

聚焦 FOCUS 内幕交易司法解释正式施行(上)

内幕交易司法解释尚存四大缺憾

业界呼吁司法机关尽快出台操纵市场、老鼠仓司法解释,积极引入执法和解制度

证券时报记者 刘璐

随着5月22日最高人民法院、最高人民检察院出台《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》(以下简称“内幕交易司法解释”),监管层称之为“老虎装上了牙齿”。

不过,完善证券期货相关法规,前路仍漫漫,记者从多方了解到,在深感欣慰的同时,仍有四大缺憾,令业内人士略感惋惜并充满期待。

第一大缺憾在于仅出台了关于内幕交易的司法解释,而与之同时开始讨论的操纵市场、老鼠仓司法解释未能出台;第二大缺憾在于证券期货民事赔偿司法解释尚未出台;第三大缺憾在于证券期货司法专门化刚起步不久;第四大缺憾在于执法和解制度未能纳入相关法律。

这四大缺憾的背后,是投资者的叹息声,以及监管人员“心有余而力不足”的怅惘。

缺憾之一:缺少操纵市场老鼠仓刑事司法解释

记者从参与此次司法解释起草工作的人士处获悉,内幕交易、操纵市场、老鼠仓司法解释系同时开始考虑,不过,最终它们未能齐头并进,而是采取了成熟一个颁布一个的方式,先行出台了《内幕交易司法解释》。

5月23日,证监会有关部门负责人在新闻通气会上曾谈及“乐观估计今年年内可以推出关于操纵市场、老鼠仓的司法解释”。他指出,这一司法解释将解决操纵市场和老鼠仓相关违法犯罪行为认定上的疑难问题。

操纵市场以往的典型行为是庄家操纵的行为模式,现在这种模式已经不是主要方式,出现了新型方式,比如抢帽子、信息披露操纵、特定目的操纵等行为,这些行为在法律上有原则性规定,但具体情形是否构成证券法或者刑法上讲的操纵市场,必须做出具体解释。包括老鼠仓也是,比如什么叫非公开信息,什么情况下可以认定。”这位负责人表示。

这一期待的背后是沉重的无奈。与《内幕交易司法解释》颁布之前的情况类似,操纵市场、老鼠仓(利用非公开信息交易)面临着罪与非罪的认定、“严重”与“特别严重”的认定等方面的问题。

以余凯操纵证券市场案来看,余凯通过事先建仓、黑嘴荐股、拉抬股价后抢先卖出这一“抢帽子”手法,仅仅4年就将拼凑来的30万元炒到7000多万元。湖北省天门法院一审判决被告人余凯犯操纵证券市场罪,判处其有期徒刑3年,处罚金450万元,并未没收违法所得。

浙江裕丰律师事务所律师厉健分析指出,余凯犯罪情节特别严重,但只判处3年,主要原因在于操纵证券市场司法解释尚未出台,法院认定余凯“情节特别严重”依据不

足,无奈之下,只能按“情节严重”从轻处罚。

厉健认为,由于当前法律法规仅作原则性规定,导致证监部门、公安机关、人民检察院、人民法院在严厉打击操纵市场和“老鼠仓”违法行为、依法追究涉案人员法律责任时“心有余而力不足”,已经出现或将要出现的“重罪轻判”案例,未能严惩违法者,导致司法公信力受到质疑,挫伤广大投资者信心。

缺憾之二:证券期货民事赔偿司法解释待完善

现行法律、法规、司法解释无明文规定——法律依据的空白犹如一道高高竖起的铁门,将不少证券投资者的民事赔偿诉求拒之门外。

以程文水、刘延泽操纵*ST钛白案为例,证监会认定二人的行为构成《证券法》规定的“操纵证券市场”行为,并依法对二人分别罚款300万元、200万元。可是,当18名*ST钛白投资者对程文水、刘延泽二人操纵*ST钛白赔偿纠纷案提起了民事诉讼后,法院在一审、二审中都以“现行法律法规司法解释无明文规定”为由驳回了诉请。

类似的案例也发生在汪建中操纵市场案中,汪建中被法院判决承担相应刑事责任,但是,因受到汪建中“掘金报告”影响购入股票带来亏损的投资者,在提出索赔诉请后,被法院告知“对于操纵市场与损害结果之间的因果关系的确定以及行为人承担赔偿责任数额的范围、损失的计算方法,现行法律法规、司法解释均无明文规定”。

