

从一起内幕交易案看内幕交易的“利用”要件

张 昊*

摘要：“利用”内幕信息是认定内幕交易的法定构成要件，但与内幕信息的形成、知悉、账户控制关系等常规要件相比，往往更容易被忽略，目前在实务中对于如何认定“利用”内幕信息尚未形成统一的认识。本文从一个案例入手，梳理“利用”内幕信息作为认定内幕交易构成要件的法律依据，探讨交易方向对认定“利用”内幕信息的影响。

关键词：内幕信息 内幕交易 利用 利好 利空

一、案情概要

2020年2月至6月，当事人A先后利用三项内幕信息使用他人证券账户交易Z公司股票，其中一项内幕信息为Z公司拟变更募集资金用途用于收购J公司81%股权项目有关事项，证券监管部门已经对其作出行政处罚，具体案情如下：

Z公司与J公司为同一产品线的上下游企业，Z公司董事长B对J公司十分了解，2019年，J公司中标某光电项目，Z公司时任董事长B有意收购J公司，8月之后，Z公司对J公司开展初步尽职调查。12月，Z公司董事长B与J公司主要股东就收购J公司部分股权事宜基本达成共识。

2020年2月3日、7日、12日、21日、28日，Z公司、J公司和相关中介机构以J公司收购事项及后续安排为主题先后召开5次会议，会议内容包括推动收购事项的各项措施及各项措施的负责人、完成事项、跟进人和跟进情况等。后又进一步确定《股权转让协议》中的付款方式及进度、业绩承诺、盈利预测中的毛利率、PE股东退出方式等事宜。

* 辽宁证监局法律事务处一级主任科员。本文仅代表作者个人观点，与所任职单位无关。

2020年3月,Z公司与交易各方洽谈股权转让协议和业绩承诺补偿协议的具体内容。

2020年3月31日,Z公司与交易各方签订了股权转让和业绩承诺与补偿协议。

2020年3月31日,Z公司公告变更募集资金用途,收购J公司81.3181%股权。

截至该信息公告日,J公司最近一个会计年度的营业收入绝对金额超过500万元,且占Z公司最近一个会计年度经审计营业收入的10%以上,该次股权交易的成交金额绝对金额超过500万元,且占Z公司最近一期经审计净资产的10%以上。按照《深圳证券交易所创业板股票上市规则》第9.2条第1款第2项“交易标的(如股权)在最近一个会计年度相关的营业收入占上市公司最近一个会计年度经审计营业收入的10%以上,且绝对金额超过500万元”、第四项“交易的成交金额(含承担债务和费用)占上市公司最近一期经审计净资产的10%以上,且绝对金额超过500万元”的规定,应当及时披露,属于《中华人民共和国证券法》第80条第2款第2项规定的“公司的重大投资行为”,依法属于内幕信息。

Z公司收购J公司内幕信息的敏感期不晚于2020年2月3日开始,于2020年3月31日结束。

当事人A参与了2020年2月3日和7日以“J公司收购事项进展及后续安排”为主题的会议,会议由Z公司、J公司和中介机构方面人员参加,2月3日会议内容涉及J公司收购基本思路、评估工作进展、审计工作进展及其他相关事项,当事人A负责推进预测未来三年J公司业绩、解决其他应收款、PE股东退出方式等事项,2月7日会议内容涉及J公司2019年财报、2019年度经审计师审阅的财务报表、新手入准则、询证函、审计报告、评估报告等内容。

当事人A在知悉内幕信息后,通过其控制的他人证券账户,于内幕信息敏感期内交易Z公司股票并于信息公开后卖出股票获利。

在向公安部门自首时,当事人A自认该信息公告前两周获悉收购已经谈成,3月19日至25日的内幕交易是基于收购J公司的信息;但在听证过程中,其代理人提出Z公司收购J公司股权事项属于利空信息,因此当事人A并未利用该信息进行交易。

