

Whether Market Participants Will Be Held Liable for Transmission of Insider Information

Author: LI, Liping XU, Min DU, Mingzhu Chen, Yingzhao Chen, Shiyi

2024年5月9日，辽宁证监局官网披露了2024年首份行政处罚决定书（辽宁局1号处罚）[1]，针对2020年发生的一起新三板基础层股票的内幕交易行为以及泄露（传递）内幕信息行为进行处罚。案涉相关主体与光伏行业高度相关，监管处罚的违规行为为既包括实际的内幕交易行为，也包括没有交易仅传递内幕信息的行业大佬，后一种行为在过往的监管执法中被处罚的案例相对较少。而就在2024年5月15日，江苏证监局官网披露了2024年第2号行政处罚决定书[2]，针对2022年的一起涉及深主板上市公司的内幕交易行为（涉及该上市公司控制权变更），案涉主体为某知名投资机构的资深合伙人以及某商业银行的支行行长，前者涉嫌传递内幕信息但未被追责，后者直接有内幕交易行为，罚没金额高达亿元，引发市场热议。

从辽宁局1号处罚的行文来看，相关当事人应该都聘请了专业证券律师团队应对监管调查，当事人提出的抗辩理由合乎逻辑，而辽宁局的回应也是有理有据，处罚文书看点颇多。本文将通过多维度分析辽宁局1号处罚的具体案情、抗辩及监管认定情况，希望对相关市场主体避免和防范内幕交易提供一定的思路和切入点。

关键时间节点：

内幕-1.jpg

违规主体：李某甲（LK公司董事长，LN公司控股股东的一致行动人，LK公司的股票于2016年在新三板挂牌交易，于2021年成为首批在北交所挂牌上市的公司），赵某某（时任LK公司控股股东的董事及LK公司第七大股东）。

主要违规事实：2019年8月，SJ董事长李某乙开始向李某甲介绍SJ并与李某甲沟通LK投资其公司的相关事宜，李某甲此时没有明确意见。2020年6月2日，李某乙微信向李某甲发送定增合作报告，李某甲回复大方向没有问题，并进一步追问与定向增发相关的公司业绩情况及老股东承诺安排等内容。2020年10月，LK和SJ签订了定向发行认购合同并由SJ发布了定向发行的相关公告。根据辽宁证监局的认定，SJ定增事项属于《证券法》规定的重大事件，内幕信息形成时间不晚于2020年6月2日，公开于2020年10月29日。在前述期间，李某甲于2020年6月2日将双方微信聊天记录转发赵某某，赵某某在2020年6月15日买入SJ股票207,000股，并于2021年4月26日至2021年7月26日全部卖出，共获利430余万元。

主要违反规则：李某甲和赵某某的行为均违反了《证券法》第53条第1款[3]的规定，构成《证券法》第191条第1款[4]所述的内幕交易违法行为。

处罚结果：

- 1、对李某甲处以50万元罚款。
- 2、对赵某某没收违法所得430余万元，并处以860余万元罚款（没1罚2）。

本案看点：

1、谨慎判断内幕信息形成时间

在听证过程中，李某甲和赵某某均对内幕信息的形成时间提出了申辩意见，认为虽然2020年6月2日李某乙通过微信向李某甲发送《合作报告》，但是：（1）《合作报告》仅仅表达李某乙的单方融资意向；（2）《合作报告》并非仅向LK发送过，还同时发送给其他的潜在投资人；（3）李某甲虽然给予了“大方向没问题”的初步回复，但仅李某甲一人无权代表LK作出参与

定向增发的决定；（4）当时SJ在事实上也不具备融资条件。结合前述多种原因，相关当事人认为2020年6月2日内幕信息尚未形成或双方并未形成定向增发的动议。

但是，该等申辩意见并未被辽宁证监局所采纳，根据行政处罚决定书的描述，《合作报告》包含定向增发的股份数量、价格、投资用途的内容，李某甲表达了“大方向没问题”后进一步追问了投资细节，反映了参与定向增发的意向，而后续LK关注SJ产品情况、审议定向增发事项、委托第三方开展尽职调查等动作进一步印证了2020年6月2日参与定向增发的动议已经形成。

《证券法》并没有对内幕信息的形成时间进行明确规定，但《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》（“《内幕交易司法解释》”）第5条对内幕信息形成的时间点有所规定，即“影响内幕信息形成的动议、筹划、决策或者执行人员，其动议、筹划、决策或者执行初始时间，应当认定为内幕信息的形成之时”。该规则在包括本案在内的实践适用中可能存在两点疑问，一方面，该司法解释系针对刑事犯罪行为，行政违法行为不能完全适用；另一方面，“动议”“筹划”“决策”或“执行”等用语并没有一个客观标准或完整定义，且前述情形之间有何区别也并不清晰。

