

行政处罚经验数据分析：利用未公开信息交易行为的行政处罚难点研讨*

王宏宇**

摘要：本文通过统计分析 2019 年至 2024 年 6 月末中国证券监督管理委员会（以下简称“证监会”）对利用未公开信息交易行为的行政处罚案例，探讨了执法过程中遇到的难点问题。研究发现，尽管执法力度加强，包括法律法规适用、账户控制关系认定、趋同交易标准、违法所得计算等新问题不断出现。本文归纳了利用未公开信息交易行为的行政处罚案例违法行为的主要特点。同时，着重分析了当事人提出的申辩意见及证监会的复核回复。提出制定交易类案件的行政处罚实施细则、建立证券账户控制关系认定指引、明确未公开信息的认定标准、准确界定交易主体以及综合认定趋同交易和违法所得等意见建议。

关键词：未公开信息交易 行政处罚 执法难点

一、问题的提出

利用未公开信息交易严重破坏资本市场“三公原则”，影响交易者对资本市场信息披露质量的信心，损害金融机构经营信誉，对资本市场危害较大。近年来，证监会始终严打利用未公开信息交易行为，严厉打击利用未公开信息进行交易的违法行为，利用沪深交易所的大数据技术深入挖掘线索信息，严肃查处已发现的违法行为。

然而，尽管打击力度不断加强，在过去几年中，执法过程涌现了新的难点，如利用

* 本文仅代表作者个人观点，与所供职单位无关。

** 管理学博士，中国证监会黑龙江监管局稽查处三级调研员。

未公开信息交易主体认定的主体不适格、对过罚相当的异议、账户控制关系的认定难度加大、违法所得计算标准的模糊等。实践中对于这类违法行为的查处和认定依然面临新问题。这些问题不仅涉及法律法规的适用,还包括控制关系证据的认定、趋同处罚标准的统一、违法所得计算方式等,严重影响了行政执法的效率。为了有效应对这些挑战,有必要分析和总结近年来利用未公开信息交易违法行为的新趋势,深入探讨问题产生的原因,并提出改进对策。

本文旨在研究利用未公开信息交易的行政处罚过程中所遇到的问题,分析当事人提出的申诉及证监会的答复意见,归纳出利用未公开信息交易的执法重点。希望通过本研究,为完善相关法律法规和监管机制提供有价值的参考。

二、利用未公开信息交易行政处罚总体情况

在这一部分,我们将重点分析2019年至2024年6月期间,证监会做出的22起^①利用未公开信息交易行为的行政处罚案例,重点分析处罚过程中涉及的法律适用、证据认定、标准统一等方面的难点问题。

(一) 利用未公开信息交易行为的调查情况

尽管利用未公开信息交易案件对市场有较大影响,但在所有交易类案件中的占比较低。以下是详细数据分析:

(1) 案件总量与分布。近五年,证监会对22起利用未公开信息交易行为实施了行政处罚,其中稽查总队及沪深专员办查办9起,派出机构查办13起。

(2) 与其他案件类型对比。相较于内幕交易案件,利用未公开信息交易案件数量明显较少。从表2可以看出,内幕交易案件的数量远高于利用未公开信息交易案件。

(3) 年度发展趋势。近五年来,利用未公开信息交易案件数量保持稳定,每年都在10起以内,且近三年呈现显著下滑趋势。

(4) 查办主体分析。从查办主体看,派出机构查办的利用未公开信息交易案件占据主要地位。这与稽查总队、沪深专员办和派出机构稽查处的职能定位直接相关。

^① 数据源自证监会官网中“行政处罚”栏目及各地派出机构官网“行政处罚”栏目统计。

表 1 近五年利用未公开信息交易案件数量^①

年 度	证监会处罚数量	证监会派出机构处罚数量	处罚数量合计
2019	4	1	5
2020	4	3	7
2021	—	2	2
2022	—	—	0
2023	—	4	4
2024	1	3	4

表 2 案件数量对比

案 件 类 型	2020	2021	2022	2023
内幕交易案件数量 ^②	66	201	170	194
利用未公开信息交易案件数量	7	2	0	4

（二）违法主体情况

通过分析处罚对象的构成和违法活动的趋势,首先可以看出私募从业人员是主要的违法对象,在 22 起处罚案件中,13 起涉及私募从业人员,占比高达 59%,如 2024 年处罚的乐某和胡某麒均为私募从业人员,这反映出私募行业在利用未公开信息交易方面的高风险。其次,公募从业人员和证券公司从业人员也是利用未公开信息交易行为的高发行业,有 6 起案件涉及公募基金从业人员,有 2 起案件涉及证券公司从业人员,如 2024 年处罚的周某杰、2023 年处罚的夏某龙和刘某均为公募从业人员。最后,违法行为正从传统的公募、私募基金领域向保险、银行等其他金融领域扩展,2024 年处罚的 L 某为保险公司资管从业人员。