二、争议焦点

在本案听证环节,当事人A的代理人提出,内幕人在敏感期内买卖相关证券并不

必然构成内幕交易,核心在于内幕人是否“利用”内幕信息进行交易。“Z公司变更募集资金用途”事项属于利空消息,当事人A不具有利用该信息“买入”股票进行内幕交易的可能性。一是根据《变更募集资金用途公告》,案涉信息的核心是Z公司放弃原定建设项目并变更募集资金用途,该等信息显然是利空信息。二是本次《募集资金使用公告》同时披露变更募集资金用途为收购标的J公司,但J公司并非优质资产,且在收购前财务数据变化异常,高溢价收购更为日后Z公司商誉“暴雷”埋下隐患。Z公司此次变更募集资金用途的信息显然是一项利空信息。三是Z公司发布《变更募集资金用途公告》后的股价表现与市场反应也进一步印证,该事项属于利空信息,市场和投资者普遍看空。四是根据尽调阶段某证券公司出具的《关于某工贸公司应收账款可收回性分析》,J公司在被收购前的主营业务存在毛利率明显异常、大额应收账款存在无法收回风险等问题,当事人A确实不看好Z公司变更募集资金用途收购J公司事项。五是从当事人A的交易行为来看,当事人A买入、卖出Z公司股票的相关交易与“Z公司变更募集资金用途”信息的形成、进展情况并不吻合,当事人A确实没有“利用”案涉信息进行交易。

三、“利用”作为内幕交易构成要件的法律依据分析

从法律法规的制定目的看,有效市场中投资者只能利用公开信息进行证券交易,利用内幕信息进行证券交易破坏了市场的公平性,这正是内幕交易可责性之所在。

证券法第50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”,明确了“利用内幕信息”作为内幕交易的构成要件。第53条第1款规定“证券交易内幕信息的知情人和非法获取内幕信息的人,在内幕信息公开前,不得买卖该公司的证券,或者泄露该信息,或者建议他人买卖该证券”,同时第2款规定了收购上市公司作为内幕交易的例外情形,以除外条款的形式举例说明,即便在内幕信息敏感期内买卖相关证券,也并不必然构成内幕交易,核心在于因收购而买卖证券,并没有“利用”内幕信息进行交易。

全国人大证券法修改起草工作小组在其编著的《中华人民共和国证券法释义》一书中指出,“证券交易内幕信息的知情人员利用内幕信息进行的证券交易,是内幕交易。在证券交易活动中,内幕交易从形式上看与正常的交易基本相同,但对于其他投资者来说,由于内幕交易是利用了信息不对称,而谋取的不正当的利润,因此这种交

易实质上是不公平的。”从内幕交易损害市场公平性的违法本质角度,进一步解释了“利用”作为内幕交易构成要件的必要性。

最高人民法院《关于审理证券行政处罚案件证据若干问题的座谈会纪要》(以下简称《纪要》)“五、关于内幕交易行为的认定问题”对内幕交易在行政诉讼中的举证责任进行了分配,其中“知悉+交易”型内幕交易,行政机关只要证明知悉内幕信息且在敏感期内交易相关证券,其余的证明义务即可转移给行为人。之所以存在举证责任的分配,正是由于内幕交易的构成要件不仅包含需要行政机关证明的部分,还包含需要行为人证明的部分。也就是说,即便行为人知悉内幕信息且在敏感期内交易相关证券,也不必然构成内幕交易,关键在于行为人承担举证责任的部分,正是“利用”要件。这样分配举证责任,主要是因为“利用”要件需要考察行为人是否具有利用内幕信息进行交易获利或避损的主观意图,如果完全由行政机关证明,难度较大,但不意味着认定内幕交易不存在“利用”这一必备要件。

《中华人民共和国行政处罚法》(以下简称《行政处罚法》)第33条规定了“当事人有证据足以证明没有主观过错的,不予行政处罚”。该项规定是最近一次法律修订的新增条款,说明认定行政违法行为,没有主观过错,不具有可责性。进一步明确了认定违法行为必须考虑主观要件。就内幕交易而言,知悉内幕信息且在敏感期内交易相关证券,都属于客观要件,只有“利用”属于主观要件。