目前最高人民法院仅就虚假陈述民事赔偿案件出台了相关司法解释,这使得在实践中,证券侵权民事赔偿案件类型主要集中在虚假陈述民事赔偿案件,此外,内幕交易、操纵市场、老鼠仓民事赔偿案件数量很少,且经常面临被法院驳回诉讼请求的困境。

投资者在寻求证券期货民事赔偿中的痛苦还不止于此。立案难、时间长,都令投资者在提起民事诉讼时思量再三。

关于虚假陈述的民事赔偿责任,股东提起诉讼有前置条件,即先对上市公司进行行政处罚或者刑事处罚,然后股东才能提起民事赔偿诉讼。目前的证券市场环境和司法环境已经有很大变化,可以考虑取消证券民事赔偿的先决条件。”金杜律师事务所合伙人张保生介绍道。

在美国司法制度下,投资者对上市公司在提起公司虚假陈述民事赔偿诉讼时并无先决条件,而近期最高人民法院正在草拟的《关于审理证券市场侵权民事赔偿案件的若干规定》(征求意见稿)也已迈出了这一步。

高昂的时间成本和随之而来的诉讼成本也令一些有意维权的投资者望而却步。“证券民事赔偿第一案”大庆联谊虚假陈述案,从证监会立案调

查、法院受理投资者的民事赔偿诉讼到投资者领回赔偿款,前后历时8年。张保生告诉记者,他建议最高人民法院尽快出台有关操纵市场、内幕交易以及老鼠仓的证券侵权行为的民事司法解释,对案件的诉讼时效、受理与管辖、诉讼方式、行为认定、行为与损害结果之间因果关系的认定、归责与免责事由、损失认定等重要方面进一步细化规定。同时,他也建议取消证券民事赔偿诉讼前置条件、引入集团诉讼制度。

缺憾之三:司法专门化长路漫漫

近年来,证券期货司法专门化一直在摸索前行。根据司法解释,证券市场虚假陈述民事案件,已要求省会城市法院管辖。此外,记者了解到,上海正试点在法院设立专门的金融法庭,而北京、天津也在研究。从更大的范围来看,公安机关也设立了证券犯罪侦查局,反映了证券期货司法专门化的迫切需求。

缺憾之四:司法专门化长路漫漫

近年来,证券期货司法专门化一直在摸索前行。根据司法解释,证券市场虚假陈述民事案件,已要求省会城市法院管辖。此外,记者了解到,上海正试点在法院设立专门的金融法庭,而北京、天津也在研究。从更大的范围来看,公安机关也设立了证券犯罪侦查局,反映了证券期货司法专门化的迫切需求。

证监会副主席刘新华指出:“证券期货犯罪案件不同于一般的经济犯罪案件,具有非常强的专业性,需要一支业务能力强、熟悉资本市场规则、办理该领域案件经验丰富的办案队伍,才能保证办案的质量。但执法实践中,由于专业性强,办理难度大,而且极为分散。”

一位业内专家告诉记者:“按照现有司法制度,对证券期货犯罪案件的管辖是分散化的,县级法院都可以管,而县级法院法官可能很多年才碰到一个案子,然后又很多年碰不到。有的法官说这是司法领域的屠龙之术,学会了多少年都碰不到一条龙,不多杀几条龙技术又无法精进。”

缺乏精通证券期货犯罪案件的司法人员,对原告和被告双方都有可能产生损害,也拉长了诉讼时间。”张保生告诉记者。据了解,从过往的工作经验看,内幕交易犯罪案件平均查处时间达28个月,个别案件甚至长达4、5年。

缺憾之四:执法和解制度未被采纳

在上一轮《证券法》修订中,证监会曾建议引入执法和解制度,然而在种种因素的考量下,未能写入修订稿。据资料显示,美国证券执法和解与诉讼在所有证券执法案件中约占90%。乍看之下,国家机关与违法者达成和解,似乎在道德上令人难以接受,容易令人联想到包庇、纵容等字眼。然而,权衡



之下,执法和解制度自有优胜之处。

2010年,趋势科技首席执行官陈怡桦及其丈夫新浪董事会前联席主席姜丰年就涉嫌内幕交易新浪股票问题与美国证券交易委员会(SEC)达成和解。趋势科技在声明中表示,根据和解方案,陈怡桦既不承认也不否认指控,但是同意向美国证券交易委员会支付民事赔偿。