表 3 近五年处罚对象数量

处罚对象类型	私募从业人员	公募从业人员	证券公司从业人员	其他金融机构的从业人员
处罚对象数量	13	6	2	1

① 数据源自证监会官网中“行政处罚”栏目统计。

② 数据源自证监会官网中各年度案件办理情况统计。

综上所述,当前利用未公开信息交易违法活动从公募基金、私募基金、证券公司逐渐向保险和银行领域蔓延。违法行为从投资环节向研究、交易、托管等多个环节延伸。违法行为日趋隐蔽,线索发现难度逐渐增大,增加了监管和查处的难度。

(三) 违法周期特点

在这22起利用未公开信息交易的案件中,违法行为往往持续较长时间且获利颇丰。

(1) 违法行为持续时间长。22起案件中,频繁出现当事人在较长一段时间内反复实施利用未公开信息交易行为。例如,徐某军^①案件中,违法行为持续了1824天(2013年6月1日至2018年5月30日),是所有案件中违法周期最长的。相比之下,陈某平案件的违法周期最短,仅为3天^②。22起案件的平均违法周期为785天,显示出利用未公开信息交易的违法行为具有较长的持续性。

(2) 违法收益分析。16起案件中,当事人获得了正违法收益,占比72.72%,平均违法获利达542万元。其中胡某麒^③案件中,当事人获利高达2439万元,是所有案件中违法获利最高的。

通过对违法周期和违法收益的分析,可以看出利用未公开信息交易行为具有较长的违法周期和较高的获利潜力。尤其是徐某军和胡某麒案件,分别在违法周期和获利金额上突出显示了此类违法行为的严重性。这一趋势表明,在较长时间内反复实施违法交易行为的现象普遍存在,且违法收益显著,这对市场的公正性和透明度构成了严重威胁。

(四) 因职务知悉未公开信息情况

因职务知悉未公开信息是利用未公开信息交易罪的重要法律构成要件之一。根据22份处罚文书,违法当事人的职务身份主要包括投资经理或交易员、实际履职投资经理职务、具有查看交易指令权限的风控合规人员、具有查看交易数据权限的技术人员以及高管人员等。

(1) 投资经理或交易员。有13起违法当事人担任投资经理或交易员职务,占比最高,另有3起案件中,虽然名义上未担任但实际上履行了投资经理职务。

(2) 风控合规人员。具有查看交易指令权限的风控合规人员有3起案件,上述

① 中国证监会青岛局行政处罚决定书[2019]2号。

② 中国证监会行政处罚决定书[2019]142号。

③ 中国证监会行政处罚决定书[2024]39号。

3 人因职务便利接触到交易信息,成为需要重点关注的对象。

(3) 技术人员。具有查看交易数据权限的技术人员涉及 2 起案件,技术人员利用职务之便,接触和知悉未公开信息。

(4) 管理人员。有 1 起案件涉及具有查看交易指令权限的管理人员。

值得注意的是,具有查看交易指令、数据权限的合规风控人员和技术人员逐渐成为需要重点关注的对象,上述人员因职务便利能接触到交易信息,如“L 某”^①案件中,L 某作为风险管理岗工作人员,通过登录其具有权限的智慧组合风险管理系统、投资管理系统、智能报表分析平台等知悉了未公开信息。白某冰案件中^②,其担任风控总监职位,并多次登录公司私募基金账户获知未公开信息。蒋某强案件中^③,蒋某强担任大成基金信息技术部总监职务,其利用大成基金恒生系统核心数据库账户权限知悉未公开信息。

综上,通过分析职务身份属性,可以看出因职务便利获知未公开信息的人员身份日趋复杂。违法当事人不仅包括投资经理或交易员,还涵盖了风控合规人员、技术人员和高管人员。前台和后台人员均有涉及,反映出职务便利获取未公开信息的风险广泛存在。这一趋势要求在执法过程中,进一步延伸对各类职务属性的线索搜寻广度,以提高打击利用未公开信息交易行为的精准度和有效性。

表 4 因职务知悉未公开信息统计表

职务身份属性	投资经理或交易员	实际履职投资经理职能	具有查看交易指令权限的风控合规人员	具有查看交易数据权限的技术人员	具有查看交易指令权限的管理人员
数量	13	3	3	2	1

(五) 账户控制情况

在利用未公开信息交易案件中,当事人普遍通过借用他人证券账户实施违法行为。这一特征在 22 起案件中表现得尤为明显。

(1) 高比例的账户借用。22 起案件中,17 起案件涉及借用他人证券账户,占比高达 90.9%。这表明当事人通过借用他人账户来规避监管的行为非常普遍。

① 中国证监会上海局行政处罚决定书[2024]22 号。

② 中国证监会安徽局行政处罚决定书[2023]6 号。

③ 中国证监会广西局行政处罚决定书[2021]4 号。

(2) 账户数量分析。本文统计的案件中共涉及34个证券账户,平均每例案件涉及1.5个账户。这一数字远低于操纵市场案件中涉及的账户数量,显示出利用未公开信息交易行为在账户借用方面的不同特点。

(3) 当事人与账户名义所有人的关系。17起借用账户的案件中,13起案件涉及借用亲属或朋友的账户,占比77.27%。这一现象反映了涉案当事人为了规避监管风险,倾向于在熟人范围内实施违法行为。

