

利用未公开信息交易的认定标准与实践适用

——基于行政执法与刑事司法案例视角

王宏宇*

摘要：利用未公开信息交易行为的获利空间巨大,近年来在利用未公开信息交易的案件调查中频繁发现新问题,违法当事人对未公开信息、利用未公开信息主体、交易行为等构成要件频繁提出申辩、上诉意见。本文以利用未公开信息交易的行政处罚决定书和二审刑事裁定书为研究对象,通过分析行政执法和刑事司法文书的申辩和上诉意见及执法机关的回复意见,总结研究利用未公开信息交易行为的核心执法要点,提炼出对利用未公开信息交易行为构成要件的认定意见,为进一步完善执法体系提出建议。

关键词：利用未公开信息 行政处罚 刑事裁定

利用未公开信息交易是当事人利用因职务便利获取的内幕信息以外的其他未公开的信息进行证券交易的违法行为,《中华人民共和国刑法修正案(七)》(主席令第10号,以下简称《刑法》)、《中华人民共和国证券投资基金法》(主席令第71号,以下简称《基金法》)和《中华人民共和国证券法(2019修订)》(主席令第37号,以下简称2019年《证券法》)分别从刑事司法和行政执法角度对利用未公开信息交易的构成要件和处罚适用进行了法律层面的规定,《最高人民法院、最高人民检察院关于办理利用未公开信息交易刑事案件适用法律若干问题的解释》(法释〔2019〕10号,以下简称《利用未公开信息的解释》)、中国证监会《利用未公开信息交易案件调查证据规范》从刑事和行政调查角度对利用未公开信息交易罪的法律适用、定罪量刑标准进行了更为详细的规定。

* 作者简介:王宏宇,男,哈尔滨工程大学管理学博士,研究方向为宏观经济学、金融学,本文仅代表作者个人观点。

一、问题的提出

目前,对利用未公开信息交易罪的执法体系已经建成,证券交易所监测体系日益完善,行刑衔接稳步推进,利用未公开信息交易的违法犯罪行为得到有效控制。但是,鉴于利用未公开信息交易行为的获利空间巨大,仍有当事人通过借用账户等多种违法手段铤而走险,在案件调查中也频繁发现新问题,违法当事人对未公开信息自身、利用未公开信息主体等构成要件频繁提出申辩、上诉意见。因此,需要总结过去对利用未公开信息交易行为的执法经验,进一步厘清利用未公开信息交易行为的构成要件,准确适用法律,依法打击利用未公开信息交易行为。本文以中国证监会官网披露的 11 份 2017 年至今的利用未公开信息交易行政处罚决定书和“中国裁判文书网”搜索的 14 份高级人民法院的利用未公开信息交易罪二审刑事裁定书为研究对象,通过分析行政执法和刑事司法文书中当事人的申辩和上诉意见及中国证监会和相关人民法院的回复意见,总结研究利用未公开信息交易行为的核心要点,进一步完善利用未公开信息交易行为的行政执法体系。

二、利用未公开信息交易行为的行政处罚申辩意见分析

(一) 行政处罚申辩意见总体情况

2017 年至今,通过中国证监会官网披露内容,共查询到 11 份利用未公开信息交易行为的行政处罚决定书^①,涉及 1 位法人和 15 位自然人,整理出 33 条涉案当事人申辩意见。本文将上述申辩意见按照利用未公开信息交易的构成要件进行分类,总结归纳出 10 项申辩意见类型。

表 1 利用未公开信息行政处罚决定书申辩意见归类

序号	申 辩 意 见	申辩意见归属类型
1	“杨某”账户的资金为郭某某母亲的资金,没有来源于郭某某家庭的出资	账户控制关系是否合理

^① [2017]4 号、[2018]11 号、[2018]43 号、[2019]67 号、[2019]93 号、[2019]142 号、[2019]145 号、[2020]73 号、[2020]6 号、[2020]18 号、[2020]72 号。

续 表

序号	申 辩 意 见	申辩意见归属类型
2	郭某某认为其母亲汇入“杨某”账户的资金系郭母委托 张某购买理财产品,没有让张某炒股的意图	账户控制关系是否合理
3	张某家庭投资资金与其资产相比较少,不能正常解释张 某利用非公开信息牟利的意图	交易的合理性是否成立
4	现有对比数据不能证明郭某某向张某泄露因职务获取的 未公开信息	泄露或明示、暗示的事实 是否合理
5	张某的交易行为证明其买卖股票是基于自己的判断	交易的合理性是否成立
6	不存在共同利用未公开信息牟利的意图	合谋的事实是否合理
7	认定郭某某、张某利用未公开信息交易股票依据不足	利用未公开信息交易的证 据是否充足
8	《基金法》第 123 条第一款所处罚的对象应该是公募基 金的投资行为	法律适用是否合理
9	应优先适用《私募管理办法》第 38 条的规定进行处罚, 而非《基金法》第 123 条	法律适用是否合理
10	涉案行为适用《私募管理办法》第 38 条处罚更为合适	法律适用是否合理
11	熙玥投资经过集体决策管理“竺某某”账户,与熙玥 1 号 等同管理,不存在牟取私利的动机	未公开信息认定是否合理
12	因为等同管理,才导致趋同交易	未公开信息认定是否合理
13	相关未公开信息的源头即是熙玥投资,并非“泄露因职 务便利获取的未公开信息、利用该信息”的情形	泄露或明示、暗示的事实 是否合理
14	案涉行为不适用《基金法》第 123 条处罚	法律适用是否合理
15	劣后级投资人在事后均已出具情况说明认为案涉行为不 侵犯其权益	交易的合理性是否成立
16	当事人未从上述行为中获益,没有违法所得	违法所得的认定是否合理
17	刘某某从未参加过投决会。公司也未聘请过研究员进行 投资研究,故不存在“未公开信息”	未公开信息认定是否合理
18	刘某某运用自身经验为王某某代管账户的行为不应被认 定为“利用未公开信息”	利用未公开信息交易主体 认定是否合理
19	《行政处罚事先告知书》中拟没收的违法所得并非刘某某 所得,不应作为处罚的基数	违法所得的认定是否合理