中国人民大学法学院教授叶林曾在其论文中指出:“证券市场违法行为本身的复杂性和证券执法资源的局限性增加了调查取证和事实发现的难度,而证券法律相对证券市场行为的不完备性和滞后性,使违法性的判断和执法依据的确定也存在许多模糊之处。更为关键的是,这些困难和模糊之处有时是通过传统的证券执法行为无法解决和克服的。因此,在传统的执法理念下,证券执法或者面临着不能作为和无力作为的尴尬,或者面临违法作为、权力滥用的危险。”

叶林认为,必须提供纠纷解决的适当机制,尤其鼓励纠纷的一次性解决,鼓励更多的自愿协商以预防和降低纠纷再起(行政复议和行政诉讼等)。和解正是这一要求在证券执法实践中的体现,即将证券监管机构置于与被监管者同等的地位上进行沟通、交流和协商,在相互信任与合作的基础上,以相对快速、低廉和简洁的方式解决执法纠纷。

证监会副主席刘新华日前在接受记者采访时也表示,应进一步创新执法模式。“从更加注重提高执法效率,节约执法成本,有效实现执法目标的需要出发,可以积极探索高效、便捷、成本低廉的执法模式。比如,考虑研究实行成熟市场普遍采用的执法和解制度。”

从非罪到入罪 从轻罪到重罪 ——国外严惩内幕交易制度衍变历程

美国于1984年、1988年和2002年3次对内幕交易的处罚条款进行修改,目前个人刑罚上限提高到20年有期徒刑和500万美元罚金,非自然人罚金可达2500万美元。在金融危机后,美国通过了多德弗兰克法,授权证监会强化对证券欺诈的惩治,今年1月,美国证监会提出了对联邦刑罚的修改建议,准备对从事内幕交易的高管和此类大要案施以更严厉的惩罚,以严苛刑罚打击内幕交易的意图和趋势非常明显。

证券时报记者 刘璐 郑晓波

资深股民或许留意到,这些年,消息满天飞的情况正在悄悄起变化。曾几何时,股民见面,不说几条消息都不好意思说自己是炒股的,而如今,消息少了。这和我国对内幕交易的打击不无关系。

在世界证券市场史上,内幕交易经历了从非罪到入罪,刑罚上限从轻到重的历程。世界各国对内幕交易危害性的认识是经历了漫长的争论后才逐步深化并形成共识。

1930年美国立法规划之前,内幕交易是投资制胜的“唯一法宝”是华尔街公开的投资格言。按照著名经济学家亚当·斯密阐述的“经济人”思想,从事经济活动的个人都是在利己心驱动下追求自己利益最大化,这也许是内幕交易产生的根源所在。美国电影《金钱永不眠》曾淋漓尽致地描绘过这一点。

美国1934年《证券交易法》规定内幕交易可处以2年以下有期徒刑和1万美元罚金。一直到1980年以前,美国和法国是世界仅有的两个全面禁止内幕交易的国家。

20世纪80年代以后,世界主要市场经济国家相继发生的重大内幕交易舞弊丑闻事件,对资本市场和投资者信心造成重创。1986年,受两起重大内幕交易案件的直接影响,美国道琼斯指数3天之内快速下跌150多点,结束了持续约4年的“牛市”。

正是由于人们逐渐认识到内幕交易对资本市场的巨大危害,上世纪80年代以来,各国资本市场普遍将打击内幕交易作为监管执法的重点,以美国、英国、法国为代表的成熟资本市场普遍出现了修改完善刑事法律以加重内幕交易刑事责任的明显趋势,甚至包括以前没有规定内幕交易刑事责任或认为内幕交易只违反道德的德国、荷兰、新西兰和瑞士等国。

如果只要轻松做几笔交易就能获得巨额收益,而且从表面上很难被发现,这对贪婪之辈无疑是一个巨大诱惑。正因为如此,打击内幕交易

是市场监管永恒的主题。有学者在对内幕交易与证券市场的关系和历史进行研究后认为,内幕交易是证券市场的一种伴生现象,是资本市场的痼疾和顽症。

美国于1984年、1988年和2002年3次对内幕交易的处罚条款进行修改,目前个人刑罚上限提高到20年有期徒刑和500万美元罚金,非自然人罚金可达2500万美元。在金融危机后,美国通过了多德弗兰克法,授权证监会强化对证券欺诈的惩治,今年1月,美国证监会提出了对联邦刑罚的修改建议,准备对从事内幕交易的高管和此类大要案施以更严厉的惩罚,以严苛刑罚打击内幕交易的意图和趋势非常明显。

