief that may be appropriate or necessary for the benefit of investors.

[10] See *Kokesh v. SEC*, 137 S. Ct. 1635 (2017).

[11] See SEC Division of Enforcement 2019 Annual Report at 21, <http://www.sec.gov/files/enforcement-annual-report-2019.pdf>.

[12] See *Liu v. SEC*, 140 S. Ct. 1936 (2020).

[13] See Richard M. Rosenfeld & Kerri Elizabeth Webb, *Congress Slips Steroids to SEC Enforcement to Strengthen the SEC's Authority to Seek Disgorgement in Federal Court*, <https://www.mayerbrown.com/en/perspectives-events/publications/2021/01/congress-slips-steroids-to-sec-enforcement-to-strengthen-the-secs-authority-to-seek-disgorgement-in-federal-court>.

为提起诉讼或程序:(I)第 10(b)条;(II)1933 年《证券法》(15U. S. C. 77q(a)(1))第 17(a)(1)条;(III)1940 年《投资顾问法》(15U. S. C. 80b-6(1))第 206(1)条;或(IV)证券法中必须认定存在“明知、故意”,(scienter)的任何其他规定。(B)衡平法救济措施。美国证监会可以寻求任何衡平法救济措施,包括禁令或禁止令、暂停令或停止令,但不得迟于引起主张的违法行为发生后 10 年……”^[14]

相对而言,NDAA 立法对于追缴期限的延长,表明了证券市场对于美国的重要性以及美国国会进一步打击内幕交易的决心。对于相关处罚,我国《证券法》第 191 条规定:“证券交易内幕信息的知情人或者非法获取内幕信息的人违反本法第五十三条的规定从事内幕交易的,责令依法处理非法持有的证券,没收违法所得,并处以违法所得一倍以上十倍以下的罚款;没有违法所得或者违法所得不足五十万元的,处以五十万元以上五百万元以下的罚款。单位从事内幕交易的,还应当对直接负责的主管人员和其他直接责任人员给予警告,并处以二十万元以上二百万元以下的罚款。国务院证券监督管理机构工作人员从事内幕交易的,从重处罚。”该条直接赋予了执法部门没收违法所得的权力。但在期限上面,应遵照我国《行政处罚法》第 36 条的规定:“违法行为在二年内未被发现的,不再给予行政处罚;涉及公民生命健康安全、金融安全且有危害后果的,上述期限延长至五年。法律另有规定的除外。前款规定的期限,从违法行为发生之日起计算;违法行为有连续或者继续状态的,从行为终了之日起计算。”与美国立法对比,我国追缴期限相对较短。

三、司法的模糊与立法的探索:“个人利益”如何界定

美国最高法院曾在 *Dirks v. SEC* 案^[15]中,设定了一个标准,即受

[14] See § 6501, <https://www.congress.gov/116/plaws/publ283/PLAW-116publ283.pdf>.

[15] *Dirks v. SEC*, 463 U. S. 646 (1983).

托人向第三方披露重要的内幕信息,只有当其作为内幕信息传递人时因直接或间接地从披露中获得个人利益而违反信赖和保密义务时,才属于欺诈行为。^[16]

什么是个人利益,不同的法官则会产生不同的解读。美国第二巡回法院在 *United States v. Newman* 案^[17]中,曾将 *Dirks* 案限制性地解释为要求证明“一种客观的、结果性的、至少代表金钱或类似价值性质的潜在收益的交换”。按该案的标准,需要证明内幕信息传递人的有形利益,还需要证明内幕信息传递人与受传递人之间存在“有意义的密切的人际关系”^[18]。如果完全是基于友谊,特别是从偶然的或社会性的友谊中得到内幕信息,那么不应认定存在“个人利益”。

而第九巡回法院在 *United States v. Salman* 案^[19]中,则提出了不同观点。第九巡回法院认为,第二巡回法院坚持证明有形利益,将使法院“背离 *Dirks* 案的明确认定,即当内部人向交易亲属或朋友赠送机密信息时,就满足了违反信义义务的要件”^[20]。因此,应对“个人利益”作宽泛的解释。

