

浅析债券市场内幕交易的规制

张子学*

摘要:美国、英国等债券市场发达的资本市场法域比较关注债券市场的内幕交易问题,并逐步加大打击与防范力度。从产品来看,高收益债券、市政债券、CDS 是债券市场内幕交易规制的重点。从信息来看,影响发行人支付能力的信息、债券评级信息、债券发行人破产重整过程中的信息、宏观经济金融政策与数据信息是债券市场内幕交易规制的关键。建议我国从以下五个方面打击与防范债券市场内幕交易:完善《证券法》相关规定,拓展规制债券市场内幕交易的产品种类与信息范围;适度增强债券市场基本面与交易面信息的透明度,减少内幕交易发生的机会;督促有关机构健全内部信息隔离制度与跨墙监督程序,阻断内幕信息的不当扩散与使用;强化市场主体的自我约束,增强监管机构、自律组织的必要提示;基于债券的契约属性与机构参与特性,允许作出豁免或者减少内幕交易的自愿安排。

关键词:债券市场 内幕交易 法律规制

* 法学博士,中国政法大学兼职教授。

积极发展债券市场,必须以完善的立法和有利的执法为后盾。从债券市场涉及的违法行为态样看,债券发行、交易中的欺诈、误导、操纵以及违反投资者适当性管理规定是重点。如同股票市场一样,由于市场参与主体在信息获取与掌握上的不对称,债券市场同样存在内幕交易;如果不加规制,内幕交易同样会扰乱市场秩序、挫伤投资者信心,动摇乃至损坏债券市场发展的根基。本文重点介绍了近年来美国、英国等成熟资本市场法域规制债券市场内幕交易的基本状况与趋势,针对债券市场不同于股票市场的特点,分析了规制债券市场内幕交易的重点产品与关键信息,并提出了我国债券市场发展过程中防范与打击内幕交易的法律政策建议。

一、规制债券市场内幕交易的状况与趋势

(一) 我国

目前,我国尚未出现查处债券市场内幕交易的案例,从现行《证券法》的条文规定看,查处公司债券上的内幕交易不存在法律障碍。但是,查出国债、市政债以及债券衍生品等金融产品上的内幕交易则存在一定的立法局限。

从《证券法》规制内幕交易的条款看,覆盖了所有的“证券交易”,并非仅限于股票交易。《证券法》第73条规定:“禁止证券交易内幕信息的知情人和非法获取内幕信息的人利用内幕信息从事证券交易活动。”其他相关条款如第74~76、202条也均是使用了“证券交易”的表述。此外,我国《刑法》将内幕交易入罪时,使用的也是“证券交易”的概念。

至于何为受证券法规制的“证券”、“证券交易”,立法上经历了一个演变与拓展过程。1997年《证券法》第2条规定:“在中国境内,股票、公司债券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,适用公司法和其他法律、行政法规的规定。政府债券的发行和交易,由法律、行政法规另行规定。”2005年修法时,考虑到政府债券已经在证券交易所上市的现实,并适应证券产品与交易方式创新

的需要,新《证券法》第2条对旧法作了较大修改,规定:“在中华人民共和国境内,股票、公司债券和国务院依法认定的其他证券的发行和交易,适用本法”;“政府债券、证券投资基金份额的上市交易,适用本法;其他法律、行政法规另有规定的,适用其规定。”“证券衍生品种发行、交易的管理办法,由国务院依照本法的原则规定。”

根据上述规定,公司债券、政府债券均在我国《证券法》的覆盖之下,据此查处内幕交易似乎不存在任何法律障碍。问题出在《证券法》关于内幕信息的规定上。现行《证券法》第75条规定:“证券交易活动中,涉及公司的经营、财务或者对该公司证券的市场价格有重大影响的尚未公开的信息,为内幕信息。”该条规定的内幕信息有两类:一类是“涉及公司的经营、财务”的信息,另一类是“对该公司证券的市场价格有重大影响”的信息。这里的“公司”,虽然没有明确规定为“上市公司”,因此,“证券”也不限于上市股票;但是,这样规定,首先未能全面反映公司债券所涉及基本面信息的特点,更重要的是,将公司债券之外的其他债券排除在外了。更严谨的讲,由于《证券法》授权国务院另行制定“证券衍生品种发行、交易的管理办法”,而国务院截至目前尚未制定管理办法,因此,债券衍生品也尚未纳入内幕交易规制的覆盖范围。

(二)美国

美国是世界上债券市场最为发达、债券市场产品创新最为活跃,同时也是最早将内幕交易列为非法、打击内幕交易最为有力的资本市场法域。单从条文分析,作为追究内幕交易责任基础的反证券欺诈的“祖宗条款”——1934年《证券交易法》Section 10(b),以及美国证监会1942年依据 Section 10(b)发布的 Rule 10b-5,涵盖了与“任何证券”(any security)买卖相关的活动,《证券交易法》Section 3(a)(10)对“证券”概念进行列举时明确包含了“任何公债券或者信用债券”(any... bond, or debenture)。

乍一看,将债券纳入内幕交易规制客体范围,法律上并无障碍。但是,由于美国打击内幕交易的主流理论基础比较特殊,哪些主体(行为人)、哪些客体(证券)能够纳入内幕交易打击范围,是由联邦法院通过一系列判例形成的,对债券市场内幕交易规制的法律轨迹,也只能从法

院判例中略见端倪。

实践中,美国证监会一直认为,应将债券市场中的内幕交易纳入 10b-5 规则的规制范围。^① 美国证券法历史上第一单处罚债券市场内幕交易的案件,就是美国证监会在 10b-5 规则发布不久,于 1944 年通过行政处罚程序处理的。在 *In re Honohan* 案中,被告是一名注册经纪人,他与一名在多个债券发行中担任债券托管人律师的人勾结,获取并使用有关债券发行的非公开信息,美国证监会认定其行为构成欺诈,吊销其执业资格并逐出 NASD 市场。

但是,美国联邦法院对证券法上反证券欺诈条款的诠释是基于普通法上的“欺诈”理念。普通法上,只有在交易主体之间存在披露责任的前提下,不披露重大信息才构成欺诈;而只有在一方掌握对方并不知道的信息,但是另一方基于双方存在的某种信赖或者类似的信任关系有权利知道这些信息时,才存在这种披露责任;有责任披露而不予披露,就构成欺诈。故此,联邦法院裁判内幕交易的主流理论认为,内幕交易行为的成立,系基于业已存在的“信赖关系”,以行为人违背某种“信赖义务”(fiduciary duty)为前提。“信赖关系”最早局限于公司董事、高管与主要股东等传统内部人对公司及股东的责任,后又扩展至律师、会计师等“临时内部人”,这种理论被称为“古典理论”。

在“古典理论”下,联邦证券法上的“信赖义务”,来自于州公司法上“忠实义务”。但是,以特拉华州法院判例为代表的美国公司法普遍认为,在债券持有人已经获得债券合同最好保护的情况下,债券发行人及其董事、高管与主要股东并不对债券持有人承担“忠实义务”,否则会导致发行人管理层无法协调债券持有人与公司股东之间的利益冲突。因此,债券市场上的内幕交易,属于合同法问题,不属于公司法问题。债券持有人的权利义务,由合同条款明确规定,在合同法律关系能

^① 参见 Letter from SEC Chairman Richard C. Breeden to Senator Donald W. Reigle, Jr., Chairman, Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs. [Breeden Letter], [1990 Transfer Binder] Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶ 84,721 at 81,406 (Mar. 29, 1991).

够保护的情况下,不需要公司法的保护。^②但是,反对者认为,由于公司债券二级市场上的购买者并没有参与债券合同的谈判、债券合同条款的复杂难懂等因素,仅靠普通法上的合同保护,已经不能满足保护现代债券市场投资者的需要,应当在公司法上赋予公司及其董事对债券持有人的信赖义务,施加公司法上的保护。Harvey Pitt 在就任美国证监会主席之前发表的论文《非权益证券中的内幕交易》对这些争论进行了描述。^③

实际上,将债券持有人的“信赖权利”扩展至债券市场,除了发行人破产的情形与可转换债券市场之外,在州公司法上并无太大突破。即便如此,也曾经出现过美国证监会试图将“古典理论”引入债券市场内幕交易的案例。在 1988 年 SEC v. Karcher 案中,^④被告 Karcher 作为公司总经理的儿子,同时又是公司负责生产与销售的副总经理,在得知公司经营上的严峻负面消息后,卖出了所持有的公司债券,避免了 1 万多美元的损失。美国证监会认为,被告属于“传统内部人”,对于公司及其股东负有信赖义务。最后,法院判决没收被告非法所得,但是,没有公开资料显示原被告或者法院曾考虑被告是否对其债券交易的对方负有信赖义务。

在“古典理论”之下,即使具有股债混合性质的可转换公司债券能否列为内幕交易规制的客体,也存在较大的不确定性。在 1990 年的一个案件中,法院认为可转换债券的持有人与公司股东一样,都是向公司投入资本,都是依赖准确的公司报告,都是合理相信公司内部人不会滥用其地位使用非公开信息牟利,因此,与股东一样,债券持有者与公司内部人存在“信赖与信任”关系。^⑤但是,在其他法院的判例中,法院拒

② Gary G. Lynch: Insider Trading and High Yield Corporate Bonds: Bases of Liability and Future Enforcement Trends, Corporate Law and Practice Course Handbook Series, PLI Order No. B4 - 7014, October 5, 1992.

③ Harvey L. Pitt & Karl A. Groskaufmanis: A TALE OF TWO INSTRUMENTS: INSIDER TRADING IN NON - EQUITY SECURITIES, Corporate Law and Practice Course Handbook Series, PLI Order No. B4 - 7041 November 4 - 6, 1993.

④ SEC v. Karcher, No. 88 - 02021 C. D. Cal. Sept. 12, 1988.

