

内幕交易民事损害赔偿诉讼研究

国浩律师(上海)事务所课题组*

摘要:内幕交易行为不仅严重破坏了证券市场的交易秩序,侵蚀了市场赖以生存的诚信原则,更损害广大市场投资者的合法权益。我国自证券市场建立伊始就非常重视市场的诚信建设,通过科以内幕交易行为主体严苛的法律责任以有效打击、遏制杜绝内幕交易行为的产生,有效维护证券市场交易秩序,维持投资者对证券市场的信心。在构建并追究内幕交易行为主体民事损害赔偿责任的路径中,基于立法规制内幕交易行为的目的,应主动拟制且推定因果关系的成立,但拟制须设定条件,只有与内幕交易行为同时反向进行交易的投资者才可向内幕交易行为主体主张损害赔偿。对于符合条件的投资者,内幕交易行为主体应承担损害赔偿 responsibility,但基于拟制的属性,为防止责任过大,应以内幕交易行为所获利益或所规避的损失为基础,对赔偿金额进行一定的限制。

关键词:内幕交易 因果关系 损害赔偿 举证责任

一、引言:研究的缘起

对内幕交易行为的规制一直以来都是各国资本市场监管工作中的重中之重,盖因该行为不仅直接损害证券市场交易秩序,而且严重损害投资者的投资信心和合法权益。自20世纪80年代股票市场恢复以来,由于各方面的原因,我国的证券市场在相当长的时间内一度被称为“消息市”,此处的“消息”通常情况下指的就是“内幕消

* 课题负责人:朱奕奕,国浩律师(上海)事务所律师,法学博士;课题组成员:吕红兵、黄江东、施蕾、公惟韬。

息”。^①“消息市”的称呼形象地反映了彼时我国证券市场的发展水平以及存在的问题。随着制度的完善、法治的跟进、理念的更新等各方面因素的发展,我国证券市场的发展也逐步摆脱了“消息市”的束缚,步入了持续、成熟发展的历史阶段。当然,有市场即会有消息,有消息即会有利益,有利益即会有“铤而走险”的行为,因此,无论处于何种历史发展阶段,在证券市场的发展过程中,针对内幕交易行为的规制一直“在路上”,而且越来越完善。

在过去的 20 余年中,我国证券监管机构关于内幕交易的执法工作取得了显著的进步,并逐步形成了由行政、刑事、民事等各方面“多管齐下”的规制与执法路径。但不可否认的是,由于历史发展等原因,我国对内幕交易的执法工作更多的是由行政主导,在规制路径上,行政责任、刑事责任皆走在前沿,而民事责任则稍逊一筹。当然,这只是一个发展阶段,随着制度的完善,民事责任的规制亦将“堪当大任”,这也是走向成熟发展的必备制度。在比较法上,发达国家也越来越注重在行政和刑事追责机制之外,通过民事诉讼机制的完善来抑制内幕交易行为的发生。^②

完善规制内幕交易行为的民事责任,这主要是因为民事诉讼的解决机制直接针对的是投资者与内幕交易行为主体之间的纠纷,纠纷的有效化解不仅可以直接保护投资者的合法权益、惩戒内幕交易行为,而且可以通过对投资者权益的保护,让更多的市场参与主体来监督、维护市场的发展秩序。在规制内幕交易行为的进程中,民事责任的探究不可或缺,也必不可少。

民事责任的规制方向虽已清晰,但如何落实规制则成为首要解决的问题。在追究内幕交易行为主体民事责任、赔偿投资者所遭受的损失过程中,法律规制需要厘清并解决以下问题:内幕交易行为的责任基础何在?如何判定内幕交易行为主体的法律责任?构成要件为何?责任边界在哪?请求权主体是谁?这些问题是规制内幕交易民事赔偿责任的基础内容,也是本文的出发点与核心点。

