

行政院及所屬各機關出國報告  
(出國類別：其他)

**出席 2014 年美國證管會第 20 屆國  
際證券執法研討會報告  
(20th Annual International  
Institute for Enforcement)**

服務機關：金融監督管理委員會證券期貨局

姓名職稱：許研究員心婷

派赴國家：美國華盛頓特區

出國期間：103 年 11 月 15 日至 11 月 23 日

報告日期：104 年 2 月 13 日

# 摘 要

- 一、主辦單位：美國證管會。
- 二、時間：103 年 11 月 17 日至 11 月 21 日
- 三、地點：美國證管會（美國華盛頓特區）
- 四、出席人員：研討會合計共邀集 55 個國家(或地區)、77 個各國主管機關(包含證券主管機關、交易所、證券公會及少數各國警察或檢調單位)，共 142 位代表參與。我國係由證券期貨局許研究員心婷代表出席。
- 五、研討會內容：
  - (一)研討會以如何強化各國主管機關執法效能為主軸，除內容雖介紹美國執法相關證券管理法令之制定、市場監視制度運作及執法技巧之運用等外，本次研討會之宗旨主要希望藉由本研討會平臺，讓各國主管機關間得交流各國間之證券市場及法令執行情形，進而加強各國主管機關之國際監理與執法合作、擴大跨國執法監理聯繫之網絡。研討會除了研討會課程外，亦透過簡報、座談會、分組專題討論(Workshop)及參觀犯罪實驗室等方式進行。
  - (二)研討內容包括：調查程序與約詢技巧、內線交易之調查起訴、龐氏騙局(Ponzi Scheme)之調查起訴、市場操縱、財務報表不實詐欺案件、有效執法計畫、刑事犯罪執法與證券交易法規、證券商執法、證券商檢查與執法、投信投顧公司、避險基金與私募基金之執法與調查等。
- 六、課程心得：我國與美國在證券金融犯罪之執法法律架構有所不同。美國法律賦予證管會之執法手段相當充分，包括調查權、檢查權、民事控訴權，且可授權自律組織進行查核及處罰。美國聯邦證券交易法第 21 條並賦予證管會準司法權，美國證管會得對涉及不法案件進行必要之調查，包括發出傳票、凍結銀行帳戶、取得電話紀錄、銀行帳戶紀錄、電子郵件紀錄或相關文件與證詞等，故在查核證券不法案件時更能掌握時效。美國證管會亦對於證券不法案件課以高額之和解金與處分金額，有效遏止證券不法行為。另美國證管會於 2012 年起新吹哨者計畫，對於檢舉人依裁罰金額提供 1 至

3 成之報酬，近期並因次發放了高達 3,000 萬美金(9 億新臺幣)之鉅額獎金予有效提供關鍵執法原始證據之個人，有助於提高投資人檢舉證券違法行為，並達成市場宣誓遏止不法之效果。另隨著經濟全球化之發展，跨境交易複雜度與不法案件之頻繁度大增，故應加強國際間執法行動之合作，共同協助進行資料提供及稽查，俾能有效遏止、查稽不法，以維持公平、公正之資本市場環境。

# 目 錄

壹、前言 .....	4
貳、研討會內容重點摘要 .....	5
一、執法調查程序及約詢技巧 .....	5
二、內線交易之調查 .....	14
三、龐式騙局之調查 .....	21
四、市場操縱案件調查 .....	25
五、公開發行公司財務詐欺之調查 .....	29
六、涉違反證券法規刑事責任案件之執法 .....	36
七、證券商之執法 .....	40
八、證券商之檢查 .....	46
九、資產管理公司之檢查與執法 .....	49
參、心得與建議 .....	57
附件：證券市場發展國際研討會議程 .....	62

## 壹、前言

美國證券管理委員會（Securities and Exchange Commission；以下簡稱美國證管會）於 2014 年 11 月 17 日至 21 日，舉辦第 20 屆國際證券執法研討會(20<sup>th</sup> Annual International Institute for Enforcement)。研討會合計共邀集 55 個國家(或地區)、77 個各國主管機關(包含證券主管機關、交易所、證券公會及少數各國警察或檢調單位)，共 142 位代表參與。

研討會以如何強化各國主管機關執法效能為主軸，除內容雖介紹美國執法相關證券管理法令之制定、市場監視制度運作及執法技巧之運用等外，本次研討會之宗旨主要希望藉由本研討會平臺，讓各國主管機關間得交流各國間之證券市場及法令執行情形，進而加強各國主管機關之國際監理與執法合作、擴大跨國執法監理聯繫之網絡。

本次研討會除了研討會課程由美國證管會之相關執法與國際業務部門、自律組織 FINRA（The Financial Industry Regulatory Authority）等人員擔任講員，課程透過簡報、座談會、分組專題討論(Workshop)及實體參觀犯罪實驗室等方式進行。

本屆研討會議題內容包括：調查程序與約詢技巧、內線交易之調查起訴、龐氏騙局(Ponzi Scheme)之調查起訴、市場操縱、財務報表不實詐欺案件、有效執法計畫、刑事犯罪執法與證券交易法規、證券商執法、證券商檢查與執法、投信投顧公司、避險基金與私募基金之執法與調查等。

## 貳、研討會內容重點摘要

### 一、執法調查程序及約詢技巧

#### (一) 美國證管會執法部門成立與目標

美國證管會之執法業務原先歸屬於各證券業務部門運作，於 1972 年 8 月美國證管會方整併各業務部門之執法，成立統合執法業務之執法部門。執法部門主要目標，即為確保市場上所有行為符合聯邦證券法規，以保障市場公平性及投資人保護。各部門或辦公室如發現涉及違反相關法規之行為，均交由執法部門進行調查。

#### (二) 美國證管會執法部門架構

美國證管會執法部門分為兩大辦公室，分別為調查與訴訟(Investigation and Litigation)辦公室及市場情報辦公室(Office of market intelligence)。調查與訴訟辦公室係由專責調查人員或律師、會計師及訴訟律師組成，負責案件調查、起訴等功能。市場情報辦公室則處理包含各市場情報或陳情案件(Tips Complaints and Referrals, TCR)之處理與追哨者(whistleblower)計畫辦公室，負責陳情與追哨者(whistleblower)計畫運作。

#### (三) 美國證管會執法運作流程

美國證管會執法運作流程可以區分為以下 7 大部分，說明如次：

1. 情報線索(Leads)：執法情報或線索可能來自諸多面向，包含 SEC 其他部門發現、SEC 執法部門之市場監視作業發現、自律機構(如: FINRA)檢查與監視發現、證券產業業界發現、媒體報導、投資人陳情及其他等。
2. 案件成立前詢問機制(Inquiry)：執行 Matters under inquiry(MUI)程序，評估收取到的訊息是否可疑，並可能非正式詢問相關人士，判斷是否應進行調查以確保法規遵循，此機制過程為非公開(no public)且非正式不發出傳票之方式(no subpoena authority)；部分案件倘情報線索已足夠，

可能跳過詢問機制直接進入調查階段。

3. 調查(Investigation)：當收到訊息判斷值得辦理調查後，調查人員會進行調查，包含審閱比對帳簿表冊、交易紀錄、證人書面證詞及其他相關證據。調查可能包含非正式(不發傳票 no subpoena authority)及正式(含傳票 subpoena authority)方式索取相關資訊。
4. 執法人員建議 SEC 授權進行民事或行政執法行動(Enforcement staff determines whether to recommend that SEC authorize civil and /or administrative enforcement action)：調查人員通常會考量諸多因素來建議後續行動方式，考量因素包含該違規行為之嚴重性、該案件對市場傳達訊息、技術性因素考量、違規處分或處理態樣之選擇採行。
5. 委員會授權進行民事或行政執法行動 (Commission authorizes enforcement staff to initiate civil action or administrative proceedings)：經調查人員提報建議後，委員會會授權執法人員進行民事或行政處置，而大多數案件會在此階段程序中和解。
6. 民事行動(Civil action)：向美國地方法院就相關不當行為提起告訴，除提出相關不當行為證據、所違反之相關法規外，並提出處分、各類行動或補償行為要求。得提出之處分或行動包含緊急救濟(如:暫時禁制令 temporary restraining orders、資產凍結 asset freezes)。
7. 行政程序(Administrative proceedings)：向法院提出行政處置，並應提出違規行為證據、所違反之相關法規與處分或補償要求等。得提出之處分或行動包含譴責(Censure)、停止或終止行為之禁令(Cease and desist orders)、暫停或撤銷證券商或投資顧問牌照、(suspensions or revocation of broker-dealers or investment adviser registration)、暫停或禁止(個人)受僱或涉入證券商或投信投顧事業業務 (suspensions or bars from associating with broker-dealer)、廉價股相關禁令(penny stock bars), 民事罰金(civil monetary penalties)、不法利益返還(disgorgement)及相關禁止命令(stop orders)等。

#### (四) 近年美國證管會執法情形統計

經統計美國 SEC 在 2013 年全年合計查得 686 件證券不法案件，並經由取得司法命令或行政程序自違法者取得共美金 22.57 億元之不法利益返還及美金 11.67 億元之罰金(含罰鍰)。其中依 2013 年全年之違規行為態樣，分別列示件數及比例如下：

1. 證券商違規(Broker- Dealer)：121 件(17.63%)。
2. 申報違失案件(Delinquent Filing)：132 件(19.24%)。
3. 違反境外賄賂行為法案件(Foreign Corrupt Practices Act, FCPA)：5 件(0.73%)
4. 財務報表詐欺或發行者揭露不實(Financial Fraud/Issuer Disclosure)：68(9.91%)
5. 內線交易(Insider trading)：44 件(6.41%)
6. 投資顧問或投資公司(Investment advisor/Investment Co.)：140 件(20.41%)。
7. 市場操縱(Market Manipulation)：50 件(7.29%)
8. 證券市場詐欺(Securities Offering)：103 件(15.01%)。包括金字塔騙局(Pyramid Scheme)及鍋爐室(Boiler Rooms)銷售等行為。
9. 其他：23 件(3.35%)。

自 2004 至 2013 年十年期間，整體年度查得之相關不法案件總數差異不大，整體案件數在 574 件至 735 件間，十年平均每年共約查得 666.9 件。惟各類案件中近年來財務報表詐欺或揭露不實案件數降低，自 2007 年 219 件降低至 2013 年共僅 68 件；而平均而言中介機構違規案件(證券商違規、投資顧問或投資公司違規案件)及證券市場詐欺之案件數近年呈現明顯增加的趨勢。

此外，近五年不法利益返還及罰金或罰鍰收取總額分別如下：



1. 2009 年不法利益返還金額共約美金 20.9 億、罰金或罰鍰金額共約美金 3.45 億元。
2. 2010 年不法利益返還金額共約美金 18.2 億、罰金或罰鍰金額共約美金 10.03 億元。
3. 2011 年不法利益返還金額共約美金 18.78 億、罰金或罰鍰金額共約美金 9.28 億元。
4. 2012 年不法利益返還金額共約美金 20.83 億、罰金或罰鍰金額共約美金 10.21 億元。
5. 2013 年不法利益返還金額共約美金 22.57 億、罰金或罰鍰金額共約美金 11.67 億元。

整體而言，不法利益返還與罰金或罰鍰金額均維持一定水準並有小幅成長的趨勢。

#### (五) 美國證管會調查原則及目的

調查主要目的是要去釐清事實真相，判斷是否違規或違法行為真實存在；進行調查並不代表不法行為必然存在。美國證管會利用調查來判斷是否證據足夠可以進行相關執法動作。調查均為非公開行動，美國證管會通常不對外承認或否認調查的存在。調查過程中，美國證管會有權透過發傳票（subpoena）或自願等方式，取得潛在違法者或第三方證人之證詞及相關文件。

#### (六) 美國證管會調查權之法源

法定美國證管會辦理調查之權力來源，來自以下 4 個法律，包含：1933 年證券法（Securities Act of 1933）第 19(c)條、1934 年證券交易法(含境外賄賂行為法)（Securities Exchange Act of 1934；Foreign Corrupt Practices Act）第 21 條、1940 年投資顧問法（Investment Advisers Act of 1940）第 209 條及 1940 年投資公司法（Investment Company Act of 1940）第 42 條。

例如 1934 年證券交易法第 21 條，明確規範包含：

1. 美國證管會得據職權辦理調查

第 21 條(a)證管會得以職權進行祈認為必要或適當之調查，以裁定任何人是否已違反，正違反，或將違反本法之任何規定...

2. 傳喚證人及相關文件資料提供

第 21 條(b)為執行本法規定之調查及其他程序之進行，證管會之任何委員或該會指派之任何官員有權辦理宣誓及具結、傳喚證人、強制其到場、收集證據以及命其提供簿籍帳冊、文件、信件、備忘錄、或其他證管會認為與調查有關之其他文件或資料，關於證人之到場及上述文件之提供，得在美國境內或各州任一指定地點為之。

3. 美國證管會調查權之強制執行

第 21 條(c)任何人如規避或拒絕證管會之傳喚，證管會得請求調查地或其他程序進行地有權管轄之聯邦法院，或該受傳喚人之住所所在地或營業地之有權管轄之聯邦法院，命該證人到場及作證，以及提供簿籍帳冊、文件、信件、備忘錄及其他紀錄等。該管轄法院得命令受傳喚之人在證管會、該會之委員、或該會指定之官員之前出席，提供紀錄，或就受調查或詢問之事項提出證言，如受傳喚之人拒絕服從法院之命令，法院得科以藐視法庭罪之處分。

前揭法令賦予美國證管會調查權，並得發出傳票要求提出相關書面證據及證詞碧利調查，進而可透過法院或行政程序進行後續執法行動，另賦予美國證管會得對外國主管機關提供協助之法源。

### (七) 美國證管會調查執法手冊

美國證管會針對執法之調查，均訂有內部政策及執行之作業規範，美國證管會自 2008 年起將其調查執法手冊(SEC Enforcement Manual)對外公告，大眾均可在美國證管會網頁得知其調查執法程序。該執法手冊規範諸多執法作業程序，包含：開啟調查或結案、處理相關情報或陳情案件程序(Tips, Complaints and Referrals, TCR)、作業報表產製與證人證詞、律師及客戶權益議題、個人或法人之正當法律程序考量、保存調查資料之最佳實務作業、執法建議、與個人或

法人合作工具及與其他主管機關或機構之合作等。

#### (八) 適當有效地蒐集書面資訊

蒐集資訊之方式有很多種，包含自願性質提供、透過發送傳票方式、要求向美國證管會登記許可之中介機構(如:證券商、投顧事業、投資公司等)提供、請求其他主管機關(包含各州主管機關、自律組織、其他聯邦政府機構等)協助提供。美國證管會對相關執法調查案件證據，設有中央處理資料庫，因此為協助案件評估、資訊蒐集、整理與建檔，通常要求對方以電子方式提供所需相關資訊，倘取得紙本書面資訊，亦以掃描方式建檔作業。部分特殊資訊之蒐集，甚至事前就要求提供者提出按時序排列之資料，此項要求並非強制規範，惟倘被要求者並未提供按時序排列之資料，未來可能面臨美國證管會更多資訊提供要求。

值得開啟調查之關鍵早期資訊很多，例如公開資料庫(Clear, 媒體報章雜誌等)、可疑活動之報告、愛德蒙洗錢防制請求、情報資訊(Tips, Complaints and Referrals, TCR)、自證券交易所或其他自律組織移送之資料、發行公司向 SEC 申報資料、自其他執法調查單位取得資訊、自其他主管機關取得資訊、自受害人或其他資訊提供者取得資訊或藍單資料庫(Blue sheet database)<sup>1</sup>取得資訊。