续 表

序号	申 辩 意 见	申辩意见归属类型
20	刘某某的私募从业人员身份应适用《私募办法》第 38 条的规定处以警告和三万元以下罚款	法律适用是否合理
21	买入股票以长期持有为目的,并没有损害中南 1 号账户的利益	交易的合理性是否成立
22	不具有利用未公开信息的主观故意,仅是借用账户从事配资炒股	交易的合理性是否成立
23	中南投资不属于私募基金管理人	利用未公开信息交易主体认定是否合理
24	王某某的主体身份是投资顾问的工作人员。王某某未有担任基金管理人职务的事实	利用未公开信息交易主体认定是否合理
25	王某某行为不适用《基金法》第 123 条,应依据证监会第 105 令相关规定	法律适用是否合理
26	天猊 1 号基金的交易信息不具有重大性,且随时对基金份额持有人公开,不属于未公开信息	未公开信息认定是否合理
27	杜某某对天猊 1 号基金和其个人证券账户采用相同的投资策略,未违反对天猊 1 号基金份额持有人的信义义务	交易的合理性是否成立
28	不应当适用《基金法》第 123 条第一款的规定对其作出行政处罚	法律适用是否合理
29	杜某某违法情节轻微,已及时纠正,未造成危害后果	过罚相当是否合理
30	陈某某、陈某某没有利用未公开信息交易股票盈利的主观故意	交易的合理性是否成立
31	陈某某、陈某某没有因趋同交易而获得虚高利益,仅为投资股票的风险收益	交易的合理性是否成立
32	陈某某、陈某某应适用《私募基金管理办法》第 38 条,不应适用《基金法》第 123 条第一款	法律适用是否合理
33	陈某某、陈某某此前无违法违规行为,对其处罚过重	过罚相当是否合理

在表 1 的基础上,汇总出利用未公开信息交易的行政处罚决定书的申辩意见并加以聚类,归纳出“交易的合理性是否成立”“法律适用是否合理”“未公开信息认定是否合理”“利用未公开信息交易主体认定是否合理”等 10 项当事人的申辩意见,并对各申辩意见的频次加以统计,具体如下表:

表 2 利用未公开信息申辩意见统计

申 辩 意 见	申辩意见频次
交易的合理性是否成立	8
法律适用是否合理	8
未公开信息认定是否合理	4
利用未公开信息交易主体认定是否合理	3
泄露或明示、暗示的事实是否合理	2
过罚相当是否合理	2
账户控制关系是否合理	2
违法所得的认定是否合理	2
合谋的事实是否合理	1
利用未公开信息交易的证据是否充足	1
总 计	33

(二) 行政处罚申辩意见具体情况分析

基于表 2 对行政处罚申辩意见的频次统计,按照申辩频次降序逐项分析。

1. 交易的合理性

共有 8 名当事人提出认为其股票交易行为具有合理性的申辩意见,占比 24.24%,在申辩意见中占比第一。不同于内幕交易行为认定中被处罚人不能作出合理说明是重要构成要件,除了当事人明示、暗示他人交易外,利用未公开信息交易的法律规制体系内并未要求行为当事人要有合理解释理由^①,8 名当事人提出的申辩意见主要分为以下情形:一是认为自己没有利用未公开信息交易股票的主观故意。如王某某认为自己仅是借用账户从事配资炒股不具有利用未公开信息的主观故意,陈某某、陈某某认为两人的行为系股票投资,张某提出其交易的额度远小于家庭资产情况,没有利

^① 《关于办理利用未公开信息交易刑事案件适用法律若干问题的解释》第 4 条第 6 款中要求行为人对明示、暗示他人从事交易活动要结合是否有合理解释加以认定。

用未公开信息牟利的意图。二是认为自己利用未公开信息交易股票未违反对基金持有人的信义义务。杜某某、王某某提出买入股票以长期持有为目的,未违反对投资人的信义义务,邓某某案件中甚至相关基金的劣后级投资人出具情况说明认为涉案行为不侵犯其权益。三是认为交易是基于自身的判断。陈某某、陈某某和张某案件中,当事人均认为买卖股票是基于自己的判断,没有因趋同交易而获得虚高利益,仅为投资股票的风险收益。

2. 法律适用

共有8名当事人提出对利用未公开信息主体和处罚的法律适用申辩意见,占比24.24%。《基金法》第123条规定了罚则^①,《私募基金管理办法》第38条对违法行为的处罚为“警告并处三万元以下罚款”。8名当事人均为私募基金从业人员,出于从轻或减轻处罚的考虑,均提出对其利用未公开信息交易行为应适用《私募基金管理办法》第38条,不应适用《基金法》第123条第1款。8名当事人提出的理由略有不同,陈某某、陈某某、王某某、刘某某、邓某某、刘某某、杨某、李某某提出其身份系私募基金从业人员,《基金法》第123条第1款所处罚的对象应该是公募基金的投资行为,而非私募基金。刘某某、杨某、李某某三人还提出根据特别法优于一般法、证监会的同类型行政处罚案例和过罚相当原则,适用《私募基金管理办法》第38条的规定对私募基金从业人员作出行政处罚。