二、立法规制内幕交易行为的目的

众所周知,证券市场的设立发展立足于完善的诚实信用制度,市场的健康发展依

^① 参见吕成龙、范良聪:《“触不可及”还是“近在咫尺”?——证监会内幕交易执法的风格与逻辑》,载黄红元总编,蒋锋、卢文道主编:《证券法苑》第 26 卷,法律出版社 2019 年版,第 274 页。

^② 参见李寿喜、汤鸯平:《我国内幕交易案件特征与监管缺陷——基于 1998 至 2016 年执法案件的思考》,载《上海大学学报(社会科学版)》2018 年第 1 期。

赖于市场各参与主体对诚实信用原则的严守,因此,任何对诚实信用的破坏行为即对证券市场发展建设的破坏,在任何时候、任何阶段都应坚决予以遏制与打击。内幕交易行为的出现即对证券市场赖以生存的诚实信用原则带来了巨大破坏。一方面,内幕交易行为破坏了证券市场的公平性。通常认为,证券市场交易或博弈的前提是各市场参与主体均能平等、充分获取市场的价值因素与供求关系等信息,从而作出交易或博弈的决定,一旦该前提被破坏,则市场公平性就被侵蚀。内幕交易行为即属于破坏该前提的典型,内幕信息获取者与其他不知情投资者在市场进行交易,完全无公平可言。另一方面,内幕交易行为损害了市场各参与主体尤其是广大投资者的合法权益以及对市场发展的信心。内幕交易行为的表现形式是内幕信息获取者利用信息优势获利或规避损失,表面看来是信息优势的“投机胜利”,但本质上这是一种严重的“背信”行为,侵害的不仅是广大市场投资者的合法权益,更是对证券市场基础规则的破坏,腐蚀的是“人心”“信心”。对此,我国证券监管部门对内幕交易行为的危害性亦有着清醒的认识:“内幕交易行为人利用提前掌握的内幕信息,在其他投资者通过公开渠道获知信息之前,抢先买入或卖出股票等证券非法牟取利益,这种行为直接违反和破坏信息公平原则,本质上是资本市场的‘偷窃’。内幕交易对证券市场运行根基造成的破坏是颠覆性的且难以估量,内幕交易泛滥足以摧垮一个国家的资本市场,严重拖累实体经济的发展。”^①

关于内幕交易行为,欧盟称为信息的“市场滥用行为”,应予以打击与禁止。在欧盟颁布的《禁止内幕交易指令》^②中明确提出,鉴于证券市场的稳定运行依赖于投资者对市场充满信心,而投资者信心则源于其平等市场地位的赋予及不受不当使用内幕信息行为的影响;内幕交易仅使特定投资者获利,而对其他普通投资者则极不公平,这必将侵蚀市场信心进而损害其稳定运行,因此应予禁止。美国证券交易委员会亦明确指出,除操纵市场外,没有其他事件比选择性的信息披露和滥用内幕信息更损害投资大众对公司制度和证券市场的信心。^③日本在 2004 年即引入对内幕交易行为的行政处罚制度,并明确制度的立法目的在于使违法者无法保有该违法所得之利益,

① 参见许志峰:《内幕交易颠覆股市根基——证监会副主席刘新华接受本报独家专访》,载《人民日报》2012 年 5 月 25 日,第 10 版。

② See The preamble of Directive 89/592/EEC. 转引自曹理:《证券内幕交易构成要件比较研究》,法律出版社 2016 年版,第 107 页。

③ 参见曹理:《证券内幕交易构成要件比较研究》,法律出版社 2016 年版,第 379~381 页。

以维护证券市场公平秩序及投资者信心。^①

维护证券市场的交易规则,构建市场的诚信交易秩序一直是我国发展并建设证券市场的重心与核心,此点无论是在《证券法》的立法还是各类监管规则的制定过程中均予以了明确,如《证券法》第5条规定:“证券的发行、交易活动,必须遵守法律、行政法规;禁止欺诈、内幕交易和操纵证券市场的行为。”显然,内幕交易行为的存在与证券交易市场的建设“格格不入”“水火不容”,因此,针对内幕交易行为的遏制与打击成为我国证券市场监管的永恒主题,也是我国建设和完善证券市场法治的重要目标,过去如此,未来更是如此。随着人们对内幕交易违法性的认识越发清晰与理性,针对内幕交易行为的立法目的与归责路径也越来越完善。