在調查期間蒐集的書面或電子資料種類也很眾多。如公司帳簿紀錄、企業交易資訊、經紀商交易資訊、會計資訊、銀行憑單紀錄、信用卡紀錄、學校紀錄、公開信用紀錄、公開土地財產紀錄、許可證照紀錄、公司人事紀錄、稅務紀錄、電子郵件、其他電子社群溝通平臺、個人行事曆紀錄、電話紀錄、旅行紀錄及相機照片紀錄。近年多項調查案件重要證據蒐集，均在電子郵件或其他電子社群溝通平臺上大有斬獲，因此掌握受查者電子媒體使用紀錄相當重要。

依照美國證券交易法等相關規定，美國證管會及其發有正式調查命令案件之調查官員，得發出傳票，要求任何人提供相關資訊。實務上在證管會針對個

---

<sup>1</sup> 藍單(Blue sheet)係指美國證管會向市場經紀商、造市商或結清算所要求取得資訊之單子，因該文件係以藍色紙張印製，。美國證管會以藍單會要求特定證券或交易活動狀況，以確認是否交易中隱含不法情事。近年已無書面藍單呈現而均以電子申報方式，惟仍簡稱藍單資料庫。

案發布正式調查命令時，均會指派一官員(Officer)，該官員有權依照規定發出傳票。在相關人員充分合作或受監管機構僅需依法令提供相關文件之情形下，毋須透過發傳票之方式，得以自願方式即可完成調查。然而美國證管會調查過程，大多仍須使用傳票，俾取得證詞或相關文件，部分證據則無法透過自願方式取得，如自電信公司取得電話紀錄、自金融機構取得銀行帳戶紀錄等。

美國證管會在要求個人或法人提供相關資訊時，除資訊需求清單外，亦會提供一定程度的揭露與警告，以確保對方瞭解自身權益，其提供揭露之單據或內容如下：

1. 正式辦理調查命令(Formal orders of investigation)：

正式辦理調查命令主要是在證人要求時提供予證人，說明正在調查之案件。

2. 表單 1661(Forms 1661)：

表單 1661 主係要求證券商或其它受監管單位提供資料而不發傳票時用。表單內容會敘明倘不願配合提供資訊可能受有的裁處或罰金，並說明證管會取得該資訊之用途，包含美國證管會調查使用，或可能提供予其他國內主管機關、外國主管機關使用，此外表單並會警告倘為不實陳述或提供偽造資料可能觸犯之刑事罰責。

3. 表單 1662(Forms 1662)：

表單 1662 則是任何人、其他非受監管單位自願性提供資料或發傳票給受監管單位時用。該表單包含重要警告資訊，如：倘為不實陳述或提供偽造資料可能觸犯之刑事罰責、該證人或被告有諮詢之權利(right to counsel)、美國憲法第五修正案不得自證其罪之權利(5<sup>th</sup> Amendment right against self-incrimination)、取得正式調查命令複本之權利及不願配合提供資訊受有影響等。

4. 威爾斯通知(Wells Notice)：

除了在緊急行動或涉及刑事之案件下，美國證管會多會對涉及違法之當事人，發出擬採取相關執法行動之通知，亦即威爾斯通知 (Wells

Notice)。當事人可以提供書面聲明，說明美國證管會不應對其提起執法行動之事實及理由，美國證管會執法人員將會就其建議的執法行動與當事人之陳述意見，併同檢送予委員會決議是否採取相關執法行動。透過威爾斯通知可提供當事人回應的機會，並可排除主管機關可能誤判之案件，避免每個案件均走入司法程序耗費過多成本。此外，該通知亦可開啟美國證管會與當事人協商程序以達到和解之結果。

### (九) 適當有效地蒐集口頭(Oral)證詞

案件調查過程，蒐集口頭證詞之方式有很多種，包含自願性電話訪談、自願性面對面訪談、宣誓過證詞及透過傳票要求之證詞等。每種取得證詞方式均有其優點與缺點，例如宣誓證詞優點是，倘當事人作偽證，可能立即觸犯刑事上偽證罪(perjury charge)，可以降低其更改證詞之可能，並更容易質疑其證詞中不一致性；惟宣誓證詞缺點是調查時程較長，當事人可能有充分時間預先與諮詢之律師事前準備。

蒐集口頭證詞很重要的部分是約詢，一個好的約詢最重要的是調查官的事前準備，調查官應事前閱讀所有相關書面證據及其他已受約詢人士的證詞，並思考備約詢人在整體案件之角色、行為動機，並應同時以被告角色及調查官角色思考兩邊未來起訴時攻防的角度與可能性，建構可能雙方對案件敘述的不同點。在每個重要約詢主題後面都需要一個結束時的問題，例如詢問是否其他事情發生了、事情發生當下是否有其他人敘述了甚麼或是否有其他事情要陳述。約詢的方式有從下到上(bottom-up approach)或從上到下(top-down approach)，採行何種方式端視案件狀況而定，但大多數採從下到上較多。從下到上指的是從最邊緣的證人開始，採行此法好處是得以建構較完整案件始末，因此調查到最關鍵證人或被告時蒐集之資訊已相當足夠，惟缺點是此方式可能造成其他證人或被告取得較多時間事前討論。而採行從上到下方式很可能是被告早已被鎖定，例如交易員涉及違法進行交易等案件。

此外調查官並應思考本次約詢目的為何?被約詢人向美國證管會作不實陳述可能具有刑事責任，因此在約詢時可以利用此方式比對現有證據，鎖定被告

或證人為不實陳述，以協助案件調查，遏止作不實陳述之行為。近年因偽證被起訴案件亦不少，例如 2013 年 5 月 28 日美國司法部檢察官起訴美國掛牌之 China North East Petroleum Holding Limited(CNEP)公司之高階主管，CNEP 高階主管涉及股票公開發行之詐欺案件，該主管於美國證管會經宣誓後作證表示其家庭成員均未曾自 CNEP 公司取得任何高於 500 元美金以上金錢，但是經調查卻顯示，該高階主管自 CNEP 公司銀行帳戶匯了 965,000 美金予其父親，並針對公開發行後取得資金之用途作不實陳述，美國司法部檢察官最終起訴除了股票公開發行之詐欺等罪名外(最高可判 25 年有期徒刑)，同時起訴前揭兩項偽證罪(最高可判 5 年有期徒刑)。

#### (十) 與個人或企業之調查合作

調查中與個人或企業進行合作，在過往經驗中可以對案件調查不論是犯罪偵測、調查效能或案件關鍵證據的取得，通常都能帶來一定程度的幫助。美國證管會可針對與證管會合作之個人或公司提供獎勵。

在與企業進行合作部分可分為多種類型，包含：

1. 自我偵察(Self-policing)：在主管機關發現不當行為時，企業先行發現並報告主管機關，這個類型合作也包含企業建制有效的法規遵循步驟，由上到下利用制度偵測不當行為發生。
2. 自我報告(Self-reporting)：發現不當行為時進行舉報，該合作包含企業詳盡審視不當行為的本質、來源、程度及影響等，並即時、完整、有效的向大眾、主管機關或自律組織揭露。
3. 補償或補救措施(Remediation)：包含解僱與處分不當行為僱員、調整改善內部控制制度與步驟以避免不當行為重複發生或適當對不當行為的影響進行補償。
4. 與執法單位直接合作(Cooperation with law enforcement authorities)：包含提供所有美國證管會所有調查違規項目之相關資訊、該企業對案件補償或補救之努力。

與個人進行合作部分，美國證管會亦具備類似於檢察官進行刑事調查合作之工具，例如提議協議書(Proffer agreements)、合作協議書(Cooperation agreements)、延遲起訴協議(Deferred prosecution agreement)、不起訴協議(Non-prosecution agreement)等。美國證管會會評估提供合作的程度、案件重要性、對投資大眾權益影響程度、合作當事人信用與可靠性等評估共同合作程度與協議方式。

### (十一) 其他調查重點

部分案件經縝密調查後美國證管會會與當事人進行和解，和解的重點主要就是如何讓當事人確信和解會比未來耗費更多司法程序成本來得更好，通常要達到這個目標需要具備完整調查、嚴格案件篩選與內部覆核，且執法人員不怕案件進入訴訟程序，此外需要有不錯的訴訟成功紀錄來提高當事人同意和解意願。整體而言，不建議執法人員未經詳盡調查即進入執法行動，通常美國執法人員蒐集完整資料及證詞後，方會向委員會提出執法行動建議。

## 二、內線交易之調查

### (一) 禁止內線交易之法令依據

美國內線交易禁止，主要源自認為內線交易業違反聯邦證券法之反詐欺相關規範，例如美國 1934 年證券交易法 Section 10b、1933 年證券法 Section 17(a)、交易所法 Section 14(e)及規則 10B5(Rule 10B5)、規則 10B5-2(Rule 10B5-2)及規則 14e-3(Rule 14e-3)之規定。依據美國 1934 年證券交易法 10b 規定，任何人(直接或間接利用州際商務工具，或郵件，或全國性證券交易所設備之人)於買賣上市或非上市有價證券時，不得使用操縱或詐欺之手段、計謀等而違反美國證管會為維護公共利益及保護投資人所制定之規定。

規則 10B5(Rule 10B5)規定，任何人於買賣上市或非上市有價證券時，不得直接或間接地為下列各款行為：

1. 利用任何方法、手段或詭計從事詐欺行為。
2. 對重要事實作不實陳述，或省略某些重要事實陳述，以致在當時之情境下，能使他人產生誤導之效果。
3. 從事任何會對他人產生詐欺或詐欺之情事的行為、業務、商業活動等。

規則 10B5-2(Rule 10B5-2)，則明定了傳遞內線消息的人或據以進行交易者，亦負有忠實與保密義務之概念，內容包含：

1. 任何人明確同意(explicit agreement)對其所獲知的消息保密者。
2. 對重大未公開消息的提供者與受領者間存有保密的歷史經驗或習慣，使消息受領者明知或可得而知消息提供者對之有保密的期待者。
3. 自配偶、父母、子女或兄弟姐妹間獲悉重大未公開消息者；但消息受領者若能證明其因缺乏保密的經驗或習慣，亦無保密契約的約定或應保密的認識，而不知或不能知消息提供者期待其保密者，不在此限。

## (二) 內線交易理論

內線交易一般可分為二種理論：

1. 典型理論(Classical theory)：  
認為公開發行公司之董事、高階主管或員工(內部人)，倘受領有其內部重大非公開資訊，違反其對發行人或股東之信賴忠實義務(duty of trust and confidence)，而買進或賣出該公司證券之行為，始構成違反內線交易。此理論概念建構於內部人與公司之「信賴關係」上。
2. 私取理論(The Misappropriation Theory)：  
擴大違反內線交易之定義，任何人領受有關於有價證券之重要非公開消息而從事該有價證券之買賣，即違背其對該證券發行人、股東或重要非公開消息來源之人，直接、間接或衍生所負有之信託或保密義務，而涉有內線交易。傳統典型理論，任為僅公司擁有內部訊息之內部人負有忠實信賴義務，作為構成內線交易責任之前提要件在部分案例，然該理論



卻無法處置其他自內部人取得訊息而進行交易之人，影響市場價格公正性。1990年 O' Hagan 內線交易案例為重要關鍵案例，O' Hagan 並非收購標的公司之內部人，其對發行公司及其股東並無忠實信賴義務關係存在。若採典型理論，則難對其論以違反禁止內線交易罪嫌，且不符合市場公平與公眾利益，美國最高聯邦法院於 1990 年判決 O' Hagan 內線交易案例有罪，明確採私取理論之見解，而使內部人定義更加明確。美國亦在 2000 年發布規則 10B5-2(Rule 10B5-2)，更明確地採行了私取理論的定義。

### (三) 近期内線交易執法案件統計

2014 年至 11 月美國證管會在內線交易之執法，共計對 80 位人士採取執法行動並提起告訴，起訴對象包含前避險基金交易員、基金經理人、董事會主席、投資銀行家、投資人關係部門主管、會計師、自配偶取得內線交易訊息而交易者及高爾夫球場球友等身分。而 2009 至 2013 年期間，計有 212 件，超過 500 位個人或企業因涉及內線交易，而獲得近 10 億美元之非法所得。近期有關涉及國際性內線交易案件有增加之趨勢，各國執法機關間應更加緊密合作，以共同打擊不法。

### (四) 內線交易案件調查程序

#### 1. 案件開啟或發現：

非法內線交易通常會導致該公司股價或選擇權成交量的大幅增加，證券交易所針對市場異常波動均設有市場監視系統，運用複雜電子程式偵測異常交易狀況，並將相關疑似案件移請美國證管會調查。此外，案件可能也來自媒體、檢查、向美國證管會申報資料、證券商或吹哨者計劃等。

#### 2. 間接證據(Circumstantial Evidence)：

涉及內線交易案件通常當事人對其交易行為有多種常見的解釋，例如：我不認識任何該公司的內部人、該消息係從餐廳聽說、該公司基本面看起來很好、依據其他分析師建議、已經追蹤該公司許久、因資金需求(房貸、旅遊、教育或醫療費用)而售股或表示已遺忘交易原因等。因此為證

明內線交易案件，通常需要間接證據來證明釐清事實，間接證據有許多種類，包含該帳戶是否為新成立帳戶、交易數量金額大小、當事人於調查時說謊之證明(最好於較早時取得當事人證詞以調查鎖定)、當事人交易策略(或無策略之交易行為)、資金來源、資金存入時間、同帳戶其他可疑交易、與內部人或其他交易人聯絡時間、當事人與同標的之其他交易人關係等。通常當事人交易習性或其他交易紀錄對案件認定來說相當重要。

3. 重大非公開消息之認定(Identify the Material Non-public Information)：

多數的案例中重大消息可能源自包含：產品發佈、盈餘公告、法規批准或否決之事件、合併、收購及研究報告等。此外應評估重大消息公布之精確時點，從而判斷該等消息公布對股票價格產生之影響。

4. 交易紀錄之分析 (Evaluate Trading Records)：

取得所有交易紀錄據以分析當事人是否在相關資訊公開前進行交易。在確認相關交易時。在檢視當事人是否在資訊公開前交易，得再查詢所有各媒體公開資訊，以確認是否有其他公開資訊得解釋其異常交易行為。公開資訊來源可能來自報紙、網站、聊天室、抱怨、股票推薦、向證券主管機關及交易所之相關申請等。

5. 編製事件時間序列表 (Maintain a Time-Line of Events)：

內線交易最重要的工作之一，就是確認各事件發生之時序，以認定是否涉內線交易行為。因此調查過程中均應準備一份事件時間序列表(亦稱為 **staff chronology**)，時間序列表載明各相關事件發生時點，並隨時更新以釐清其關聯性。

6. 約談交易員 (Question the Traders)：

考慮約談執行交易之交易員，詢問其交易該檔股票之原因，在調查的初期階段可透過非正式的約談(如電訪方式)進行，提問問題包括：交易的理由為何、是否知悉重大且非公開消息或有取得該等資訊之管道、是否與公司之內部人有接觸或聯繫、是否在股票發行前先行交易、是否有任何

其它人已先行支付該筆交易部分或全部之金額、是否與其他人協議共同進行該筆交易(分享交易所得利益)等。

7. 要求時間序列表 (Request a Chronology) :

美國證管會調查時，會要求所交易之公開發行公司或涉及該公司重大非公開訊息相關之公司(例如合併夥伴) 提出時間序列表。該份序列表可能要求公司去認定所有相關步驟、協商、討論、相關會議、消息發布前之相關參與人員，以顯示知悉重大非公開消息之相關人員、所知道的内容以及何時得知。

8. 證券經紀商紀錄 (Brokerage Records) :

自證券經紀商處取得重大或具高度可疑之交易紀錄，以判定是否為不尋常交易。新開戶表格須包括姓名、帳號、授權第三方下單之證明、帳戶淨值、帳戶所在地、個別客戶居住地、就業情形及過往交易紀錄。評估該開戶人員買賣其它股票之，以帳戶之交易員及所有的交易活動。另評估該客戶交易其他股票之紀錄，藉以尋找異常交易之軌跡。