尽管如此，可以确定的是，投资人如拟与上市公司或挂牌公司从事定向增发等重大交易，在内幕信息保密方面的工作切不可掉以轻心。往往在项目的早期，投资人可能仅仅是和标的公司形成了初步的意向，具体表现可能也是标的公司方和投资人通过微信、电话等沟通投资方案和要点，但根据本案来看，这种动作或往来（尤其是书面文件往来）很有可能会被认定为内幕信息已经形成。为充分防范内幕交易，避免相关方因没有意识到已经进入内幕交易敏感期从而主动或被动泄露了内幕信息，建议投资人内部建立严格的风控制度对内幕信息的保密进行规制，例如一旦与上市公司或挂牌公司就重大事项进行接触，就应严格控制内幕信息的范围、禁绝交易。毕竟，从本案来看，特定时段内尚未展开第三方尽调或即使有过接触但内部投决会否定决策等，都不属于监管机构认可的内幕信息尚未形成的抗辩理由。

2、知情人的“职务交流行为”并不是借口

本案中李某甲提出，因赵某某是时任LK控股股东的董事及第七大股东，李某甲与其交流投资项目属于职务行为，不构成泄露内幕信息。

经查看公开信息，我们注意到，赵某某仅是LK的股东而并未在LK担任董监高等职务；但是，李某甲与赵某某均为LK的控股股东HZ的股东，分别持有其约27%、11%的股权，同时，李某甲担任HZ副董事长、赵某某担任HZ董事。值得注意的是，LN董事长钟某某也持有HZ约33%的股权，担任HZ董事长兼总经理。根据公开报道，前述三人曾为大学同级校友。

因此，李某甲提出与赵某某交流投资项目属于职务行为的申辩均有一定的合理性，毕竟根据其履历来看可能是一同创业的伙伴，但是从持股和任职的角度来看，在LK层面，仅李某甲担任了董事而赵某某未担任，因此赵某某不应知悉LK的经营或投资信息，该信息也自然不属于赵某某基于职务原因需要提前知悉的工作内容；即便二人均在LK上层持股并在控股股东处有任职，LK是否投资SJ可能也尚未达到股东会审议的阶段，甚至无需经过股东会决议。因此，李某甲的这一主张无法从监管规则的角度得到支持。设想一下，如果赵某某是LK公司的董事，而LK公司认购SJ公司定向增发股份的行为需经LK公司董事会决议，那李某甲向赵某某转达相关信息就应该属于“合法”的职务行为，不应该被认定为“违法”泄露内幕信息。

3、李某甲为何不是《证券法》第51条第4项（业务往来）和第5项（任收购方董事）知悉内幕信息的主体

行政处罚决定书认定，李某甲作为SJ定增发行对象LK的董事长，属于《证券法》第51条第9项规定的内幕信息知情人，即该条兜底条款“国务院证券监督管理机构规定的可以获取内幕信息的其他人员”。从《证券法》第51条有关内幕信息知情人的分类来看，似乎第4项“因与公司业务往来可以获取公司有关内幕信息的人员”，或者第5项“上市公司收购人的董事、高级管理人员”可以更好地匹配李某甲的知情人类别，那为什么辽宁证监局适用了兜底条款而未适用看似更有针对性的第4、5项呢？

针对《证券法》第51条规定的法定知情人范围，目前并未有更为具体的解释进行细化。根据我们对法规的理解：（1）第4项所指的业务往来可能更强调在经常性业务往来中获知内幕信息的主体，而不包括偶发性、临时性的业务，比如本案中的定向增发或常见的投资并购等项目，否则第5项“收购、重大资产交易”的类别就形同虚设了；（2）就第5项而言，虽然定向增发亦属于广义上的收购，但规则仅将其限定在“上市公司的收购人及其董事”，新三板挂牌公司并非上市公司，因此，受限于此主体限定，虽然新三板公司定增构成内幕信息也同样适用《证券法》有关内幕交易的规定，但可能无法当然适用第5项要求

将李某甲划分在该类别之下，适用兜底条款来将其确定为内幕信息知情人也就存在一定的合理性。

值得注意的是，从实践来看，各地证监局在第4项的内幕信息知情人的认定上可能更加灵活，比如，根据中国证监会陕西监管局（2024）1号行政处罚决定书，刘某为拟收购上市公司投资机构的前董事长，该投资机构和被投公司本身应无日常经营性业务往来，而陕西证监局认为其属于《证券法》第51条第4项规定的内幕信息知情人，即可能认为参与收购事项也是与上市公司的业务往来；再比如，根据中国证监会海南证监局（2022）3号行政处罚决定书，陈某某向上市公司推荐了收购标的，海南证监局认为其在收购事项中直接参与到本案内幕信息的形成过程，将其归为《证券法》第51条第4项所规定的内幕信息知情人。