在立法目的上,规制内幕交易行为的根本目的在于维护证券市场的诚实信用原则,维护市场交易秩序,保护市场各参与主体尤其是广大投资者的合法权益,维持社会对证券市场发展的信心,以最大限度减轻内幕交易行为的危害性,并对内幕交易行为坚决予以打击与遏制。基于此,无论是立法、执法还是司法,所有关于规制内幕交易行为的制度设计与考量均应围绕上述立法目的而展开。

在规制路径上,应从刑事、行政及民事责任三方面进行全方位的规制。针对内幕交易破坏市场秩序的危害,应主要从行政与刑事责任方面进行规制,加大执法打击力度,完善执法处置程序,从“行政责任+刑事责任”双重角度对内幕交易行为进行实质性打击,以维护秩序,尤其需要恢复投资者对交易市场的信心。与此同时,从民事赔偿责任的角度规制内幕交易行为是市场与监管的共识,也是证券市场法治建设中必不可少的一环。尽管有难度、有争议问题,但围绕解决问题的研究也一直在路上,经过多年的丰富发展,目前也已步入正轨。民事赔偿责任直接规制着内幕交易行为主体与受损投资者之间的关系,对内幕交易行为主体科以民事上的损害赔偿责任有利于直接对投资者所遭受的损失进行赔偿,以遏制内幕交易行为的发生。当然,为实现前述的立法与规制目的,在损害赔偿责任体系的构建上应完善因果关系、损失计算等方面的内容,本文研究即围绕此而展开。

^① 参见庄玉友:《日本金融商品交易法信息披露制度研究》,人民出版社2010年版,第160~179页。

三、内幕交易行为的认定

(一)内幕信息的认定

内幕信息具有重大性和未公开性。我国目前对于重大性的认定兼采价格敏感性和理性投资者标准,认定标准已相对较为全面。就内幕信息的确定性,从我国的行政执法实践和域外的认定标准中可见,其与重大性紧密联系。我国无须在立法中将确定性单列为内幕信息的认定要素,而是仍应将其作为重大性的认定因素之一,并参考域外对确定性的认定标准,明确内幕信息的确定性是指该信息具有实现的可能性,并且足够明确,以至于能够得出该信息会对证券价格产生影响的结论,或者能够得出该信息会对理性投资者的投资决策产生影响的结论。

就内幕信息的未公开性,域外的认定分为三种标准:形式公开、实质公开、形式或实质公开兼采。我国法律规定中的认定标准尚不统一,应将兼采形式或实质公开的标准在证券法中予以落实,从而对内幕信息的未公开性作出更为全面的认定。

(二)内幕交易行为的认定

通说认为内幕交易行为本质上属于侵权行为之一种。在内幕交易行为的立法和司法实践中,一般存在交易行为和泄密行为两类。关于侵权行为的基本归责大部分可适用于针对内幕交易行为的责任规制,尤其在泄露内幕信息的泄密行为中。在单纯泄密而无相应交易的情况下,泄密人的行为虽然构成泄露内幕信息行为,但因未引发后续的内幕交易,未导致其他投资者损害结果的产生,故无须就此承担民事赔偿责任。在泄密人故意向交易人泄密,并且交易人利用该信息从事交易时,则泄密人与交易人构成共同侵权,须就内幕交易行为所导致的损失承担连带责任。在泄密人的泄密与交易人进行内幕交易之间不具有共同故意的情况下,则泄密人与交易人就内幕交易行为所导致的损害结果在其过错范围内各自承担相应的责任。