9. 電話紀錄 (Phone Records) :

取得相關當事人之電話紀錄、電子郵件和即時訊息等，包含行動電話、住家及公司電話。電話紀錄可以顯示出關鍵時刻通聯紀錄或資訊聯繫內容。

10. 公司紀錄 (Corporate Records) :

取得所有公司重大且非公開資訊相關之文件，包含電子郵件、董事會紀錄及商業紀錄等，取得可能接觸公司重大非公開訊息員工的行事曆或電腦行事曆紀錄等，取得該公司對內線交易、內部人不得交易期間(quiet period)之相關政策規範，若公司未訂有相關規範，可能亦會視情況要求公開發行公司制定相關政策。

11. 銀行紀錄 (Corporate Records) :

美國證管會通常會強制(或透過發出傳票方式)取得銀行紀錄以追蹤交易流程。利用資金流向以交易之最終受益人，或藉由賣出股票以而避免損

失。強制取得紀錄包含每月帳戶對帳單、支票紀錄、存款及轉帳紀錄等，透過資金流向可以查得交易之利益分配，甚而確認是否以獲利支付予消息提供者。

**12. 辨別清單 (Recognition List) :**

列出相關可疑名單 (包含交易執行者、家人、朋友及相關人士等)，並將該名單提供給公司要求其辨認。發行公司應得確認名單中相關人士與公司之關聯歷史、關係或聯絡情形。從公司提供與辨別清單相關的資訊中，或許可以找出洩漏公司重大非公開資訊之人員。美國證管會過往有案例即發現當事人父女竟然無法自辨別清單中辨認親人，成功確立當事人向美國證管會說謊之事實。

**13. 取得證詞 (Taking Statements and Testimony) :**

取得證券商之證詞，包含：與客戶之溝通紀錄、是否知悉或透過管道知悉重大且非公開消息、與客戶或具消息者是否有任何接觸、與公司員工或知悉公司重大非公開資訊之人員是否有任何接觸。

**14. 美國內線交易案件之處置、調查或起訴單位 (Venues for Bring Insider Trading Cases) :**

眾多單位可能為辦理處置、調查或起訴內線交易案件之單位。美國證管會每年約起訴 40 件至 80 件內線交易案件至美國地方法院，近年並越來越多案件考量以行政手段處置。此外，證券交易所亦針對簽約證券經紀商及其僱員所涉之內線交易案件提起告訴。另美國各地之檢調單位 (US Attorney's offices) 每年亦針對涉內線交易之刑事訴訟案件提起告訴。

**15. 內線交易之補償機制 (Remedies) :**

內線交易之補償機制大致來說有六種，包含：

- (1) 交易利益(或損失避免)金額之返還：通常要求返還之不法利益金額為因內線交易產生或實現之利益(或損失避免)金額。倘該內線交易股票買入日為取得內線消息時、賣出為重大消息公告後不久，則該金額認定較為單純，惟倘該交易取得股票後賣出時為重大消息公告後許久，則金額認

定較為複雜，而取得該發行公司之利空消息之損失避免內線交易案件金額又更難認定，因為股票取得日可能更早。

- (2) 民事罰款，最高可處 3 倍之交易利益(或損失避免)金額。
- (3) 禁制令以預防未來相同行為。
- (4) 公司之高階主管或董事之處分或禁止令。
- (5) 行政處分禁止任職於證券產業。
- (6) 刑事處分，如罰金、徒刑、財產喪失(forfeiture)或歸還補償 restitution)。

#### 16. 市場濫用防治小組(Market Abuse Unit)：

美國於 2010 年成立市場濫用防治小組，約有 60 位執法人員並擁有 8 個辦公室，專門針對涉及市場濫用之大型案件、組織性內線交易案件、大型市場操縱案件(包含高頻交易 high-frequency/algorithmic trading)、放空濫用及其他類似案件進行調查。該防治小組共有 7 位產業專家，並具備分析偵測中心。該防治小組並成立了自動藍單分析專案(Automated Bluesheet Analysis Project, ABAP)，專門藉由分析藍單資訊偵測潛在不法交易。

#### (五) 內線交易案例

近年度有個著名內線交易案例，Vladimir Eydelman 為任職於 Morgan Standley 之證券經紀從業人員(broker)、Steven Metro 為任職於紐約的 Simpson Thacher & Bartlett 法律公司辦公室職員(managing clerk)，Steven Metro 於公司電腦系統機密檔案中(非自身辦理案件)得知企業客戶併購等重大非公開資訊，Steven Metro 於紐約咖啡廳告知兩者之共同朋友(中間人)後，中間人再與 Vladimir Eydelman 約在中央地鐵站資訊服務櫃檯，出示撰有股票代碼之便利貼或餐巾紙提供資訊，事後中間人為湮滅證據，將該便利貼或餐巾紙放入口中咀嚼，甚或吞入肚中避免被查知。Vladimir Eydelman 利用該消息以其本人、家人、中間人及其它客戶名義從事非法交易，而該中間人將其內線交易所獲之

部分利益分配予 Steven Metro。依據美國證管會之調查，渠等進行內線不法交易係從 2009 年 2 月開始，4 年期間已利用超過 12 件之合併案或公司重大消息從事不法交易，非法交易所得高達 560 萬美元。SEC 以違反 1934 年證券交易法 10(b)、14(e)、規則 10b-5、規則 14e-3 及 1933 年證券法 17(a)規定起訴渠等人員，並要求 Metro 及 Eydelman 應加計利息與懲罰金返還其不法所得。該案件即由美國證管會市場濫用防治小組(Market Abuse Unit)所調查。

### 三、龐式騙局之調查

龐式騙局(Ponzi scheme)名稱源於著名的 Charles Ponzi 案件，Charles Ponzi 義大利出生，移民至美國，其於 1920 年成立空殼證券交易公司(“Securities and Exchange Company”)以詐騙投資人進行投資，並承諾投資人 45 日就有高達 50% 之利潤回報，宣稱其可以透過槓桿操作賺取匯差，投資人可以投資較便宜之義大利發行之 Reply Postal coupons 產品，再於美國以高額贖回，並利用 Boston post 媒體報導該獲利故事，藉此詐騙投資人。Charles Ponzi 並藉由取得的資金支付初期投資人，以誘騙更多投資人進場投資，由於利潤豐厚，成功於 7 個月內吸引 3 萬名投資人，其中共有 17,000 投資逾百萬元美金。Charles Ponzi 藉著整體詐騙案成為百萬富翁，擁有附有溫水游泳池之高級住宅。Charles Ponzi 整個騙局於 1 年餘後被發現，Charles Ponzi 最終被判處 5 年聯邦刑期、9 年州政府刑期。

龐式騙局(Ponzi scheme)的手法亦被稱金字塔騙局，以類似金字塔傳銷方式透過層層推銷以進行詐騙。龐式騙局(Ponzi scheme)可區分為三階段：

#### 1. 第一階段：

以低風險高報酬吸引第一批早期投資人投資，通常詐騙者直接對投資人進行詐騙。詐騙者通常以華麗的慈善捐款、高額政治捐款及奢華生活方式包裝自身財富掩飾騙局，如：高曝光度慈善活動、政治、社會、宗教、社區活動或贊助運動活動等。

2. 第二階段：

以新加入投資者資金支付已承諾給第一批早期投資人資金，而非將募得資金從事得以獲利之業務，因此給投資人報表均為不實陳述。

3. 第三階段：

一旦新投入資金不足以支付原有投資人之承諾，騙局就會揭穿。

因為龐式騙局通常是以多層次金字塔傳銷方式運作，因此終究投資人會發現整個投資計劃是虛偽的詐騙行為，因此詐騙者通常是口才好、銷售手法佳的人，渠等規劃的退場機制就是詐騙所有客戶後，在案件爆發前更換身分遠走高飛，少數的大型詐騙案件則經過規劃，剝削社會人際關係中之信任感。通常此類詐騙罪犯雖然明知未來騙局會被揭穿，但因為暴利及長久與他人的人際關係，常常最終是在騙局被發現前無法抽身離開。

龐式騙局其涉及詐騙的金額可以是很龐大的，茲以各國重要龐式騙局詐騙案件金額與國家 GDP 比重作為比較：

國家	案件名稱	涉詐騙金額 (美金)	占國家 GDP 比重
安地卡 (Antigua)	Allen Stanford	80 億	Offshore (美國德州人利用安地卡為犯罪營運地)
格瑞那達 (Grenada)	SGL Holdings	0.3 億	5%
牙買加 (Jamaica)	Olint, Cash Plus, Others	10 億	12.5%
美國 (U.S.)	Madoff	650 億	0.5%
哥倫比亞 (Colombia)	DMG, others	10 億	0.4%
賴索托 (Lesotho)	MKM	0.42 億	3%

阿爾巴尼亞 (Albania)	VEFA, others	17 億	79%
--------------------	--------------	------	-----

龐式騙局通常是以企業機會(Business opportunity)為廣告吸引投資人,例如:雅買加詐騙案(OLINT)即宣稱經營外匯交易、Lesotho(MKM Burial Society)則銷售預付的墓地而開始提供各類產品投資、哥倫比亞詐騙案(Group DMG)則銷售預付 Debit Card 等。其他較常見所利用之有價證券標的,包含:

1. 主要銀行詐騙(Prime bank scheme)類型:即利用複雜金融工具或交易包括高等級金融債券、高等級銀行保證、高收益交易、擔保信用狀、折價國庫券、未經許可基金投資、資產負債表外交易、不可轉讓付款等產品,其通常特徵是不合理高收益保證、極低或無風險、偽造金融工具、過程高度保密、聲稱獨家機會、給予投資決定時間很短、商品高度複雜等。
2. 主要銀行詐騙(Prime bank scheme)類型:所謂外匯交易騙局(Forex scheme),通常強調獨有交易策略、程式或平臺,由在瑞士或其他海外資產管理中心之交易員操作,強調交易員具備特殊經驗,交易具高槓桿高收益、低風險。
3. 傳統證券(Traditional securities):傳統證券包含股票、債券及選擇權等傳統有價證券。
4. 房地產相關產品(Real Estate)。
5. 合夥收益(Partnership interests):聲稱投資人得涉入投資之管理。
6. 特定財產或不動產收益(Interests in specific assets or property):如石油、天然氣井開發收益、自動販賣機或電話亭營運收益等。

#### 龐式騙局案例—CKB 168 案

美國證管會於 2013.10.9 向法院申請停止(Halt) CKB168 Holdings(中文名稱:嘉高賓尼)等公司繼續其金字塔銷售詐騙行為(pyramid scheme and



offering fraud)。CKB168 Holdings Ltd(中文名稱: 嘉高賓尼)、WIN 168 Biz Solutions Ltd、CKB 168 Ltd.、CKB168 Biz Solutions Ltd 及 Cyber kids Best Education Limited 係 5 家設立於香港、加拿大及英屬維京群島之公司，並共同以 CKB168 或 CKB 名義營運，渠等公司背後係由 3 位外國人經營，並擁有 8 個資深推廣員工，以華裔人士為主要詐騙目標。

該公司以網路、推廣文宣、說明會及網路上傳銷影片吸引投資人以描繪 CKB 是間成功合法之行銷公司，銷售網路兒童教育課程。CKB 要求客戶購買兒童教育課程同時，須另投資 CKB 公司，亦可另獲取「獲利回饋點數」(Profit Reward Points)，CKB 宣稱每點具有美金 750 元價值，且宣稱 CKB 公司即將於 2014 年於香港交易所掛牌上市，客戶投資後得獲得潛在高額獲利。此外該公司告知投資人可以以被動投資方式享有「獲利回饋點數」(Profit Reward Points)股利收入及分割權(1 點分割為 2 點)之獲利，並得透過該公司網站買賣交易渠等點數。惟實際上經美國證管會調查，CKB 公司宣稱之「獲利回饋點數」實為無價值之點數，且 CKB 公司內部並無如同宣稱的規劃於香港掛牌上市，且整個公司收入來源僅維繫於投資人匯款之投資金額。此外，公司並透過層層推銷的金字塔式傳銷，以高額介紹金誘使投資人再行推銷其他親友加入。

經美國證管會查核全案共涉及詐騙 0.2 億美金，投資人分散於紐約、加州、美國其他地區、加拿大、臺灣、香港及亞洲其他地區，為停止相關不法行為，美國證管會向法院尋求緊急處置，包含暫時禁止令(temporary restraining order)及初步禁制令(preliminary injunctions)、凍結所有被告資產並要求返還海外所有詐騙收益、禁止銷毀相關文件等，此外並申請永久禁制令要求返還不法利益所得。

美國證管會全案調查過程透過 4 個主管機關之跨境調查合作，包含香港證監會(7 個 MMoU 請求並取得 10 個回覆)、加拿大英屬哥倫比亞證管會(British Columbia Securities Commission, BCSC)(1 個 IOSCO MMoU 請求及回覆)、加拿大安大略省證管會(Ontario Securities Commission, OSC)(6 個

IOSCO MMoU 請求並取得 13 個回覆)及馬來西亞證管會(Securities Commission of Malaysia)(1 個 IOSCO MMoU 請求及回覆)。

此外，本案因亦涉及友情騙局(Affinity scheme)<sup>2</sup>，且主要針對亞裔華人詐騙，美國證管會發布相關新聞稿及投資人警訊時，同時以中英文發布，強化投資人預警，此項措施使得華文媒體開始報導案件相關情形，且 2 日內新聞稿內容已獲 3 萬次閱覽，並獲國際包含大陸等地區媒體報導，得以有效避免投資人受害。

#### 四、市場操縱案件調查

##### (一) 定義

有價證券之價格，應在公開、透明及公平原則下，由買賣雙方不受干擾之集體判斷之結果。操縱行為改變了市場獨立交易和定價機制，影響了市場的健全(integrity)。當有價證券價格產生扭曲時，無辜的交易對手與市場參與者(投資人等)都可能受到傷害。

操縱行為可能是沒有被害人的犯罪(Victimless Crime)，惟渠等交易，故意干擾了市場之正常供需與價格，其係對市場之詐欺行為，故操縱行為之構成不以有投資人遭受金錢損害為必要。

##### (二) 操縱行為的一般類型

操縱行為一般可以分為兩類。第一類為「拉高倒貨」(Pump and Dump)，另一類為「傳統典型之操縱行為」。在某些案例中，可能會同時符合兩種類型。

###### 1. 拉高倒貨(Pump and Dump)

###### (1) 借殼上市騙局(shell game)：

內部人將某家商業活動趨於停滯的公開發行公司併入其所持有之非公開發行公司，並安排證券商使合併後存續公司掛牌上市。存續公司

---

<sup>2</sup>為一種向特定族群推銷的龐式騙局，主係族群成員間彼此熟識，或有相同的知識、經驗、財力等背景，故通常被稱為友情騙局。

上市後，大力推介、宣傳存續公司股票之優點（例如：發布有關新產品的新聞、取得重要授權等），並由造市者為上市後存續公司拉抬股價並創造交易量。當股價達到市場高價位時，內部人即出售持股獲取利益。

(2) 資金用途由受託人於募資後全權決定之發行手法（Blank Check/Pool Offering）：

在此手法下，公司在初次公開發行(IPO)時並不決定資金用途，亦不指明該公司之營業內容。該等公司的管理階層幾乎沒有任何實務經驗，並在 IPO 前為成為大股東。IPO 之承銷商通常與發起人有關聯，並在縱使公司股票缺乏合理需求與委託量之情形下，做為該股票之主要創造市場者，在市場上控制股票，並拉抬股價。此外，發行人藉由廣告等方式宣傳公司股票，進而拉抬價格。最後在發起人（操縱者）賣出持股的同時，該公司股票價格隨之下跌。