我们认为，根据本案和其他市场实践的法律适用来看，内幕信息知情人的认定并不统一，《证券法》下有关内幕信息知情人的分类，具体该如何认定和适用以及是否存在一定的豁免情形，也有待相关监管机构出台更细致的规则。

4、传递（泄露）内幕信息在何种情形下会被追责呢？

（1）《证券法》第191条似乎没有规定泄露内幕信息的法律责任

《证券法》第53条将“泄露内幕信息”的行为作为内幕交易的禁止性行为进行规范，而《证券法》第191条关于内幕交易的法律责任的表述与第53条并不完全一致，仅概括性规定内幕信息知情人或非法获取内幕信息的人违反第53条“从事内幕交易”的，责令依法处理非法持有的证券，没收违法所得，并处相应罚款。

《证券法》第191条所指的“从事内幕交易”是否仅包括证券买卖行为，还是也包括泄露该信息或建议他人买卖该证券，并不明确。我们认为，从立法本意来看，“从事内幕交易”应作广义理解，即包括“泄露内幕信息”以及“建议他人买卖该证券”。从实践来看，证监会（局）对泄露内幕信息、建议他人买卖证券所引用的处罚依据也均是“从事内幕交易”的法律责任条款，和我们对规则的前述理解一致。

我们注意到，类似《证券法》，其他规则中也将“泄露内幕信息、建议他人买卖该证券”和“证券买卖行为”做同等处理，例如：（1）《证券市场内幕交易行为认定指引（试行）》（已失效）[5]中明确，建议他人买卖相关证券或者泄露该信息的，构成内幕交易；（2）《刑法》第180条罪名为“内幕交易、泄露内幕信息罪”[6]，且不论是内幕交易罪还是泄露内幕信息罪对应的罚则都是一致的。因此，为了避免歧义，后续如果《证券法》修改，可以考虑对第191条法律责任条款的表述予以完善和明确，和第53条的实体违法行为一一对应，将“从事内幕交易”细化为“买卖证券，或者泄露内幕信息，或者建议他人买卖证券”，哪怕是制定不同的罚则呢。

（2）什么情形下会因泄露内幕信息被监管？

由于内幕交易行为本身具有较强的隐蔽性，证券监管和司法机构一般难以证明相关行为主体利用内幕信息从事了证券交易行为，因此，规则层面给予了证券监管和司法机构更大的自主权[7]，在判定是否存在内幕交易行为时，相关机构只要能够证明相关主体存在内幕交易的行为外观即可，比如只需要证明相关主体进行了与该内幕信息有关的证券交易活动（而无需证明其交易是根据或依据内幕信息做出），或者证明其证券交易活动与内幕信息基本吻合即可（针对与相关主体存在亲属关系或联络的人员）；而进一步证明其行为合理性的举证责任由监管对象承担（举证责任倒置）。

“泄露内幕信息行为”与“从事涉内幕信息的证券交易”不同，后者可以根据规则进行适当的推定，但在“泄露内幕信息”的维度下可能无法简单适用上述对于“从事涉内幕信息的证券交易”的行为推定。比如，即使交易主体与内幕信息知情人存在密切关系或者频繁联系，如果缺乏知情人有泄露行为的有力证据，在规则没有明确的前提下，执法机关并不能理所当然地“推定”是该内幕信息知情人泄露了内幕信息，因为交易主体的信息来源渠道可能是多样的，知悉内幕信息并不代表知情人存在泄露行为。

从监管实践来看，对泄露内幕信息的监管案例数量远少于对实际进行证券交易的监管案例，有些案例虽然存在“涉嫌”泄露内幕信息的人士，但该等人士却未必会被监管机构追责。如文首提及的江苏证监局第2号行政处罚（下表中的TB的案例），虽然俞某某作为知情人和进行内幕交易的人士在敏感期内有过联络接触，但监管文书显示二人自2016年之后一直保持联系，同时未载明其他俞某某“泄露”信息的事实，相应地截至目前俞某某也未被追究监管责任；再如下表中SZ的案例，许某某作为收购项目的中介服务机构属于内幕信息知情人，在敏感期内和其多次联络的周某（不属于该项目涉及的相关方）因内幕交易被处

罚而许某某却未被追责，相反，在同一项目中，被收购公司的董事梁某和其合作伙伴韩某也在敏感期内多次微信音视频电话，而梁某因泄露内幕信息被追责，当然这很大可能也是因为其自认了存在泄露内幕信息的行为。