表5 利用未公开信息交易案件账户控制情况

案件总数	涉及账户借用的案件数	涉及账户总数	平均每例案件涉及账户数	当事人与账户名义所有人关系(亲属或朋友)
22	17	34	1.5	77.27%

通过对账户控制情况的分析,可以看出利用未公开信息交易案件中,当事人普遍通过借用他人证券账户实施违法行为,且多借用亲属或朋友的账户。这一特征反映了当事人了解此类行为的违法性质,故特意在一定范围内实施,并采取一定方式规避监管风险。与操纵市场行为相比,利用未公开信息交易案件中借用的账户数量相对较少,但其规避监管的意图更加明显。这一趋势表明,在执法过程中,需要加强对账户借用行为的监管和打击力度,以提高对利用未公开信息交易行为的查处效果。

(六) 利用信息明示、暗示他人情况

利用未公开信息交易罪的职务属性特征明显,这就决定了违法当事人普遍具有较深的专业背景,熟悉资本市场运行规则和证券期货的信息技术,惯于利用规则和制度的漏洞逃避法律追究。导致查明投资者账户与金融机构账户的交易高度趋同时,但获悉信息人员和交易人员均否认“明示、暗示”,给调查带来较大难度。虽然最高人民法院、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)第4条规定了“明示、暗示他人从事相关交易活动”的综合认定标准,但是行政执法实践看,22起案件中仅有周某杰^①利用因职务便利获取的未公开信息暗示他人从事相关证券交易,反映出行政执法实践中对“明示、暗示他人从事相关交易活动”的证据认定难题。

^① 中国证监会广西局行政处罚决定书[2024]1号。

三、利用未公开信息交易的申辩情况

申辩是当事人对行政机关的指控或证据提出不同意见并进行自我辩护的法定程序。申辩有利于行政机关更全面地了解案件情况,确保事实认定、证据采纳、程序合法性等方面的准确性。因此,分析利用未公开信息交易处罚决定书中当事人的申辩意见,有助于了解当事人不同的视角和信息,提升行政行为的合法性和合理性。22份处罚文书中,共有12位当事人提出申辩意见。

(一) 当事人申辩意见总体情况分析

本文共收集了12位当事人针对未公开信息交易案件提出的申辩意见。统计结果显示,这些当事人平均每个人提出了3.6条申辩意见,总计44条。为了更深入地理解这些申辩意见的内容和结构,按照未公开信息交易的构成要件对这些意见进行了分类和聚类分析。通过这一过程,归纳出了包括但不限于以下几类主要申辩意见:

(1) 法律适用错误:当事人认为在案件审理过程中,法律适用存在偏差。

(2) 趋同交易的合理性:当事人辩称其交易行为基于合理的市场分析和判断,而非依赖未公开信息。

(3) 未损害其他当事人利益:当事人主张其交易行为并未对其他市场参与者造成不利影响。

(4) 案涉信息不属于未公开信息:当事人认为涉及的信息不满足未公开信息的定义标准。

此外,统计了各申辩意见的出现频次,以便于进一步分析和讨论。具体统计数据如表6所示:

表6 申辩意见统计表

申辩意见类型	数量
违法情节轻微,处罚过重	8
法律适用错误	7
趋同交易的合理性	5

续表

申辩意见类型	数量
未损害其他当事人利益	4
案涉信息不属于未公开信息	4
不存在利用未公开信息的主观故意	4
主体不适格	3
违法所得计算错误	3
其他问题	3
不存在不当得利	2

(二) 申辩意见分析

本节对当事人提出的申辩意见进行详细分析,以期更深入地理解其立场和理由。以下是对各类申辩意见的归纳和分析:

1. 违法情节轻微,处罚过重

共有8位当事人提出量刑过重的申辩意见,请求从轻或减轻处罚。这些申辩意见可归纳为以下三种主要情形:一是认为违法情节轻微,杜某涛、周某彦、陈某超、陈某林等人均以违法情节轻微、已及时纠正、未造成危害后果为理由,请求从轻或减免处罚。二是认为违法行为社会危害较低,蒋某强、白某冰等人认为自己的交易行为属于“跟随型”交易,社会危害性低。三是当事人提出已采取纠正措施,刘某、陈某琳等人认为自己采取了出具承诺函、完结相关的交易、辞去职务等自查自纠措施。在分析这些申辩意见时,应当注意到,当事人提出的各种理由均旨在证明其违法行为的轻微性和对社会的低危害性。

2. 法律适用错误

共有7位当事人对行政处罚的法律适用提出了申辩意见。他们主张,证监会在处理利用未公开信息交易行为主体的处罚问题时,不应依据基金法第123条第1款^①的

^① 《中华人民共和国证券投资基金法》第123条 基金管理人、基金托管人及其董事、监事、高级管理人员和其他从业人员有本法第20条所列行为之一的,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;基金管理人、基金托管人有上述行为的,还应当对其直接负责的主管人员和其他直接责任人员给予警告,暂停或者撤销基金从业资格,并处三万元以上三十万元以下罚款。