3. 未公开信息认定

33份申辩意见中4位当事人提出对未公开信息认定的申辩意见,占比12.12%。未公开信息是利用未公开信息交易行为认定的重要构成要件之一,《利用未公开信息的解释》第1条中规定了未公开信息的明确界定。4位当事人主要从交易信息不具有重大性和公开性角度提出申辩,其中,杜景涛提出天貌1号基金的交易信息随时对基金份额持有人公开,不属于未公开信息,刘某某提出其为王某某代管账户不涉及未公开信息,熙玥投资提出管理“竺某某”账户是经过集体决策后决定的,与熙玥1号等同管理,不存在未公开信息。上述当事人主要意图通过否定未公开信息的存在进而否认利用未公开信息交易的行为。

4. 利用未公开信息交易主体

33份申辩意见中3位当事人提出对未公开信息主体认定的申辩意见,占比

^① 《基金法》第123条对违法行为的处罚是“责令改正,没收违法所得,并处违法所得一倍以上五倍以下罚款,没有违法所得或者违法所得不足一百万元的,并处十万元以上一百万元以下罚款”。

9.09%。《刑法》第180条第4款^①规定了利用未公开信息交易罪的行为主体。3位当事人均是通过否定身份进而否定违法行为的路径提出申辩,其中,王某某提出其主体身份是投资顾问的工作人员而未有担任基金管理人职务的事实,更提出其任职单位中南投资是投资顾问而不属于私募基金管理人,刘某某提出其未参加过盈象资管的投决会,不属于利用未公开信息交易主体。

5. 其他

泄露或明示、暗示的事实共有两项申辩,熙玥投资和邓某某提出未公开信息的源头即是熙玥投资,所以不存在“泄露因职务便利获取的未公开信息、利用该信息”的情形,郭某某提出现有对比数据不能证明郭某某向张某泄露因职务获取的未公开信息。过罚相当共有两项申辩,陈某某和陈某某、杜某某提出违法情节轻微,对其处罚过重。账户控制关系共有两项申辩,主要是对账户资金往来提出基于理财的理由。违法所得共有两项申辩,刘某某提出其是为了王某某的利益对其账户进行管理与操作,所得收益全部由王某某享有,不应视作刘某某的违法所得,熙玥投资、邓某某提出未从行为中获益,故不应作为违法所得。利用未公开信息交易的证据是否充足和合谋的申辩都仅有一项,郭某某认为与张某是正常交往,不存在共同利用未公开信息牟利的意图,不属于合谋,张某提出其利用未公开信息交易股票依据不足,不应处罚。

三、利用未公开信息交易行为的行政裁定上诉理由分析

(一) 刑事判决上诉意见总体情况

通过“中国裁判文书网”共搜集到14份高级人民法院对利用未公开信息交易的二审刑事裁定书^②。将上述上诉意见按照利用未公开信息交易的构成要件进行分类,整理出34条涉案当事人提出的上诉理由,总结归纳出7项申辩意见类型。

^① 《中华人民共和国刑法》第180条第4款:“证券交易所、期货交易所、证券公司、期货经纪公司、基金管理公司、商业银行、保险公司等金融机构的从业人员以及有关监管部门或者行业协会的工作人员,利用因职务便利获取的内幕信息以外的其他未公开的信息,违反规定,从事与该信息相关的证券、期货交易活动,或者明示、暗示他人从事相关交易活动,情节严重的,依照第一款的规定处罚。”

^② (2020)粤刑终436号、(2019)沪刑终76号、(2019)鲁刑终279号、(2018)沪刑终95号、(2019)鲁刑终147号、(2018)粤刑终479号、(2018)京刑终70号、(2017)京刑终153号、(2017)沪刑终18号、(2016)京刑终60号、(2016)京刑终61号、(2016)鲁刑终146号、(2015)沪高刑终字第49号、(2014)粤高法刑二终字第137号。