四、关于内幕信息性质与认定“利用”内幕信息的关系

认定内幕交易应当考量是否有“利用”的意图,但考量的方式不以当事人对内幕信息属于利好或利空的主观认知为准,而是通过客观行为分析主观意图,按照内幕交易豁免的规定,对比客观行为是否存在内幕交易豁免的情形。《证券法》《最高人民法院、最高人民检察院关于办理内幕交易、泄露内幕信息刑事案件具体应用法律若干问题的解释》规定的豁免情形包括收购该上市公司,按照事先订立的书面合同、指令、计划从事相关证券、期货交易的,依据已被他人披露的信息而交易的,交易具有其他正当理由或者正当信息来源的。本案中,当事人A不涉及前三种情形。关于最后一种情形,最高人民法院《关于审理证券行政处罚案件证据若干问题的座谈会纪要》做出了明确规定,“监管机构提供的证据能够证明以下情形之一,且被处罚人不能作出合理说明或者提供证据排除其存在利用内幕信息从事相关证券交易活动的,人民法

院可以确认被诉处罚决定认定的内幕交易行为成立：（一）证券法第 74 条规定的证券交易内幕信息知情人，进行了与该内幕信息有关的证券交易活动”。

本案中，当事人 A 属于证券法第 51 条第 4 项规定的“由于所任公司职务可以获取公司有关内幕信息的人员”，属于法定内幕信息知情人，实际知悉内幕信息，且从事了与该内幕信息有关的证券交易活动。当事人 A 主观认为收购 J 公司股权存在诸多不利因素，属于利空信息，客观上该信息公告后股价下跌，都不能合理解释当事人 A 在内幕信息敏感期内大量买入 Z 公司股票的行为，无法排除其利用内幕信息从事相关证券交易活动。

此外，证券监管部门基于当事人 A 的陈述申辩意见，从理性投资者的视角，综合分析论证了“Z 公司收购 J 公司股权”事项属于利好信息，进一步强化了对当事人 A “利用”内幕信息的论证。

一是随着柔性屏在手机等智能设备中的实践应用，柔性屏自动化生产设备前景良好。J 公司正是生产柔性屏自动化生产设备的企业，其生产的产品已中标很多重要柔性屏生产商。Z 公司同样生产相关设备，但二者在具体设备品种上存在一定的差异性，J 公司擅长贴合以及折叠屏类生产设备，Z 公司擅长邦定、点胶、折弯类生产设备，本次收购能够形成互补优势，通过资源整合，可以为面板显示客户提供整体模组解决方案，提高竞争力。

二是即便收购 J 公司股权的资金来源为变更募投方向，仍属于利好信息。

首先，从新旧募投项目对比来看，原募投项目建成将生产触控显示模组生产线装备、摄像头模组生产线装备、指纹模组生产线装备，其中触控显示模组生产线装备主要为 LCD 显示模组生产线装备，指纹模组生产线装备主要为指纹识别（指纹传感器）模组生产线装备。2019 年以来的手机产品技术发展趋势已较为明确，OLED 显示屏已成为手机行业发展趋势。原募投项目形成规划的行业背景已发生较大的变化，Z 公司认为原募投项目的经济效益可能低于原规划。Z 公司根据行业和市场变化及时调整经营策略是提升 Z 公司持续盈利能力的必要措施。

其次，从募集资金使用效率来看，该笔募集资金自 2017 年募集以来，仅有 60.82 万元用于原募投项目“某智能制造装备产能建设项目及某智能制造研发中心建设项目”，募集资金长期闲置至 2020 年，期间闲置募集资金多次用于补充流动资金，使用效率低下。变更募集资金用途用于收购 J 公司部分股权可以进一步提高募集资金使用效率。

再次,从原募投项目的现实可行性看,受土建设计规划以及报建等客观因素,Z 公司认为原募投项目建设较慢,建设与回报周期长。且 2020 年受到疫情的影响,仍不具备动工建设的客观条件。在原募投项目暂不可行的情况下,改投新项目有利于提高募集资金使用效率,有利于改善公司业绩,不应视为利空信息。

最后,上市公司自身认为收购 J 公司股权属于利好信息。Z 公司董事长 B 称,其与 J 公司的人是老相识,两家公司技术各有所长,相互补充;J 公司的规模有限,但客户多为央企等大型企业,需要借助上市公司信用背书,通过 Z 公司收购 J 公司的形式合作,是双赢的;而且在 2019 年 6、7 月份 J 公司在某光电项目中中标,说明它的价值已经得到肯定,使其更加确信 J 公司的能力,那时就下定决心收购 J 公司。