规定,而应转而适用《私募基金管理办法》第38条的相关条款。这一主张的背后逻辑在于,7位当事人均为私募基金从业人员,而根据《私募基金管理办法》第38条的规定,对违法行为的处罚相对较轻,仅为“警告并处三万元以下罚款”。相较之下,基金法第123条第1款规定的处罚则显著加重,这促使当事人出于减轻自身处罚的考虑,提出适用更为宽松的法律条款。然而,7位当事人提出的理由并非完全一致。陈某超、陈某林、王某方、刘某洁、邓某勇和乐某主张其作为私募基金从业人员的身份,应适用《私募基金管理办法》第38条的规定处以警告和三万元以下罚款,而非基金法第123条第1款。而杜某涛和胡某麒则进一步提出,根据特别法优于一般法的原则、证监会在类似案件中的行政处罚先例,以及过罚相当的原则,加之他们所担任的职务与基金法第20条、第123条所规制的公募基金在主体上存在本质差异,因此,应当适用《私募基金管理办法》第38条。在行政处罚的视角下,法律适用的选择不仅关系到当事人的切身利益,也体现了法律制度的公平性和适应性。特别法与一般法的适用原则、过罚相当原则以及职务身份与法律规制主体的差异性,均是法律适用争议中的关键考量因素。通过对这些因素的综合分析,可以更深入地理解法律适用的复杂性和其对经济行为的潜在影响。

3. 趋同交易的合理性

共有5名当事人提出了其股票趋同交易行为具有合理性的申辩意见,申辩意见主要分为以下两种情形:一是交易方式的合理性。乐某案件中,当事人认为采取的同策略复制投资方式系根据个人投研经验独立作出,非公司共同决策,这种独立决策的趋同交易行为,并不构成利用未公开信息的交易行为。陈某琳和邓某勇案件中,趋同交易是由于案涉产品与公司其他产品统一管理并采取同策略复制投资方式,这种管理上的趋同是出于效率和一致性的考虑,而非基于利用未公开信息。二是交易目的合理性。王某方认为其买入股票目的是为了长期持有,长期持有的目的表明了一种投资而非投机的态度,蒋某强提出其股票交易具有连续性、稳定性,属于自主决策,并非趋同交易。

4. 案涉信息不属于未公开信息

未公开信息的界定是判断交易行为是否合法的重要标准之一。根据《利用未公开信息的解释》第1条,未公开信息需具备一定的重大性和未公开性。在本案中,4位当事人提出了案涉信息不属于未公开信息的申辩意见,其主要论点集中在信息的公开性和重大性两个方面。一是信息的公开性。杜某涛认为天猊1号基金的交易

信息是随时对基金份额持有人公开的,这种公开性表明该信息不具有未公开信息的特性,因而不应当被认定为利用未公开信息进行交易。刘某洁提出其运用自身经验为王某姣代管账户的行为,是基于个人专业能力和经验的独立决策,而非利用未公开信息。这种个人经验的运用不应当被视为利用未公开信息。二是信息的重大性。陈某某认为案涉信息属于公司智力成果,而非未公开信息,公司智力成果的公开性和重大性需要进一步的论证和分析。乐某提出其投资决策是基于个人投研经验独立作出的,而非公司共同决策的结果,这种独立决策的合理性在于其并非基于未公开信息,而是个人的专业判断和经验。综上,未公开信息的界定不仅涉及信息的公开性,还涉及信息的重大性。因此,判断信息是否属于未公开信息,需要综合考量信息的公开性、重大性以及其对交易行为的影响。

5. 不存在利用未公开信息的主观故意

4位当事人提出申辩,主张他们不存在利用未公开信息的主观故意。他们的主要申辩理由包括:借用账户,声称其行为是借用他人账户进行配资炒股,而非故意利用未公开信息。投资风险共担,认为其股票投资与其他投资人一样,承担相同的风险,不具有主观故意。法律知识缺乏,声称对相关法律法规不了解,因此行为并非故意违法。根据《行政处罚法》第33条,如果当事人能证明没有主观过错,可以免于行政处罚。然而,证明主观故意的存在或缺失需要充分的证据支持。监管机构在评估这些申辩时,会综合考虑行为人的动机、行为的性质及后果,以及他们对法律规范的了解程度。

6. 未损害其他当事人利益

4位当事人主张其行为并未损害其他当事人的利益,他们的申辩意见分为两种情形:情形一,直接申辩行为未损害基金持有人利益,刘某、王某方、乐某均主张,他们的直接行为并未对相关基金持有人造成损害。情形二,基金持有人出具证明,在邓某勇案件中,熙玥1号的劣后级投资人提供了情况说明,证明当事人的行为并未侵犯其权益。这些申辩意见旨在证明当事人的行为没有对其他基金持有人造成不利影响,从而为其行为的合法性提供辩护。

7. 主体不适格

3位当事人针对未公开信息交易主体的认定提出了申辩意见。他们通过否定自己的身份来质疑违法行为的成立,具体申辩如下:王某方主张其身份为投资顾问的工作人员,并未担任基金管理人的职务,此外,其任职单位中南投资作为投资顾问,不

属于私募基金管理人,因此不满足刑法第180条第4款^①所规定的主体资格。刘某洁提出自己未参与过盈象资管的投资决策会议,因此不属于利用未公开信息交易的主体。胡某麒主张其交易行为不应被认定为《私募基金管理办法》第23条第5项规定的违规行为,从而质疑其作为行为主体的适格性。这些申辩意见均旨在通过否定当事人在交易中的特定身份,来排除其作为未公开信息交易行为主体的可能性。