实践表明,即便是经历了多年发展的成熟资本市场,也不时曝出内幕交易丑闻。近20年来,美国证监会每年起诉的内幕交易案件都在50起左右,监控体系亦十分敏锐,2003年网易资深副总裁梁钧70万美元抛售之举,以及2004年新浪姜丰年案中由其妻陈怡桦所得25万美元的做空指令,均触动了监控的敏感神经。

内幕交易行为隐蔽性极强,特别是内幕信息传递等关键环节,很多时候,内幕信息传递行为只是夫妻之间、熟人之间一句话、一个电话甚至只是一个暗示,除非当事人承认,否则很难取得直接证据。因此,境外成熟市场一般通过特殊的调查手段来解决这一问题。法国允许监管机构监听市场交易期间特定监管对象的通讯。美国证监会近期查处的“帆船集团内幕交易案”,也是通过反恐性质的窃听手段才取得突破。

内幕交易案件查处过程中,如果没有当事人承认,控方很难证明犯罪嫌疑人的主观意图,更无法逐一排除正常交易的各种可能性。因此,美国立法针对要约收购中的内幕交易,特别规定一旦控方证实内幕信息知情人员有从事内幕交易的事实,被控方需要提供有力证据证明自己的清白。法国、英国、欧盟和我国香港地区也都修改立法,明确在某些情况下控方不需要证明内幕交易人的行事意图。

内幕交易刑事处罚追诉时效可达10年

——资深律师释疑内幕交易司法解释

证券时报记者 刘璐

就《内幕交易司法解释》实施中市场人士比较关注的四大问题,本报邀请金杜律师事务所合伙人张保生进行解答。

证券时报记者:请问《内幕交易司法解释》适用于哪些时间发生的案件?

张保生:根据最高法、最高检《关于适用刑事诉讼法解释时间效力问题的规定》,有三类案件适用《内幕交易司法解释》:一是对于2012年6月1日(《内幕交易司法解释》实施日)后发生的行为;二是对于1997年10月1日(我国1997年修订后的《刑法》实施日)后至2012年6月1日前发生的行为,如果行为时没有相关司法解释,2012年6月1

日尚未处理或者正在处理的案件;三是对于1997年10月1日后至2012年6月1日前发生的行为,如果行为时有相关司法解释,依照行为时的司法解释办理,但适用新司法解释对犯罪嫌疑人、被告人有利的,适用新司法解释。

对于2012年6月1日前发生的行为且已结案的案件,不适用该司法解释。

证券时报记者:请问内幕交易在行政处罚上的追诉时效是多久?

张保生:根据《行政处罚法》,内幕交易在行政处罚上的追诉时效为2年,起算期限应从内幕交易人具体实施内幕交易行为之日起计算,该等内幕交易行为有连续或者继续状态的,从行为终了之日起计算。

证券时报记者:请问内幕交易在

刑事处罚上追诉时效是多久?

张保生:根据《刑法》,如果内幕交易罪、泄露内幕信息罪依法应当判处的法定最高刑为不满5年有期徒刑的,其追诉时效为5年;如果内幕交易罪、泄露内幕信息罪依法应当判处的法定最高刑为5年以上10年以下有期徒刑的,其追诉时效为10年。

根据《刑法》第一百八十条规定,犯罪嫌疑人构成内幕交易罪、泄露内幕信息罪,可能被判处5年以下有期徒刑或拘役,情节特别严重的应依法判处5年以上10年以下有期徒刑。

此外,需注意如内幕交易行为有连续或继续状态的,从行为终了之日起计算。在追诉期限内又实施内幕交易犯罪行为的,前罪追诉的期限从犯后罪之日起计算。

证券时报记者:请问内幕交易行

为是接受行政处罚还是刑事处罚,如何区分?

张保生:根据《最高人民法院关于公安机关管辖的刑事案件立案追诉标准的规定(二)》,内幕交易、泄露内幕信息案涉嫌以下情形之一的,应予立案追诉:证券交易成交额累计在50万元以上的;期货交易占用保证金数额累计在30万元以上的;获利或者避免损失数额累计在15万元以上的;多次进行内幕交易、泄露内幕信息的;其他情节严重的情形。

一般而言,行政违法人因行政违法行为而承担行政责任并不能免除相关主体在行为构成犯罪时应承担刑事责任。但在司法实践中,通常的做法是,证券监管行政机关在进行行政调查时,如果发现行为人的行为已经涉嫌刑事犯罪的,通常移送公安机关侦查处理。