三是从时间逻辑上看,是否利用利好或利空信息,不能从公告后的视角基于公告后的股价或此后承诺业绩实现情况做出判断。首先,从股价的角度分析,证券市场中影响证券价格的因素众多,既有市场基本面、行业板块趋势、发行人状况等基本面因素,也有市场情绪、价量指标等技术面因素。因此不能仅基于公告后的股价涨跌判断公告的信息属于利好还是利空。

其次,该信息公告后股价下跌的原因包括以下两个方面因素。主要因素是正常的股价回调。2020 年 3 月 20 日,J 公司股东会同意签署股权转让协议;23 日,Z 公司通知董监事将审议变更募集资金事宜;25 日至 27 日,期间 Z 公司股价累计上涨 22.31%,公司股价异动公告中已经提及“公司近期正在筹划收购某自动化设备公司(预计不构成重大资产重组),具体以公司后续公告为准”,属于提前释放利好信号。当日媒体报道,Z 公司进入市场机构净买入前几名的行列。下一交易日(3 月 30 日)股价仅小幅上涨 1.15%,随后 3 月 31 日和 4 月 1 日连续两个交易日股价持续回调,累计下跌 10.09%,公告后(3 月 31 日晚间)的股票价格下跌属于正常的股价回调。其他因素可能叠加关联交易信息影响。Z 公司于 2020 年 3 月 31 日晚 20:38 分发布公告(与变更募集资金收购股权公告发布时间相同),称因日常业务发展需要,Z 公司的全资子公司拟与关联方发生关联交易,全资子公司拟向关联方销售显示触控模组自动化设备,交易总金额 6 695.20 万元。不排除市场对该交易的真实目的产生怀疑,因此造成股价下跌。

最后,影响业绩承诺履行情况的因素众多,既包括上市公司与并购标的的磨合效果等内部因素,也包括外部经营环境发生变化等外部因素。不能用并购后几年内未实现承诺业绩,证明内幕信息属于利好还是利空。

四是判断是否利用利好或利空信息,不能从片面截取收购过程中的部分风险因素。在上市公司收购标的公司的过程中,中介机构尽职调查需要揭示所有不利因素,因此不能因券商指出J公司存在的风险,就把收购J公司股权事项认定为利空信息;上市公司需要全面分析收购项目的利弊,最终综合判断是否进行该收购项目、如何定价,因此不能因J公司前期业绩曾经发生过波动、收购定价存在溢价,就把收购J公司股权事项认定为利空信息。

五、关于交易吻合度与认定“利用”内幕信息的关系

一是当事人A于2020年2月3日和2月7日参加以“J公司收购事项进展及后续安排”为主题的会议,会议内容涉及J公司收购基本思路、评估工作进展、审计工作进展及其他相关事项,因此认定当事人A不晚于2020年2月3日知悉该内幕信息。且当事人A的代理人在听证过程中称当事人A早在2019年8月就已知悉了案涉信息。按照《最高人民法院〈关于审理证券行政处罚案件证据若干问题的座谈会纪要〉的通知》(法〔2011〕225号)关于内幕交易行为认定问题的规定,当事人A属于《证券法》第51条第4项规定“证券交易内幕信息的知情人包括:(四)由于所任公司职务……可以获取公司有关内幕信息的人员”,且进行了与该内幕信息有关的证券交易活动,在当事人A不能作出合理说明或者提供排除其他存在利用内幕信息从事相关证券交易活动的情况下,无需证明当事人A买卖Z公司股票的交易与该内幕信息的形成、发展过程是否吻合。

二是即使内幕信息敏感期内卖出股票,亦不影响其买入Z公司股票的行为已经构成内幕交易。当事人A基于本案另一内幕信息在2020年2月10日至13日买入Z公司股票,随后于2020年2月下旬至3月初卖出,虽然与收购J公司内幕信息在时间上存在重合,但在能区分不同内幕信息的情况下,可以认定该卖出行为与收购J公司股权事项无关。

三是当事人A刻意不使用本人证券账户买入智云股份股票,反而利用他人证券账户交易,并利用他人银行账户转入资金;否认参与过J公司收购项目的相关工作,其利用内幕信息进行交易并规避调查的意图明显。