8. 违法所得计算错误

3位当事人对违法所得的计算提出了申辩意见,主要关注点在于计算的准确性和合理性。蒋某强指出沪深交易所在计算趋同交易金额和盈利金额时,未包含开市前委托的数据,这一遗漏可能导致计算结果不准确,从而影响到违法所得的认定。刘某洁和胡某麒虽然也认为违法所得的计算存在错误,但未具体说明错误的原因或提供具体的计算方法。这种申辩需要更详细的证据和理由来支持其主张。这些申辩意见强调了违法所得计算的准确性对于法律责任认定的重要性。证监会在处理此类争议时,需要仔细审查计算方法和数据来源,确保违法所得的计算既准确又公正。

9. 不存在不当得利

刘某和陈某超提出申辩主张其行为并未因趋同交易而获得不当得利。刘某主张其行为仅是投资股票的正常风险收益,并未因此获得虚高利益。陈某超同样提出其行为没有获取任何非法利益,趋同交易的结果仅是投资的正常收益。这些申辩意见旨在证明其行为没有违反法律规定,且没有因此获得不正当的经济利益,从而为其行为的合法性提供辩护。

10. 其他问题

包括周某彦提出《行政处罚及市场禁入事先告知书》认定交易期间有误,蒋某强、刘某认为其积极配合、主动供述了办案人员尚未掌握的违法行为。

综合上述当事人的申辩意见,可以发现大多数当事人对违法行为的法律构成要件事实并未提出过多异议,仅有少数当事人对“案涉信息的公开性”和“主体资格”提出申辩。多数申辩意见集中在对处罚力度的质疑,希望减轻行政处罚金额。这表明,尽管大多数当事人认可监管机构的执法行为,但仍有部分意见反映出对处罚合理性的关切。因此,监管机构在执行利用未公开信息交易的执法时,应认真分析对当事人

^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。”

提出的申辩意见进行深入分析,确保每一项申辩都得到充分考虑,从申辩意见中提取有价值的反馈,以改进执法行为和提高法律适用的透明度。根据当事人的合理申辩,进一步完善相关执法体系和规则,确保法律的公正执行和当事人权益的保护。

四、利用未公开信息交易行为的复核情况

复核作为一种行政救济方式,有助于在行政系统内部解决争议,减少对司法资源的依赖。分析证监会对12位当事人的复核意见,总结出执法共性因素,有助于提高对利用未公开信息交易行为的执法效率。

(一) 过罚相当的复核意见

证监会对利用未公开信息交易行为的行政处罚,依据《中华人民共和国行政处罚法》第32条^①规定的五种情形,综合考虑当事人违法行为的事实、性质、情节与社会危害程度,确保符合过罚相当原则。通过分析8起案件当事人的相关行为,极少发生主动供述办案人员尚未掌握的违法行为、配合行政机关查处违法行为有立功表现的情节,普遍是在积极配合调查方面获得证监会的认可。

(二) 法律适用问题的复核意见

利用未公开信息交易行为的法律适用问题全部是关于私募基金从业人员处罚的法律适用问题。基金法第2条明确规定,其适用范围广泛,既包括公开募集资金设立的证券投资基金,也涵盖了非公开募集资金设立的证券投资基金。基金法第123条所指的“基金管理人”,不仅包括公开募集基金的管理人,也包括非公开募集基金的管理人。该条款的罚则针对的是基金管理人及其从业人员的违法行为,而限于违反基金法第20条的规定本身。进一步地,基金法第123条的罚则适用于所有实施了该法第20条所列行为的基金管理人及其从业人员,无论其属于公募还是私募领域。《私募基金管理办法》第40条规定,私募证券投资基金管理人及其从业人员若违反基金法的相关规定,应依照基金法进行处罚。综上所述,基金法第123条不仅适用于公

^① 第32条 当事人有下列情形之一的,应当从轻或者减轻行政处罚:

- (一) 主动消除或者减轻违法行为危害后果的;
- (二) 受他人胁迫或者诱骗实施违法行为的;
- (三) 主动供述行政机关尚未掌握的违法行为的;
- (四) 配合行政机关查处违法行为有立功表现的;
- (五) 法律、法规、规章规定其他应当从轻或者减轻行政处罚的。

募证券投资基金管理人及其从业人员,同样适用于私募证券投资基金管理人及其从业人员。对于所有利用未公开信息进行交易的行为,均应依据《基金法》《证券法》进行相应的处罚。

(三) 趋同交易合理性的复核意见

在复核趋同交易的合理性时,必须深入分析利用未公开信息交易行为的本质。复核意见的分析揭示了两个关键点:

1. 交易行为异常性的判断标准。主要基于当事人账户与机构账户在交易股票品种及时间上的一致性。具体而言,如果当事人账户与机构账户在相近时间内进行相同买卖操作的股票重合度高,则被视为异常交易。这种判断通常依赖于趋同度指标,在执法实践中,通常以趋同度达到60%以上作为高度趋同的标准。例如,在周某彦案件中,相关证券账户与基金账户在沪市的趋同股票只数占比达到了63.33%,显示了明显的异常性。