(3) 分割（Spin-Offs）：若干新興公司為使其股票上市，將其資產與公開發行公司或其子公司的股票進行交換。其後，該公開發行公司將此等新興公司或子公司之股票以配發股利之方式配發給股東，使新興公司成為具有表決權的股東。此等安排通常是操縱借殼公司（shell company）股票價格策略的一部分。

## 2. 傳統或典型的操縱

傳統或典型的操縱行為態樣包括沖洗買賣、相對委託買賣、拉抬買進報價、影響收盤價、創造市場、跨市場買賣交付、交叉買賣交易等。此等行為之目的乃創造交易活絡之表象及拉抬委託價（raising the bid）等。

(1) 需求面的操縱手法：

例如：拉抬買進報價係為拉抬股票價格，誘使其他投資人進行交易，但其報價與股票之基本面（如營收、獲利、產品等無合理關連。影響收盤價（Marking the Close）之方式通常有：(1)以收盤價或接近收盤價進行買賣；或(2)於收盤時或接近收盤時買進。

(2) 抬高股價 (Painting the Tape) :

利用特定帳戶間之交易，逐漸以較高價格買進的活動或製造虛假交易。  
軋空 (Squeezing the Short Interest) 迫使空頭於市場上買進現股以填補空頭部位，因而使股價上漲。

(3) 供給面的操縱手法：

減少供給 (Reducing the Floating Supply) 之方式通常有：(1)大量買進股票，大至對股票之需求會反應到價格之程度；或(2)鎖住大量股票：通常此等不法行為人要求購買者留置大量股票，使得對於股票之需求會反應到價格。

3. 犯罪趨勢及市場發展方向

拉高倒貨 (Pump and dump) 類型的股價操縱案件以往多由股票股價有大幅度漲跌幅而發現，但據近年美國證管會處理之案件統計，在拉高倒貨之股價操縱案件中，股價變動幅度有愈來愈不明顯之現象，股價操縱者可能同時增加股票之需求及供給，以預定價格出售更多股票的方式獲取不法利益，由於股價變動幅度不大，偵測系統較難提早發現有不法情事，此為有關當局目前面臨之監理挑戰。

由於網路是一個開放空間，任何人都可以上網發表意見傳播資訊，而透過網路傳播資訊的方式又呈多樣化，如任何人皆可用匿名之方式透過網路論壇及電子郵件等方式發表文章，因此近年來利用網路從事證券詐欺之情事日漸增加，尤以股價哄抬者 (Stock Promoters) 為目前常見的犯罪型態，常見的吹捧抬價方式則可歸納如下：

(1) 垃圾郵件 (spam)：大量主動郵寄公司利多之郵件以吸引投資人買進股票。

(2) 新聞資訊 (newsletter)：大量寄出吸引投資人買進股票之新聞資訊。

(3) 研究報告網路 (website coverage)：透過網站提供有利於公司之研究報告。

(4) 投資人關係/發言人 (investor relations/public relations)：內部員工或公司顧問發布公司新聞稿或舉辦公司宣傳活動

(5) 線上廣告 (online ADs)：於知名網站 (如華爾街日報) 上設置公司廣告。

鑒於新的詐欺類型不斷出現且類型眾多，主管機關縱欲加以規範監督，亦有實際上的困難。因此，如何規範所謂的解盤行情、熱門股推薦、或其他內部消息與不實資訊之傳播，及如何加以監控，避免發生炒作或內線交易的情事，都對主管機關構成挑戰。美國證管會對利用網路操縱市場之行為極為重視，並以積極追訴與加強宣導因應以確保投資人之權益。

### (三) 調查股價操縱案件之步驟

美國證管會在調查股價操縱案件時，通常採取步驟如次：

1. 檢視網路系統，以確認交易及報價集中度；
2. 檢視公開資訊，如新聞報導、研究報告、網路活動、發行人發布之訊息等；
3. 分析可疑交易；
4. 自證券商取得帳單及股票部位紀錄等資訊；
5. 檢視發行人財務報表；
6. 約談券商、發行人及投資人等人員

操縱的動機和手法不斷在翻新，且隨著新產品和新技術的發展、新參與者的加入和市場全球化，跨國界和跨市場操縱不斷增多。另衍生性金融商品的發展強化了操縱標的證券價格的動機，網路的出現，創造了低成本、迅捷的資訊傳播，也為操縱者提供了管道。因此，各國禁止市場操縱的法律應該具備足夠的清晰度和靈活性以便起訴各種新奇的操縱行為，此外，隨著跨國市場操縱的增多，監管的國際合作也越來越重要。

## 五、公開發行公司財務詐欺之調查

### (一) 發行人之資訊揭露義務

依法美國公開發行公司應揭露公司營運相關資訊並定時更新相關訊息。相關揭露事項可區分為 IPO 時與 IPO 後。IPO 時，因發行人為首次揭露，應填寫表格 S-1(Form S-1，美國公司使用)或表格 F-1(Form F-1，外國公司使用)，揭露公司財務狀況予投資人知悉；於 IPO 後，發行公司應揭露公司年報(美國公司表格 10-K、外國公司表格 20-F)、定期性財務報告(美國發行公司應發布季報，表格 10-Q)及相關重要事項(美國公司表格 8-K、外國公司表格 6-K)。

前揭表格所涉應揭露之事項包括有：

1. 涉及發行公司目前及未來營運計劃等事項之相關資訊：  
發行人之歷史沿革、營運狀況(如:主要產品及服務、主要市場與行銷方式、原物料之來源及取得方式、法律訴訟情形)。
2. 公司組織結構。
3. 風險因素。
4. 財務報表及其他財務資訊：  
資產負債表、損益表、現金流量表、保留盈餘表等。跨年度應以比較財務報表方式呈現，且應揭露期中資訊，並採合併基礎揭露。
5. 經營階層之討論與分析：包括產業趨勢、流動性與資本形成等。
6. 公司營運計劃預測及未來展望等資訊。
7. 經營階層(包括高階管理人員及董事等)之資訊：  
經營階層姓名、背景及經歷、薪酬資訊、持股情形與關係人交易等。
8. 主要股東結構：  
公司主要股東、與公司之利害關係、是否經營其他事業及關係人交易等。

## (二) 財務詐欺情形

### 1. 財務詐欺之衝擊：

健全之資本市場仰賴整體市場之透明與公正，證券不法弊案將影響投資人之信心與公眾對市場之信任，不僅對經濟及就業率產生負面影響，亦產生相關執法成本。2000 年美國財務詐欺案件危機使威爾遜 5000 指數 (Wilshire 5000 Index) 從 2000 年 3 月總市值 14.7 兆美元，降至 2002 年 10 月總市值為 7.3 兆美元，總體資本損失達 50%。2008 年因相關不法案件造成的金融風暴，導致道瓊工業指數自 2007 年 10 月突破 14000 點到 2009 年 3 月 6600 點，市值蒸發近 50%。另最近學術研究亦指出，公司每年涉及詐欺行為之可能性約達 14.5%。

### 2. 財務詐欺之型態：美國證管會許多執法案件涉及公司或個人提供虛偽不實之財務報表案件，包括：

#### (1) 未經核准之募資行為(Unregistered Offerings)：

公司或個人銷售未經核准之證券，通常涉及使用虛偽不實之財務報表或非法之財務詐欺行為。此種詐欺案件通常使用誇大虛構之手法與聲明，來從事其非法之商業與投資活動，渠等公司經常並無合法實際營運或投資活動。

#### (2) 公司報告詐欺(Reporting Company fraud)：

公司報告之財務詐欺案件通常涉及複雜之意圖，包括為操縱公司盈餘、影響股價及達到績效目標等。

### 3. 可能產生財務詐欺之情形：

當管理階層有誘因(個人財務利得、提升聲譽等)或在相當壓力下(害怕工作不保或失去對公司之控制力)，或公司內部控制制度效能不彰之情形下，均可能產生財務詐欺之情形，而詐欺者常會合理化其詐欺行為。財務詐欺通常包括下列過程：(1)剛開始為幫助公司達到某些財務數據表現而進行小幅調整。(2)之後，為管理相關財務數據，開始採取較大幅度之調整以美化相關數據。通常管理階層為維持先前所提供虛偽之

金額，而須配合增加調整增加本期之相關數據內容，然而實際上相關數據無法持續永無止盡地在隔年度被美化。(3)最後，因財務數據不美化可能導致公司倒閉之後果，而須持續偽造財務數據。

#### 4. 財務詐欺手法：

財務詐欺之手法眾多，可能被運用之方式例舉下：契約日期回溯、偽造憑證、未完工產品交貨、逾財務年度後收入入帳、未記錄(揭露)相關負債、未實際運貨或製造完成之產品而認列收入、隱藏提供客戶產品退回權益之附屬協議、為使盈餘趨於平穩而提撥之超額準備、故意於媒體發佈不實之財務結果、未確實揭露關係人交易、塞貨手法(Channel Stuffing)等。

#### 5. 相關法規：

(1) 判例法：要求企業主體於提供報告文件時，該報告須符合真實性及正確性。

#### (2) 詐欺條款：

規範於美國證券交易法 10(b)之 10b-5。其中規範任何人直接或間接為下列行為則有違法之虞，包含 a. 運用任何工具、計謀或詭計進行詐欺；b.對於重大事實陳述任何不實聲明或故意忽略而隱匿；c.進行相關詐欺與欺騙之行動、行為或營運；d.因買進賣出任何證券之詐欺行為。

(3) 美國證券交易法第 13(b)(2)(B)要求應執行適當之內部會計控制制度系統。

(4) 美國證券交易法第 13(b)(2)(A)要求應維持帳簿與記錄之正確性。

(5) 美國證券交易法第 13b2-2 規範禁止對於公司獨立之審計人員有錯誤、誤導不實之陳述說明。

### (三) 財務詐欺案件之調查



## 1. 調查之潛在來源：

財務詐欺案件之調查來源眾多，列舉包含：公司重編財務報表、公司財務部門或自律組織等機構移來之案件、自覆核公司季報或年度財務報告之結果、負面之公開訊息、變更簽證會計師、無預期或未解釋之高階管理人員異動、公司內部人重大出售持股行為、機密資訊或來自吹哨者之舉報、來自新聞或財經媒體報導涉及疑慮案件(如高估銷售額、低估費用等)，其他預防性工具(如高科技運用以監視相關不法案件)等。

## 2. 建構案件邏輯：

### (1) 調查案件之問題：

調查中常問的問題很多，重要應考量的問題包含：不實陳述或疏漏內容為何、所產生影響之期間、對於財務報表是否產生重大影響、採行之會計原則為何、相關交易應如何入帳處理、是否違反任何 GAAP 或 GAAS 規定、若採行不適當之會計方法，誰涉及會計與揭露程序、何者對於會計方法之正確性與完整性應予負責、相關文件係由誰簽名核可。

### (2) 對於財務詐欺案件之懲處方式：

包括對於未來違反者處以禁止令、停止或終止命令、返還不法利益(包括獎金、股票或選擇權利益及薪資等)、民事罰款、解除高階經理人或董事職務、取消會計師或律師執照、司法機關處以刑責(沙賓法案 SOX 已增加財務詐欺案件之刑期)。

### (3) 財務詐欺案件之證據：

包括會計記錄被故意偽造或改變、故意適用錯誤之會計原則、財務報表重大資訊不實陳述或忽略、公司聘用不適任之內部會計或稽核人員、獨立稽核人員無法執行適當之稽核程序。

相關證據的蒐集可以來自 a.公開資料，如：申報美國證管會資料(年報 Form 10K 等)、公司發布新聞稿資訊、媒體相關報導、公司網站公

告資訊及分析師報告等；b.發行人資料，如：交易憑證、會計日計帳、入帳傳票、相關日誌表單、財務預算或預測、董事會議事錄及公司電子郵件往返等；c.會計師或審計人員資料，如：會計師工作底稿、查核程式、查核紀錄、建議調整分錄與實際調整分錄、相關書信往返、審計人員及主管過往核閱資料等；e.來自第三人資料，如：交易憑證、契約、內部紀錄描述與第三方交易與關係、外部揭露與第三方交易關係、電子郵件溝通資訊、評價及其他專家報告、相關附約(side letter)等。

(4) 調查之溝通對象：

調查過程中會考量可以和誰溝通，考量項目包含：

- a. 評估溝通模式，如：約詢作證或訪問之模式；
- b. 對象，如：涉入交易者、有權取得相關資訊之人、相關帳簿表據及申報資料準備、核閱及簽名者、誰有權取得相關偽造資料證據者；
- c. 以何種順序進行溝通，如：從下到上或從上到下。

(5) 尋找可疑的方向：

調查過程中，尋找可疑之方向，包括找尋可疑第三方交易之共犯、公司文化、公司治理問題、內部控制制度警訊及整體制度守門員(會計人員、會計師及律師等)。

#### (四) 大型財務舞弊案件及影響

市場財報不實造成的重大舞弊案件眾多，如：美國安隆 Enron 案、Worldcom 案、Xerox 案、日本 Livedoor 案、荷蘭 Royal Ahold 案、法國 Vivendi 案等，通常使得該股市可能受挫、投資人對會計師簽證之財務報表喪失信心，且大型企業亦可能造成全球金融、資本市場衝擊。

近年度最有名的就是美國安隆(Enron)案，安隆案最終美國證管會共採取超

過 12 個民事及執法行動、對超過 24 個自然人提起訴訟(含該公司內、外相關人員)、對 4 家金融機構提起訴訟、對安隆高階主管包含會計人員、董事等提報禁止令，並共追回超過 4 億美金之不法所得、司法檢調部門並就整體案件提起刑事訴訟。

美國安隆案發生後，開始檢討現行法規制度缺陷，並試圖尋找可以預防相同事件發生的方法。因此為重建投資者信心、確保財務資訊之正確性及可靠性，美國國會於 2002 年通過沙賓法案(The Sarbanes-Oxley Act, 簡稱 SOX Act)，該法案主要規範與財務報表有關內部控制，讓企業營運與財務資訊更加透明，並建立相關規範確保財務資訊之正確性及可靠性，凡在美國上市公司均應遵守，其賦予調查執法工具包含：

#### 1.新執法工具：

- (1) FAIR 基金：得利用相關違規或不法案件罰款來賠償投資人損失。
- (2) 增加針對律師與會計師(或審計人員)違規或不當行為之行為責任。
- (3) 得沒收高階主管之獎金。
- (4) 財務報表責任與驗證。
- (5) 企業違反證券交易法之責任不因破產而撤銷。

#### 2.新對公司高層主管責任之執法工具：

- (1) 對公司高層主管禁止令(Officer& Director Bar)之認定標準自「行為重大不適合(substantially unfit)」修正為「行為不適合(unfit)」。
- (2) 對高層主管禁止令得透過行政程序取得(Obtain in administrative proceedings)，非一定要向聯邦法院申請。
- (3) 附帶條件非一般性支付(Escrow extraordinary payments)。

#### 3.新對會計師或審計人員執法工具：

- (1) 成立公開公司會計監督委員會(Public Company Accounting

Oversight Board, PCAOB)。

(2) 新增獨立要求。

(3) 新增掛牌公司審計委員會責任。

(4) 能透過 PCAOB 取得向 PCAOB 登記之外國會計師事務所審計工作底稿。

#### 4.新刑事執法工具：

(1) 刑期加重。

(2) 納入新種刑事責任之非法行為，包含編造不實認證(False certifications)、阻礙吹哨者之行為(Interference with whistleblowers)及蓄意破壞檔案(Destruction of documents)。

### (五) 美國證管會財務詐欺舞弊案件執法統計

2013 年美國證管會共提起 68 件有關發行人、高階主管、董事或員工涉及財務詐欺或資訊揭露案件。另共計有 371 家發行公司因不適當之公開資訊揭露，其股票處以暫停交易(Halted trading in securities)。公開發行公司之董事或相關人員因違反財務詐欺案件而被解除職務者計有 81 人。