⑤ In re Worlds of Wonder Securities Litigation, Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶ 95689, 1990 WL 260675 (N. D. Cal. 1990).

绝对可转换公司债券持有者援引“信赖责任”保护,至少在转股之前。^⑥最近的判例是2007年,法院拒绝支持针对发行人的与可转换公司债券相关的内幕交易指控。^⑦

“古典理论”将内幕交易的打击对象局限于公司内部人,既不符合证券市场上内幕交易的实际情况,也在很大程度上限制了执法力度。后来,美国联邦最高法院又通过判例将内幕交易打击对象拓展至传统内部人之外、违反保密义务不当使用内幕信息,违背对信息源的“信赖与信任”的人,这一理论被称为“盗用理论”。^⑧

“盗用理论”给执法部门打击债券市场内幕交易提供了较大便利。最近的案例是2007年美国证监会对巴克莱银行(Barclays)发动的内幕交易查处。^⑨此案中,巴克莱银行美国不良债权交易部门负责人 Steven Landzberg 作为巴克莱银行的代表,以债权人委员会成员的身份先后参与了六家公司的破产重整程序,了解到重大非公开信息后,从事了相关债券的交易。美国证监会认为, Landzberg 与巴克莱银行既没有向交易对方披露这些内幕信息,也未向信息源(债权人委员会与债券发行人)或者美国信托人(U. S. Trustee)、联邦破产法院披露其交易活动,违反明确的保密协议,“盗用”属于债权人委员会的内幕信息,在涉案的多件债券交易中,欺骗了信息源,也欺骗了交易对方,其行为构成内幕交易。该案以和解结案,巴克莱银行上缴了3,971,736美元违法所得及971,825美元利息、600万美元民事罚款; Landzberg 缴纳了750,000美元民事罚款,并同意被永久禁止参加与证券发行人相关的任何债权人委员会。在此前的案例中,法院也曾经依据“盗用理论”发出准许令状(consent decrees),同意美国证监会与债券工具内幕交易嫌疑人达成的

^⑥ Simons v. Cogan, 542 A. 2d 785 (Del. Ch. 1987); Lorenz v. CSX Corp., 1 F. 3d 1406, Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶97689, R. I. C. O. Bus. Disp. Guide (CCH) ¶8365, 26 Fed. R. Serv. 3d 435 (3d Cir. 1993).

^⑦ Alexandra Global Master Fund, Ltd. v. Ikon Office Solutions, Inc., Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶94424, 2007 WL 2077153 (S. D. N. Y. 2007).

^⑧ Speech by SEC Staff; Remarks Before the Australian Securities and Investments Commission 2008 Summer School; U. S. Experience of Insider Trading Enforcement, <http://www.sec.gov/news/speech/2008/spch0219081ct.htm>.

^⑨ SEC v. Barclays Bank PLC, Litig. Release No. 20,132 (May 30, 2007).

和解。本案的处理结果使业界认识到,由于债券发行与交易中基本上都包含保密承诺的协议与规则,这种承诺无论是口头的还是书面的,都产生信赖义务,而对涉案信息的不当使用则违背了应当承担的保密义务,极易引发内幕交易执法行动。

截至目前,美国证券执法机关对债券市场内幕交易的查处,虽然在数量、范围、深度、力度等方面远不能与股票市场上的内幕交易执法行动相提并论,但是,从实践案例看,除上述已经提及的公司债券之外,还涵盖了市政债券、政府债券与债券衍生工具。

1992年,美国证监会发动了首例市政债券(municipal bonds)交易中的内幕交易查处。^⑩肯塔基州基础设施管理局的前任财务主管 N. Donald Morse,与美国证监会达成和解,同意交出非法所得并永久市场禁入。根据美国证监会的指控,1990年2月,Morse先生基于其职务,负责挑选基础设施管理局发行的一些定期债券(term bond)进行偿付赎回,按照债券发行决议书规定的赎回数量,Morse游说债券持有人以面值或者低于面值的价格参与赎回竞标。接受赎回的既定日期为1990年8月1日。1990年6月21日,Morse发现管理局缺少债券发行决议书中规定的赎回量,就为自己买入了相关债券,最后,使用一家银行的名义,以所有参与赎回的债券持有人中最高的价格,向管理局回赎了债券。美国证监会认为,Morse未向管理局披露其持有相关债券及其他持有人同意以更低价格赎回的情况,其行为构成内幕交易。

美国政府债券(government bonds)中的内幕交易查处主要基于政府雇员违背信任义务。美国证监会于1969年查处的 In re Blyth & Co案中,被告在数年中,多次从一名费城联邦储备银行的雇员处提前知悉政府债券发行条件。美国证监会指出,政府债券发行条款,尤其是如果新发行条款与市场参与者的普遍预期有较大不同,则会构成债券市场上的重大非公开信息;尽管政府债券豁免《证券法》的注册要求,但是,美国证监会认为,政府债券的交易要受《证券交易法》Section 10(b)与 Rule 10b-5的规制;被告在该消息公开前,应当戒绝交易。本案以和

^⑩ SEC v. Morse, No. 92-64 (E. D. Ky. June 23, 1992).

解结案。^⑪ 在 1988 年 *United States v. Rough* 案中,被告作为纽约联邦储备银行的一名董事,将非公开的联邦储备银行向其他银行借款的利率折扣信息提供给一家证券经纪公司的负责人。刑事起诉书称,利率折扣会对债券价格,包括美国联邦政府债券的价格产生重大影响,使用这种欺诈性的信息优势来交易美国政府债券以及其他利率敏感债券,信息受领人获得了巨额收益并避免了巨额损失。最终,泄漏信息的被告人被判处六个月监禁。

首例也是迄今唯一一例涉及债券衍生工具的内幕交易案是 2010 年 6 月份纽约南区法院判决的 *SEC v. Rorech*。^⑫ 该案引起了广泛关注,主要原因在于这是美国历史上首例与信用违约互换产品(credit default swap,“CDS”)^⑬相关的内幕交易执法行动。本案中,虽然美国证监会因证据因素败诉。但是,法院在本案中首次确认 CDS 产品属于证券法下内幕交易规则的管辖范围(本案情况将在第二部分详述)。

另外值得一提的是,在美国证券法上,“债券”一般被视作“证券”,但是,“银行债权”(bank debt),^⑭典型的如成熟金融机构之间的“参与贷款协议”(loan participation agreements),不被视作证券法意义上的“证券”。^⑮但是,这种结论并非绝对。包括美国证监会前主席 Harvey

⑪ *In re Blyth & Co*, 43 S. E. C. 1037 (1969).

⑫ *SEC v. Rorech*. 720 F. Supp. 2d 367 (S. D. N. Y. June 24, 2010).

⑬ 信用违约互换(CDS)又称为信贷违约掉期,也叫贷款违约保险,是目前全球交易最为广泛的场外信用衍生品。它是一种基础性的信用衍生产品,本质上相当于对一个或多个公司或国家(称为标的机构)的债务信用风险的保险。一笔 CDS 交易中有两个参与者,一方为保护权买方,另一方为保护权卖方。保护权买方定期向保护权卖方支付固定费用(称为 CDS 价差)。作为对价,如果 CDS 到期前 CDS 标的机构发生破产、拒付或债务重组等事件(称为信用事件),保护权卖方有义务赔偿保护权买方的损失。尽管本轮国际金融危机爆发以来,包括欧洲主权债务危机高峰时期,CDS 谤满天下,成为最受争议的金融产品,我国有学者基于对 CDS 在金融创新上的意义、在信用风险管理和系统性风险监测中的作用以及发展前景进行的理论探讨,认为 CDS 的功能不可替代,我国应开始试点和发展 CDS 市场。参见谢平、邹传伟:“信用违约互换的功能不可替代”,载《金融时报》2010 年 11 月 17 日。

⑭ 银行债权交易在二级市场上的主要交易标的是“不良债权”(Distressed debt),交易通过经纪商完成。

⑮ 一个被反复引用的判例是 *Banco Espanol de Credito v. Security Pacific National Bank*, 973 F.2d 51, 55 - 56 (2d Cir. 1992)。

Pitt 在内的一些人士就认为,随着越来越多的非银行顾客进入银行债权市场,银行债权应当被视作“证券”。^{①⑥} 目前,尚没有直接讨论这一问题的判例法,不过,由于过去 10 多年中有关银行债权的文件与程序越来越趋同于传统证券意义上的债券,一些机构以最保守的态度,认为变化随时会到来,从而把银行债权交易与证券交易同样对待。

综上所述,作为世界上查处债券市场内幕交易最早,也是执法案件数量最多的资本市场法域,美国对债券市场内幕交易规制的范围既涵盖公司债券,也涵盖市政债券、政府债券、债券衍生工具 CDS 等产品;既包括注册债券,也包括未注册债券;既涉及场内市场交易,也涉及场外市场交易。本次席卷全球的金融危机更充分地表明了债券工具的市场波动性,^{①⑦}在“信赖关系理论”基础之下,即使适用“盗用理论”,查处内幕交易依然受到很大限制。学者早就呼吁法院与立法机关放弃“信赖关系理论”,改采“市场公平理论”,以有效打击债权市场的内幕交易。^{①⑧}

(三) 欧盟与英国

一般认为,欧盟证券市场打击内幕交易的理论基础是“市场公平理论”。在此理论下,内幕交易规制的主体与客体范围覆盖较广,也具备较大的弹性。与美国不同,早期的欧盟市场,债券通常在场内市场上交易。欧盟 2003 年《市场滥用指令》(Market Abuse Directive, MAD) 规定,内幕交易规则适用于“受规范市场”(regulated market)交易的金融工具。所谓“受规范市场”,又可称为“法定市场”,是指按照欧盟委员会 1993 年《证券领域投资服务指令》的定义、依据成员国法律规定定期运作的交易市场,必须符合成员国主管机关颁布或者核准的市场进入、运作与退出条件,并遵守《证券领域投资服务指令》关于公开披露与透明度的规定。2004 年《金融工具市场指令》(MiFID)引入多

^{①⑥} Christopher O' Leary: *The Loan Market's Biggest Bugaboo*, IDDmagazine. com, Dec. 5, 2004.