表3 利用未公开信息交易二审刑事裁定书上诉情况

序号	上 诉 理 由	上诉理由归属类型
1	杜某某犯罪情节属于“情节严重”而非“情节特别严重”	量刑过重
2	姜某某一、二审期间检举揭发他人犯罪均构成立功且二审期间其亲属代其退出违法所得 200 万元	从轻或减轻处罚
3	二审期间柳某亲属代其退出违法所得 150 万元	从轻或减轻处罚
4	蒋某以其未告知丈夫王某某相关未公开信息,对于王某某利用陈某等 8 个证券账户交易股票的行为不知情	泄露或明示、暗示的事实是否合理
5	有关涉案 9 个证券账户盈利数额的鉴定结论在鉴定方法、数额、内容等方面存在严重不足	违法所得的认定是否合理
6	助理沈某某、楼某某独立下单与涉案 9 个证券账户存在重合与趋同的股票,应从犯罪数额中扣除	违法所得的认定是否合理
7	其行为构成自首,应减轻处罚	从轻或减轻处罚
8	袁某主观恶性较小,且具有从犯、坦白、自愿认罪认罚等从宽处罚情节	从轻或减轻处罚
9	认定其趋同交易金额、获利数额部分事实不清	违法所得的认定是否合理
10	资产管理报告公开后相关的股票配置情况不应再属于未公开信息	未公开信息认定是否合理
11	其有自首情节,且案发后主动退赃,原判量刑重	从轻或减轻处罚
12	涂某主动投案接受调查,如实供述且积极接受处罚	从轻或减轻处罚
13	一审认定的趋同交易买入金额和非法获利金额依据不足	违法所得的认定是否合理
14	危害性较小,且具有自首、退赃等情节	从轻或减轻处罚
15	不属于犯罪情节特别严重,一审量刑过重	从轻或减轻处罚
16	李某提出原判量刑过重	量刑过重
17	一审未对利用未公开信息的交易金额和获利金额进行司法鉴定导致事实不清	违法所得的认定是否合理
18	罗某 1 系自首,应从轻或减轻处罚	从轻或减轻处罚
19	一审量刑畸重。	量刑过重
20	罗某 2 不是利用未公开信息交易罪的犯罪主体	交易主体的法律适用是否合理

续 表

序号	上 诉 理 由	上诉理由归属类型
21	一审认定罗某 2 共同犯罪的交易数额和获利数额有误	违法所得的认定是否合理
22	罗某 2 系自首、从犯,应当从轻或减轻处罚,一审量刑畸重	量刑过重
23	一审判决对于趋同交易所涉金额的认定存在适用标准的错误	违法所得的认定是否合理
24	一审判决不应认定为情节特别严重,对其量刑过重	量刑过重
25	只能将张某某在机构交易当日及后二日的趋同交易认定为利用未公开信息交易	未公开信息认定是否合理
26	“国电南瑞”等股票交易是张某某原有投资的继续,并未利用未公开信息	交易的合理性是否成立
27	应以买入和卖出双向趋同的交易作为计算获利数额的依据	违法所得的认定是否合理
28	张某某个人投资收益率明显低于公司投资,并未损害公司利益,可责难性较轻	交易的合理性是否成立
29	张某某应认定自首	从轻或减轻处罚
30	尹某提出其对张某某利用未公开信息交易并不明知	合谋的事实是否合理
31	在被依法传唤后即交代犯罪事实的情形,应认定自首	从轻或减轻处罚
32	一审量刑过重,应予以减轻处罚	量刑过重
33	马某提出一审量刑过重,应予以减轻处罚	量刑过重
34	有自首情节,请求二审法院依法裁定驳回抗诉	从轻或减轻处罚

根据表 3 归纳整理出利用未公开信息交易的刑事裁定书上诉意见并加以聚类,归纳出“从轻或减轻处罚”“量刑过重”“违法所得的认定”“未公开信息认定”等 8 项行为当事人的上诉意见,并对各上诉意见的频次加以统计,具体如下表:

表 4 利用未公开信息上诉意见统计

上 诉 理 由	上诉理由归属类型频次
从轻或减轻处罚、量刑过重	19
违法所得的认定	8

续 表

上 诉 理 由	上诉理由归属类型频次
未公开信息认定	2
交易的合理性	2
合谋的事实	1
泄露或明示、暗示的事实	1
交易主体的法律适用	1

（二）刑事裁定上诉理由具体情况

根据表4,逐项分析上诉理由。

1. 从轻或减轻处罚、量刑过重

共有19项上诉是当事人认为量刑过重,请求从轻或减轻处罚,占比达到55.88%。《刑法》第180条第四款规定了利用未公开信息交易罪情节严重^①的,处五年以下有期徒刑或者拘役,并处或者单处违法所得一倍以上五倍以下罚金;情节特别严重的,处五年以上十年以下有期徒刑,并处违法所得一倍以上五倍以下罚金。利用未公开信息交易罪主体为金融从业人员,较重的刑事处罚对其自身发展具有重大影响,故当事人多在一、二审期间检举揭发他人犯罪并积极退缴违法所得。除此之外,14份二审刑事裁定书显示,利用未公开信息交易罪的刑事处罚多为行政监管中已经发现了犯罪证据并实施了行政处罚后移交给公安的案件,因此,当事人的犯罪行为已经多被中国证监会发现并处罚,按照刑事移送的公开规定,当事人在接收到行政处罚后,多主动到公安部门自首,以此作为减刑的理由。综上,由于刑事处罚对利用未公开信息交易的主体威慑力较大,故当事人均积极申请从轻减轻处罚。

2. 违法所得的认定

共有8项上诉是当事人认为量刑过重,请求从轻或减轻处罚,占比达到23.5%。违法所得事关金额罚款,是当事人高度关注的焦点。8项上诉意见事关违法所得的方方面面,如:张某某提出应以买入和卖出双向趋同的交易作为计算获利数额的依

^① 《最高人民法院、最高人民检察院关于办理利用未公开信息交易刑事案件适用法律若干问题的解释》第5条、第6条和第7条规定了“情节严重”和“情节特别严重”的定义。

据,曾某提出对于趋同交易所涉金额的认定存在适用标准的错误,趋同性的认定标准应限于“先于或同期于”,不应包括晚于年金账户 2 个交易日的买入和卖出金额,胡某某、贾某、罗某某等提出一审认定的交易数额和获利数额有误,蒋宁提出确定的盈利数额与证监会核查的数额差距巨大,应以证监会核查的数额为依据,罗某某提出应对利用未公开信息的交易金额和获利金额进行司法鉴定。违法所得认定的上诉较多,根本原因在于刑事处罚的威慑力,2019 年 7 月 1 日起施行的《利用未公开信息的解释》第 9 条明确规定了利用未公开信息交易“违法所得”的定义,当事人意图通过对违法所得的上诉减轻自身罚款。