### (六) 會計報告及審計專案小組(Financial Reporting and Audit Task Force)

美國證管會於 2013 年成立「會計報告及審計專案小組(Financial Reporting and Audit Task Force)」，主要目的希望增進執法部門在財務報告編制、發行人報告及揭露、審計失敗等領域案件之早期偵測執法效能。該小組成員包含了會計師、律師，運用相關資料與高科技工具，以提升美國證管會了解個別發行人特有特行、產業相關趨向並藉此找出反常案例，來提升舞弊案件早期偵測功能。該小組施行了相關措施，以增加早期偵測渠等案件之能力，包含：評估財務報告舞弊機率、持續追蹤覆核財務報表更正、與其他守門員(會計師、律師)等溝通協調財務報表之覆核、建構整合內部資訊之方法以提升偵測能力。

## (七) 財務詐欺案例

ABS 公司(ABS Industries Inc)係一家公開發行公司，主要經營汽車及輕型卡車零件製造商，並擁有 2 家子公司。ABS 公司於對外發布財務報告後，以潛在會計錯誤為由，連續二年修正其財務報表及下一年度前三季之財務資料，且特別修正其保留盈餘表。經查核發現其銷售收入數據中包括有部分商品並未確實出貨，而公司將該筆存貨暫存之交易(Bill and Hold)認列為收入，與一般商品交付予買方始能認列為收入之一般性原則不符。剛開始公司表示商品已在倉庫中並已出售，惟據查核買方並未要求採存貨暫存交易(存貨暫存交易可認列為收入之條件之一，係該交易須由買方主動要求)，而 ABS 透過賄賂方式提供買方誘因同意採存貨暫存交易，然而該筆交易之貨物並未交付予買方，亦無收取價金，且買賣風險並非由買方所承擔，且該貨品於倉庫中尚無明顯區隔，最後，ABS 公司說明該筆認列為收入之商品尚未製造完成。經美國證管會蒐集相關文件(包括會計存貨等相關憑證、日記帳及分類帳)並約談相關人員(審計人員、銀行、員工、專家證人及交易對手證實 ABS 提供財務誘因)後，證實該筆交易係屬財務詐欺案件。

美國證管會遂對 ABS 公司、經理人(CEO)、財務長(CFO)、大股東及工廠經理人發出民事禁令。最終公司財務長(CFO)、大股東及工廠經理人與美國證管會達成和解，同意返還相關利益並支付民事賠償金，而 ABS 將資產出售予其他競爭公司並終止營業，另經理人(CEO)被處以最終禁令。

## 六、涉違反證券法規刑事責任案件之執法

### (一) 美國涉及刑事責任案件之法律架構

現行違反美國證券交易市場聯邦法規之刑事責任規範，主要規定於美國法律(US Code)Title 15 及 Title 18，重點包含：

#### 1. Title 15：

- (1) 證券交易法相關規定之違反等( SEC Regulations at 17 C.F.R)。例如: §78ff 規範任何人故意(willfully)違反該章規範(包括 1934 年證券交易法)...或所屬法規規範之不法行為,則應被處以 500 萬以下罰金或 20 年以下徒刑。所謂故意(willfully)指的是該任何人進行該行為時是知曉該行為為不法且仍意圖進行法律所不允許之行為。政府毋需證明被告知道所為行為違反特定法規,惟需證明在合理懷疑下,被告應知道其行為屬違反法律之行為。
- (2) 美國證管會民事執法(Civil enforcement by S.E.C)。
- (3) 司法部刑事犯罪執法(Criminal enforcement by D.O.J)。

## 2. Title 18 :

- (1) 證券詐欺/公司認證等(Securities Fraud/ Corporate Certifications)。
- (2) 郵件或電子詐欺(Mail Fraud and Wire Fraud)。

1934 年美國證券交易法(Securities Exchange Act of 1934)又俗稱為 1934 Act, 規屬於美國律法(US Code)Title 15 §78 中, 規範證券交易、首次公開發行(IPO)之銷售等, 因規範了證券之買進與賣出等交易規則, 規範範圍相對較廣, 因此大多數證券不法案件均援引違反美國律法(US Code)Title 15 之 1934 年美國證券交易法起訴。

## (二) 民刑事調查與平行調查程序

違反證券法令, 可能同時涉及民事及刑事責任, 刑事責任執法機關為美國司法部(DOJ), 民事案件執法機關則為美國證管會(SEC), 刑事案件執法與民事案件並不會相互阻礙, 兩者係屬平行執法程序(Parallel Proceedings), 平行執法程序業經美國高等法院認可, 其許可之理念在於美國司法部與美國證管會各有其功能與目標, 兩者應均得追求其目標。實務上兩機關通常會在法令許可範圍內就案件資料相互分享, 提高調查效率, 惟仍存在相關疑慮, 如: 以民事程序蒐集證據運用於刑事程序可能對投資人不公、可能潛在使被告放棄憲法第 5 修

正案權利、可能使刑事調查單位擔負民事機關調查內容可靠性責任等。

平行調查程序其風險在於其可能壓抑了在刑事案件中採用美國證管會取得證詞的可能，亦可能導致起訴案件被駁回，針對這些風險，美國司法部認為案件規劃及時效性變得很重要，且案件偵查中可能需要採取更不同的偵查技巧，此外調查中與美國證管會間之溝通變得很重要，需要隨時溝通目前案件偵辦進度。

民事與刑事程序在處罰補償措施(Remedies)、偵查技巧與訴訟起訴程序等均有所差異，以下針對刑事案件之處罰補償措施與偵查技巧等說明如下：

1. 處罰補償措施(Remedies)：

刑事案件處罰或補償措施包括自由刑(Term of imprisonment，自由刑之刑度可能會參考被害投資人受害金額與案件影響程度)、回覆命令(Restitution)、命令補償投資人(Forfeiture Power)及罰金(Fines)等。詐欺案件通常會發出強制發出命令回覆投資人損失之回覆命令(Restitution)，惟有時受害人的身分與損失金額可能有實務上認定困難。

2. 偵查工具與技巧(Investigative techniques)：

偵查工具主要有大陪審團(Grand Jury)機制、法院核發搜索、拘捕或扣押命令(Court authorized Search/ Seizures)(亦可能包含監聽票等)、臥底行動(Undercover Operations)及自願性合作(voluntary cooperation)等。

所謂大陪審團(Grand Jury)機制係指調查人員得透過大陪審團核發傳票(Grand Jury Subpoenas)，得以取得包含文件、有形物證(tangible objects)、證詞或相關服務等(Nationwide Service)，大陪審團可以偵查疑似違法案件或僅為確保並未違法之案件。惟通常在核發搜索票或監聽票時，主要係採應達到有相當理由相信被告有罪之原則(Probable Cause)原則，而搜索票可以採無事前通知方式進行搜索。通常只有在沒有其他方式可以蒐集資訊時，方會採監聽方式，因為監聽方式通常需要耗費較多人力。

#### (四) 案例探討

#### 1. 涉案人士：

Dr. Gilman 為密西根醫藥大學之教授，其並同時為負責協助惠氏公司 (Elan and Wyeth) 進行臨床測試之安全監督委員會 (Safe Monitoring Committee) 成員，其工作得接觸惠氏公司相關產品安全及臨床測試結果，Dr. Gilman 亦受僱為某專業網絡公司 (expert-networking firm) 顧問；Mathew Martoma 為 SAC Capital 投資公司之專案經理，並曾與 Dr. Gilman 有 42 次會面紀錄。

#### 2. 涉非法案件說明：

Dr. Gilman 多次在安全監督委員會 (Safe Monitoring Committee) 會議後提供 Mathew Martoma 惠氏公司相關產品測試結果，而 SAC Capital 公司持有了惠氏公司約 7 億美金鉅額部位。Dr. Gilman 於該測試結果 2008.7.29 對外公告前，即得知測試結果不佳之負面訊息，SAC Capital 公司則於負面消息公告前即於黑池市場拋售所有惠氏股票，並進行放空，整體共獲利(規避損失)約美金 2.75 億元及紅利美金 930 萬。該案為近年來最高金額內線交易獲利案件。

#### 3. 案件發現與偵查：

美國檢察官辦公室 (United States Attorney Offices, USAO) 於 2011 年 7 月接獲美國證管會移送，包含相關交易資料與電話紀錄。美國檢察官辦公室搜集相關資料，並於 2011 年秋天 FBI 偵辦調查，Mathew Martoma 則在 FBI 逮捕時昏倒，SAC 公司下單之 Cohen 於美國證管會調查時表示，Martoma 對惠氏公司股票之買進來自 Cohen 看好未來發展，且 Martoma 主導該股票賣出決定，另證據顯示 Cohen 於 7 月 21 日周一開始賣出惠氏公司股票前一日 7 月 20 日，曾與 Martoma 有通聯紀錄。美國檢察官辦公室最後在 Dr. Gilman 配合調查並鎖定 Martoma 於行事曆與機票行紀錄發現 7 月 19 日 Martoma 特別飛往底特律與 Dr. Gilman 見面，因而確認相關案件架構。

#### 4. 平行調查與訴訟：



案件中因美國證管會對 Cohen 之約詢證詞紀錄對整體案件有所影響，法院運用了少見要求政府提供宣誓證詞口供(affidavit)，敘明美國檢查官辦公室與美國證管會兩者分別調查情形及 9 項共同約詢結果。法院最後表示美國檢查官辦公室與美國證管會對本案係採共同調查方式。

#### 5. 案件結果：

本案最終法院判決 Martoma 9 年徒刑並應返還投資人 930 萬美金收益；另 SAC Capital 公司則因公司旗下 6 員工相關非法行為，被控刑事詐欺，於 2014 年 4 月處以 12 億美金罰金並被要求應採取相關法令遵循措施。

## 七、證券商之執法

### (一) 證券商角色

證券商即為擔任客戶守門員角色，以中介角色代為於集中市場或店頭市場進行交易。

### (二) 常見證券商違規類型

#### 1. 不實陳述 (Misrepresentations)：

證券商及其員工不得對客戶為重大不實陳述或遺漏。2000 年金融海嘯其中一成因，即為證券商在銷售複雜型證券商品時不實陳述所導致。美國證管會控告摩根士丹利 (Morgan Stanley) 銷售自家發行、承銷之次級貸款(Subprime RMBS)時對投資人不實陳述，在發行文件時不實敘述其每個貸款池(loan pool)超過 30 天不良貸款僅有 1%，惟實際上一個貸款池超過 30 天不良貸款達到 17%，其他貸款池不良貸款約達 4.5%。最終美國證管會於 2014 年 7 月依據違反美國證券法第 17(a)(2)及(3)規定與摩根士丹利 (Morgan Stanley)以 2.75 億美元的不法利益返還罰金達成和解。

另一近期不實陳述案例，美國證管會近期 2014 年 3 月 12 日起訴 Jesse Litvak 銷售 MBS 時涉及對投資人不實陳述之詐欺行為，Jesse Litvak 為

Jefferies LLC 之交易員，涉嫌對其購買 MBS 價格為不實陳述，使其所屬公司得以較高價格銷售商品，並同時誤導投資人該商品係來自其他投資人所銷售(實質上為銷售所屬 Jefferies 公司 MBS 之庫存)。Jesse Litvak 相關不法行為之刑事責任亦同步被起訴，案件目前尚在上訴中。此外，美國證管會亦追究 Jefferies LLC 公司不當監督 Jesse Litvak 與其他 MBS 交易員之責任，Jefferies LLC 公司內部雖要求主管覆核其交易員與客戶之不當陳述行為，然其內部政策確並未得以偵測其對客戶報價之不實陳述。Jefferies LLC 公司最終與美國證管會達成合解，同意支付美國 SEC 共美金 2,500 萬，另 Jefferies LLC 公司之刑事責任亦被美國檢查官辦公室進行調查。

## 2. 超額價差利潤 ( Excessive Mark-up ) :

美國證管會於 2013 年 12 月 18 日對 Convergenx Group 所屬 3 家證券子公司及其 2 位已離職之員工以誤導客戶交易成本起訴。渠等證券商及其員工為增加客戶交易佣金，客戶下單繞過百慕達群島設立之海外子公司，藉以增加或壓低證券價格，造成客戶需支付 2 倍交易成本。經 SEC 查核後，證券商同意加計利息返還不法所得約 8,742 萬美元並支付 2,000 萬元懲罰金以達和解，並於和解中承認其不法作為；另 2 位離職員工亦於與美國證管會和解過程中承認不法。Convergenx Group 所屬證券子公司之總經理近期亦被美國證管會及檢調單位控告指導旗下交易員為不法行為。

## 3. 未經合理基礎進行推介或建議(Recommendation Without a Reasonable Basis) :

營業員(Broker-Dealers)對客戶應盡公平之義務，包含依據合理基礎方得進行推介或建議，近期案件美國證管會對 10 位前營業員以龐式騙局詐騙進行起訴。渠等營業員推介建議客戶購買未經核准之投資商品，且在明知其募集案件為假時，建議客戶繼續下單，未來得以售予其他購買投資人，渠等並未執行對客戶應盡義務，並對客戶為重大不實陳述或隱匿行為。

#### 4. 炒單 (Churning) :

炒單係指證券交易員非基於客戶之投資目標，而以獲取交易佣金為目的，致使客戶帳戶產生超額交易之情形。SEC 近期查核發現 JP Turner 公司三位營業員，對於保守穩健之客戶帳戶有超額交易之情事，造成客戶交易損失高達 270 萬美元，然而，證券商營業員卻從中獲取約 84.5 萬元之佣金與利息收入。該家證券商及其執行副總經理因其未善盡監督義務或執行相關程序以防止炒單行為，最後，JP Turner 同意僱用獨立顧問改善制度並支付超過 40 萬美元之金額達成和解。另該副總經理亦須支付 4.5 萬元罰金並處以 5 個月之停止職務。

#### 5. 侵吞客戶資產(Misappropriation) :

美國證管會近期於對證券商進行實地檢查中發現營業員侵吞客戶資產情事，於 2014 年 7 月 31 日起訴營業員 Donna Jessee Tucker，該員侵吞其客戶共約美金 70 萬元之資產以支付自身渡假、服飾、購車與加入鄉村俱樂部會員之費用，Donna Jessee Tucker 並同時執行客戶未授權交易，並製作不實客戶對帳單餘額，Donna Jessee Tucker 與美國證管會達成和解，另其刑事責任目前正被追訴中。

#### 6. 證券從業人員之內線交易(Insider Trading by Associated Persons) :

2014 年 3 月美國證管會以藉由業務從事內線交易起訴一位證券營業員 (stockbroker) 與一位律師事務所僱員。該案律師事務所僱員藉由公司電腦系統取得超過數 10 件客戶合併案之重大未公開資訊，將資訊傳遞予中間人後再轉傳遞予於 Oppenheimer 證券營業員從事內線交易，不法獲利高達美金 560 萬元。

#### 7. 促銷未經核准或認可之證券 (Facilitating Unregistered Offerings of Securities) :

美國證券交易法 Section 5 明文禁止銷售未經登錄許可之有價證券，惟證券商(Broker-Dealer)仍具有豁免條款，倘證券商之客戶非法將未經許可之有價證券銷售予證券商，證券商在經一定程度可信之詢問確認銷

售之持有者係屬發行人、實質控制者或承銷者外，具有豁免責任。此類違規案件通常發生於銷售較小型股股票(microcap)上。

美國證管會於 2014 年 4 月對證券商子公司 E\*Trade Securities 未執行其守門人角色，不當的為客戶(賣方)銷售未經核可 Microcap 股票提起告訴。美國證管會發現 E\*Trade Securities 為客戶(賣方)銷售 10 億美金以上之 Penny Stock 予其他客戶，其銷售期間長達 4 年，且均故意忽略渠等股票未符合應經核准登錄之情形。E\*Trade Securities 最終與美國證管會達成返還不法利益及罰金共 250 萬美金之和解。此外，美國證管會並為此特別針對證券商此類行為責任之公告風險警示與問答集。