2. 当事人申辩交易正常的理由。证监会对于当事人提出的如“配资炒股”“同策略复制投资方式”“跟随型交易”“个人投资与基金投资研究体系重合度较高”等申辩理由,如果无法提供客观证据推翻趋同交易数据,则不予采纳。这种严格的标准确保了对异常交易行为的准确识别和公正处理。

(四) 未公开信息交易行为规制的法理基础

在证监会的复核意见中,对利用未公开信息交易行为的法律性质进行了深入探讨,主要涉及信义义务和三公原则两大法理基础。

1. 结构化产品中的不平等权利义务。在结构化产品中,优先级投资者与劣后级投资者之间的权利和义务并不对等。这种不对等并非简单的债权债务关系。当产品发生亏损时,劣后级投资者通常只能以其投资对应的资产净值对优先级投资者进行补偿,这并不能完全覆盖优先级投资者的全部投资损失。即便在产品盈利的情况下,劣后级投资者利用未公开信息进行交易,也会降低优先级投资者本金及收益的偿付可能性,从而破坏市场的公平性。

2. 信息优势与市场公平。当相关主体利用有价值的未公开信息进行交易活动时,他们相较于其他投资者已经具备了信息优势。这种优势不仅减少了其他投资者在正常交易中可能获得的投资收益,还可能增加他们的投资损失。这种行为违反了证券市场的公平原则,损害了其他投资者对私募基金市场的信赖利益,并侵犯了行政管理秩序,具有明显的行政违法性。

在对胡某麒、陈某琳、陈某超、陈某林、邓某勇等人的复核意见中,证监会明确指出,这些人员的行为不仅背弃了信义义务,更违背了资本市场的公开、公平、公正原则,扰乱了市场的正常交易秩序。这种分析不仅揭示了未公开信息交易行为的违法性,也为今后类似案件的处理提供了坚实的法理基础。

(五) 未公开信息认定的复核意见

刑法第180条第4款和2019年证券法第54条第1款规定了未公开信息的定义,《利用未公开信息的解释》第1条规定了未公开的信息的具体情形。参照证监会复核意见,未公开信息具有信息的尚未公开性和基于职务获取两种特性。一是信息的未公开性。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性属性认定上,除了与内幕信息一致的在国务院证券、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外,被信息产生单位主动公开后也需视为信息公开,如刘某洁案件中,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。杜某涛案件中,证监会提出基金产品的交易信息不同于投资策略,天玑1号基金交易信息属于未公开信息。二是因职务便利获取是未公开信息认定的充分条件之一,意味着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。如刘某洁、乐某案件中,证监会提出基金管理人做出的投资决策离不开公司提供的物力、财力、人力等资源的支持,相关投资决策等同于职务行为,陈某琳案件中,证监会认定的未公开信息并非是陈某琳及其代理人提出的“某投资公司基于独立的智力成果形成的投资策略信息”,而是A集合资产管理计划的投资决策信息。

(六) 主体不适格的复核意见

刑法第180条第4款和2019年证券法第54条第1款对利用未公开信息交易主体的认定均在“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”。实际执法中存在当事人虽然未实际担任相关产品的管理决策职务或仅担任相关产品的投资咨询角色,但实际履行具有对产品的决策权,这种情况下,证监会普遍采用对实际履职情况的实质重于形式原则,以实际履职作为利用未公开信息交易主体的认定标准。如王某方案件,中南投资虽为中南1号的投资顾问,但实际负责中南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,王某方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,证监会按照当事人实际履行职责的身份和行为进

行认定和处罚。

(七) 与违法所得相关联事项的复核意见

利用未公开信息交易的违法所得相关联的事项包括通过利用未公开信息交易行为趋同交易金额的计算、所获利益及避免损失。多位当事人对上述事项提出或否定趋同交易金额、或不认可计算盈利方式的申辩意见,分析证监会复核意见,对此事项的意见归纳为以下情况。一是利用未公开信息交易行为与趋同交易盈利具有因果关系。也就是当事人通过利用未公开信息交易行为产生了证券账户内的趋同交易盈利或亏损,两者具有直接因果关系,所以,趋同交易产生的盈利或亏损被视为当事人的违法所得,并据此作为行政处罚的计算依据。如邓某勇、陈某超、陈某林、刘某洁案件中,证监会复核的意见精神均源自于两者行为的因果关系论。二是趋同交易金额及违法所得金额的计算由调查单位参考沪深交易所的计算数据来认定。根据上文分析,利用未开信息交易股票的盈利或亏损被视为违法所得,并据此处以罚款。因此,证监会参考沪深交易所提供的相关案涉证券账户的计算数据,以此为基础计算出趋同交易金额及违法所得金额,计算方式符合证监会执法惯例。

(八) 采纳当事人申辩意见情况

证监会对当事人提出的合法合理申辩意见积极采纳。周某彦案件,其提出《行政处罚及市场禁入事先告知书》认定交易期间有误,交易期间应为2013年10月23日至2016年8月底。经证监会复核,在当事人任职“银华富裕基金”基金经理期间,案涉证券账户最后一笔交易时间为2016年8月23日,证监会对周某彦提出的交易期间认定有误的申辩意见予以采纳。但是该交易期间的调整不影响案涉证券账户股票交易趋同情况、违法所得等违法事实的认定。