在2016年的 *Salman v. United States* 案^[21]中,最高法院解决了各巡回法院在政府必须证明什么才能确定内幕信息传递人具有“个人利益”的问题上的分歧。最高法院法官们达成了一致意见,肯定了第九巡回法院的裁决,并明确否定了第二巡回法院对 *Dirks* 案个人利益测试的狭义解释。该案事实并不复杂。花旗集团雇佣的一名投资银行家与他的哥哥分享了与收购有关的机密信息,他知道哥哥正在利用这些被挪用的信息购买目标公司的股票。其哥哥还将交易技巧秘密传递给本案申请人,即后来成为姻亲的好友。法院面临的主要问题是——在没有证据证明投资银行家与哥哥分享机密信息后获得了实际利益的情

[16] 参见朱子琳:《无偿泄密是内幕交易吗?——对美国泄密型内幕交易中个人利益标准的反思》,载《金融法苑》2020年第2期。

[17] See *United States v. Newman*, 773 F.3d 438 (2d Cir. 2014).

[18] *Newman* 案,773 F.3d at 452.

[19] See *United States v. Salman*, 792 F.3d 1087 (9th Cir. 2015).

[20] *Salman* 案,792 F.3d at 1093(引用 *Dirks*,463 U.S. at 663)。

[21] See *Salman v. United States*,137 S. Ct. 420 (2016)。

况下,对本案申请人的定罪是否能得到支持。法院认为,当内幕信息传递人向“从事交易的亲属或朋友”提供信息时……内幕信息传递人个人获得了好处,因为内幕信息传递人的亲属或朋友在交易中获得了好处。因为交易信息的赠送与内幕信息传递人自己进行交易后获得收益是一回事。^[22] 在本案中,兄弟之间的交易提示完全属于 Dirks 案所设想的范式。

由于司法部门对于“个人利益”认定上的分歧与摇摆,美国立法部门则希望通过明确立法解决问题,比如采取类似欧盟与中国的立法规定,不再把“个人利益”作为内幕交易的要件。这种观点获得更大的支持力度,导致了各种立法提案。其中,众议员吉姆·海姆斯提出的 2019 年《内幕交易禁止法》(Insider Trading Prohibition Act, H. R. 2534) 于 2019 年 12 月以两党压倒性的票数(410 - 13)在众议院通过,目前经过多次讨论后,仍在参议院等待批准。^[23]

H. R. 2534 如果颁布为法律,将在《证券交易法》中增加新的第 16A(a) 条,规定在拥有重大内幕信息的情况下交易证券是一种明确的违法行为,前提是“如果该人知道或轻率地无视该信息已被错误地获得,或据此交易证券将构成对该信息的错误使用”。第 16A(b) 条规定,如果“合理地预见”内幕信息受传递人将为交易目的对内幕信息进行交易或与他人分享,则“非法传播”与证券有关的“重要的、非公开的信息”即为违法行为。而第 16A(c) 条将规定,只有在信息是通过以下方式获得的情况下,这种交易或传递内幕信息才是“非法的”:(1) 盗窃、贿赂、虚假陈述或间谍活动;(2) 违反任何保护计算机数据或计算机用户知识产权或隐私的联邦法律;(3) 转换、挪用或其他未经授权和欺骗性地获取此类信息;(4) 违反任何信义义务、违反保密协议、违反合同、违反任何行为准则或道德政策。或为了直接或间接的个人利益(包括金钱利益、名誉利益或向交易亲属或朋友赠送机密信息)而违反

[22] *Salman v. United States*, 137 S. Ct. 420 (2016). at 428 (引用 *Dirks* 案, 463 U. S. at 664), 载 <https://casetext.com/case/salman-v-united-states-1>, 2024 年 9 月 3 日访问。

[23] See <https://docs.house.gov/meetings/BA/BA16/20230419/115754/BILLS-118HR2534116thCongressih.pdf>.