#### 8. 未依規定提供帳簿紀錄(Books and Records)：

美國證管會於 2014 年 1 月就 Scottrade 公司未依規定提供該公司與其客戶完整正確之交易資訊提起告訴。美國證管會在涉及調查案件需要證券商提供交易資訊時，會要求證券商提供相關交易內容，因早期其要求單據為藍色，因此市場上俗稱 Blue sheet，惟現金多採電子化模式。渠等交易資訊對美國證管會進行證券商檢查或不法案件調查極為重要。然而 Scottrade 公司在美國證管會要求提供歷史交易資訊時，因電腦系統異常，造成其提供予美國證管會有關 2006 年 3 月至 2012 年 4 月期間之交易紀錄有所缺漏。Scottrade 公司因其違反聯邦證券法有關保存紀錄之條文，最後被課處 250 萬美元之罰金。

#### 9. 證券商及其從業人員之申請與登錄(Broker-Dealer Registration)：

Credit Suisse Group AG 於 2014 年 2 月因提供跨境證券經紀之投資顧問未取得美國證管會登錄核准，被美國證管會起訴。依據美國證管會之調查，Credit Suisse Group AG 未經許可提供上千位美國籍客戶跨境證券服務，並獲利超過 8,200 萬美金，涉違反聯邦證券法。Credit Suisse Group AG 人員跨境飛抵美國，以招攬客戶、提供投資服務並勸誘進行證券交易，惟渠等人員並未於美國證管會登錄，且並非屬經核可機構之僱員。Credit Suisse Group AG 最終承認其不法行為並支付 1.96 億美金與美國證管會和解。

### (三) 證券商淨資本要求

美國證管會對證券商訂有淨資本規則(Net Capital Rule)，要求證券商需保持最低淨流動資產(net liquid assets)或淨資本(net capital)。美國證管會近期於 2014 年 9 月 17 日起訴高頻交易商 Latour Trading LLC，Latour Trading LLC 公司近兩年申報財務報告資料 24 期中共有 19 期不符合最低淨資本要求。在其淨資本要求不足期間中，Latour Trading LLC 公司之交易業務甚至曾占整體美國股權市場交易量之 9%。該公司及前總經理因此被起訴，最終 Latour Trading LLC 公司與美國證管會以 1,600 萬美金之罰金和解，為本項違規案例中和解金額最高者，另該公司前總經理並以 15 萬美金罰金和解。

### (四) 證券商監督責任

#### 1. 所謂監督不周之責任(Failure to supervise)：

依據美國聯邦證券相關法規之規範，證券商及內部高階人員，如對下屬(如銷售商品之從業人員)違反美國聯邦法規之行為，迨於行使證券商及高階人員督導之職責，仍得對其監督不周進行處分。此項規定可有效遏止不法行為中，知情但非第一線面對客戶直接銷售，較難判定罪嫌之高階主管。

#### 2. 監督不周之原則：

監督不周責任並非一個完全的責任(absolute liability)，任何人或公司在下列情況下，得豁免監督不周責任：

- (1) 公司已建置相關監督程序，可合理預期能在實際可能之範圍內，預防並偵測相關人員之違法行為；
- (2) 沒有理由認為該監督程序無法被遵循下，對公司負有監督責任之相關人員免除其責任義務。

#### 3. 監督不周責任之執法：

- (1) 在調查證券商缺失之案件，首先要先證明被監督之公司員工涉有違

反聯邦證券法令，且該監督者有責任監督該員工。

(2) 確認是否善盡監督之責：

應確認公司是否設有適當的作業流程，及公司負責督導設立流程人為何。另檢視該程序是否已負有執行責任之人確實執行。

(3) 確認警示訊號(Red Flags)之存在：

是否有證據顯示員工從事有疑慮之行為時，公司作業流程是否無法有效偵測，另該監督者是否就渠等警示訊號適當地採取相關措施。

(4) 何謂監督者：

依美國證券交易法第 15(b)(4)(E)規範，屬「B-D」之公司應合理督導管理具關聯下屬或人員(associated persons)，以預防渠等有涉及違反聯邦證券法規之行為。另按美國證管交易法第 15(b)(6)之規範，下列屬「B-D」公司之特定個人(Certain individuals)應合理督導公司關聯下屬或人員(associated persons)，特定個人包含：

- a. 「B-D」公司總裁 The president，應建立督導監理程序(或其他合理被總裁授權代理之高階主管，如 1992 年 Swartwood Hesse, Inc 案例)。
- b. 「B-D」公司高階督導主管(Supervisors)，應合理監督所管之下屬。

(5) 何謂被監督者：

被監督者依照美國證券交易法為具關聯下屬或人員(associated persons)。定義上關聯人員包含任何直接、間接，控制、被控制或一般性控制(common control)該證券商者。通常關聯人員為公司員工。

(6) 被監督者定義特殊案例：

Biremis 證券商為經向美國證管會合法 B-D 註冊之公司，一批交易員係受中國持有營運公司所監理並僱用，其透過 Biremis 證券商下單涉及操縱股價之交易。Biremis 證券商稱渠等交易員為「客戶」，而不承認渠等客戶交易行為之對 Biremis 證券商責任，惟經調查發

現，渠等交易員得專門使用 Biremis 證券商內部下單系統、渠等交易員協助進行 Biremis 證券商自有資本運用之交易執行並分享所有交易利潤予 Biremis 證券商、渠等交易員被規範須遵守 Biremis 證券商內部規範、Biremis 證券商追蹤渠等交易員之交易表現、Biremis 證券商並得在交易員表現不佳時停止交易員下單，前揭證據顯示渠等交易員被 Biremis 證券商所直接控制，且 Biremis 證券商總裁並未建立督導程序或系統以避免渠等交易員進行不法交易，另 Biremis 證券商總裁亦忽略內部其他員工及其他同業之示警，最終遭受處分。

## 八、證券商之檢查

美國證管會透過證券商檢查模擬個案及分組探討研究，讓與會者瞭解執行證券商檢查之重點與困難。美國證券商法規遵循之偵測與檢查係由執法調查與檢查辦公室(Office of Compliance Inspections and Examinations, OCIE)所進行，掌管證券業檢查業務，於華盛頓其其他主要城市均設有辦公室。OCIE 執行檢查之目的為加強證券業法令遵循、查緝不法及瞭解受檢單位之發展狀況，發現任何情形立即採取行動導正或限期改善，若缺失嚴重涉有不法情形時，則將會移送執法部門辦理後續執法。因此檢查部門與執法部門之溝通亦相當重要，實務上檢查部門有重要檢查發現時，在早期即會與執法部門溝通。

### (一) 選擇受查對象

由於業者數量眾多，美國證管會通常會以風險高機構或事件列為優先檢查對象，每年度並要求業者於線上填寫年度公司營運狀況，以資料庫協助判別進行風險性分析，英國 FCA 代表亦表示，英國亦採行要求業者於線上填寫營運現況，且系統設計會按照填寫之內容跳出不同之問題，以避免業者仿效問卷填寫並提升評估業者風險之有效性。風險評估時，亦會參考各業同業間獲利、共通性、產業風險、業務營運之集中度，以利選擇受查對象。

### (二) 預備檢查作業

1. 檢查可分為一般性檢查與專案檢查，各國主管機關均表示通常專案檢查會事前通知，以利業者事前準備檢查所需資料，多數國家事前約一周至一個月前通知，特殊檢查領域或項目並不事前告知，以免相關資料遭破壞，專案檢查則多採突襲檢查方式。美國 OCIE 檢查小組實地檢查前，會進行準備作業，瞭解受查單位過往受檢紀錄、財務現況、業務狀況、分支機構及關係人等，以利實地檢查作業之進行。

## （二）至受查公司進行檢查

1. 對公司解釋檢查過程：檢查人員至業者營運處實際進行訪查，通常先召開會議向公司說明檢查目的、檢查期間之相關程序、要求提供資料並瞭解受查公司業務，藉以瞭解檢查重點，並降低受查公司之疑慮與不安，進而增加其合作意願。
2. 提供授權通知：在每次的檢查過程，檢查人員須提供美國證管會授權其執行檢查之正式通知文件。該通知須列示相關法令依據，並說明不配合提供資訊、提出虛偽不實陳述或文件之處罰，以及如何使用該等資訊。
3. 要求提供相關文件：所取得之文件以原始文件及電子文件為主，儘量避免取得紙本或 PDF 格式之文件，另可要求公司提供電子郵件之標題等。
4. 檢查範圍可能包含下列標的：
  - (1) 檢查其銷售行為，判斷其是否涉有詐欺行為：如其銷售對象，是否為散戶投資人、對於投資人是否有不合適之建議、是否有利益衝突情形、是否為累犯、高風險公司或關係人等。
  - (2) 觀察交易情形：是否採高頻交易、技術性控制等。
  - (3) 市場下單之相關帳戶(主要帳戶及子帳戶)。
  - (4) 客戶抱怨或申訴之案件、處理流程及個案處置結果等。



(5) 取得並分析有關利益衝突、對客戶充分揭露義務、內部控制及營運等問題之相關資訊。

(6) 針對內部控制較為薄弱的區域進行檢查。

### (三) 實地與員工訪談

1. 一般而言，檢查工作包含對公司上下階層之訪談。
2. 訪談內容得對公司之歷史沿革、組織架構及關係企業、商業服務項目、法律遵循情形及報告、客戶類型及人數、員工薪酬情形等項目進行初步瞭解，並得請員工提出對公司現況或是否有其他欲告知檢查人員之事項，多數國家主管機關表示，在與低階層員工訪談時，通常拒絕其主管到場，以利瞭解公司運作真實情形。

### (四) 事後分析工作

1. 查核後對於所蒐集之文件及資料進行檢視與分析：
  - A:交易資料:檢視是否有預先交易(Font-running)、市場操縱或內線交易之情形。
  - B:財務資訊:包括收入、費用等項目，並追查資金流向。
  - C:客戶資訊:瞭解客戶居所(是否留有多數地址)、郵政信箱。
  - D:商品評價模式:採公平交易價格或穩定價格方式評價。
  - E:電子郵件:查詢電子郵件關鍵字、瞭解寄件者與收件者對象為何。
  - F:查核員工買賣有價證券情形。
2. 對於之前所要求或詢問的問題，進一步瞭解比對。若有不完整部分，可再進行後續詢問，並從相關報告中發現其他相關文件證明或資訊以利比對。
3. 美國 OCIE 調查小組在結束實地檢查前通常會召開一次終場會議，透過終場會議可以與被查單位交換意見表達觀點，調查小組通常會說明查核重點發現，受查單位則可以藉此提供解釋說明。

## (五) 查核結果之處置

處置類型可包含下列各項：

1. 不予處置文件(No Further Action Letter)：非公開。
2. 檢查結論文件(Exam Summary Letter)：非公開，內容包括查核情形及要求公司注意改善，通常受查者在 30 日內應提出改善回應，倘受查者業採行合適改善措施，則檢查工作告一段落；通常下次實地檢查將會再行瞭解前次檢查結果實務改善情形。
3. 轉由自律組織進行處置。
4. 移請其它執法機關進行處置。
5. 進入執法程序:非公開。

## 九、資產管理公司之檢查與執法

### (一) 資產管理公司主要風險案例(Investment Company Key risk examples)

可能存在問題	風險
1.資產未經適當保管	資產損失
2.資產未合理評價	在不正確之評價基礎下計算基金申購或贖回款，致使資產價值受到侵蝕
3.基金經理人基於其自身利益來管理基金	投資人蒙受損失，而其它人卻因而獲利
4.在未經基金持有人批准下，改變基金之基本政策、管理模式或性質	破壞投資人之財務計劃，且通常誤導基金投資朝向追求高報酬之方向(亦隱含著承擔較高風險)。

### (二) 相關法規如何降低資產管理公司可能產生之風險

1. 除經基金投資人決議通過外，應確保基金應依據其投資政策或本質進行。
2. 對外提供相關資訊應本於誠信原則。
3. 當基金進行銷售或贖回時，要求需以真實公平方式進行評價。
4. 對於使用基金資產以利行銷之情形，應訂定上限及相關限制。
5. 基於信託之忠實義務，對於投資顧問費用應予合理限制。
6. 提供資產保管(要求應有保管機構)。
7. 協助確保經理人之廉正操守。
8. 提供管理操守缺失之保護機制。
9. 要求管理之獨立檢查機制(如:董事會或受益人)。
10. 對於投資公司之舉債額度應予限制(資產財務槓桿程度)。

### (三) 投資顧問規範之原則基礎

1. 主要原則：所有投資顧問均屬信託行為之受託人，故投資顧問應基於客戶之利益來提供顧問建議。依據美國顧問法之反詐欺條款規定，已對投資顧問行為訂定相關規範，另透過對於投資顧問行為訂定相關活動限制或主動揭露告知等方式，藉以避免利益衝突之情況。
2. 投資顧問在信託責任下之相關義務原則：
  - (1) 重要事實之充分揭露：如利益衝突情形、自律缺失事項或財務狀況之風險等。
  - (2) 提供合適之顧問建議。
  - (3) 所提供顧問建議應有合理之基礎(基於客戶交易之最佳執行決策)。
  - (4) 代理投票行為(Proxy voting)。

### (四) 私募基金之顧問

美國 Dodd-Frank Act 特別要求強化對於避險基金(hedge funds)及私募基金(private funds)顧問之相關監管。法案要求大型(資產規模超過 1 千億美元)的避險基金、私募股權基金及其他投資顧問機構，應在美國證管會登記、揭露交易信息並接受定期檢查。另外，要求所有資產管理規模超過一定門檻的避險基金及其他私人資產池(包括私募股權基金和風險投資基金)的顧問向美國證管會註冊。然而 SEC 相關人員對於前揭顧問並無長期之檢查經驗，最主要仍在於檢視該等顧問商業行為是否確實遵循現行相關法令辦理。

檢查重點包括：廣告法規、保管銀行法令、投資顧問登記文件 (Form ADV; 投資顧問向美國證管會及各州證券管理當局辦理註冊登記所需填具之書面格式。另亦可透過投資顧問所填寫之相關書面格式、美國證管會之檢查、同業溝通、美國證管會執法行動等獲取更多訊息。

#### (五) 資產管理公司之執法

##### 1. 私募基金不適當或詐欺之評價方式 (Improper and Fraudulent Valuation/Performance – Private Funds)：

美國顧問法案之反詐欺條款，明文禁止投資顧問(無論是否已向 SEC 登記註冊)對投資人有任何重大不實陳述或忽略。

(1) 2014 年 Brian Williamson 及 2013 年 3 月 11 日 Oppenheimer Asset Management Inc.等案例中，私募股權組合基金(private equity fund-of-funds)之經理人有關基金資產評價政策及績效，對於投資人有重大虛偽及誤導之說明。

(2) 2012 年美國證管會發現擁有 10 億美元資產之避險基金顧問 Yorkville 公司及其 2 位經理人，對於所管理避險基金誇大報酬以隱藏損失，並增加其向客戶所收取之費用，同時亦有偏離評價政策、忽略投資負面訊息及對稽核人員隱藏負面資訊之情形。

(3) 2011 年美國證管會發現避險基金顧問 Balboa 聘用了據稱為獨立證券經紀商人員，提供錯誤報價予基金評價人員及審計人員，該案並於 2013 年 12 月 18 日被判詐欺罪刑定讞。

2. 註冊基金不適當或詐欺之評價方式：

2012 年 KCAP Financial, Inc 案例，KCAP 為一家商業發展公司，在金融危機期間高估淨資產價值達 27%，並重大誤導投資人其所採用之評價方法。

(1) 2012 年 UBS Global Asset Management (Americas) 案例，UBS Global Asset Management 公司對其所募集共同基金之特定證券評價方式，違反該檔基金之評價程序。