五、意见 建议

通过对利用未公开信息交易行为的行政处罚案例分析,本文认为,现行处罚标准和程序仍需完善。建议制定详细的行政处罚实施细则,明确交易类案件中的法律适用和证据标准,并建立统一的违法所得计算方法。具体完善建议如下。

(一) 优先制定交易类案件的行政处罚实施细则或常见交易类案件违法行为行政处罚裁量基准

基于上文分析,建议优先制定交易类案件的行政处罚实施细则或常见交易类案

件违法行为行政处罚裁量基准。此举旨在解决当事人申辩中频繁提出的“违法情节轻微,处罚过重”问题,增强执法的可预测性。具体建议如下:

1. 建立行政处罚裁量的一般规则。制定明确的条件和程序,用于判定从轻、减轻和免于处罚的情况。明确规定首违不罚、轻微免罚、无主观过错免罚等规则的时间和空间范围。

2. 明确“从重”处罚的适用情形。根据《行政处罚法》的规定,界定“较重”和“严重”违法情节的一般情形及其相应的处罚幅度。

3. 细化交易类案件的行政处罚裁量基准。依据证券法、《证券投资基金法》等相关法律法规,对交易类案件的行政处罚裁量情节进行明确规定,细化违法行为的分类,调整和完善处罚种类与幅度。

4. 考虑因素的具体化。对处罚裁量时需考虑的主要因素,如违法事实、性质、情节、社会危害程度和实际后果等,进行详细列举和说明,确保执法者能够全面、客观地评估每个案件。

5. 利用统计学方法分析案例数据库。通过历年交易类案件的执法案例数据库,运用统计学方法分析总结案件的程度及执法尺度,为制定裁量基准提供数据支持。

通过这些措施,可以提高行政处罚的合理性和一致性,减少执法争议,增强市场主体对行政执法的信任。

(二) 建立证券账户控制关系的认定指引

证券账户控制关系的认定是利用未公开信息交易行为法律构成要件中的一个关键环节,它直接影响到违法行为的调查和认定。因此,账户控制权的认定是利用未公开信息交易行为案件调查的核心构成要素。目前,尽管《利用未公开信息交易案件调查证据规范》中规定了账户控制关系的事实要件及需要调取的证据,但在证券账户控制权的认定方面,尚缺乏系统的法律论理和基于法理论述的证据法理。这导致了在实际操作中,执法实践往往领先于法律规定,存在一定的法律空白和不确定性。为了解决这一问题,建议根据执法实践情况,制定证券账户控制关系认定的调查工作指引。这样的指引应当明确以下几个方面:一是法律依据和概念界定,对证券账户控制权的法律依据进行梳理和明确,对账户控制关系的概念进行准确界定。二是具体认定情形,详细规定可能构成证券账户控制关系的具体情形,包括但不限于资金关联、交易行为特征、交易设备信息关联等。三是确立标准,对认定证券账户控制关系所需证据的种类、质量和获取方式提出明确的标准和要求。四是证据调查程度,对执

法中经常遇到的证据调查程度问题给出具体的指导意见,确保调查的全面性和深入性。五是责任划分,明确控制与操作账户的责任划分,特别是在账户控制人与操作人分离的情况下,如何认定各自的责任。六是单一维度证据证明效力,对于单一维度证据的证明效力进行评估和规定,确保在缺乏直接证据的情况下也能进行有效的认定。七是兜底条款,制定兜底条款,以应对实践中可能出现的各种复杂情况,确保证券账户控制权认定的原则性和灵活性相结合。

(三) 未公开信息的认定

刑法第 180 条和 2019 年证券法第 54 条规定未公开信息为因职务便利获取的内幕信息以外的其他未公开的信息,由此可以得出未公开信息与内幕信息除了在“因职务便利”方面存在自身特性外,其他的法律属性一致,意味着未公开信息的认定要遵循因职务产生、非公开性和重大性三个法律属性。第一,因职务便利产生的未公开信息主要指金融机构因投资决策等行为产生的相关直接信息或衍生信息。如有关证券、期货投资决策、交易执行、资金和持仓变动的直接信息,或者清算、后台风控数据等相关间接信息。上述信息的产生源自金融机构提供的物力、财力、人力等各种资源支持,相关信息一旦被公司投资决策所采纳,即等同于职务行为,属于因职务便利产生的未公开信息。第二,未公开标准为未在公众媒体或特定主体间公开。根据上文分析,未公开信息除具有“三公原则”外,还具有“信义义务”的法理属性,因此,除了指定的报刊、网站等媒体披露视为信息公开外,未公开信息被所属单位的保密及合规风控制度文件规定的主动公开情形也需视为信息公开,如部分基金公司季度披露投资标的被视为公开行为,刘某洁案例中,证监会认可未公开信息在基金公司主动公开前属于未公开状态,披露后视为公开信息。第三,未公开信息的重大性是辅助性证明,主要通过对证券、期货价格具有影响的理性人假设予以认定。依据理性人判断,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获悉的未公开信息对市场中其他投资者构成重大影响,该信息一般会对证券交易价格产生较为明显的影响。