3. 未公开信息认定

共有 2 项上诉是当事人对未公开信息的认定提出质疑,占比达到 5.88%。张某某提出只能将在机构交易当日及后二日的趋同交易认定为利用未公开信息交易,贾某提出按季度、年份出具的资产管理报告公开后,相关资产管理计划的股票配置情况不应再属于未公开信息。

4. 交易的合理性

共有 2 项上诉是当事人对认定为利用未公开信息交易的合理性提出质疑,占比达到 5.88%。张某某提出个人投资收益率明显低于公司投资,并未损害公司利益,可责难性较轻。“国电南瑞”等股票交易,是原有投资的继续,并未利用未公开信息。

5. 其他

包括 1 项合谋事实的上诉理由(尹某提出对张某某利用未公开信息交易并不知情,也未实施利用未公开信息交易的共同行为),1 项泄露或明示、暗示的上诉理由(蒋某提出其未告知丈夫王某某相关未公开信息,对于王某某交易股票的行为不知情),1 项交易主体的法律适用的上诉理由(辩护人提出罗某 2 不是利用未公开信息交易罪的犯罪主体)。

综合分析刑事裁定书,明显得出刑事裁定中对利用未公开信息交易的关键构成要件提出的上诉显著少于行政处罚阶段,究其原因主要在于中国证监会做出的行政处罚已根据调查情况明确界定了相关案件的未公开信息、利用未公开信息交易主体和利用未公开信息交易行为等构成要件,当事人对利用未公开信息交易关键构成要件中存在质疑的,多数已在行政处罚阶段提出了申辩和听证,故到了刑事阶段较少对此提出上诉,而多集中于量刑过重和违法所得认定上。

四、利用未公开信息交易行为的执法争议点

基于上文对利用未公开信息交易行为的行政处罚和刑事裁定案例分析统计,可以得出未公开信息认定、利用未公开信息交易主体认定、私募基金管理人利用未公开信息交易处罚的法律适用、违法所得的认定和趋同交易的认定等在行政处罚和刑事裁定中均为当事人与执法机关的核心争议点。

(一) 未公开信息认定的法理依据问题

1. 未公开信息的法律定义

根据《刑法》第180条第4款和2019年《证券法》第54条第1款规定,未公开信息是指金融机构的从业人员、有关监管部门或者行业协会的工作人员,利用因职务便利获取的内幕信息以外的其他未公开的信息。《利用未公开信息的解释》第1条规定,内幕信息以外的其他未公开的信息包括“证券、期货的投资决策、交易执行信息”“证券持仓数量及变化、资金数量及变化、交易动向信息”“其他可能影响证券、期货交易活动的信息”。由上述定义可知,利用未公开信息交易罪与内幕交易罪的区别主要是信息的内容、性质不同。上述法律和司法解释对未公开信息做出了明确的界定,为行政执法和刑事执法提供了坚实的法律依据,但是面对行政处罚和刑事司法中相关当事人提出的种种事关未公开信息认定的新问题,有必要从法理基础、行政和刑事执法角度总结出对未公开信息认定的执法标准。

2. 未公开信息认定遵循的法理基础问题

当前,学术界对利用未公开信息的法律性质并没有统一观点,主要观点为“信义义务说”和“内幕信息说”。但是从行政和刑事执法实践看,在处罚中除了遵循“信义义务说”外,更重视“市场公平说”。如熙玥投资、邓某某的行政处罚中,中国证监会认为相关基金管理人不仅违反信义义务构成利用未公开信息交易行为,相关主体更存在利用信息优势实施交易活动的行为显著违反证券市场的公平原则且损害其他投资者对私募基金市场的信赖利益。刘某某的行政处罚中,中国证监会认为刘某某凭借职务便利无偿利用基金份额持有人以管理费为对价的信息收益,既损害基金份额持有人利益又破坏了证券市场“公平、公开、公正”原则。陈某某、陈某某的行政处罚中,中国证监会认为相关基金管理人利用未公开信息交易的行为不仅背弃了对基金份额持有人负有的信义义务,更违背了资本市场公开公平公正原则。胡某某刑事裁

定中,相关法院认为利用未公开信息进行交易破坏了证券市场公平交易秩序。

综上,从行政执法和刑事司法实践中可以看出,中国证监会和相关高级人民法院对未公开信息认定中遵循的法律基础不仅包括“信义义务”,更注重以“市场公平”理论指导判定未公开信息的性质。从执法实际看,利用未公开信息交易行为的实质是对资本市场其他投资者的欺诈行为,违反了市场经济证券交易的公开竞争规则,具有明显的非公开性和不正当性。对利用未公开信息交易的执法实质在于抑制信息受众利用非法信息优势谋取私利,维护我国资本市场“信息披露公平、公正、公开”的投资者预期,所以,在执法理念上,要建立起以“市场公平”为理论指导的利用未公开信息交易的执法理念。