^{①⑦} Donald C. Langevoort: *Insider Trading Regulation, Enforcement, and Prevention*; Clark Boardman Callaghan, 2011.

^{①⑧} Harvard Law Review Association: *Insider Trading in Junk Bonds*, Harvard Law Review, May, 1992.

边交易设施和系统内部撮合商之后,金融工具越来越多地在多边交易设施 MTFs 或者组织化的交易设施 OTFs 进行交易。有的金融工具,比如 CDS,只在 OTC 市场交易。为了防止不同交易场所间的监管套利,维护市场公平与完整,保护投资者利益,应对《市场滥用指令》所适用的金融工具范围加以扩张。2011 年 10 月 20 日,欧盟委员会公布了修订《市场滥用指令》的草案,将《市场滥用指令》升格为高一层级的《市场滥用条例》,并另行制定《内幕交易和操纵市场刑事处罚指令》,除原来在“受规范市场”交易的金融工具外,以下金融工具也被纳入内幕交易与操纵市场的规制范围:(1)可以在多边交易设施 MTFs 或者组织化的交易设施 OTFs 进行交易的;(2)定价依赖于在受规范市场、多边交易设施或者组织化的交易设施内交易的金融工具的。根据《金融工具市场指令》,所谓“金融工具”,包括“可转让证券”(transferable securities);而“可转让证券”又包括“债券或者其他证券化债权”(bonds or other forms of securitized debt)。可见,在欧盟新的内幕交易立法框架下,规制范围既包括债券也包括债券衍生品如 CDS,既包括场内市场交易也包括场外交易。

根据英国《2000 年金融服务与市场法》(FSMA)第 118 节,认定构成内幕交易或者不当披露(improper disclosure)的前提,是交易的金融工具属于“合格投资”或者“相关投资”。所谓“合格投资”,根据英国财政部 2001 年发布的解释性法律文件,^⑨是指在“法定市场”上的金融工具;根据《投资服务指令》(Investment Services Directive 1993/22/EC, the ISD Directive),这些金融工具包括股票及其他股权性质证券、债券及其他证券化债权等“可流通证券”、“Transferable securities”;根据《金融服务与市场法》Section 130A(3)，“相关投资”是指其价格或者价值取决于“合格投资”的金融工具。根据这些规定,作为内幕交易客体的债券,应当是在场内市场也即伦敦证券交易挂牌交易的债券及其衍生工具(合格投资),或者是在场外市场交易,但是其价格或者价值决定于场内债券及其衍生工具的“相关投资”,比如基于场内交易债券的掉

^⑨ Financial Services and Markets Act 2000 (Prescribed Markets and Qualifying Investments) Order 2001.

期产品。

2009年10月7日,英国金融服务局(FSA)查处了首例债券市场内幕交易案。涉案者是Morton与Parry是Dresdner Kleinwort银行的高级职员,担任该行结构性投资工具(Structured Investment Vehicle, SIV)的投资组合经理,该投资组合持有巴克莱银行发行的6500万英镑的浮动利率债券(floating rate note, FRNs)。^②2007年3月15日上午10点零2分,Morton从巴克莱银行的债券销售部门获知,巴克莱银行可能在4个工作日内,宣布发行类似债券,发行条件较上次发行更为优惠;Morton将此消息告诉了Parry,两人向巴克莱银行表示Dresdner银行会大量认购新发行的债券,并随即抛售了3000万英镑已持有债券。此后,巴克莱银行又告知他们新发行的消息可能当天就要公布,Morton确认Dresdner银行将认购2亿英镑新发行债券,两人又抛售了剩余的3500万英镑已持有债券。当天下午,巴克莱银行宣布了新发行消息。上述卖出交易的相互独立的两个对手方在买入时并不知道新发行的消息,它们向FSA投诉称,如果知道该消息就会以更低的价格申购了,买入交易使其蒙受了66000英镑的损失,要求回转交易。FSA认定,Morton与Parry的卖出交易是基于内幕信息做出的,构成市场滥用,对二人做出了公开谴责(public censure)的行政处罚。

两人辩称,债券市场上,发行人在销售前进行沟通打探(premarketing sounding out)与邀标定价(book building)是常规做法;涉案的债券发行信息并不具有“相关性”、“非公开性”或者“价格敏感性”等内幕信息要素;而且无论FSA正式的市场行为守则、非官方指南还是Dresdner银行的内部合规程序均未就知悉新债券发行信息后进行交易的法律风险进行提示。因此,他们有合理理由相信其行为不构成市场滥用。他们还特别提示FSA注意债券发行与权益证券发行的区别,就是普通股股份的发行价格是相同的,而且是公开透明的,而债券在柜台信用市场(OTC credit markets)发行时,不同的交易商可以获得不同的发行价格。

FSA首先从涉案信息的明确性、非公开性、影响理性投资者判断的

^② 浮动利率债券是指发行时规定债券利率随市场利率定期浮动的债券,也就是说,债券利率在偿还期内可以进行变动和调整。

可能性等方面分析了涉案信息的内幕信息属性。接着指出,在案发当时涉案债券被许可在“法定市场”也即伦敦证券交易所交易,因此属于《金融服务与市场法》所定义的“合格投资”,属于有关市场滥用法条的适用对象。最后,FSA认为从本案证据看不能否认当事人在交易当时并没有意识到其行为不当,但是,尽管其交易属于债券市场的普遍做法,这并不妨碍他们有责任在交易时审视其获得的信息已经构成内幕信息从而避免交易。^①时任FSA执法部主任Margaret Cole针对此案表示:“不管在哪个市场,内幕交易都属于欺骗。有人说在债券市场上,获悉新债券发行消息后交易是一种可以接受的市场常规,其实并非如此。市场参与者应当对是否存在内幕信息传递、能否交易保持警觉。”“Morton与Parry滥用信息优势,直接导致交易对手的损失。”“我们的执法行动表明,过去一些市场参与者可能不重视这方面的职责,以后谁要是再有类似违法行为将会受到更重的处罚。这个案子以后,我们将督促业界,确使公司及其职员充分了解他们的职责。”^②英国业内人士认为,虽然该案中两个当事人仅是受到了较轻的行政处罚,但是该案向债券市场存在的内幕交易行为敲响了警钟,切不可掉以轻心。^③

最近的一个案件证实了这一点。2012年3月13日,FSA向瑞信证券(欧洲)公司[Credit Suisse Securities (Europe) Limited,瑞信]信用销售(Credit Sales)主管Nicholas Kyprios下达了行政处罚决定书,针对其泄露可能影响与客户有关的债券及CDS交易价格的机密信息,罚款21万英镑。该案中,一家美国电信公司Liberty Global Inc(Liberty)于2009年11月同意收购一家德国有线电视公司Unitymedia GmbH(Unitymedia)。为此,Liberty筹划采取杠杆收购的方式,由Unitymedia发售25亿欧元债券,募集资金部分用于收购,部分用于赎回Unitymedia已发行在外的挂牌交易债券;瑞信被Liberty指定为该次债券发行的首席账簿管理人。几天后,瑞信批准Nicholas跨墙(wall

^① 参见FSA对两人下发的行政处罚决定书(final notice),载<http://www.fsa.gov.uk/pubs/final/morton.pdf>; <http://www.fsa.gov.uk/pubs/final/parry.pdf>。

^② <http://www.fsa.gov.uk/library/communication/pr/2009/134.shtml>。

^③ Slaughter and May 律师事务所:market abuse in the debt markets—the Dresdner trader case,2009年10月,来自该事务所网站。

crossing),告知他潜在的债券发售事宜,包括时间表以及计划赎回 Unitymedia 全部的已发行在外债券,希望他能够对该项交易的市场潜力提供建议,并协助项目成员从其他 5 个事先选定的外部投资者获得反馈意见;随即,瑞信发邮件给 Nicholas,明确指出这些信息属于内幕信息,禁止他与任何公司外部人士讨论相关信息(上述 5 个事先选定、已获准跨墙的外部投资者除外)。但是,在该消息公开前,Nicholas 与基金经理 A 电话联系,不顾 A 不愿意跨墙获得信息的表示,通过让 A “猜一猜”的方式,擅自向 A 传递了以下信息:Unitymedia 准备面向市场进行大规模债券发行;债券发行计划拟于次日公布;可能的评级;Unitymedia 将赎回发行在外债券;债券发行与并购相关。同一天,Nicholas 又给德国的基金经理 B 打电话,暗示发行人所属行业和德国身份。在 Nicholas 给两个基金经理打电话时,他与其他员工坐在瑞信交易大厅的一个开放区域里,面前堆放着 26 份直接相关的报告,所有相关电话都可能被其他员工或者交易员听到;而瑞信明文要求员工在电话谈话中保护客户信息,尤其是在交易大厅里。

其时,Unitymedia 正在交易的债券达 19.7 亿欧元,与之有关的 CDS 也在市场交易。在 Nicholas 给基金经理 A 打电话时,A 手上持有 Unitymedia 超过 1600 万份发行在外债券,很可能利用所获得的消息进行交易。不过,FSA 指出,Unitymedia 大部分发行在外债券系在爱尔兰证券交易所的全球证券交易所市场板块(the GEM segment of the Irish Stock exchange)交易,不属于英国《2000 年金融服务与市场法》规定的“市场滥用”行为定义下的“合格投资”,与之相关的 CDS 也同样不属于“合格投资”,因此不适用“市场滥用”的相关规定。故此,FSA 处罚 Nicholas 依据的不是“不当泄露内幕信息”,而是从职业操守的角度,认为其违反了 FSA 发布的《经核准人员原则声明》(Statements of Principles for Approved Persons)中的原则 2(技能、注意与勤勉)与原则 3(市场行为)。尽管 FSA 接受 Nicholas 并未企图公开信息的辩驳,但认为其打擦边球的行为最终导致越界。瑞信对此表示遗憾,并称“除了 FSA 的处罚,我们对该雇员又做了内部经济处罚”。