(四) 利用未公开信息交易主体认定

利用未公开信息交易主体的认定上,包括三种要件事实:一是行为人是特定机构或特定机构从业人员。根据刑法第 180 条和 2019 年证券法第 54 条的规定,利用未公开信息交易主体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从业人员的身份事实。二是行为人具有职务便利。职务便利的认定上要通过任职文件、劳动合同、岗位职责权限设置以及与该权限相关的投资、交易、保密要求

等方面综合论述,在职务便利的认定上遵循“实质重于形式”的认定标准,如,王某方案件中,虽然王某方未被正式任命投资经理,但其实际履职中南投资的投资经理职务,具有职务便利,熙玥投资案件中,熙玥投资因作为熙玥1号的产品咨询顾问的职务便利,知悉未公开的交易信息。三是当事人与特定机构从业人员合谋利用未公开信息交易。对于不具备职务身份的当事人,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。

需要注意的是,利用未公开信息交易行为是身份罪的属性,如果当事人非因职务便利获知未公开信息并交易的,如,当事人为金融机构非涉密部门的人员,通过偷听获得未公开信息的,则不属于未公开信息的主体。

(五) 私募基金从业人员利用未公开信息交易处罚的法律适用

根据上文分析,行政处罚当事人提出的法律适用申辩频次位列申辩意见类型的第二位,7位私募基金从业人员提出法律适用的申辩意见,足见相关当事人对此问题的重视。因此,有必要明确界定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。需要重点明确的是,《中华人民共和国证券投资基金法》第2条规定了该法律的适用范围为公开募集资金设立的证券投资基金和非公开募集资金设立的证券投资基金,第123条罚则规定公募或私募基金管理人及其从业人员有第20条所列行为的依据此条处罚,而非指违反第20条的规定。进一步说,《私募基金管理办法》第40条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,需要按照基金法有关规定处罚。综上,《中华人民共和国证券投资基金法》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。

(六) 趋同交易认定的执法基准

当事人对趋同交易的认定的否定意见是利用未公开信息交易行为的重要申辩理由。本文搜集的执法案例显示,调查部门调查出当事人证券账户与金融机构账户趋同后,当事人的普遍反应是否认两者账户的交易趋同认定,举出跟随交易等多种理由,也就是证监会与当事人存在趋同交易的不同认识。本文认为,综合调查证据,足以认定当事人存在利用未公开信息交易行为的,即使当事人拒不交代,也应当定罪处罚。结合实践,建议进一步明确趋同交易的综合认定标准:第一,当事人要具有获取未公开信息的职务便利,当事人不能仅仅是金融机构的从业人员,要实际履职金融机构内部涉密岗位的职责。第二,当事人获取未公开信息的时间与涉案证券账户交易的时间要具有关联性,要根据未公开信息的生成时间、当事人获悉信息时间和涉案证

券账户交易时间进行关联判断。第三,当事人交易证券品种的时间、方向与未公开信息涉及证券品种的交易时间和方向要基本一致,且趋同度要符合证监会近五年的执法惯例。第四,当事人利用未公开信息交易的行为要明显不同于当事人历史交易习惯,且无合理正当理由。综合上述四项条件作为当事人趋同交易的认定基准。

(七) 违法所得认定建议

对利用未公开信息交易的违法所得认定,依据惯用的计算方法,普遍依据沪深交易所计算数据计算违法所得,沪深交易所的对涉案股票账户实际交易记录的相关数据进行核算后作出专业统计,但是没有显示数据的计算过程及相关事实、相关证据。根据上文分析,多位当事人对违法所得计算方式提出申辩意见,证监会对此的复核意见普遍是违法所得计算符合证监会执法惯例的答复意见。但是,行政处罚要求的合法、公正是要以当事人可接受的方式实现。违法所得的计算标准和方式,不仅涉及行政处罚的合法性和公正性问题,也直接影响被处罚人的重大财产权益,计算惯例以及专业统计的合法性本身,同样需要清晰、公开的标准加以衡量。建议总结分析证监会计算惯例以及专业统计数据,制定公开的违法所得认定指引,推进执法规范化,给市场主体提供行为指引和法律预期,提升执法行为的可接受性。建议采取以下措施:

(1) 制定公开的违法所得认定指引。总结和分析证监会的计算惯例及专业统计数据,制定一套公开、透明的违法所得认定指引。这将有助于明确计算标准和方法,减少争议。

(2) 增强计算过程的透明度。确保违法所得的计算过程公开透明,提供相关事实和证据支持,使当事人能够理解并接受计算结果。

(3) 推进执法规范化。通过制定明确的指引,推进执法行为的规范化,确保每一次违法所得的计算都遵循统一的标准和程序。

(4) 提供行为指引和法律预期。为市场主体提供明确的行为指引,帮助他们理解和预测可能面临的法律后果,从而增强法律的可预测性和可接受性。

(5) 提升执法行为的可接受性通过透明和公正的计算方法,提升当事人及市场对执法行为的接受度,增强执法的公信力。

通过这些措施,可以确保违法所得的认定更加科学、合理,同时提升执法的公正性和透明度,保护当事人的合法权益。

最后需要说明的是,本文仅是对五年内的行政处罚的统计,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。