(三)我国证券监管机构的前置认定程序

虽然2015年发布的《最高人民法院关于当前商事审判工作中的若干具体问题》中取消了内幕交易民事赔偿的行政处罚或刑事判决前置程序,域外也未有如此之规定,但我国设置该前置程序是为了提高内幕交易民事赔偿案件的可操作性。客观上,内幕交易行为较隐蔽,若无在先的行政或刑事处罚,投资者可能不知晓内幕交易行为的发生,此外,投资者的举证责任相较证监会和司法机关而言较弱,没有能力提供充

分证据证明所涉的内幕交易的发生,但如果已有行政或刑事处罚判决,投资者则可以直接援用,既降低了投资者的举证责任,又提高了司法的办案效率。因此,在立法中应保留内幕交易民事赔偿的前置认定程序。

四、内幕交易因果关系的认定

(一)我国内幕交易民事责任因果关系的认定困境

就内幕交易而言,侵权理论下的因果关系认定方式在内幕交易侵权因果关系认定中是“失灵”的,通常其难以证明内幕交易与投资者的交易行为之间基于信赖的因果关系(事实因果关系)和内幕交易与投资者损失之间的因果关系(损失因果关系)。假如不借助法律拟制手段确立因果关系推定原则,则内幕交易民事赔偿案件恐将依旧会因无法跨越举证难题而被拒于司法大门之外。

(二)内幕交易归责理论

在我国,与内幕交易是否侵害投资者个人利益存在巨大争议不同的是,内幕交易对整个证券市场诚信所造成的危害已经成为普遍共识。我国历来高度重视证券市场的诚信建设,并以此作为禁止内幕交易行为的重要目标。规制并约束内幕交易等证券市场欺诈行为的有效方式之一便是赋予投资者民事赔偿的权利,且在制度上真正保障投资者的民事诉权。

尽管我国立法中未对内幕交易民事案件因果关系的证明方式作出规定,但是推定因果关系的举措在我国的司法实践中已初见端倪。例如,《最高人民法院关于审理证券市场因虚假陈述引发的民事赔偿案件的若干规定》^①这一司法解释中规定了在满足特定条件时应当认定虚假陈述与损害结果之间存在因果关系,这实际上在虚假陈述民事赔偿案件中建立了因果关系的推定原则。

虚假陈述与投资者损失之间的因果关系逻辑认定更清晰,也更具通常意义上的法理基础,即便如此,基于实现保护中小投资者的政策考量,我国依然在虚假陈述民事赔偿案件中建立起了推定因果关系成立的原则。为了保护中小投资者,内幕交易

^① 《最高人民法院关于审理证券市场因虚假陈述引发的民事赔偿案件的若干规定》(2003年1月9日法释[2003]2号)第18条:“投资人具有以下情形的,人民法院应当认定虚假陈述与损害结果之间存在因果关系:(一)投资人所投资的是与虚假陈述直接关联的证券;(二)投资人在虚假陈述实施日及以后,至揭露日或者更正日之前买入该证券;(三)投资人在虚假陈述揭露日或者更正日及以后,因卖出该证券发生亏损,或者因持续持有该证券而产生亏损。”

与投资者行为与损失之间的因果关系也应通过拟制的方式予以确立。在光大证券案中主审法院也采用了推定因果关系认定方式,其在因果关系认定上的态度为今后司法机关处理类似案件起到了引领示范作用。

(三) 因果关系认定标准的判断

基于保护投资者、建立诚信有效的证券市场等政策考虑,美国司法界率先放弃直接证明内幕交易与投资者损害之间因果关系的存在,转而推定因果关系寻找理由,通过法律拟制的方式确立内幕交易中因果关系的存在,并通过一系列的判例和立法逐步确立了推定因果关系的原则。