这个案例典型地说明了英国在打击“新市场”内幕交易上的局限。可以预见,随着欧盟《市场滥用条例》的发布及转化为英国国内法,类

似 Nicholas 先生的行为,将被认定为泄露内幕信息,可能受到更严厉的处罚。²⁹

(四) 我国台湾地区

目前,尚未见到我国台湾地区查处债券市场内幕交易的案例。近年来,我国台湾地区通过不断修改《证券交易法》,将债券市场比较有限地纳入了内幕交易规制范围。

2000 年之前,内幕交易规制范围仅限于股票,2000 年修法时,增列“其他具有股权性质之有价证券”;所谓“具有股权性质之其他有价证券”,系指含有股东权性质、将来可以转换为股票的有价证券。依据《证券交易法施行细则》第 11 条规定,包括可转换公司债、附认股权公司债、认股权凭证、认购(售)权证、股款缴纳凭证、新股认购权利证书、新股权利证书、债券换股权利证书等。

但是,实践中存在公司内部人等获悉公司支付公司债本息有困难的重大消息时,在信息公开前或公开后一定时间内,卖出该公司非股权性质的公司债以避免损失的情况,有违市场交易公平。2010 年 6 月《证券交易法》修改时,增列第 157 条之 1 第 2 项规定:“前项各款所定之人,实际知悉发行股票公司有重大影响其支付本息能力之消息时,在该消息明确后,未公开前或公开后 18 小时内,不得对该公司之上市或在证券商营业处所买卖之非股权性质之公司债,自行或以他人名义卖出。”同时第 6 项增订授权规定:“第二项所定有重大影响其支付本息能力之消息,其范围及公开方式等相关事项之办法,由主管机关定之。”

从上述规定可知,我国台湾地区对债券市场内幕交易的规制,限于公司债,而且仅限于“发行股票公司”发行的公司债,并未覆盖市政债券、政府债券与债券衍生品,也未包括非发行股票公司发行的公司债;公司债既包括可转换公司债、附认股权公司债等“具有股权性质的有价证券”,也包括“非股权性质之公司债”;公司债交易涉及的内幕信息,限于“重大影响公司支付本息能力之消息”;公司债内幕交易的方向,限于“卖出”交易,不包括“买入”交易;公司债内幕交易的场所,既

²⁹ 该案的行政处罚决定书见(Final Notice),载 <http://www.fsa.gov.uk/static/pubs/final/nicholas-kyrios.pdf>。

可以是场内交易(上市买卖),也可以是场外市场(在证券商营业处所买卖)。可见,我国台湾地区对债券市场内幕交易的规制,在产品种类、信息范围与交易方向上均比较狭窄。

值得一提的是,2010年修法时,对于将“非股权性质之公司债”也即普通公司债纳入应被规范的内线交易行为客体,曾经有过比较强烈的反对意见。有研究者认为“非股权性质之公司债虽仍有内线交易产生之问题,然现行规定未将之纳入内线交易之规范标的,乃为法律制度依其内在目的有意之规划,并非为法律漏洞,因此修法不宜”。^⑤国立政治大学金融系更是提出了系统的反对理由,归纳为:(1)美国法律不认为公司内部人对债权人负有忠实义务,因此,追究普通公司债中的内线交易缺乏法律与理论基础。(2)市场机制会进行自我约束。发行债券是公司在资本市场募集资金的重要工具,属于公司期望进行的重复交易(repeated transaction)。如果债券投资人在意内线交易,而发行公司在发行条件或公司治理上并无法有效预防,则投资人将会在其未来债券发行的资金成本(即发行利率)上进行惩罚,而资金成本正是发行公司最在意的事项,因此发行公司会想办法对内线交易作预防。同样的效果也适用于承销商与投资人之间。(3)普通公司债信息不对称程度较低。与股票市场相比,债券市场因投资金额门槛较高,参与人以企业、金融机构等法人为主,一般散户投资人比例很低,而法人对于相关信息的掌握能力优于一般散户投资人,因此相较股票市场而言,信息不对称情况较为轻微。(4)存在其他对普通公司债持有人的保护手段。普通公司债债权人与发行公司间为契约关系,属于私法自治范畴,依双方自由意志缔结,所呈现出的权利义务可照双方意愿来设计,弹性颇大。加上法律制度层面的配合,对于违反契约本旨的不公平情况,可适用民法相关规定加以保护。契约保护的效果,比忠实义务的保护更加直接、有力。再者,在普通公司债采议价方式交易、交易双方特定的情况下,还可以主张意思表示错误的保护,以有效救济内线交易导致的后果。另外,公司债持有人亦可透过契约要求公司债违约保险,由发行公

^⑤ 罗筱文:“普通公司债应否纳入内线交易规范标的之研究”,台湾中原大学财经法律研究所2009年硕士学位论文。

司作为要保人,公司债为保险标的,公司债持有人为受益人;原公司债持有人所承担的违约风险,即移转由保险业者承担,保险业者有动机也有实质能力积极监督发行公司承担契约义务,而且单一保险业者也较容易且有效率地进行条款协商。^⑥

(五) 其他主要资本市场法域

虽然还未发现澳大利亚、日本、韩国、香港等资本市场法域有查处债券市场内幕交易的实际案例,但多数法域的立法在“证券”概念、内幕交易规制等条款上覆盖了债券市场。

根据澳大利亚《公司法》1002A,内幕交易规制的对象是“证券”,就债券来说,“证券”仅包括公司债券(debentures issued by the body corporate),未包括政府债券;《2001年金融服务改革法》则将内幕交易的规制对象从“证券”改为“金融工具”,“金融工具”既包括公司债券,也包括政府发行的债券(bonds issued or proposed to be issued by a government)以及“任何其他能够在金融市场交易的金融工具”。^⑦

日本《商法》规定的有价证券包括票据、支票、股票、公司债券等;而《证券交易法》则拓展至国债证券、地方债证券、法人发行的债券、股票、投资信托的收益债券等,2006年的《金融商品交易法》又做了进一步拓展。

韩国在2009年实施《金融投资服务与资本市场法》之前,除了类股权性质的可转债之外,内幕交易条款并未覆盖债券;此次出台《金融投资服务与资本市场法》时,加入了“可交易债券”。^⑧

我国香港地区的《证券及期货条例》共计571章245条,对“证券”及“衍生工具”做了定义,“证券”是指“任何团体(不论是否属法团)或政府或市政当局或由它发行的或可合理预见会由它发行的股份、股额、债权证、债权股额、基金、债券或票据”及这些证券之上的权利、

^⑥ 国立政治大学金融学系:“立法院”第七届立委金融法案修正之评估报告,2010年1月。

^⑦ Juliette Overland; *Back to the Future? The Impact of Financial Services Reform on Insider Trading in Australia*, MqJBL (2007) Vol. 4.

^⑧ Joon Park ; *Consolidation and Reform of Financial Market Regulation in Korea: Financial Investment Services and Capital Markets Act*, National Taiwan University Law Review, March, 2011.

期权或权益。从实际情况来看,香港的债务证券包括政府债券(香港政府背书,由香港交换基金及公营事业发行,票面具固定利率)、公司债(由香港当地公司发行,具息票及固定票面利率)和浮动利率票券(由公司法人发行,除了在票券存续期间内票面利率可变动外,其性质类似公司债)。但是,根据《证券及期货条例》定义“内幕交易”的571章270条,尽管内幕交易的客体可以是“上市证券或其衍生工具”,但是由于本条规定内幕交易仅与上市法团(公司)相关,内幕交易主体限于上市法团有关联的人、意图要约收购上市法团的人或者从这两类人处获知相关信息的人,内幕信息限于关于上市法团的有关消息或者意图收购上市法团的消息,因此,在香港地区,内幕交易规制的债券范围实际上仅限于上市公司发行的债券及其衍生工具。这种立法局限,应当源自于香港金融市场长期以来股票融资占绝对优势,债券市场相对薄弱,以及债券流动性较差,尤其是公司债券的换手率很低。

二、规制债券市场内幕交易的重点产品与关键信息

(一) 高收益债券(垃圾债券)

比较而言,高等级公司债券的市场价格主要取决于市场利率与预定公司债券利率的关系,对于这些债券来说,由于其价格取决于公司预期收益之外的因素,公司内部信息对债券交易的影响较弱;而高收益债券(垃圾债券),在性质上更接近于权益证券。在美国,有法院判决认为,高收益债券具有与股票相同的“功能”:都是向公司投入资本,都是基于公司内部人不会滥用其地位使用内幕信息牟利的预期;高收益债券具有与权益证券一样的流动性,既可以获得固定的利息收入又可通过频繁的交易获得交易差价,高收益债券与权益证券之间的距离已经十分模糊。^②

如同权益证券,高收益债券的价格并不主要取决于利率水平,而是

^② George Corey, M. Wayne Marr, Jr. & Michael F. Spivey: *Are Bondholders Owed a Fiduciary Duty?*, 18 Fla. St. U. L. Rev. 971, 979 (1991).