任何其他个人或其他信赖和保密关系。据此,内幕交易和传递内幕信息将不再需要以 10 - b5 规则作为证券欺诈的一种类型进行起诉。

对于个人利益与内幕交易认定的关系,欧盟与中国的立法并未采取美国模式,比如我国《刑法》第 180 条规定:“证券、期货交易内幕信息的知情人员或者非法获取证券、期货交易内幕信息的人员,在涉及证券的发行,证券、期货交易或者其他对证券、期货交易价格有重大影响的信息尚未公开前,买入或者卖出该证券,或者从事与该内幕信息有关的期货交易,或者泄露该信息,或者明示、暗示他人从事上述交易活动……”根据该定义,内幕信息知情人的泄露行为,可以被认定为犯罪,传递人是否获得“个人利益”,并不属于构成要件。

四、Blaszczak 案:内幕交易刑事指控不再依赖于证券法

由于上文提到,存在“个人利益”这个司法认定的争议点,美国检方在指控内幕交易犯罪时,负有很重的举证责任。为了避开这个争议点,美国检方试图绕过引用证券法证明证券欺诈的路径,转而使用其他法律去追究从事内幕交易者的责任,由此引发了一起受到业界关注的 *United States v. Blaszczak* 案。^[24] 该案中,争议点在于,检方能否根据《美国法典》其他条文而不是证券法来指控内幕交易刑事欺诈行为,这样就无须证明提供重要内幕信息的人传递信息是为了获得个人利益。对此,美国第二巡回法院与最高法院得出了不同的结论。

该案中,美国政府机构医疗保险和医疗补助服务中心雇员 Christopher Worrall 透露了一些内幕信息给某对冲基金的政治情报顾问 David Blaszczak,该信息与医疗保险和医疗补助服务中心即将发布的调整医疗保险和医疗补助服务的报销率的公告有关(以下简称医保信息)。Blaszczak 被指控与对冲基金分析师 Robert Olan 和 Theodore Huber 分享了这一信息,以便他们可以与某些相关上市公司进行投资,因为这一消息可能会影响这些公司的股价。2017 年,位于曼哈顿的美

[24] See *United States v. Blaszczak*, 947 F.3d 19 (2d Cir. 2019).

国检察官办公室对这四人提起了内幕交易指控,认为这种政府部门的内幕信息与公司的非公开重要信息一样,可以用于内幕交易,因此构成了联邦犯罪,故提起诉讼。

2018年,纽约南区联邦法院的陪审团做出宣判。检方指控四名被告犯有1934年《证券交易法》第10(b)条规定的证券欺诈罪。这一罪名并不成立,但根据其他法律法规,被告犯有其他几项罪行,包括违反和/或密谋违反:(1)《美国法典》第18编第1343条,即关于联邦电汇欺诈的法规;(2)《美国法典》第18编第1348条,一项独立于1934年《证券交易法》第10(b)条的联邦刑事证券欺诈法规,该法规于2002年作为《萨班斯-奥克斯利法案》的一部分颁布;(3)《美国法典》第18编第641条,即非法挪用美国财产为犯罪的规定;和《美国法典》第18编第371条,禁止共谋欺诈美国的规定。该案争议焦点在于,根据1983年的Dirks v. SEC案的判决,如果要用1934年《证券交易法》第10(b)条定罪,则必须认定CMS雇员透露机密信息是为了获得“个人利益”,而且其他被告知道该信息是为了获得个人利益。这一点很难认定,但如果适用《美国法典》第18编相关条文的指控,则无须认定“个人利益”这一复杂和存在争议的问题。因此,检方控罪时,援引了所有可能的条文。

但被告不服上诉。在上诉中,第二巡回法院审理的一个主要争议焦点是《美国法典》第18编规定的电信欺诈和证券欺诈指控,是否需要认定“个人利益”的存在。最后法院裁定,在根据《美国法典》第18章提出的刑事案件中,1934年《证券交易法》第10(b)条所要求的提供者-接受者之间的“个人利益”标准要求不适用。该标准的产生,主要是基于国会制定证券交易法欺诈规定的目的,即不得利用内幕信息谋取个人利益。然而,这一立法意图并不扩展用于《美国法典》第18编电信欺诈和证券欺诈法规。后者作为2002年《萨班斯-奥克斯利法案》的一部分,目标在于扩大检察官的执法工具箱,因此适用范围比《美国法典》第15编证券法更广。基于不同的立法目标,“个人利益”标准不适用于基于《美国法典》第18编提出的指控。