(二) 利用未公开信息交易主体问题

根据《刑法》第180条第4款和2019年《证券法》第54条第1款,证券交易所、期货交易所、证券公司、期货经纪公司、基金管理公司、商业银行、保险公司等金融机构的从业人员以及有关监管部门或者行业协会的工作人员为利用未公开信息交易主体,相较于2019年《证券法》,《刑法》在金融机构列示中明显更具体,但两部法律对利用未公开信息交易主体的认定重心均在“金融机构的从业人员以及有关监管部门或者行业协会的工作人员”。

根据案例统计显示,利用未公开信息交易行为的行政处罚决定书中,除1人身份及职务为投资公司实际控制人外^①,其余10人均在私募基金管理人担任投资岗位。刑事裁定书中利用未公开信息交易主体类型较多,其中,7人身份及职位为公募基金投资岗,3人职务为证券公司投资岗,2人为资产管理公司投资岗,1人为监管机构工作人员,1人为保险公司投资岗。行政执法与刑事执法主体身份差异的原因较多,主要原因是资本市场执法的规范化程度随着历史的进程逐步提高,本文统计的刑事裁定案例的违法时间均发生于2009年至2016年间,处于市场行政执法的完善时期,其间频繁发现不同类型金融机构利用未公开信息交易的行为,而统计的行政处罚案例的违法时间主要发生于2016年至2019年,经过对公募基金、证券公司为主的金融机构的多轮严打,相关金融机构工作人员利用未公开信息交易的行为被发现并处罚,对行业从业人员起到巨大震慑,市场环境明显得到净化,而私募基金行业自2018年蓬勃发展,行业从业人员资质良莠不齐,导致近年来利用未公开信息交易行为的行

^① 中南投资为投资机构,不属于私募基金。

政处罚多为私募基金从业人员。伴随着我国金融监管体制的逐步统一及证券交易所市场监测体系的日趋完善,对金融从业人员利用未公开信息交易行为的监测程度会日趋深化。

表 5 利用未公开信息交易主体类型统计表

金融机构类型	执 法 文 书 文 号
私募基金管理人	[2017]4 号、[2018]11 号、[2018]43 号、[2019]67 号、[2019]93 号、[2019]142 号、[2019]145 号、[2020] 73 号、[2020]18 号、[2020]72 号
公募基金	(2019)沪刑终 76 号、(2019)鲁刑终 279 号、(2018)京刑终 70 号、(2017)京刑终 153 号、(2016)京刑终 60 号、(2016)鲁刑终 146 号、(2014)粤高法刑二终字第 137 号
证券公司	(2020)粤刑终 436 号、(2018)沪刑终 95 号、(2019)鲁刑终 147 号
资产管理公司	(2017)沪刑终 18 号、(2015)沪高刑终字第 49 号
金融监管机构	(2018)粤刑终 479 号
保险公司	(2016)京刑终 61 号
其他金融机构	[2020]6 号

(三) 利用未公开信息主体中的私募基金主体认定问题

利用未公开信息交易行为的处罚中,行政处罚当事人提出的法律适用申辩频次远高于刑事上诉人,统计案例显示,11 份行政处罚决定书中 8 人提出法律适用的申辩意见,涉及未公开信息认定、利用未公开信息主体认定等多个构成要件,14 份刑事裁定书中仅有 1 人提出对未公开信息交易罪犯罪主体认定的上诉意见。综合分析 8 份行政处罚中对法律适用的申辩意见,8 位自然人均为私募基金从业人员,提出申诉意见的核心目的在于减轻对个人的财产罚程度。因此,有必要明确界定私募基金及其从业人员利用未公开信息交易行为的法律适用。

(四) 违法所得认定问题

利用未公开信息交易的趋同交易数额即违法所得数额是定罪量刑的依据。实践中,利用未公开信息交易主要分为当事人利用未公开信息交易和当事人未利用未公开信息交易但明示、暗示他人交易两种情形。根据上文分析,对当事人利用未公开信息交易的违法所得认定,实践中发生争议较少,主要争议点集中于对趋同日期认定、买卖方向计算及金额认定不准确等技术细节上,但是对当事人未交易但明示、暗示他

人交易的违法所得认定上,存在较多刑事上诉。

(五) 趋同交易认定问题

趋同交易的认定上,刑事裁定书中多位当事人及其辩护人提出过异议,行政处罚决定书中较少对此提出申辩意见。如蒋某、胡某某、曾某、张某某等的刑事案件中,均对一审法院认定的趋同交易标准提出异议。当前,按照行业认定惯例,认定涉案账户组属于趋同交易的时间标准是趋同基准标的买卖股票前五个交易日及后两个交易日内发生的所有同方向同股票交易,在此区间以外的交易并不认定为利用未公开信息交易的趋同交易,执行的交易指令无论是单一还是混合,均不影响趋同交易的认定。

五、完 善 建 议

(一) 未公开信息认定的关键构成要件和认定标准

《刑法》和2019年《证券法》规定未公开信息为“利用因职务便利获取的内幕信息以外的其他未公开的信息”,由此可以延伸得出除了基于职务便利获取的因素外,未公开信息具有与内幕信息的一致属性。内幕信息是基于上市公司形成的重大的、尚未公开的信息,所侵害的是资本市场其他投资者的经济利益,而未公开信息是基于除上市公司外其他对资本市场产生重大影响的、尚未公开的信息,交易损害的也是资本市场其他投资者的经济利益。综上,结合未公开信息的定义,建议在执法中从未公开信息具有的未公开性、重大性和身份生成三项基础属性予以确立法律构成要件及认定标准。