(2) 2010 年 Morgan Asset Management 案例，該共同基金顧問公司運用無根據的價格調整方式詐欺高估持股，並刻意忽視其他證券商報價，公司內部的評價委員會亦在多方面未善盡其在評價上之責任義務。

3. 投資策略偏離(Strategy Contrary to Disclosure)：

所有註冊登記之基金公司於申報美國證管會相關書面文件中，應說明特定之投資政策，包括投資集中度之政策。成立後，該基金未經股東之批准，其主要投資內容不得與原所擬訂之投資政策有所偏離。

(1) 註冊基金：

2011 年 Charles Schwab Investment Management 公司所經理之公募基金在未經持有人同意下，投資於風險性股權證券超過該基金所定之投資限制。該公募基金係屬債券型基金且其所訂之投資政策為投資於任一產業之資產不得超過 25%，然而該公司違反前揭投資策略，其投資比率高達 50%，另外，所經理之另一檔基金在未經持有人同意下，將基金資產投資於私人發行之不動產抵押貸款證券(MBS)之投資比率超過 25%。

2012 年 Claymore Advisor LLC 公司，基金未於其年度報告或基金申報註冊資料適當揭露基金運用衍生性商品策略之基本風險。

(2) 私募基金：

2013 年 Futher Lane Asset Management, LLC 公司所經理之避險組合基金，將其資產大量投資於本票(Pomissory notes)，與其所訂之投資策略

產生重大偏離。同年 HarborLight Capital Management,LLC 公司為了滿足重大不確定贖回要求，利用所經理之避險組合基金買進另一檔與其有重大利害關係之避險組合基金，利用少數合夥人所投資之原始基金來扶助另一檔表現不佳之基金，經理公司透過與其有利害關係基金向新投資人募集資金，並未適當揭露該基金之投資風險。

4. 評價實務(Valuation Practices)：

資產管理公司法要求基金之董事會對於無法立即取得市場報價之證券，應忠實地決定該證券與資產之公平價值，且此等董事會責任並無法授權予他人。另遵循規則(compliance rule)要求董事會應制定公平價值計算方法之相關政策及程序，且應持續檢視前揭計算方式之適當性並考量可能會影響該公平價值計算之各項因素。2012 年 Alderman 公司案例發現該公司所經理之公募基金，其評價委員會董事於評估基金資產價值時有高估所持有證券價值之情形，並未盡其忠實瞭解決定公平價值之責任。

5. 顧問報酬(Adviser Compensation)：

投資顧問報酬應訂有相關限制，且投資顧問契約中應明定相關報酬，並應經董事會之核准。美國證管會於 2013 年查核發現 Chariot Advisors,LLC 之投資顧問及前任股東，誤導一家已登記之投資基金董事會，表示其有能力提供有關演算外匯交易(algorithmic currency trading)之相關投資顧問建議，導致該基金董事會批准顧問契約，同意由該公司來管理該基金。另 2012 年 AMMB Consultant Sendirian Berhad 公司，每年對於某基金董事會提交虛偽之顧問報告，表示其已對該基金提供相關服務，惟實際並未提供。前揭顧問公司對於基金顧問之商業行為並未執行相關適當政策與程序，而違反其對該基金董事會所提供之認證文件。

6. 利益衝突(Conflicts, Side-by-side Management)：

美國證管會特別關注基金經理所產生利益衝突之問題，亦即基金經理可能同時經理多支基金(manage funds side-by-side)，而對於某些基金有利，卻對另一基金造成損失。因此，美國證管會重視基金顧問基於對客戶之

忠實義務，如何適當地進行基金間之謹慎平衡投資。2012 年 Martin Currie Inc 為一家蘇格蘭基金管理及顧問集團，其利用所經理之一檔在美國註冊登記基金，去協助另一檔因面臨全球金融危機的中國式避險基金。

#### 7. 法令遵循/內部控制(Compliance/Controls)：

依據美國顧問法第 206 條(4)-7 規定，要求已登記之投資顧問應遵守下列相關規定(即法令遵循規則):(1)採取並執行相關書面政策及程序，以合理預防、發現及改善違反顧問法之情形。(2)每年檢查相關政策與程序，以確保執行情形之適當性及有效性。(3)設置法令遵循主管負責管理相關政策及程序。另外投資顧問必須強化內部控制系統，以避免違反證券法令並保護投資顧問客戶之權益，因為當公司之法令遵循及內部控制制度不彰時，將容易產生內線交易及其他違法行為。

近期美國執法部門與檢查部門共同合作執行「法令遵循專案(Compliance Program Initiative)」以偵測顧問公司內部法令遵循程序之有效性並於必要時採取適當執法行動，截至目前為止該專案已對 8 件案件處以民事罰款。8 案件中，數案件過往美國證管會檢查部門業曾對其法令遵循缺失(deficiencies)提出警告，但公司並未實際確實改善，其中數案件並因公司內部法令遵循制度失敗導致涉入更嚴重違法情事。

例如 2014 年 Barclay Capital Inc.案例，該公司收購雷曼公司投資顧問業務並首次對該業務申請登錄時，Barclay Capital Inc.未執行相關程序強化收購新公司業務之基礎建設，將新業務整合至公司內部相關制度，導致出現未經許可交易( unauthorized principal trades)及未揭露佣金費用( undisclosed fees and commissions)情形。最終 Barclay Capital Inc.支付美金 1,500 萬與美國證管會和解。

例如 2013 年 Equitas Capital Advisors 案例，因公司未確實執行相關法令遵循政策及程序，亦未進行每年法令遵循之檢查，因而須支付 22.5 萬美元之罰鍰。另外，2011 年 AXA Rosenberg Grop 公司因計量投資模型之電腦系統產生重大錯誤，造成計量基金投資人產生 2.17 億美元之損

失，公司不僅賠償投資人之所有損失，尚須加計給付 2500 萬美元之民事賠償。

8. 不適當之交易配置(Improper Trade Allocations, Cherry Picking)：

投資顧問應盡其受委任之忠實義務，應建立相關程序以確保客戶能被公平合理地一致對待，當交易配置方式係為圖利於特定偏好之客戶或私人帳戶時，即已違反投資顧問之信託義務。所謂 **Cherry Picking** 即當投資顧問公司以共同帳戶(Omnibus Account)交易時，依其偏好延遲交易配置，挑選客戶中贏家或輸家。

2012 年 12 月 14 日 **Alethia Research and Management, Inc** 基於特定偏好客戶之利益，選擇性地進行交易(擇時或擇期)，因而造成其它客戶之損失。另 2012 年 8 月 22 日 **MiddleCove Capital LLC** 案件，顧問公司不公正地將獲利之交易分配予交易員自身帳戶，而不獲利之交易分配予客戶帳戶。

9. 未採行最佳執行決策(Best Execution)：

投資顧問對於客戶信託關係之核心義務，即為客戶尋找最佳執行決策。投資顧問接受客戶委託執行證券交易時，應基於客戶最大利益為考量。而所謂最佳執行決策，係指投資顧問已在客戶現有成本及投資環境下，採取對客戶最有利之交易方式。當投資顧問公司有多重登記或與利害關係證券商執行客戶交易時，投資顧問公司之最佳執行決策義務將更顯重要，投資顧問應確保已採行最佳執行決策，且其與關係人之交易報酬分配及例行事務，不致影響客戶的利益。

2013 年 7 月 31 日 **Goelzer Investment** 案例，該公司及其總經理利用同時設立登錄兩家公司，並透過自家具證券交易牌照證券商下單，卻並未分析自家證券商是否屬最佳執行決策。經美國證管會起訴，該公司最中返還 30 萬美金不法利益並支付 10 萬美金罰金，總經理亦支付 3 萬 5 千元美金罰款。

2014 年 **Western Asset Management** 案例，該顧問公司為避免某有價證券在集中市場以市價交易，行使兩位客戶間交易，且故意以買價成交，即



圖利買方客戶將所有獲利分配至買方客戶，違反對兩造的善良管理責任，最終該公司賠償客戶共 600 萬美金，並支付 100 萬美金民事罰金。

2013 年 Manarin Investment Counsel, Ltd 案例，投資顧問公司利用所經理之組合基金與具有利害關係之證券商進行交易，並投資於多檔公募基金，然而投資顧問公司未告知客戶有權去支付較少之費用，而造成客戶支付了不必要負擔之費用 60 萬美元，而使其利害關係證券商可獲取額外收入，最後該公司除返還 95 萬美元之不法所得，並需額外支付 10 萬美元之賠償金。

#### 10. 未揭露主要交易(Undisclosed Principal Transactions)：

主要交易係指投資顧問本身帳戶與客戶帳戶間之交易(例如從客戶帳戶買進證券至自己帳戶，或從自己帳戶出售證券至客戶帳戶)，由於涉及投資顧問與客戶間之利害關係，故投資顧問公司應以書面揭露任何財務利益及客戶與交易對手間之利害衝突，且每項交易應先經過客戶之同意始可進行。

2013 年 Parallax Investment LLC.公司及 Tri-Star Advisors Inc.公司運用有爭議方式將客戶帳戶與自身聯屬之證券商自家帳戶進行交易，且並未事前書面揭露或取得客戶同意。

2013 年 Stastney 營運長授權公司利用基金客戶資產 750 萬美元，去向營運長的朋友購買一籃子流動性證券，然而該營運長因前揭交易自其朋友獲得 250 萬美元之利益，卻未充分揭露予基金投資人知悉，最後該營運長除返還其非法所得外，尚需支付 37.5 萬美元賠償款，另經命令解除其職務達 18 個月。

#### 11. 軟錢(Soft Dollars)：

軟錢係指投資顧問公司將客戶資金下單至證券商時，自證券商處獲取之退佣或其他利益(Credits or rebates)。投資顧問公司須適當揭露軟錢相關資訊，方得保留軟錢供顧問公司使用。

2013 年 J.S. Oliver Capital Management 基於投資顧問及總經理財務上之利益，收取超過 110 萬美元之軟錢收益，惟未揭露予客戶知悉，其中美

國證管會查核發現前揭軟錢收益中有 30 萬美元，係由其總經理支付予其前妻離婚贍養費之用，且其下單證券商 Instinet LLC 內部有相關資料顯示 Oliver 公司總經理有將其客戶軟錢拿作私用，證券商內部仍核准支付 43 萬美金之軟錢。

## 12. 績效廣告(Performance Advertising)：

依據美國顧問法第 206 條(4)規定，禁止登記之投資顧問公司利用任何不實說明或可能對投資人產生重大誤導之廣告方式進行行銷。2012 年 BTS Asset Management, Inc. 利用廣告說明其所經理之高收益債券基金從未有投資損失之情形，然而在 2004 年該基金有近一半的客戶歷經投資損失。該公司因前揭不實廣告之情形，而被處以 20 萬美元罰款。

## 參、心得與建議

### 一、我國與美國執法調查之差異：

#### (一)執法法律架構的不同：

我國與美國在證券金融犯罪之執法法律架構有所不同。美國法律賦予證管會之執法手段相當充分，包括調查權、檢查權、民事控訴權，且可授權自律組織進行查核及處罰。美國聯邦證券交易法第 21 條並賦予證管會準司法權，美國證管會得對涉及不法案件進行必要之調查。執法部門並因此具有多樣調查工具，包括發出傳票、凍結銀行帳戶、取得電話紀錄、銀行帳戶紀錄、電子郵件紀錄或相關文件與證詞等，故在查核證券不法案件時更能掌握時效。依照美國聯邦證券交易法，美國證管會並被授權得宣誓和作證，命令傳喚證人，使其出席，取證，要求提供委員會認為與調查有關或對調查是重要的任何帳簿、證件、信件、便函和其他記錄，假使個人拒絕接受美國證管會所發出的命令，證管會得請求法院，在上述調查或行動得以繼續進行的範圍內，或在上述個人居住或營業的地方，幫助要求證人出席和作人證，並且提供帳簿、證件、信件、便函和其他記錄，此外美國證管會並得以民事手段與犯罪者達成和解，

要求返還投資人不法利益，避免訴訟過長，並提高遏止犯罪效率。

美國證管會官員並指出，近年在執法調查中，取得涉案者手機通聯記錄、涉案者電腦資料、網路社群媒體等方向為調查相當關鍵之手段，美國證管會具備準司法調查權且得向法院申請凍結資產命令，即時保全犯罪不法利益，能有相當有效辦理調查並遏止不法。惟其民事調查與刑事調查係採平行調查制度，亦可能同時須共同與檢調單位合作，且須處理民事證據在刑事法庭上使用之爭議。

相較我國體制，與歐陸如德國之體制較為類似，證券監管單位非準司法機關且僅有行政調查權，並無美國證管會得取證、請求法院凍結資金帳戶、查調電話手機通聯、扣押相關證據及得與涉案者民事和解之權力。對於涉及刑事責任之不法案件，在初步發現後仍須交由檢調單位進行調查起訴，故對於證券不法案件之蒐證與調查工作，在查核效率上較為侷限，亦缺乏透過民事和解手段遏止犯罪之權力。為提高我國對於證券不法案件之查核效能，需仰賴與司法機關充分合作，而目前法務部已於金融監督管理委員會派駐檢察官，並定期召開「金融不法案件工作聯繫會報」，在充分密切合作下，期能有效加強金融監理並打擊金融犯罪。

## (二)善用和解手段：

觀察美國證管會相關執法案例，發現無論在內線交易、證券商管理、資產管理公司及投顧事業管理等查核案例中，常使用和解之方式與當事人達成和解，並輔以高額之賠償金用以補償被害投資人之損失。據美國證管會表示，其有關證券不法調查案件約有 8 成係與當事人達成和解，可見案件透過和解方式反為美國執法處分最常見方式，透過和解程序得以有效縮短相關調查作業時程，並可達到嚇阻不法與提供較迅速投資人補償之效果。反觀我國證券法制，因司法體制不同，證券主管機關非準司法機關，調查權力有限且民事上尚無和解之程序，一旦發現涉有證券不法情形，證券主管機關僅得依其違規行為所涉及之刑事責任移送檢調、行政責任予以課責。

## (三)高執法處分金額與吹哨者檢舉機制：

查美國對於證券不法案件之處分金額，無論係和解之賠償金或行政處分均採取重罰方式，以近期美國證券不法案例之賠償金額觀之，美國證管會近期於 2014 年 9 月 17 日因不符證券商淨資本要求，起訴交易業務占整體美國股權市場交易量之 9% 之高頻交易商 Latour Trading LLC，並與 Latour Trading LLC 公司以 1,600 萬美金之罰金和解，在課以重罰之情形下，對遏止證券不法行為有市場宣示效果。

美國 2012 年開始新吹哨者檢舉制度，為提高投資人檢舉之意願，防制證券不法行為之發生，對於違法案件裁罰金額合計超過 1 百萬美元者，規定檢舉人將有權獲得裁罰金額 10% 至 30% 間之檢舉獎金。因依法得給予之檢舉獎金比例高，新制度運作後，美國證管會於 2014 年 9 月支付了近年來最高額吹哨者獎勵金共約 3,000 萬美金(9 億臺幣)予有效提供關鍵執法原始證據之境外個人，此等鉅額獎金及檢舉人非美國籍人士身分之案例，顯見美國執行吹哨者制度決心，且確實有效協助美國證管會之執法。美國證管會官員於會議中亦特別指出，該吹哨者制度特別之處，係其獎金並非來自人民納稅或投資人繳納之金錢，而係來自美國國會成立之投資人保護基金，源自美國證管會執法時向其他違反證券管理法令者所收取的罰金。