主要取决于发行公司的基本面,包括公司的产品、管理、资产负债表、收入趋势、现金流等。垃圾债券的发明者、人称“垃圾债券大王”的 Michael Milken 供职的投资银行 Drexel Burnham Lambert 就认为,“高等级公司债券与政府债券的价值随利率上升而下降。但是,高收益债券的价值,对利率变化并不那么敏感,而对发行公司的财务前景更加敏感。”高收益债券在交易规模、波动性、对经济周期的反应等方面更趋同于股票。

根据 1991 年《华尔街日报》的报道,由于垃圾债券的高违约风险,它们的市场价格极大地依赖于发行公司的前景。因此,垃圾债券也被作为权益证券交易,垃圾债权市场的内幕交易比较普遍,同样损害了市场效率。比如,1990 年 11 月至 1991 年 1 月,在有利于债券持有人的消息公布之前,四支垃圾债券的价格飙升,由此导致美国证监会在 1991 年 4 月对垃圾债券市场可能存在的内幕交易行为展开调查。

高收益债券市场的发展极大地改变了美国公司债券市场的概念,使债券市场易受不当使用重大非公开信息的影响。美国学者在 1992 年的研究报告中也指出,高收益债券充斥着内幕交易。^⑨机构投资者与投资银行,既是高收益债券的交易者,又是向发行人提供银团贷款的参与者。作为贷款人,这些高收益债券的投资者有机会委派代表过问并参与借款公司的经营管理,而投资银行更有机会获知借款公司有关收入与利润、资产购买与处置等方面的机密信息,由此产生了利用这些机密信息交易高收益债券的机会。Chris Dialynas(世界首屈一指的债券投资机构太平洋投资管理公司的 MD 与投资组合经理)曾撰文警示了这种情况。时任美国证监会主席 Arthur Levitt 也称监管机构已经听到不少高收益债券内幕交易的传言。^⑩

对于垃圾债券市场的内幕交易,应当由证券法来规制还是合同法调整,曾存在争议。但是,主流观点倾向于前者。这是因为,对于垃圾

^⑨ Gary G. Lynch: *Insider Trading and High Yield Corporate Bonds: Bases of Liability and Future Enforcement Trends*, Corporate Law and Practice Course Handbook Series PLI Order No. B4 - 7014, October 5, 1992.

^⑩ Xing Zhou: *Information - Based Trading in the Junk Bond Market*, www.cis.upenn.edu/~mkearns/finread/icml.pdf.

债券持有人来说,虽然发行人可以通过远比上市公司章程更加灵活的债券合同条款防范与阻止内幕交易,但是,由于公司既要监控内部人的活动又要监控公司的经营活动,而内部人很容易通过隐蔽账户交易,发行人的监控成本要大于收益,不如交给集中交易市场的组织者监控更为经济有效;同时,由于内幕交易毕竟占少数,由公共执法机构通过事后查处并处以民事乃至刑事处罚的方式来威慑,也更为经济有效;同时,政府执法的效用会反映在整个经济生活中,而发行人通过债券合同条款进行的私人规制则达不到这种效果。

1989年,美国证监会与司法部联合查处了“垃圾债券大王”Milken的内幕交易与市场操纵行为。Milken所在公司垃圾债券部门的一名雇员,向大陪审团指证Milken在为Caesar's World公司做完如何处理其公司融资事宜的报告之后,于当天建议该名雇员从Milken所在公司的客户手中买入Caesar's World的债券。后来,Milken与司法部门达成刑事和解,未被判处处罚更重的内幕交易罪或者敲诈勒索罪,而被认定犯下其他六项重罪,被判6亿美元罚款10年监禁与永久市场禁入。

(二) 市政债券

美国的市政债券是地方政府为筹措基本建设或者教育经费发行的债券,分为“收入债券”(revenue bonds,由特定项目的收入支持)与“一般责任债券”(general obligation bonds,由发行机构的信用主要是税收能力支持)。美国证监会对市政债券的管理方式与公司发行的股票或者债券不同,不审核公开发行人文件,也不与发行人、承销商及其律师进行日常沟通。由于市政债券的利息收入免收联邦所得税,而且违约率很低,个人投资者与家庭成为市政债券投资的重要力量。但是,在20世纪90年代初,经济衰退导致市政债券的违约风险增大,市政债券中的内幕交易问题也引起了人们的关注。

在1992年美国证监会查处首例市政债券内幕交易案,也即肯塔基州基础设施管理局的前任财务主管N. Donald Morse案之后,一名美国证监会委员在公开演说中指出,市政债券发行人、交易商与投资者之间的关系是基于多年以来对市政债券作为一种“安全”投资的信任;市政债券的繁荣来自于投资者信心,个人投资者占据了市政债券投资的很大比重;因此,维护个人投资者信心是市政债券市场能够持续发展的重要

要保证。为此,美国证监会应当在维护个人投资者信心上扮演更加有力的角色,防止少数不法之徒污染整个市场;但是,他个人认为这一点过去做得还不够。^②

(三) 债券衍生工具 CDS

美国学者的最新研究表明,CDS 市场成为内幕交易的肥沃土壤,因为:第一,CDS 市场的大多数交易者属于内部人。同时进行债券融资与股权融资的公司倾向于与贷款人保持更亲密的关系。贷款人常常要求借款公司提供收入利润、收购兼并等方面的敏感信息。由于 CDS 产品的交易集中于少数机构投资者,几乎每个机构投资者都可以接触到敏感信息。第二,CDS 产品内幕交易的存在,加剧了道德风险。在有些情况下,在 CDS 产品上的内幕交易驱动债权人或者其他买方损害标的企业的价值,对本来可以出手相助的企业拒绝伸出援手,事实上已经出现了这样的例子。第三,CDS 市场高度不透明,而且近年来才在受规范的交易所市场交易。规制 CDS 市场内幕交易,能够增强投资者信心,增加流动性,减少道德风险。^③ 因此,作为美国证监会查处的首例 CDS 产品内幕交易案,SEC v. Rorech 影响深远。

此案中,Rorech 是德意志银行(Deutsche Bank)高收益债券销售人员,Negrin 是一家对冲基金的基金经理。德意志银行作为主承销商,为荷兰传媒集团 VNU 公司拟进行的杠杆收购设计发行债券融资方案。最初设计的发行方案是由 VNU 子公司发行,但由于这会影响到 VNU 债券挂钩 CDS 产品的价值,就根据市场需求将方案改为由 VNU 母公司发行。VNU CDS 合约规定了“实物交割”条款(physical settlement),也即在发生违约情形时,VNU CDS 买方向卖方交付标的债券(reference obligation),卖方则向买方支付标的债券面值的现金。这一方案的调整,将使市场上 VNU CDS 的需求量增加。市场参与者对

^② 摘自时任美国证监会委员 Richard Y. Roberts 的讲演:Preserve Integrity of Municipal Securities Market, 载 <http://www.sec.gov/news/speech/1992/102292roberts.pdf>。

^③ Adam Reiser, *Should Insider Trading in Credit Default Swap Markets Be Regulated? the Landmark Significance of Sec V. Rorech*, DePaul Business & Commercial Law Journal, Summer 2011.

调整债券发行结构的路径曾有议论;电话录音证明,Rorech 与 Negrin 也曾在数日内讨论过 VNU 债券的发行问题。在两次未录音但是有通话时间记录的电话联系之后,Negrin 分两次各 1000 万美元买入了 VNU CDS,随后卖出,获利 120 万美元。美国证监会指控 Rorech 向 Negrin 泄露了内幕信息,适用“盗用理论”,认为 Rorech 违背了对其雇主德意志银行的信息保密义务,其行为构成内幕交易。

在 Rorech 案之前,美国证监会对 CDS 市场内幕交易规制的权力并没有得到法院确认。2000 年实施的《商品期货现代化法案》(The Commodity Futures Modernization Act,“CFMA”),将《证券交易法》10(b)条款及其相关规则的适用范围拓展至“基于证券的互换协议”(Securities - Based Swap Agreements),而 1999 年实施的《Gramm - Leach - Bliley Act》规定,“基于证券的互换协议”是指协议重要条款是基于某种证券、某类证券或者证券指数的价格、收益、价值或者波动的互换协议,“互换协议”包括“信用违约互换”。

本案被告人辩称,涉案的 VNU CDS 合约并不属于上述管辖范围。因为,根据具体的合约条款,VNU CDS 的价格并非明确地与任何特定证券的价格、价值或者波动捆绑在一起。被告承认在违约事项发生时要进行标的债券的实物交割与面值金额支付,但是认为 CFMA 法案的文字表述是合约重要条款“基于”某个证券的价格、收益或者价值,因此应当被解释为要求 CDS 与该证券之间具有直接联系或者排他性关系。被告还认为,VNU CDS 的价格变动取决于诸多其他因素,如柜台交易市场的流动性、总体经济活力等。

法院未采纳被告的辩解。法院认为,“不论 CDS 合约重要条款与标的证券存在多么紧密的捆绑”,要求“CDS 合约中规定直接、明确的关系,会使交易者通过文字游戏规避 10(b)条款与 10b - 5 规则的适用”,法院同时未采纳被告 CDS 的价格必须与标的证券的价格、价值或者波动存在排他性联系的观点。在审视了 CFMA 法案的字面含义之后,法院认为,因为“市场分析师与专家认为 CDS 的价格总体上是基于标的企业债券的价格、收益或者价值,涉案的 CDS 合约属于 CFMA 法案规定的基于证券的互换协议,因此,应当纳入联邦证券法管辖范围”。

业内人士认为,如果 Rorech 案中法院的见解被其他法院普遍采

纳,将会对债券市场交易产生重大影响。^④ 美国总检察长办公室的高级官员也称,将加强刑事调查力度,打击 CDS 交易中的欺诈行为。CDS 产品的内幕交易也引起了欧洲证券监管者的注意。根据 Bloomberg 2011 年 3 月的一篇报道, FSA 正在对一宗涉及公司债券 CDS 产品的内幕交易展开调查。德国总理默克尔抱怨在主权债 CDS 产品上的投机恶化了欧元区的主权债务危机,各国政府与欧洲议会的立法者正在考虑采取措施规制相关产品的交易。^⑤