但被告再上诉至美国最高法院,提出他们的定罪应予撤销,因为《美国法典》第18编涉及的电汇欺诈和证券欺诈定罪的构成要件之一

为欺诈受害者金钱或财产(money or property),而本案中的医保信息不构成“财产”或“有价物”。这一理由在第二巡回法院的审理中也曾被提出,但被第二巡回法院以2:1的投票结果驳回了。出乎意料地,美国最高法院同意了被告的上诉理由。

美国最高法院援引了其2020年裁决的Kelly v. United States案^[25],该案同样涉及“财产”或“有价物”问题,直接关系到Blaszczak案的核心争议。Kelly案涉及新泽西州政府官员被指控进行电汇欺诈,因为官员们谎称正在进行“交通研究”以限制进入乔治华盛顿大桥的车道数量,实际上是对新泽西州市长的政治报复。在Kelly案中,最高法院认为,电汇欺诈的指控要求被告的欺诈计划是寻求获得“金钱或财产”。由于有争议的行为是行使监管权力,尽管该案存在虚假的“交通研究”损失了雇员的时间和劳动力,实际上却并没有拿走政府手中任何有价值的东西,于是美国最高法院得出结论,定罪不能成立。基于Kelly案这一理由,美国最高法院撤销了第二巡回法院的决定,将Blaszczak案发回重审。

发回重审后,美国政府作为控方采取了不同寻常的举动,承认其在实质性罪名和以“财产”犯罪为前提的共谋罪名方面存在错误,认为这些罪名不应成立。但控方要求继续认定某些被告构成其余罪名,因此这些其余罪名并不完全以政府信息被视为“财产”为前提。尽管控方承认了错误,第二巡回法院也明确指出控方对错误的承认并不影响法院对案件的处理,于是三人合议庭再次讨论后形成2:1的裁决,认为相关的医保决策前监管信息不构成“财产”或“有价物”,因此不能成为基于《美国法典》第18编法规提出刑事指控的依据,故被告相关罪名不成立。至于被告的其余罪名,第二巡回法院则认为涉及陪审团的事实认定与适当决策问题,不仅仅是法律适用,故再将这些罪名发回重审。

在本文写作之时,其余罪名发回重审之后的结果尚未出来,但很明显的是Blaszczak案将对美国内幕交易的认定产生重要影响。

其一,该案的过程表明,美国检察官通过新的责任理论以扩大内幕交易法的适用范围,而限于原来的1934年《证券交易法》第10(b)条

[25] See Kelly v. United States, 140 S. Ct. 1565 (2020).

款。这是一个值得关注的动向,相当于检察官希望以此避开 *Dirks v. SEC* 案确定的“个人利益”争议,减少证明的难度,这是一条对检方有利的新路径。但需要注意的是,相关的举证责任是有所不同的。《美国法典》第 18 编罪行仅涉及刑事责任。因此,检方必须以“超出合理怀疑”这一证明标准去证明案件中存在《美国法典》第 18 编所规定的欺诈要素,比如被告参与欺诈计划,通过虚假陈述、声明或承诺获取金钱或财产、被告有欺诈意图、为推进计划而进行了跨州电信传输等。^[26] 这与《美国法典》第 15 编不同,其中的 1934 年《证券交易法》第 10(b) 条针对违规行为规定了民事和刑事处罚,如果是民事索赔的话,证明标准仅需要适用“优势证据”标准,比刑事认定罪名的标准要低得多。

其二,对于来自私营企业与政府部门的内幕信息需要区分对待。对于私营企业的非公司信息,可以认定为“财产”或“有价物”,如果用于内幕交易,法院仍可以根据《美国法典》第 18 编法规认定为犯罪,而无须考虑信息传递人是否需要获得“个人利益”的问题。如果内幕信息来源于政府部门,由于 *Blaszczak* 案的影响,美国检察官在提起刑事检控时仍将遇到阻碍。因为无法认定此类信息构成“财产”或“有价物”,故难以赢得诉讼。当然,*Blaszczak* 案并不影响根据《证券交易法》第 10(b) 条追究刑事或民事责任,但这时可能又要绕回到是否存在“个人利益”这个法律争议点。