(四) 因果关系认定中举证责任的分配

从举证责任分配上看,《最高人民法院关于审理证券市场因虚假陈述引发的民事赔偿案件的若干规定》出台后,基本上克服了中小投资者举证难的问题,积极推动了我国证券市场民事赔偿责任制度的发展与完善。内幕交易案件中亦存在因果关系颇不明晰、受损投资者举证极为困难的情形。在“光大证券案”中,主审法院也采用了推定因果关系认定方式,降低了投资者的举证责任。

既然司法已经先试先行,我们建议最高人民法院尽快出台关于内幕交易民事赔偿的司法解释,明确内幕交易民事赔偿案适用因果关系推定原则,即推定内幕交易行为与同时反向交易投资者的损害之间存在因果关系,而无须投资者对因果关系进行证明。当然,也应允许被告有反证抗辩权利,来证明原告的亏损与内幕交易无关,比如,被告证明原告属于恶意投资、操纵证券价格的,则原告的损失与被告的内幕交易之间不存在因果关系,被告可不承担赔偿责任。即便内幕交易民事赔偿适用因果关系推定原则,也不能无视内幕交易者的合法权益,规则制定者需要公平公正保护各方合法利益。

五、投资者损害的认定

(一) 投资者请求资格的认定

我国的现行法律法规未对投资者的请求资格作出规定。域外对于适格投资者的认定存在“实际交易相对人”与“同时反向交易人”的认定标准。前者要求投资者证明与内幕交易人之间存在直接的证券交易,强调原告必须是基于对内幕交易行为的信赖而进行交易的投资者;后者只需要投资者证明在指定期间内就特定证券类型进

行了反向交易,大大降低了投资者的举证责任,相比之下更侧重于对投资者权益的保护。从“光大证券案”中可见,我国司法实践中目前采纳的是“同时反向交易人”的认定标准。

以“同时反向交易人”认定适格原告的法理在于:内幕交易人进行内幕交易时,该时间段内的所有反向交易者都有可能成为内幕交易对手,即都存在这样的风险和概率;而且反向交易者如果知道对手中存在内幕交易人,其会改变交易方向或者放弃交易,所以这些反向交易者是可能受害者或最直接的实际受害者。本文建议通过立法将“同时反向交易人”规则确立为内幕交易民事赔偿的投资者资格认定标准,以为法院裁判说理提供明确的法律依据和规范指引。

(二)同时交易的认定

对于“同时交易”的“合理期间”认定会受到证券市场各种因素的影响。为了避免“同案不同判”的隐患,或者适格原告范围过于宽泛而滋生内幕交易领域的“职业诉讼人”,本文认为,原则上应将“同时交易”限于单次内幕交易进行期间发生的交易。法院只需将投资者的交易时段与内幕交易时段进行对比即可判断投资者是否属于“同时交易人”。鉴于内幕交易通常采取实时交易的方式,往往在数分钟至数小时内完成,故“同时交易人”至少是在单次内幕交易当日进行交易的投资者。例外地,考虑个案中的特殊情况,可以内幕信息公开时作为“同时交易”期间的终结点。

(三)投资者损害的计算

1. 损害计算方法

我国内幕交易相关法律尚未就投资者损害的计算等实务中具有争议的关键问题加以明确。美国证券欺诈相关投资者损害计算的司法实践可为我国提供参考。

考虑可操作性和可确定性,美国法院通常根据具体案情进行裁量,选择净差额法、净差额修正法、吐出非法利润法或补正法等计算方法来合理计算投资者损失。^①净差额修正法(*expedient out of pocket measure*),^②即为避免确定证券实际价格的困难,以内幕信息公开后一段“合理期间”内该证券的平均市价(基准价格)来代替实际价格。然而,由于净差额法(*pure out of pocket measure*)^③难以确定原告交易时相关证

^① See Wang K. S. Wang, *Measuring Insider Trading Damages for A Private Plaintiff*, Social Science Electronic Publishing, 2009, 10.

^② See *Elkind v. Liggett & Myers, Inc.*, 472 F. Supp. 123, 129 (S. D. N. Y. 1978), rev'd, 635 F.2d 156 (2nd Cir. 1980).