(四) 影响发行人支付能力的信息

与股票等权益证券以发行人的持续经营与盈利能力、分红能力作为价值基础的情况不同,发行人的偿付能力是债券价值的基础。因此,有关发行人偿付能力的信息,是债券市场内幕交易中涉及的最主要信息。影响发行人偿付能力的信息,有的与影响公司股票价格的信息重合,有些则存在区别。

2010 年 12 月,因应《证券交易法》将非股权性质的公司债券纳入内幕交易规制范围的修法情况,根据法律授权,我国台湾地区“行政院金管会”修订了《证券交易法第 157 条之一第 5 项及第 6 项重大消息范围及其公开方式管理办法》。该办法第 4 条列举的公司债券交易中“重大影响发行人支付本息能力之消息”,虽然均是可能导致债券持有人“卖出”债券的负面信息,但是,可以为我们起草相关规则时提供参考。这些信息包括:(1)《证券交易法》施行细则第 7 条第 1 款至第 3 款规定的情况:存款不足导致退票、拒绝往来或其他丧失债信的情况;因诉讼、非讼、行政处分、行政争讼、保全程序或强制执行事件,对公司财务或业务有重大影响;严重减产或全部或部分停工、公司厂房或主要设备出租、全部或主要部分资产质押,影响公司营业;公司法第 185 条第 1 项规定的情况;经法院依公司法规定裁定其股票禁止转让;董事长、总经理或三分之一以上董事发生变动;变更签证会计师,但变更事由系会计师事务所内部调整的,不包括在内。(2)办法第 2 条第 5 款至

^④ Paul Hastings 律师事务所: *District Court Holds that Rule 10b - 5 Insider Trading Provisions Apply to Credit Default Swap (CDS) Contracts*。

^⑤ <http://www.bloomberg.com/news/2011-03-25/fsa-said-to-review-credit-default-swaps-in-market-abuse-probe.html>。

第8款(发生灾难、集体抗议、罢工、环境污染或其他重大情况,造成公司重大损害,或经有关机关命令停工、停业、歇业、废止或撤销相关许可;公司的关联方或主要债务人或其连带保证人遭退票、声请破产、重整或其他重大类似情况,公司背书或保证的主债务人无法偿付到期票据、贷款或其他债务;公司发生重大内部控制舞弊、非常规交易或资产被掏空;公司与主要客户或供货商停止部分或全部业务往来)、第9款第4目(会计师出具继续经营假设存有重大疑虑的查核或核阅报告)及第13款(为偿还公司债的资金筹措计划无法达成)。(3)公司办理重整、破产或解散。(4)公司发生重大亏损,导致财务困难、暂停营业或有停业危险。(5)公司流动资产扣除存货及预付费用后的金额加计公司债到期前的净现金流入,不足支付最近期到期的本金或利息及其他流动负债。(6)已发行的公司债采非固定利率计息,因市场利率变动,致大幅增加利息支出,影响公司支付本息能力。(7)其他足以影响公司支付本息能力的情形。但是,上述重大影响公司支付本息能力的消息,不适用于公司发行经银行保证的公司债。

(五) 债券评级信息

债券评级的上调或者下调对债券交易的影响是不言而喻的。

2011年8月,三大评级机构之一的标准普尔,首次取消了美国主权债务的AAA评级,把美国主权债务评级降至AA+。据消息称,美国证监会曾详细审查标准普尔哪些员工提前知道此次下调评级的信息,以确定是否存在内部人士泄漏信息或者不正常交易的情况。

根据Bloomberg2011年11月的报道,美国证监会正在对曼氏全球金融控股公司(MF Global Holdings, MF)突然死亡案中的可转债交易进行调查,以确定一些投资者是否在MF公司申请破产前得到了保密消息而出售债券;调查员们关注的重点是宣布MF公司评级遭降级之前进行的交易。美国金融业监管局(FINRA)的债券交易监控系统显示,在2011年10月24日穆迪公司决定将MF公司的评级下调为最低投资级别并且正在考虑进一步下调至垃圾级别的消息公开前一小时,伴随着大量卖单,MF公司发行的2016年到期可转债价格大幅下挫。^④

^④ “传曼氏金融因涉嫌债券内幕交易遭美证交会调查”,载天和财富网,2011年11月4日。

(六) 债券发行人破产重整过程中的信息

在发行人出现偿债危机以致破产重整的情况下,利益相关者的权利义务比公司常规运营下发生重大调整,债权人接替股东成为发行人新的所有者,债权人的权利从有限的合同权利改变为享有公司破产重整方案的投票权,传统意义上的股东权利在此程序中消失了。在此种情况下,一方面,对债券持有人的合同法保护已经明显不足,需要通过“信赖责任”施加补充性的保护。另一方面,如果某个债权人被指定为债权人委员会的成员,就有机会接触发行人破产重整的非公开信息,发生内幕交易的可能性增大。1991年,美国证监会在向法院提交的一份“法庭之友”意见书中指出,公司破产重整程序中债权人委员会成员,应当被视作债务人的“临时内部人”,其交易活动应与公司董事等“真正内部人”一样受到限制。同时,由于破产重整往往是利益相关者艰苦谈判的结果,公司破产重整方案的不确定性与重组进程的反复更增加了内幕交易的机会与动力。大量证据表明,无论在破产程序之中还是破产程序之外,困境公司债券的内幕交易并不少见。^⑦

本文第一部分所述美国证监会2007年对巴克莱银行发动的内幕交易查处,就是典型的利用破产重整内幕信息交易公司债券的例子。

最近的案例发生在美国金融史上最大的银行倒闭案——华盛顿互助银行(WaMu)破产关闭过程中。破产程序始于2008年,接管与处置过程中华盛顿互助银行与资产、债务的承接方JPMorgan Chase发生了争执,2009年3月开始就此争执进行断断续续的和解谈判,直到2010年华盛顿互助银行公布作为公司重整基础的“一揽子”和解协议。此案中,四家不良债权(Distressed debt)对冲基金作为特设债权人委员会(ad hoc committee)的成员,有时直接、有时通过律师参加了相关的和解谈判过程。这些对冲基金根据华盛顿互助银行的要求签订了保密协议,协议要求这些基金在两个特殊的锁定期,或者杜绝交易华盛顿互助银行的证券,或者建立起信息防火墙;华盛顿互助银行承诺在每个锁定

^⑦ Memorandum of the SEC in Support of Motion of Fidelity Management & Research Co. at 4, In re Federated Dept Stores, Inc., 1991 Bankr. LEXIS 288 (S. D. Ohio March 7, 1991) (No. 1-90-00130).

期结束后,及时披露重大非公开信息,事实上也及时披露了有关公司将获得的退税规模与数额等信息,但是,并未披露有关谈判与争议可能达成和解的信息。锁定期结束后,四家对冲基金交易了华盛顿互助银行的债券,华盛顿互助银行的股东指控这些对冲基金的行为构成内幕交易。^⑳ 这些对冲基金抗辩认为,它们已经在内部建立起信息隔离墙,防止交易员偷听参与谈判人员的通话,一家基金公司甚至聘请了专门的声音工程师作证,并提供了已经在参与谈判人员办公室装修上隔音设施的证据。审理此案的联邦破产法院法官在判决书中对谈判信息的重要性、信息隔离墙等方面作了分析,认为原告的内幕交易指控属于“貌似可信的、真实的论断”(colorable claim)。但是,2012年1月,似乎为了促成当事人就相关问题达成“一揽子”和解,法官撤销了关于内幕交易的裁决。^㉑

(七) 宏观经济金融政策与数据信息

与股票交易相比,宏观经济金融政策的重要信息与重要数据,对债券市场投资者决策的影响更为明显。国家重要的货币政策、财政政策等信息的影响自不待言,包括CPI在内的经济数据不仅直接关系到债券市场收益率的变化,而且是政府未来经济政策放松或紧缩的风向标,尚未公开的重要经济数据创造了投机性交易的机会。如果债券投资者提前获得的数据比市场普遍预期乐观,可先期购入债券,等待正式消息的发布;如果获得的数据较市场预期悲观,则提前卖出债券以控制风险。比如,2011年2月14日,有传言我国1月份CPI低于预期,从当时的债券市场可以观察到,因投资者感受到数据低于预期可能会带来紧缩预期弱化,投资者进场做多导致收益率下行。^㉒

根据美国行政管理和预算局(OMB)发布的《关键联邦经济指标的编制、公布和评价》,公布机关必须设专门岗位提供该机关所有经济指

^⑳ Richards Kibbe & Orbe LLP; Deconstructing WaMu; *Managing Insider Trading Risks as an Ad Hoc Committee member*, 来自 Richards Kibbe & Orbe LLP 网站。

^㉑ Judge may cancel WaMu insider - trading ruling, http://articles.boston.com/2012-01-25/business/30663793_1_wamu-insider-trading-reorganization-plan.