五、OpenSea 案与 Coinbase 案:加密货币纳入内幕交易执法范围

在打击内幕交易的过程中,新的标的物进入了执法部门的视野。比如加密货币交易。因为此类货币交易蓬勃发展,并形成了相应的市场。

[26] 《美国法典》第 18 编证券欺诈的要素与电信欺诈相似,但证券欺诈要求与证券或大宗商品的买卖有关(18 U. S. C. § 1348)。

在美国法律下,由于美国最高法院确定的豪伊测试标准,^[27]许多新兴交易标的会被视为证券对待,因此自然也随之纳入了内幕交易执法范围。近年来,美国检察官与联邦调查局合作,对涉及非同质化代币(Non-homogenous tokens, NFT)市场 OpenSea 和知名加密货币交易所 Coinbase 的两件关于加密货币的内幕交易案采取了行动,这属于首次对加密货币内幕交易采取的执法行为,备受业界关注。除此之外,美国证监会还在 Coinbase 案件中提起了单独的诉讼,其中专门列举了其认为在当下被视为数字资产证券的九种加密货币,追究内幕交易行为人的民事责任。

在 OpenSea 案^[28]中,2022年6月1日,美国检察官办公室在纽约州南区联邦地区法院(SDNY)对 OpenSea 产品经理 Nathaniel Chastain 提起公诉。Chastain 是 OpenSea 的产品经理,每周负责指定在 OpenSea 上展示的 NFT。由于有这种权力,Chastain 使用匿名的 OpenSea 账户和数字货币钱包,购买了他选择将在 OpenSea 上展示的 NFT。OpenSea 从 2021 年 5 月左右开始在其首页上展示特定的 NFT,每周展示几个 NFT。一旦指定的 NFT 出现在 OpenSea 的首页上,消费者通常愿意为该 NFT 和同一创作者的其他 NFT 支付更高的价格。在这些 NFT 在 OpenSea 的首页上展示之前,消费者无法事先知情,但 Chastain 基于其在 OpenSea 的职务,可以事先知晓。当然,OpenSea 制定制度要求其保守所有在 OpenSea 获得的内部信息,包括选择和指定哪些 NFT 会在 OpenSea 首页上展示的信息。

美国检察官指控,从 2021 年 6 月到 2021 年 9 月前后,Chastain 在他知道哪些 NFT 将在 OpenSea 的首页上展示后,购买了数十个 NFT,然后等他们展示后不久以 3~5 倍的购买价格出售,该行为足以证明 Chastain

[27] 豪伊测试(Howey Test)是美国证券法中具有里程碑意义的判例法则,判断是否为证券的核心依据之一。它在 SEC v. W. J. Howey Co. 案中由最高法院确立。在该案中,美国最高法院明确了某项交易是否构成“投资合同”(从而属于证券范畴)的标准,该标准包含以下四个构成要件:(1)投资资金;(2)共同企业;(3)预期从他人的劳务和努力中获利;(4)盈利完全来自发起人或第三方的劳务和努力。只要一项交易满足上述四个要件,即使它不明确被称为“股票”或“债券”,也将被视为“投资合同”,从而受到联邦证券法的规范。

[28] See United States v. Chastain, No. 22-cr-00305 (S. D. N. Y. May 31, 2022).

犯有电信诈骗和洗钱罪以实施内幕交易获取个人利益。^[29]

在 Coinbase 案^[30]中,2022 年 7 月 21 日,美国检察官对 Coinbase 产品经理 Ishan Wahi 及其他两名自然人被告提起诉讼,指控他们在涉及个人利益的内幕交易中存在电信诈骗共谋和电信诈骗罪。Ishan Wahi 是 Coinbase 的产品经理,知晓关于 Coinbase 将公开上市的加密资产的机密信息。在 Coinbase 宣布将上市交易某种特定加密货币之前,Ishan Wahi 会把相关的信息泄露给另一名被告。被告随后会在 Coinbase 公告之前购买该加密货币,然后使用多个匿名的以太坊区块链钱包出售该资产,包括没有先前交易历史的新钱包。这些被告至少进行了 14 次交易,交易了至少 25 种不同的加密货币资产,最终获利约 150 万美元。