^③ See *Froid v. Berner*, 649 F. Supp. 1418, 1423 (D. N. J. 1986).

券的真实价格,在实践适用中具有较大争议;吐出非法利润法(disgorgement of windfall profits)^①要求被告返还被告从该欺诈行为中所获得的全部额外利益,不宜适用于内幕交易者所获利益小于投资者所受损失的情况;补正法(rescissory measure)^②通常要求原告证明其与被告之间存在直接的事实交易,更宜适用于大宗的、当面的(face-to-face)的证券期货交易,^③而不宜用于认定公开集中交易下内幕交易受害人的损失。因此,在美国司法实践中最受认可的是净差额修正法。对于其他计算方法,美国法院会根据个案具体情况,或在考虑当事人提出的计算方法的合理性后决定是否采用其他计算方式。

从我国“光大证券案”的实践中可见,对于内幕交易相关投资者损失的计算,法院采用的是类似净差额修正法的计算方法,即以投资者交易价格减去基准价格再乘以交易数量所得作为损害赔偿数额的方法。

2. 基准价格的确定

我国关于虚假陈述民事赔偿基准日的规定可为内幕交易的基准日和基准价格提供参考。基于“光大证券案”的司法实践,本文认为,在内幕信息公开日到基准日期间的平均价格并不能作为代替相关交易品种实际价格的基准价格,而应以经过市场充分反应后的基准日当日的股票收盘价或股指期货结算价作为基准价格。

3. 损害赔偿范围的确定

有学者指出,内幕交易除给投资者造成损害外,还可能造成其他预期损失,包括相关上市公司因内幕交易而遭受的声誉损失以及由此带来的投资者流失。由于“预期损失”属于合同法范畴内的概念,而内幕交易民事赔偿的请求权基础是侵权关系,从这个意义上来看,预期损失更接近于侵权法体系中学理所称的“纯粹经济损失”。

本文认为,公司因内幕交易遭受的预期损失不应纳入内幕交易损害赔偿范围。第一,从《证券法》第76条的规定来看,内幕交易民事赔偿的请求主体是因内幕交易遭受损失的投资者,上市公司不在请求主体范围内,不能基于《证券法》向内幕交易者请求民事损害赔偿。第二,即便认为内幕交易行为可以视为一般侵权行为,受损害的上市公司享有请求资格,但在投资者损失与内幕交易的因果关系具有拟制性和推定性的情况下,作为间接结果的预期损失与内幕交易的因果关系更加疏离,且证券市场

^① See *Elkind v. Liggett & Myers, Inc.*, 635 F. 2d 156 (2nd Cir. 1980).

^② See *Ambassador Hotel Co., Ltd. v. Wei-Chuan Inv.*, 189 F. 3d 1017, 1031 (9th Cir. 1999).

^③ See William K. S. Wang, *Stock Market Insider Trading: Victims, Violators and Remedies—Including an Analogy to Fraud in the Sale of a Used Car with a Generic Defect*, 45 VILL. L. REV. 27, 30-31 (2000).

受多方面因素的影响,难以判断相关公司的投资者流失是正常的资源配置流动现象还是内幕交易行为的结果。第三,由于内幕交易者主观上不具有诋毁相关公司声誉的故意,客观上内幕交易行为和侮辱、诽谤行为存在实质区别,因此内幕交易对公司声誉的损害难以认定。综上,从构成要件来看,预期损失的赔偿请求缺乏充分的法律依据和法理支撑。

此外,内幕交易与虚假陈述不同,虚假陈述行为会直接影响投资者是否进行投资的判断,故应赔偿投资者的交易成本费用,而内幕交易具有秘密性,投资者无法对他人的内幕交易行为产生信赖,即使内幕交易行为会对交易品种的价格存在影响,也并不必然导致投资者进行交易,故对投资者主张的税费等交易成本费用的损失不应予以支持。