反觀我國證券交易法第 178 條對於違反強制或禁止規定之行政罰鍰金額，係處新臺幣 24 萬元以上 240 萬元以下罰鍰，另證券交易法第 56 條及第 66 條對證券商違反規定並未有罰鍰處分，處罰為警告、解除職務、停止部分業務；投信投顧法第 111 條對於投信投顧業者違反禁止規定者處新臺幣 60 萬元以上 300 萬元以下罰鍰。我國罰則相較於美國之處罰額度較為輕微，對證券業者執法得選擇之處罰方式較少，缺乏得處以具有金額彈性之罰鍰。另金融監督管理委員會雖亦有訂定「金融監督管理委員會受理民眾檢舉金融違法案件獎勵要點」，惟其檢舉獎金核發為新臺幣 5 千元至 5 萬元之間，故檢舉獎金不高，對於投資人尚無檢舉誘因，舉發效果有限。

#### (四)鑑識技巧的運用：

美國證管會因屬準司法機關，其對證券調查權力之廣泛運用，促使其成立了犯罪實驗室，專責處理證券執法之鑑識作業，實驗室每日處理各種鑑識資料，以執法過程中取得之涉案人電腦硬碟、手機各類資料，負責鑑識尋找可疑資訊、檔案過往使用人，甚至當涉案人將手機或電腦銷毀時，進行回溯並讀取可能被損壞資訊。在讀取手機相關證據時，該犯罪實驗室亦有設置特殊設備阻絕訊號進入實驗室，以有效避免手機內資料被外來訊號刪除。美國證管會利用設置專門犯罪實驗室，以專業人士集中處理證券執法相關鑑識作業，得運用科技與專業人士大幅提升執法效率，然美國證管會官員表示，鑑識人員仍應不時與調查人員在不同階段進行溝通，俾利協助鑑識工作之進行。我國因非屬準司法機關，調查工具較不如美國完整，惟與會多數主管機關亦表示，美國證管會犯罪實驗室，在各國多屬檢調單位配備。

## 二、證券商與資產管理公司之執法：

美國對證券商與資產管理公司之執法與可能違規態樣與我國情形大致雷同，最大不同處係美國證管會對違規行為之處罰程度或金額相對較高。惟仍有以下值得注意之處：

### (一)美國明確規範證券商及高階主管監督不周之責任：

依據美國聯邦證券相關法規之規範，證券商及內部高階人員，如對下屬(如銷售商品之從業人員)違反美國聯邦法規之行為，迨於行使證券商及高階人員督導之職責，仍得對其監督不周進行處分。此項規定可有效遏止不法行為中，知情但非第一線面對客戶直接銷售，較難判定罪嫌之高階主管。另美國在執法上對監督不周亦有豁免條件，更明確定義了何謂監督不周之違規。我國在此類型案件執法上，通常對證券商從業人員違反法規，對公司可能以內部控制制度未健全或公司未盡督導責任處分，但較少明確規範負責督導該案之高階管理人員責任，未來亦可參考美國調整我國法規以強化執法效能。

### (二)近期跨境未經登記執行業務執法之重要案例：

美國證管會近期以 Credit Suisse Group AG 涉違反聯邦證券法，未經登錄許可提供上千位美國籍客戶跨境證券服務，並獲利超過 8,200 萬美金於 2014 年 2 月起訴 Credit Suisse Group AG。Credit Suisse Group AG 之跨境交易模式係由該公司人員跨境飛抵美國，以招攬客戶、提供投資服務並勸誘進行證券交易，惟渠等人員並未於美國證管會登錄，且並非屬經核可機構之僱員。Credit Suisse Group AG 最終承認其不法行為並支付 1.96 億美金與美國證管會和解(該案美國證管會亦有透過瑞士證券主管機關協助調查)。臺灣多年來亦均有類似案例，香港、新加坡之金融機構人員跨境來臺招攬客戶、提供投資服務並勸誘進行證券交易，惟非法於我國境內經營證券業務主涉違反證券交易法第 44 條而有第 174 條 1 年以上 7 年以下有期徒刑，得併科新臺幣二千萬元以下罰金之責，然通常涉刑事責任，在檢調單位調查過程證據蒐集及成案起訴較困難，美國證管會得以高額罰金和解之方式處分，其手段、處罰程度、執法效能與遏阻效果較佳。

### 三、未來強化國際間執法合作之重要性：

以前揭提到相關重大案件為例，近期美國最高額吹哨者獎金來自海外非美國籍人士、Credit Suisse Group AG 涉跨境未經登記執行業務之案件調查亦曾獲瑞士證券主管機關協助，可見近年來證券金融交易之全球化與國際化程度愈來愈高、跨境交易複雜度與不法案件之頻繁度大增。國際證券管理機構組織(IOSCO)基於此跨國主管機關資訊互換之重要，業要求所有會員均需簽署 IOSCO 跨國之多方諒解合作備忘錄(IOSCO MMoU)，否則將限制會員權益，截至 104 年 1 月底止，全球業有 103 個主管機關成為 IOSCO MMoU 之正式簽署國，我國金管會亦於 100 年 3 月正式簽署 IOSCO MMoU。

103 年度 1 月國際證券管理機構組織(IOSCO)亞太區域委員會中，香港證監會曾表示，最近 2 年度發現，透過 IOSCO MMoU 進行的跨境執法案件大幅度提高了約 60%，另與其他國家之跨境執法(不包含大陸證監會)合作約占有所有國際業務工作量之 40%，美國證管會亦表示，近年跨境交易

執法之頻繁，甚至有部分案例同時需要四、五個以上各國主管機關協助，故如何加強國際間執法合作，共同打擊證券不法行為，以維護市場秩序及保障投資人權益，將更形重要。

另值得一提的是，美國證管會特別指出，現行聯邦法規對美國證管會對他國主管機關間協助，並未限制以具備簽署雙邊或多邊合作契約或協定為要件，因此並未與美方簽署雙邊 MoU 或 IOSCO MMoU 之主管機關亦得向美國證管會尋求協助。

美國證管會舉辦本次會議，亦希望藉由此平臺，讓各國主管機關間得交流各國間之證券市場及法令執行情形，進而加強各國主管機關之國際監理與執法合作、擴大跨國執法監理聯繫之網絡。隨著經濟全球化之發展，證券犯罪手法推陳出新，且其涉及不法之範圍從投資人、下單地、涉入中介機構、交易市場及發行人等，均可能跨及多個地區及國家，臺灣面臨全球化市場變化、我國證券商及金融機構拓展布局亞洲市場，未來可能更有跨境執法需求，故應加強國際間執法行動之合作，共同協助進行資料提供及稽查，俾能有效遏止、查稽不法。

## 附件：證券市場發展國際研討會議程

# INTERNATIONAL INSTITUTE FOR ENFORCEMENT

## AGENDA

*November 17-21, 2014*

### Monday, November 17

**8:00 Registration**

**9:00 Program Overview**

**Speaker: Z. Scott Birdwell**  
**Assistant Director**  
**SEC Office of International Affairs**

**9:15 Opening Remarks**

**Speaker: Alberto A. Arevalo**  
**Associate Director**  
**SEC Office of International Affairs**

**9:30 Best Practices in Investigative Procedures and Interview Techniques**

**Speaker: Kara Brockmeyer**  
**Chief, Foreign Corrupt Practices Act Unit**  
**SEC Division of Enforcement**

**10:45 BREAK**

**11:00 Investigating and Prosecuting Insider Trading**

**Speaker: Stephen L. Cohen**  
**Associate Director**  
**SEC Division of Enforcement**

**12:30 LUNCH**

**2:00 Investigating and Prosecuting Ponzi Schemes**

**Speaker: Kurt Gresenz**  
**Assistant Director, International Enforcement**  
**SEC Office of International Affairs**

**3:30 BREAK**



**3:45 Market Manipulation**

**Speaker: Cameron Funkhouser  
Executive Vice President  
Financial Industry Regulatory Authority (FINRA)**

**Tuesday, November 18**

**9:00 Financial Accounting and Disclosure Fraud by Issuers**

**Speaker: Margaret S. McGuire  
Senior Counsel to the Director and  
Vice Chair of the Financial Reporting and  
Audit Task Force  
SEC Division of Enforcement**

**10:15 Building an Effective Enforcement Program**

**Speaker: Andrew Ceresney  
Director  
SEC Division of Enforcement**

**10:45 BREAK**

**11:00 Criminal Enforcement of the Securities Laws**

**Speaker: Katherine Goldstein  
Deputy Chief  
Securities and Commodities Fraud Task Force  
United States Attorney's Office  
Southern District of New York**

**Cynthia Joyce Campbell  
Director of Enforcement  
Alberta Securities Commission  
CANADA**

**12:30 LUNCH BREAK**

**2:00 Investigating and Prosecuting Broker-Dealer Violations**

**Speakers: Toni Chion  
Associate Director  
SEC Division of Enforcement**

**Robert A. Cohen**  
Co-Chief, Market Abuse Unit  
SEC Division of Enforcement

**Alexander Koch**  
Assistant Director  
SEC Division of Enforcement

**3:30 BREAK**

**3:45 Using Digital Forensics Tools to Combat Securities Fraud**

**Speakers: Jonathan S. Polish**  
Senior Trial Counsel  
SEC Chicago Regional Office

**David H. Sheldon**  
Supervisor, IT Forensics  
SEC Division of Enforcement

**Wednesday, November 19**

**9:00-12:00 Concurrent Workshops**

**Workshop A —Litigating Securities Law Violations; Insights from the Chief  
Administrative Law Judge (Courtroom)**

**Speaker: The Honorable Brenda Murray**  
Chief Administrative Law Judge

**Workshop B – Insider Trading**

*This workshop will involve an interactive session with experienced SEC enforcement staff on the investigation and prosecution of insider trading. Audience participation will be encouraged to share comparative approaches for investigating and prosecuting insider trading.*

**Speakers: Ricky Sachar**  
Associate Director  
SEC Division of Enforcement

**Izabela Reis**  
Senior Counsel, Enforcement Cooperation  
SEC Office of International Affairs

### **Workshop C –Investigating and Prosecuting Market Manipulation**

*This workshop will involve an interactive session with experienced SEC enforcement staff on the investigation and prosecution of market manipulation. Audience participation will be encouraged to share comparative approaches for investigating and prosecuting market manipulation.*

**Speakers:**     **Thomas Swiers**  
                      **Senior Counsel**  
                      **SEC Office of International Affairs**

**Mike Pesunti**  
**Lead Investigator**  
**British Columbia Securities Commission**  
**CANADA**

### **Workshop D –Investigating and Prosecuting Financial Accounting and Disclosure Fraud**

*This workshop will involve an interactive session with experienced SEC enforcement staff on the investigation and prosecution of financial accounting and disclosure fraud. Audience participation will be encouraged to share comparative approaches for investigating and prosecuting accounting and disclosure violations.*

**Speakers:**     **Margaret McGuire**  
                      **Senior Counsel to the Director and**  
                      **Vice Chair of the Financial Reporting and**  
                      **Audit Task Force**  
                      **SEC Division of Enforcement**

**Matthew Greiner**  
**Branch Chief**  
**SEC Office of International Affairs**

### **Workshop E- SEC Crime Laboratory**

*An in-depth discussion of the SEC Crime Lab technology (the virtual tour will be presented in one of our plenary sessions for all delegates).*

**Speakers:**     **Jonathan S. Polish**  
                      **Senior Trial Counsel**  
                      **SEC Chicago Regional Office**

**David H. Sheldon**  
**Supervisor, IT Forensics**  
**SEC Division of Enforcement**

**12:00 LUNCH BREAK**

**1:30 Market Intelligence: Systems and Techniques**

**Speaker: Vincent Martinez**  
**Chief, Office of Market Intelligence**  
**SEC Division of Enforcement**

**2:30 BREAK**

**2:45 Examinations and their Relation to Enforcement**

**Speaker: Drew Bowden**  
**Director**  
**SEC Office of Compliance Inspections and Examinations**

**3:45 BREAK**

**4:00 Whistleblower Programs**

**Speakers: Sean McKessy**  
**Chief, Office of the Whistleblower**  
**SEC Division of Enforcement**

**Sa'adatu Mohammed Bello**  
**Executive Commissioner**  
**Securities and Exchange Commission**  
**NIGERIA**

**Thursday, November 20**

**9:00 - 12:00 Concurrent Workshops**

**Workshop F – Insider Trading**

*This workshop will involve an interactive session with experienced SEC enforcement staff on the investigation and prosecution of insider trading. Audience participation will be encouraged to share comparative approaches for investigating and prosecuting insider trading.*

**Speakers: Mickäel Moore**  
**Senior Counsel**  
**SEC Office of International Affairs**

**Anik Shah**  
**Senior Counsel**  
**SEC Division of Enforcement**

**Cullen Frederick Price  
Senior Litigation Counsel  
Ontario Securities Commission  
CANADA**

**Workshop G –Investigating and Prosecuting Market Manipulation**

*This workshop will involve an interactive session with experienced SEC enforcement staff on the investigation and prosecution of market manipulation. Audience participation will be encouraged to share comparative approaches for investigating and prosecuting market manipulation.*

**Speakers: Heidi H. Mayor  
Senior Counsel  
SEC Office of International Affairs**

**Workshop H –International Cooperation in Enforcement Matters**

*This workshop will feature a discussion by staff from the SEC's Office of International Affairs about best practices and common obstacles in both seeking and providing assistance in international enforcement matters.*

**Speakers: Marianne B. Olson  
Senior Special Counsel, Office of Enforcement Cooperation  
SEC Office of International Affairs**

**Erin McCartney  
Senior Special Counsel, International FCPA Enforcement and  
Technical Assistance  
SEC Office of International Affairs**

**Neill Ryan  
Secondee to the U.S. SEC  
Financial Conduct Authority  
UNITED KINGDOM**

**Workshop J --Broker-Dealer Examinations and Violations**

*This workshop will feature a mock examination and enforcement action against a broker-dealer.*

**Speakers: Kathleen Hutchinson  
Senior Special Counsel, Supervisory Cooperation  
SEC Office of International Affairs**

**Conway Dodge  
Assistant Director  
SEC Division of Enforcement**

## **Workshop K –Investigating and Prosecuting Ponzi and Pyramid Schemes**

*This workshop will feature a case study of an investigation and prosecution of a pyramid scheme, and discussion of the best practices in bringing expedited proceedings to stop these frauds.*

**Speakers:** **Carlos Costa-Rodrigues**  
**Senior Counsel**  
**SEC Office of International Affairs**

**Thomas Swiers**  
**Senior Counsel**  
**SEC Office of International Affairs**

**Carolyn Welshhans**  
**Senior Counsel**  
**SEC Division of Enforcement**

**12:00 LUNCH BREAK**

**2:00 Investigating and Prosecuting Abuses Involving Investment Advisors, Investment Companies, Hedge Funds and Private Equity Funds**

**Speakers:** **Anthony S. Kelly**  
**Assistant Director**  
**SEC Division of Enforcement**

**Adam S. Aderton**  
**Assistant Director**  
**SEC Division of Enforcement**

**Panayiota (Toula) K. Bougiamas**  
**Assistant Director**  
**SEC Division of Enforcement**

**3:30 BREAK**

**3:45 Appropriate Remedies and Sanctions for Securities Law Violations**

**Speaker:** **Matthew Solomon**  
**Chief Litigation Counsel**  
**SEC Division of Enforcement**

**5:00 End of Day**

**Friday, November 21**

**9:00 Insider Trading Surveillance – FINRA**

**Speaker: Sam Draddy  
Vice President  
Office of Fraud Detection and Market Intelligence  
Financial Industry Regulatory Authority (FINRA)**

**10:15 BREAK**

**10:30 International Cooperation in the Investigation and Prosecution of Securities Fraud**

**Alberto A. Arevalo  
Associate Director  
SEC Office of International Affairs**

**Z. Scott Birdwell  
Assistant Director, Technical Assistance  
SEC Office of International Affairs**

**12:00 Closing Remarks**

**Paul A. Leder  
Director  
SEC Office of International Affairs**