一是未公开信息的未公开性认定标准。除了与内幕信息具有一致的“市场公平”理论基础外,未公开信息还具有“信义义务”。因此在未公开信息的未公开属性认定上主要采取两种标准,第一种是公开信息披露标准,在国务院证券、期货监督管理机构指定的报刊、网站等媒体披露视为信息公开。第二种是主动公开标准,被信息产生单位主动公开后也需视为信息公开,如刘某某行政处罚决定书中,中国证监会认为未公开信息属于单位财产,在基金公司主动公开前均属于未公开状态。

二是未公开信息的重大性认定标准。首先,从概念认定上,重大性属性未明确体现在未公开信息的法律定义中,但是基于未公开信息的“市场公平”法理基础和金融常识,金融机构的从业人员、有关监管部门或者行业协会的工作人员利用因职务便利获取的未公开的信息对市场其他投资者构成重大影响,一旦被公布后将对相关证

券交易价格产生重大影响。其次,从执法实践看,杜某某行政处罚决定书中,其提出天玑1号基金的交易信息不具有重大性且随时对基金份额持有人公开,不属于未公开信息,中国证监会对此不予认可。最后,未公开信息对证券交易价格有重大影响是理性人判断标准,是指排除其他信息影响后,该信息一般会对证券交易价格产生较为明显的影响。因此,建议在认定未公开信息重大性标准上,综合运用“定量+定性”标准,定量标准以理性投资者具有重要性作为基础判断标准,辅之以证券交易的价格波动的客观证据为附证,交易价格波动要以排除大盘波动和行业指数波动影响后的数据为标准,定性标准详细从财务影响、经营影响、对象影响等角度描述信息对列举事项的可能影响程度。

三是因职务便利获取是未公开信息认定的充分条件之一。未公开信息必须是当事人基于职务获取的信息,而非其他渠道获取的信息。如刘某某行政处罚决定书中,中国证监会提出刘某某基于盈象资管基金经理做出的投资决策离不开作为投资经理所获得的包括物力、财力、人力在内各种公司资源的支持,相关投资决策等同于职务行为,张某某的刑事裁定书中,相关法院认为张某某作为公司的股票投资部副总经理掌握公司的未公开信息,国电南瑞等股票交易不能否认其利用了公司的未公开信息。这类信息对证券交易活动具有影响,因此,工作人员利用职务便利能够获取并且应当予以保密的重要信息是未公开信息认定的重要法律要件。对于未公开信息难以认定的,司法机关可以在有关行政主管、监管部门认定意见的基础上,根据案件事实和法律规定作出认定。

(二) 利用未公开信息交易主体的认定标准

根据行政处罚决定书和刑事裁定书的认定情况,利用未公开信息交易主体的认定主要包括以下要件事实:

一是行为人是特定机构或特定机构从业人员。根据《刑法》和2019年《证券法》的规定,利用未公开信息交易主体是特殊主体,即必须具有金融机构和金融机构的从业人员、有关监管部门或者行业协会的工作人员的身份事实。

二是行为人具有职务便利。除了特定机构或特定机构从业人员的身份事实外,当事人具有获取未公开信息的职务便利为利用未公开信息主体的重要构成要件事实。第一,职务便利的认定要通过岗位职责、岗位权限、公司制度、保密要求等方面综合论述。如,熙玥投资的行政处罚中,论证熙玥投资具有职务便利首先介绍其是熙玥1号的咨询顾问,因此具有职务便利得以知悉熙玥1号交易信息,王某某的行政处罚

中,首先论述了中南投资负责中南1号的日常操作建议,进而中南1号存续期间中南投资方面由王某某实际履行投资经理职责,具有职务便利。第二,职务便利必须为有利于获取未公开信息的职务。11份行政处罚决定书和14份刑事裁定书显示,当事人的职务便利论述中,普遍具有共性的投资岗职务,实际履行的职务或为投资经理或为基金经理,属于金融机构的涉密岗位。对于金融机构中一般工作人员,如果其本人非因职务便利获知未公开信息并交易的,则不属于利用职务之便获取未公开信息的主体。除此之外,在职务便利的认定上,要结合《利用未公开信息的解释》第3条规定,论述当事人违反所在的金融机构有关信息保密、禁止交易、禁止利益输送等公司内部规定。

三是行为人与特定机构从业人员合谋利用未公开信息交易。对于不具备法定身份要求的当事人,需要认定当事人与未公开信息知悉人合谋进而确立利用未公开信息交易的主体身份。案例显示,金融机构工作人员直接利用未公开信息交易的案例日趋减少,利用职务便利获得信息后与外部人员联合的团队型案件日趋增多,团队成员分工明确,成员间按照操控指挥、资金调度、账户操作、传递信息等模块分工协作,甚至在调查期间形成攻守同盟。如罗某某刑事裁定案件中,罗某某利用职务便利将获知的未公开信息告知其弟弟,其弟弟控制证券账户实施趋同交易,构成利用未公开信息交易行为。郭某某、张某行政处罚案件中,郭某某将因任职银华优质基金经理获取的基金未公开信息泄露给张某,二人共同利用未公开信息从事相关证券交易活动。

四是利用未公开信息交易主体认定的实质重于形式原则。在利用未公开信息交易主体的认定上,不能仅看当事人的金融机构类型及担任的岗位职务及岗位职责,还要关注当事人的实质性利用未公开信息的行为。如王某某行政处罚案件,王某某提出其就职单位不属于私募基金管理人,其本人的主体身份是投资顾问的工作人员,未有担任基金管理人职务的事实。中国证监会认为王某某就职单位中南投资名义上是投资顾问但实际履行中南1号的投资决策,从中南投资的工作内容实质看其行为属于私募基金管理人行为,王某某作为中南投资指派的投资经理具体负责中南1号的投资决策和指令下达,其行为实质为私募证券投资基金经理行为,应按照当事人实际履行职责的身份和行为进行认定和处罚。