根据美国检察官办公室发布的新闻稿,2022 年 9 月 12 日,Ishan Wahi 的兄弟 Nikhil Wahi 已因参与加密货币资产内幕交易计划相关的串谋犯有电信诈骗罪而认罪。2023 年 1 月 10 日,Nikhil Wahi 因参与一项使用从其兄弟 Ishan Wahi 处获得的机密信息进行加密货币资产内幕交易的计划而被判处 10 个月监禁。除了监禁刑罚外,Nikhil Wahi 还被责令支付 892,500 美元的刑事没收款项。2023 年 2 月 7 日,Ishan Wahi 就涉及一项加密货币资产内幕交易计划而认罪了两项串谋电信诈骗罪。^[31]

除了刑事责任之外,美国证监会也在一起单独的民事诉讼中对 Ishan Wahi 和其他几位被告提起了与内幕交易计划相关的诉讼,^[32]美国证监会诉称,Ishan Wahi 违反了其对 Coinbase 所承担的信任和保密义务,而其他几名被告根据他们知道或应该知道是来自 Ishan Wahi 违反对 Coinbase 的信任和保密义务的重要机密信息进行交易。他们因多次在

[29] See <https://www.justice.gov/usao-sdny/pr/former-employee-nft-marketplace-charged-first-ever-digital-asset-insider-trading-scheme>.

[30] See *United States v. Wahi*, No. 22-cr-00392 (S. D. N. Y. July 21, 2022), <https://www.justice.gov/usao-sdny/press-release/file/1521186/download>.

[31] See *Former Coinbase Insider Pleads Guilty In First-Ever Cryptocurrency Insider Trading Case*, <https://www.justice.gov/usao-sdny/pr/former-coinbase-insider-pleads-guilty-first-ever-cryptocurrency-insider-trading-case>.

[32] See *SEC v. Ishan Wahi, Nikhil Wahi, and Sameer Ramani*, No. 2:22-cv-01009 (W. D. Wash. filed July 21, 2022).

Coinbase 加密货币资产证券公告之前进行交易而受益,导致至少 110 万美元的非法获利。美国证监会主张法庭认定被告违反了联邦证券法,永久禁止他们从事违反证券交易法的行为,并支付相关民事罚款,返还非法所得。在其诉状中,美国证监会指认被告方交易了九种数字代币。^[33]美国证监会在其诉状中运用“豪伊测试”进行分析,^[34]认为这些数字代币在“豪伊测试”下属于数字资产证券,属于证券法的适用范围,因此美国证监会对此事具有司法管辖权。

加密货币在美国蓬勃发展,也形成了相关的交易所。由于美国证券法的“豪伊测试”规则,加密货币可以被认定为证券,从而纳入内幕交易规制范围。相比之下,中国加密货币因受政策管控较严,证券法对于“证券”定义也较窄,^[35]并未授权行政执法部门或者司法机关自行扩大其定义,因此现阶段尚无法直接用证券法的内幕交易规则去打击此类交易中可能出现的内幕交易行为。不过,中国证券相关法律法规也留下了相应的口子,允许国务院依法认定其他证券,同时不排除在将来立法扩大“证券”的定义的可能性。因此,加密货币以及其他类似产品也有可能被纳入内幕交易监管范围。

(编辑:徐安安 姜沅伯)

[33] Amp,由 Flexa Network, Inc 创造的基于以太坊的代币 (AMP); RLY,由 Rally Network, Inc. 创造的治理代币; DDX,与 DerivaDEX 相关的治理代币; XYO,由 XY Labs, Inc. 创造的基于以太坊的代币; RGT,由 Rari Capital 及其代理商铸造的 ERC-20 代币; LCX,由列支敦士登加密资产交易所创造的代币; POWR,由 Power Ledger Pty. Ltd. 及其代理商创造的代币; DFX,由 DFX Finance 创造的代币; KROM,由 Kromatika Finance 及其代理商创造的 ERC-20 代币。

[34] See <https://www.sec.gov/litigation/complaints/2022/comp-pr2022-127.pdf>.

[35] 参见《证券法》第 2 条第 1 款,“在中华人民共和国境内,股票、公司债券、存托凭证和国务院依法认定的其他证券的发行和交易,适用本法;本法未规定的,适用《中华人民共和国公司法》和其他法律、行政法规的规定”。