(四) 举证责任的分配

原告资格的举证责任分配与民事赔偿请求主体的认定标准息息相关。根据“同时反向交易人”规则,只要原告证明自己是同时反向交易人并因内幕交易受到损害,就推定投资者损失和内幕交易行为之间存在因果关系,即投资者有权向内幕交易人主张民事损害赔偿。同时,由于投资者是内幕交易的受害者,更容易获取损害的证据,故应对其受到损害的事实承担初步证明责任。

在内幕交易民事赔偿数额的计算问题上,原告应就其在内幕交易开始实施时至基准日前所买卖证券的成交价格及相应的交易数量承担举证责任;被告主张投资者损失是由系统风险所造成的,应就风险诱因及该诱因对证券市场的重大作用承担举证责任;原告和被告均有权提出计算实际损失的方法。

(五) 内幕交易民事损害赔偿诉讼机制的构想

首先,内幕交易往往涉及的投资者范围广,涉案主体人数众多。为减轻当事人讼累,避免“同案不同判”,有必要将人数不确定的代表人诉讼引入内幕交易领域,在内幕交易民事赔偿领域实行共同诉讼。同时,投资者应积极行权诉讼,在相关内幕交易行为人责任达到上限后,对于新发现的内幕交易行为人,适格投资者可依法提起诉讼。

其次,应明确多个内幕交易行为人之间的责任分配。考虑在实践中,多个内幕交易行为往往在时间上是交错开的,几乎不可能同时进行,投资者可以分别针对各个内幕交易人就不同时段的内幕交易提起诉讼,但是,不排除在同一交易时段内多个内幕交易人同时进行内幕交易的可能,在这种情况下,应依据《民法典》第七编“侵权责

任”的规定及相关法理,根据行为人之间是否存在意思联络来确定行为人之间的责任分配。

最后,内幕交易行为作为特殊侵权行为,发生于时刻处于变动的证券市场,相关证据因此易于灭失,并且,证券市场的高效有序运行需要各市场主体权利义务状态的相对稳定,因此,内幕交易民事赔偿应适用特殊的诉讼时效。同时,考虑行政前置程序仍有必要作为内幕交易民事赔偿诉讼的前提,可以参考虚假陈述对诉讼时效起算点的规定,以证监会对相关内幕交易行为人的行政处罚决定公布之日作为诉讼时效的起算点,并以两年作为内幕交易民事赔偿的特殊诉讼时效,即投资者应当自证监会对相关内幕交易行为人的行政处罚决定公布之日起两年内,向该行为人提起民事赔偿诉讼。

六、代结论:内幕交易民事损害赔偿责任立法建议(核心条文)

第一条 在证券交易活动中,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或者对理性投资者的投资决策有重大影响的尚未公开的信息,为内幕信息。

前述尚未公开指的是内幕信息未在中国证监会指定的报刊、网站等媒体披露,或者未在能被一般投资者接触的全国性报刊、网站等媒体披露,或者未能被一般投资者广泛知悉和理解。

第二条 内幕信息知情人或非法获取内幕信息的人,在内幕信息公开前买卖或者建议他人买卖相关证券,或者泄露该信息导致他人买卖相关证券的,应向相关投资者承担损害赔偿责任。

第三条 内幕信息知情人仅泄露内幕信息,并未导致他人买卖相关证券的,投资者主张知情人应承担损害赔偿责任的,法院不予支持。

如果知情人故意泄露内幕信息或建议他人买卖相关证券,他人利用该泄露的内幕信息买卖相关证券的,则知情人与内幕交易行为人构成共同侵权,应当承担连带赔偿责任;如果知情人不知他人利用该泄露的内幕信息买卖相关证券的,则其应在过错范围内承担相应的赔偿责任。