^㉒ 汪时锋、郭茹:“宏观数据泄密利益链曝光 惊人预测力从何来”,载《第一财经日报》2011年6月7日。

标的的公布时间表,向公众公布该岗位任职人员的姓名、办公地址、电话号码;在正式公布之前,公开数据库不应获得任何数据或估计;一旦公告材料准备完毕,有关机关须加以封存。

2012年2月,美国国会参众两院在奥巴马总统支持下,先后以绝对高票通过了防范与打击国会议员、政府官员内幕交易的法案——《禁止利用国会见闻交易法》(The Stop Trading on Congressional Knowledge Act, 简称 STOCK)。该法案草案自2006年提出以来,支持者寥寥,一些学者对之存在较大争议,这次却在民众对国会支持率创历史新低的背景下,得以顺利通过。该法案明确规定,国会议员及其雇员,白宫、内阁各部门及各独立机构等联邦行政部门的雇员,不得利用执行职务过程中获得的内幕信息从事股票或者其他证券的交易;一旦违反,与他人一样适用查处内幕交易的有关法律规定,不具有豁免权,美国证监会或者商品期货交易委员会有权对其展开调查。同时,法案要求上述人员在买卖股票、债券、商品期货或者其他证券超过1000美元金额的交易后30日内,在互联网公告其交易情况,不过,公告要求不适用于买卖共同基金。^④据说,共和党众议员、众议院金融服务委员会主席 Spenser Bachus 成为该法案通过后接受调查的第一人,媒体称他曾于2008年从财政部长那里得到内部消息,之后下注赌股市下跌,调查重点在于其“年度财务披露报表上存在多起可疑交易”。^⑤

三、规制我国债券市场内幕交易的法律与政策建议

(一) 完善《证券法》相关规定,拓展规制债券市场内幕交易的产品种类与信息范围

本文第一部分所述我国《证券法》关于“内幕信息”的界定,明显是针对上市公司股票交易设置的,未考虑债券市场可能存在的内幕交易

^④ ROBERT PEAR: *Senate Approves Ban on Insider Trading by Congress*, 载《纽约时报》2012年2月2日。

^⑤ *Insider trading in Congress, Taking STOCK*, 载《经济学人》2012年2月18日。

及其不同于股票市场的特殊情况,更使规制内幕交易的条文即使做扩张解释也明显地不能覆盖公司债券之外的其他债券产品。推测其原因,当非立法者有意为之,应属当时立法条件局限下“重股轻债”观念导致的立法技术漏洞。这种情况并非孤例,《证券法》许多地方写的是“证券”。但是,仔细阅读相关条文,实际上只适用于“股票”。世界范围内,对内幕信息的概念多采取概括性界定,在法律上具体列举何种信息属于内幕信息的不多,原因之一就在于证券种类不断推陈出新、证券交易的情况复杂多样,列举式规定难免挂一漏万。我国修法时可参考其他资本市场法域的立法例,归纳出一个总括性的内幕信息概念,同时仿照我国台湾地区的做法,由立法授权主管机关制定具体的内幕信息指引,兼顾法律的稳定性与实际执行的可操作性。

在目前情况下,应对《证券法》关于“内幕信息”的规定作弹性解释,内幕交易规制既适用于股票,也适用于公司债券;既适用于上市公司发行的债券,也适用于非上市公司发行的债券;既适用于公募发行的公司债券,也适用于私募发行的公司债券;既适用于在证券交易所挂牌的公司债券,也适用于在场外市场交易的公司债券。从长远看,应在修法时树立“大证券”理念,引入“证券”的一般性概念;或者顺应全球金融投资商品统一立法的趋势,仿照欧盟、英国、日本、韩国等法域的做法,引入“金融工具”或者“金融商品”的概念,对不同种类的金融投资商品实施“横断”的一元化监管。^④

实践中,影响债券市场投资者判断与交易价格的信息有三类:第一,与发行人有关的基本面信息;第二,债券交易信息;第三,宏观经济金融政策与数据信息。

对于第一类信息,现行《证券法》的表述没有同时顾及到债券交易的特点,修改法律时应当加以考虑。

对于利用第二类信息也即影响证券市场供求的非公开交易信息买卖证券,除了《证券法》第75条将“上市公司收购的有关方案”列为内幕信息外,刑法修正案(七)将资产管理机构、代客投资理财机构等用

^④ 参见陈洁:“金融投资商品统一立法趋势下‘证券’的界定”,载《证券法苑》(第五卷),法律出版社2011年版,第1~23页。

客户资金投资购买某个证券等金融产品的决策信息定义为“内幕信息以外的其他未公开的信息”，有关机构的工作人员利用该信息交易的，构成“利用其他非公开信息交易”的背信行为，俗称“老鼠仓”，不按内幕交易看待。在成熟资本市场法域，我国的“老鼠仓”行为被称为“抢跑交易”（front running）。根据欧盟 2003 年《市场滥用指令》序言第 19 条，“抢跑交易”属于内幕交易的一种表现形式，各成员国应当对包括商品衍生品在内的金融工具上的“抢跑交易”进行规制。澳大利亚的执法实践也是将“抢跑交易”作为内幕交易对待，近年来，澳大利亚法院根据证券与投资委员会（ASIC）的指控，已经认定两起投资银行人士的“抢跑交易”构成内幕交易罪并给予刑事处罚。^④但是，美国的执法实践未将“抢跑交易”作为内幕交易，而是作为背信行为处理，执法机关同样将触角伸向了债券交易中的“抢跑交易”。在 *United States v. Griggs* 案中，Griggs 作为一家基金公司的垃圾债券分析师，与 Singer 达成协议，向 Singer 提前泄露该基金公司买入垃圾债券的安排；后者因此获利 300 万美元，并通过 Collins 作为中介，回报给 Griggs 70 万美元；法院认为 Griggs 违反了 1940 年《投资公司法》与《投资顾问法》，判其有罪。在目前我国未将“老鼠仓”纳入内幕交易打击范围的情况下，可以不将债券交易信息归入“内幕信息”。但是，《证券法》上应当增补与刑法“利用其他非公开信息交易”相对应的行政处罚条款，以消除立法断层。

对于第三类信息，其对证券交易的影响越来越明显，尤其是将来恢复国债期货的情况下。最近几年发生的案件，典型的如央行与国家统计局工作人员案，都是按刑法上的“泄露国家机密罪”予以处罚。但是，如果被告并没有将信息泄露给任何人，而是获知相关信息后自己进行了交易，就无法追究其任何法律责任。因此，建议参考美国的做法，在加强保密防范的同时，将利用宏观经济金融政策与数据信息从事交

^④ 2010 年 12 月，Orion 资产管理公司 25 岁的交易员 Hartman，因为在掌握公司交易意向信息后，在自己的账户上“抢先交易”差价合同（CFD）产品，被新南威尔士最高法院以内幕交易罪判处四年零六个月监禁。时隔不久，2011 年 3 月，麦格里银行的基金经理、马来西亚居民 Oswyn Indra de Silva 同样因“抢跑交易”差价合同产品内幕交易罪成，被新南威尔士最高法院判处两年零六个月监禁。

易以及泄露此种信息的行为纳入内幕交易打击范围。我国台湾地区立法机构在2006年修改“证券交易法”的理由说明中也认为:“另有关‘公共政策’如已涉及市场供求,且对股票价格有重大影响或对正当投资人之投资决策有重要影响者,应已符合本项重大消息之法定构成要件,亦有禁止内幕交易之适用。”^⑤

(二) 适度增强债券市场基本面与交易面信息的透明度,减少内幕交易发生的机会

如同股票市场一样,加强债券发行与交易基本面信息的披露,能够有效降低内幕交易机会。但是,对债券市场基本面信息的披露要求,应当考虑其不同于股票市场的特点,并区分公司债券与政府债券、公募债券与私募债券、高等级债券与低等级债券、场内交易债券与场外交易债券、基础债券与债券衍生工具等不同金融工具的差异。^⑥

同时,由于交易面信息也是影响债券市场参与者投资决策的重要基础,根据债券市场特点与我国债券市场发展情况,设计出合理、适度的债券交易报告与信息披露系统,也是提高透明度、降低内幕交易可能性的途径。1995年关于美国债券市场的一份研究报告表明,债券市场投资者根据内部人交易债券的规模、持有债券比例的变化、内部人在公司中的地位等因素,对内部人债券交易存在跟风情况;低级别债券比高级别债券对内部人交易信息的反应更加敏感;内部人交易债券情况的不透明增强了他们利用信息优势从其他投资者攫取利益的机会。^⑦2009年德国学者对德国债券市场交易行为的研究,也得出了类似结果。^⑧

伴随着20世纪80年代末期债券市场发生的内幕交易与操纵市场丑闻,公司固定收益市场尤其是高收益债券市场的不透明,引起了美国

^⑤ 刘连煜:《内线交易构成要件》,元照出版有限公司2011年版,第114页。

^⑥ 陈翌欣:“‘我国’私募公司债之制度评析”,国立政治大学法律研究所2010年6月硕士学位论文。

^⑦ Ben Moshinsky: *FSA Said to Review Credit Default Swaps in Market Abuse Probe*, Bloomberg, Mar 25, 2011.

^⑧ Thomas J. Walker & Stefan Wend: *On the Bond Market's Evaluation of Insider Stock Trading Activities — Evidence from Germany*, <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1343438>.

国会和证监会的高度关注。“固定收益报价系统”(Fixed Income Pricing System, FIPS)就是当时美国证监会与全国交易商协会(NASD)经过讨论提高垃圾债权市场透明度的成果。1994年,FIPS在Nasdaq市场启用,所有NASD会员应在下单后5分钟之内报告入选的50家频繁交易的高收益债券二级市场交易情况,这50家高收益债券的成交价格与交易量每小时在FIPS终端显示一次。

此后,高收益债券的透明度虽然有所提高,但是整个公司债券市场与监管者的预期仍存在不小差距。1998年,时任美国证监会主席Levitt称:“令人悲哀的事实是,公司债券市场投资者对信息的了解,赶不上一个汽车或者房屋购买者,乃至卖水果的人。”为此,NASD在2002年开发启动了更宽广的“交易报告与合规引擎”(Trade Reporting and Compliance Engine, TRACE),吸纳了此前的FIPS系统。此后,NASD在2007年成立接替其职责的“金融业监管局”(Financial Industry Regulatory Authority, FINRA)不断扩展需要报告的债券数量、缩短报告时间、增加报告内容,对TRACE系统进行升级改造,做到债券交易信息的实时传播。学者研究表明,该系统的运行提高了债券市场透明度,减少了先知先觉交易发生的机会。^④

欧洲证监会(CESR)并不主张采用美国的TRACE系统,而是提出采用“适应欧洲环境”的系统。2008年12月,欧洲证监会发布了《公司债券、结构融资产品与信贷衍生品市场透明度咨询报告》。报告认为,虽然不充分的交易后信息并非2007年年中以来公司债券流动性大幅降低的关键原因,但是,市场信息的不对称可能导致市场失败,市场参与者获得更多的交易后信息是有益的;此外,获取交易信息的困难也导致市场中介在遵守MiFID规则上遇到问题。CESR认为,单靠市场自身力量的驱动尚不足以实现交易后信息的及时透明,因此,需要引入强制性披露要求。同时,CESR也认识到,在透明度问题上应当看到批发市场与零售市场的差异,零售市场的投资者、较小的市场参与者以及一

^④ Simi Kedia and Xing Zhou: Informed Trading around Acquisitions: Evidence from Corporate Bonds, at <http://ssrn.com/abstract=1337803>.