(三) 利用未公开信息交易中的私募基金管理人的认定标准

从私募基金及其从业人员的利用未公开信息交易行为的法律适用情况看,首先,

根据相关法律规定,《基金法》规定了对基金管理人及其从业人员违法行为的法则。《基金法》第2条规定适用范围不仅包括公开募集资金设立证券投资基金,也包括非公开募集资金设立证券投资基金,《基金法》第31条规定《私募管理办法》对非公开募集基金的基金管理人进行具体规范,其中《私募管理办法》第23条第(五)项明确规定私募基金管理人及其从业人员不得利用未公开信息从事相关交易活动,《私募管理办法》第40条还明确规定,私募证券投资基金管理人及其从业人员违反《基金法》有关规定的,按照《基金法》有关规定处罚。其次,《基金法》第123条中规定的“基金管理人”除包括公开募集基金的基金管理人外,还包括非公开募集基金的基金管理人。最后,《基金法》第123条罚则指向的是基金管理人及其从业人员有《基金法》第20条所列的行为,而非指违反《基金法》第20条的规定,因此无论是公开募集基金的基金管理人及其从业人员,还是非公开募集基金的基金管理人及其从业人员,只要实施了《基金法》第20条所列行为之一的,就应当适用《基金法》第123条罚则。综上,在《基金法》对私募证券投资基金管理人及其从业人员利用未公开信息交易行为有明确处罚规定的情况下,《基金法》第123条既适用于公募证券投资基金管理人及其从业人员,也适用于私募证券投资基金管理人及其从业人员。

(四) 违法所得认定的执法建议

《利用未公开信息交易的解释》第9条规定了违法所得的具体定义^①,从执法实践看,一是利用未公开信息与趋同交易盈利两者之间具有直接因果关系。当事人利用未公开信息的违法行为产生了不法收益,应对其违法行为结果负责,当事人是否系最终获益人不影响违法所得的认定。二是当事人与被明示、暗示的违法行为具有直接因果关系。通常情况下,当事人与被明示、暗示人之间存在密切关系,被明示、暗示人利用取得的未公开信息从事交易活动属于利用未公开信息交易的重要组成部分,当事人的明示、暗示与趋同交易金额具有直接因果关系,因此具有行政违法性,利益或者避免的损失应被认定为违法所得。因此,即使当事人未利用因职务便利取得的未公开信息从事与未公开信息相关的证券、期货交易活动的,按照《利用未公开信息交易的解释》第10条^②规定,其违法所得要按照被明示、暗示人从事相关交易活动的

^① 《利用未公开信息交易的解释》第9条:本解释所称“违法所得”,是指行为人利用未公开信息从事与该信息相关的证券、期货交易活动所获利益或者避免的损失。行为人明示、暗示他人利用未公开信息从事相关交易活动,被明示、暗示人员从事相关交易活动所获利益或者避免的损失,应当认定为“违法所得”。

^② 《利用未公开信息交易的解释》第10条:行为人未实际从事与未公开信息相关的证券、期货交易活动的,其罚金数额按照被明示、暗示人员从事相关交易活动的违法所得计算。

违法所得计算。三是违法所得是否应扣除单向趋同交易部分。根据《利用未公开信息交易的解释》第9条规定,利用未公开信息交易罪并不以买入和卖出双向趋同为构成要件,只要因职务便利获取的未公开信息进行了与该信息相关的证券交易活动,即构成违法,情节严重,即构成犯罪。

(五) 趋同交易认定的执法建议

从趋同交易认定的执法历程看,2018年胡某某刑事案件中,相关高级人民法院确定“同日后二”为中国证监会认定趋同交易的标准,并为司法实践所采用。此外,中国证监会及证券交易所出具的趋同交易认定意见是司法机关重要的量刑依据。在2016年曾某的刑事案件中,曾某提出趋同性的认定标准“应限于先于或同期于,不应包括晚于年金账户2个交易日的买入和卖出金额”,相关高级人民法院提出证券交易所市场监察部门、法律部门出具的协查结果等证据能够证明证券业内对同期的理解不等于同日,同步或稍晚交易的情形均属于同期的范畴。

究其趋同交易认定的本质原因,未公开信息并不仅仅是当事人利用因职务便利获取的交易股票的信息,还包括作出交易决策等信息,当事人因职务便利取得此类型的交易决策信息并非形成于交易当日,而是先于交易之日形成,故采用“前五后二”的标准认定当事人利用未公开信息交易的时间范围,符合未公开信息本身的特征,也对交易的关联性作出了合理限定,故在“前五后二”时间范围内的交易符合当事人“利用信息的未公开性”和“交易的关联性”特征。

最后需要说明的是,本研究仅是对基于一定时期内的行政处罚和刑事司法案例的统计,由此得出利用未公开信息交易行为的主要构成要件并进行了分析,并不代表其他时间范围内的构成要件可以忽略,在执法实践中仍需要根据具体的案例情况加以具体分析,行政处罚和刑事司法案例统计中出现频次较少的构成要件的具体执法策略也是今后需要继续深入研究的问题。