第四条 内幕交易行为人应当对内幕交易期间从事相反证券交易的投资者所遭受的实际损失承担赔偿责任。同一内幕交易行为人承担的赔偿总金额不得超过其违

法所得或所规避损失的3倍。

前述所称内幕交易期间,是指单次内幕交易进行期间。如果内幕信息在内幕交易当日内公开,内幕交易开始实施时至信息公开时产生的交易属于同时交易。如果内幕信息在内幕交易当日后公开,内幕交易开始实施时至当日收盘时产生的交易属于同时交易。

第五条 投资者所遭受的实际损失即投资差额损失,是指证券买入或者卖出价格与基准日当日的证券收盘价或股指期货结算价之间的差价损失。

内幕信息属于利空型信息时,如果原告在基准日及以前卖出证券,其实际损失为买入证券总成交额与实际卖出证券总成交额之差。如果原告投资者在基准日之后卖出或者仍持有证券,其实际损失为买入证券总成交额与以基准日价格计算的卖出证券总成交额之差。

内幕信息属于利好型信息时,其实际损失为卖出证券总成交额与以基准日价格计算的卖出证券总成交额之差。

前述所称证券总成交额,以证券价格乘以交易数量计算。

实际损失不包括佣金、税费等交易成本。

第六条 投资差额损失计算的基准日,是指内幕信息公开后,为将投资人应获赔偿限定在内幕交易所造成的实际损失范围内,确定损失计算的合理期间而规定的截止日期。基准日分别按下列情况确定:

(一)内幕信息公开日起,至被内幕交易影响的证券累计成交量达到其可流通部分100%之日。但通过大宗交易协议转让的证券成交量不予计算。

(二)按前项规定在开庭审理前尚不能确定的,对于股票,以内幕信息公开后第五个交易日的收盘价作为基准价格;对于股指期货,以内幕信息公开后第三个交易日作为基准日。

其间存在连续涨跌停板的,以涨跌停板打开后基准日的收盘价或结算价为准。

第七条 内幕交易民事赔偿案件的原告可选择以单独诉讼或者共同诉讼方式提起诉讼。

第八条 多个原告因同一内幕交易事实对相同被告提起的诉讼,既有单独诉讼也有共同诉讼的,人民法院可以通知提起单独诉讼的原告参加共同诉讼。

多个原告因同一内幕交易事实对相同被告同时提起两个以上共同诉讼的,人民法院可以将其合并为一个共同诉讼。

第九条 共同诉讼的原告人数应当在开庭审理前确定。原告人数众多的可以推选二至五名诉讼代表人,每名诉讼代表人可以委托一至二名诉讼代理人。

第十条 诉讼代表人应当经过其所代表的原告特别授权,代表原告参加开庭审理,变更或者放弃诉讼请求、与被告进行和解或者达成调解协议。

第十一条 投资者向内幕交易行为人请求民事损害赔偿的诉讼时效期间为两年。诉讼时效期间自证券监管部门对该内幕交易行为人的行政处罚决定公布之日起计算。

第十二条 如果在同一交易时段内存在多笔同时进行的内幕交易,行为人之间存在意思联络的,各个行为人就投资者损失承担连带赔偿责任。行为人之间不存在意思联络的,各个行为人就投资者损失以各自所获得的收益或规避的损失为标准按比例承担赔偿责任。

第十三条 在针对同一内幕交易行为人的判决赔偿额已经达到违法所得或规避损失的三倍后,投资者对该行为人就同一内幕交易事实提起诉讼的,法院裁定不予受理;就同一内幕交易存在其他内幕交易行为人的,法院应予受理,并追加赔偿额尚未超过前述规定上限的其他行为人作为共同被告。

第十四条 投资人以自己受到内幕交易行为侵害为由,依据有关机关的行政处罚决定或者人民法院的刑事裁判文书,对内幕交易行为人提起的民事赔偿诉讼,符合《中华人民共和国民事诉讼法》第一百零八条规定的,人民法院应当受理。

第十五条 因内幕交易产生的民事赔偿案件,由被告所在的或内幕交易行为发生地所在的省、自治区、直辖市人民政府所在的市、计划单列市和经济特区中级人民法院管辖。