些买方参与者抱怨交易价格缺乏透明度,强调增强交易信息披露的好处。^⑤ 不过,也有一些市场团体提出了不同意见,比如“国际资本市场协会”(International Capital Market Association, ICMA)就认为,除非精心论证与设计,交易后价格信息的强制披露要求会束缚市场流动性的增强,违背政府稳定市场、重启信用流转的初衷;同时,强制披露的成本要大于收益,因为强制披露要求对增强市场信心的积极作用很值得怀疑。^⑥

(三)督促有关机构健全内部信息隔离制度与跨墙监督程序,阻断内幕信息的不当扩散与使用

对于大型金融机构来说,同时从事多项金融活动,提供多种金融服务。如果因其知悉债券发行人的内幕信息而完全禁止其债券以及其他证券的交易,会妨碍金融活动的全面展开。为了调和这种利益冲突,美国证监会和法院在实践中引入了信息隔离墙制度,并陆续被其他资本市场法域仿效。^⑦

在本文第二部分所述美国证监会查处的首例 CDS 产品内幕交易案(SEC v. Rorech)中,被告之所以胜诉,德意志银行内部的信息隔离墙起到了较大作用。庭审过程中没有发现两名被告之间涉及内幕信息传递的直接证据,但是,美国证监会认为,两人在两次可以工作录音的座机通话后,转为手机通话,属于有意识地规避违法行为;通过围绕两人手机通话的环境证据,法院可以做出存在违法行为的推断。不过,法院未采纳美国证监会的见解,法院认为, Rorech 的雇主,也就是德意志银行,已经采取了有效的信息隔离措施以及严密的“跨墙”合规程序;这些措施与程序,使银行内部经常接触客户内幕信息的对私部门与不会接触客户内幕信息的自营或者销售等对公部门之间,保证了信息的

^⑤ CESR: *Consultation Paper on Transparency of corporate bond, structured finance product and credit derivatives markets* on 19 December 2008.

^⑥ ICMA Regulatory Policy Newsletter, 第 13 期, 2009 年 4 月。 issue No. 13: April 2009.

^⑦ Memorandum of the SEC in Support of Motion of Fidelity Management & Research Co. at 4, *In re Federated Dept Stores, Inc.*, 1991 Bankr. LEXIS 288 (S. D. Ohio March 7, 1991) (No. 1-90-00130).

有效隔离;证据表明,德意志银行很少在对公部门与对私部门之间启动“跨墙程序”,Rorech 也未曾使用该程序接触非公开的价格敏感信息;信息隔离导致 Rorech 根本无从获知对私业务中的内幕信息,自然也就不存在将内幕信息泄露给他人的问题了。

美国法院还在判决中确立了债权人委员会成员的内幕交易“防火墙”标准。1991年,法院采纳美国证监会提交的一份“法庭之友”意见书,^⑤针对从事多种证券市场业务的机构投资者,如果其雇员被任命为破产程序中的债权委员会成员,则在满足以下条件的情况下,该机构并不被禁止从事债务人有关债券或者权益证券的买卖:(1)参与债权人委员会的雇员提交了书面确认书,说明自己将会因参与债权人会议的事务而获得有关重大非公开信息,而且自己已经了解有效的屏障程序;(2)已建立有效程序,阻止不参与破产程序的雇员通过书面或者口头交流获知有关重大非公开信息;(3)排除接近破产程序内幕信息的雇员参与讨论准备进行的交易活动;(4)文档隔离;(5)完善的合规程序以保证所有交易均符合上述要求。这一判例被随后的多个破产案件所遵从。

实践中,一些合规律师还建议,一个完备的隔离墙至少包含以下要素:(1)对雇员与自营交易活动进行检视;(2)记载公司内部的跨墙事项发生过程;(3)合规部门对公司内部各部门之间的交流活动进行实质性监督;(4)当公司拥有重大非公开信息时,自营业务的决策与操作程序;(5)物理隔离;(6)常规化的培训教育。

2010年12月29日,中国证券业协会发布了《证券公司信息隔离墙制度指引》,对证券公司信息隔离墙制度建设作了较为原则性的规定。但是,由于参与债券交易的大型机构并不仅仅限于证券公司,目前的信息隔离墙制度在适用范围上还有待拓宽。

(四) 强化市场主体的自我约束,增强监管机构、自律组织的必要提示

《投资经纪人文摘》2005年的一篇文章指出,内幕交易正在从股票

^⑤ In re: Federated Department Stores, Inc., No. 1-90-00130 (Bankr. S. D. Ohio 991).

市场向并不那么公开的银行、债券与信贷衍生品市场蔓延;杠杆贷款业务的发展,导致投机级银行贷款交易,深刻地改变了信贷市场的图景;在过去的几年中,贷款二级市场已经从受到严密监管的商业银行与保险公司控制的封地,迅速发展为对冲基金与华尔街自营交易平台强劲介入的高流动性市场;这些受到较少监管的投资机构的高调介入,使得信贷市场工具的交易与证券交易相仿,导致严峻的交易行为操守标准问题;问题的症结在于,发行公司与其放贷人之间的关系比与公开发行证券持有人更为紧密,发行公司往往向放贷人提供公众投资者并不知悉的信息。^④

同时,隔离墙对大型投资机构才有意义。一些机构,尤其是对冲基金,雇用同样的职员,交易同一发行人的所有金融工具,在信息随时可以渗透的情形下,不利用非公开信息交易是一件非常困难的事情。正如美国一位知名证券律师所指出的,“你不可能在一个人的大脑中构筑一道信息隔离墙”。此外,一些刚刚起步、员工数量较少,又不怎么受到监管的对冲基金,并没有建立起严格的内控与合规制度。因此,对于市场机构本身来说,需要加强自我警示与自我约束,比如,尽量避开债券市场价格敏感窗口期的交易。监管机构与自律组织,也应当给予必要的提示。2009年英国FSA调查首例债券市场内幕交易后,“国际资本市场协会”针对债券发行过程中发行人与潜在客户“预沟通”、“预推销”过程中可能引发的泄密内幕信息与内幕交易风险,向其会员发出了《关于交易前预沟通的建议》。^⑤同时,业内人士认为,FSA市场监管部于2008年在其《市场观察》期刊上发表的《与公开收购相关的内幕信息控制主题报告》虽然针对股票市场,也并非正式指南,但是,对债券市场投资者防范内幕交易风险仍具有一定的参考借鉴意义。^⑥

^④ Carolyn Sargent: “The New Insider Trading?”, *Investment Dealers' Digest*, October 31st, 2005.

^⑤ ICMA: Recommendation 1.30, Pre-sounding of transactions.

^⑥ FSA Markets Division: *Newsletter on Market Conduct and Transaction Reporting Issues*, Issue No. 27, June 2008.

(五) 基于债券的契约属性与机构参与特性,允许作出豁免或者减少内幕交易的自愿安排

途径之一:使用“大男孩信”(big boy letters)。是指两个成熟机构投资者(big boy)之间就公开交易证券的私下出售,在交易前达成的免责协议。债券买卖的一方向交易对方表示,自己知道双方存在信息不对称的情况,心甘情愿在信息不对称的情况下达成交易;不会在交易后,因对方未向其披露自己掌握的关于该债券的重大非公开信息而追究对方的责任。由于美国《证券交易法》规定自动放弃证券欺诈责任的协议无效,联邦巡回法院对“大男孩信”的效力存在不同看法。尽管美国证监会的官员曾公开表示,他们并非不区分情况认为所有的“大男孩信”都存在问题,如果把握适当,“大男孩信”在某些交易中可以继续发挥有益作用。^{⑤7}但是,从近年来美国证监会高级官员的言论以及其实际执法行动看,“大男孩信”即使能够阻止私人诉讼,也不能阻止美国证监会对内幕交易案件的执法行动,美国证监会尤为关注对冲基金利用此种手段规避内幕交易责任的问题。在前文述及的2007年美国证监会对巴克莱银行发动的内幕交易查处中,虽然其中的若干笔交易达成前对手方提供了“大男孩信”,但未能阻止美国证监会仍将巴克莱银行知悉内幕信息后交易这些债券的行为认定为内幕交易。

途径之二:自愿选择为非公众持有人。当债务人为证券公开交易的公司时,公司债权人往往被提供一种作为公众类持有人(public side holder)还是非公众类持有人(private side holder)的选择。债券持有人想获得交易债务人或者其附属企业所发行证券的资格,须标示自己为公众类持有人。如此一来,根据借款文件要求,提供给债权人的信息如属于非公开信息,就不会提供给公众类持有人。非公众类持有人在交易相关证券时,或者选择另一个非公众类持有人作为交易对手,或者取得交易对手签署的“大男孩信”。^{⑤8}

^{⑤7} Wachtell, Lipton, Rosen & Katz 律师事务所: *Private Equity, Restructuring and Finance Developments*, January 20, 2009。

^{⑤8} Steven D. Bortnick, J. Bradley Boericke and Timothy J. Leska: *Legal Considerations When Buying Debt*, PEI Manager, January 2009。