内幕-2.jpg

5、新三板股票的内幕交易无法豁免适用《证券法》

在本案中李某甲及赵某某均就新三板股票适用特殊规定而并不当然适用《证券法》提出申辩：（1）按照最高人民法院《关于为深化新三板改革、设立北京证券交易所提供司法保障的若干意见》（“《**若干意见**》”）的规定，应当重视新三板市场的特殊性，新三板基础挂牌层公司内幕信息重大性和泄露行为的认定标准有别于上市公司，应参照《最高人民法院关于审理证券市场虚假陈述侵权民事赔偿案件的若干规定》，认定案涉信息不具有重大性；（2）新三板基础层挂牌公司的定向增发信息不属于内幕信息。

以上申辩意见并未被辽宁证监局采纳，我们认为原因包括：（1）二人所引述的相关规定系针对“虚假陈述”而非“内幕交易”，更何况《若干意见》还强调要“**严厉打击**涉新三板基础层、创新层和北京证券交易所市场**违法犯罪行为**”“**依法严惩**违规披露、不披露重要信息、**内幕交易**等犯罪，依法加大财产刑处罚力度，严格控制缓刑适用”；（2）新三板公司作为“股票在国务院批准的其他全国性证券交易场所交易的公司”，其所发生的重大事件属于《证券法》第80条、第81条明确规定的内幕信息的范围。

案例上，新三板公司相关内幕交易监管案例虽然相较沪深交易所而言数量不多，但公开渠道依旧存在被中国证监会/地方证监局依照《证券法》进行行政处罚的案例，例如章某交易CJ、蔡某交易BC、邹某交易FX等。

基于上述，新三板公司，无论基础层、创新层还是精选层（现北交所），其定向增发等重大事件和禁止内幕交易的义务都在

《证券法》的规制范围内，并不会因为其在科创板而非在沪深北交易所上市而能够豁免适用《证券法》下内幕交易的规定和相关义务。

6、是否可以事先的交易计划进行抗辩？

《内幕交易司法解释》第4条第2项规定，按照事先订立的书面合同、指令、计划从事相关证券交易的，不属于内幕交易。本案中被告赵某某提出，自己买入股票前已经从他人而非李某甲处得知SJ和LN的合作情况，且交易前并未阅读李某甲转发的聊天记录，因此股票买卖是按照事先已订立的计划进行。不过辽宁证监局并未采纳该等抗辩，认为**根据在案证据，内幕信息形成前，赵某某并未对买入“SJ”的金额、时间、方式等要素作出明确计划，无法认定赵某某在内幕信息敏感期内买入“SJ”是在执行事先订立计划**，故无法参照适用该例外情形；同时，赵某某交易时间在李某甲发送聊天记录之后，现有证据不足以证明赵某某交易前并未阅读李某甲转发的聊天记录。

实际上，本项抗辩理由在实践上被有效主张通常存在一定的难度。在内幕交易的案件中提出类似主张的案例并不少见，但是往往被处罚对象都没有提供足够的证据来证明自己存在“事先已订立的计划”，从而无法适用该条文的规定来进行有效抗辩。从中国证监会近期对于内幕交易的处罚案例来看，中国证监会认定相关内幕信息知情人可能“**负有戒绝交易的法定义务，即使基于预先计划进行交易，也并非正当事由**”[8]。此外，上述司法解释系针对刑事犯罪而非行政违法情形，行政违法行为能否参照适用同样存疑。

值得注意的是，《证券市场内幕交易行为认定指引（试行）》（已失效）曾规定，“证券买卖行为与内幕信息无关”的，行为人的证券交易活动不构成内幕交易。这一事由与事先交易计划类似，本质上都是通过主张自己没有“利用”内幕信息进行交易，证券交易的行为具有“独立性、自主性”。不过随着《证券市场内幕交易行为认定指引（试行）》的废止，加之中国证监会近期的处罚态度，在什么情况下监管能够认可这一抗辩事由，也存在疑问。

7、交易异常性并非认定知悉型内幕交易的构成要件

本案中辽宁证监局提出了“知悉型内幕交易”的说法，即，参照《内幕交易司法解释》第2条的规定，交易异常性并非认定知悉型内幕交易的构成要件，一旦知悉了内幕信息且其交易行为本身已经符合内幕交易行为的构成要件，足以根据《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》（“**《座谈会纪要》**”）第5条[9]规定，认定其行为构成内幕交易。

不同于推定型（异常交易型）内幕交易，知悉型内幕交易将对内幕信息的“知情”作为重点考量因素，即使行为人证券交易的行为不存在异常或甚至根本未买卖股票，而由于其事实上属于法定内幕信息知情人或被证明知悉了内幕信息，从而可能被认定实施了内幕交易；而推定型（异常交易型）内幕交易则侧重考虑交易行为的“异常性”，虽然可能无明确证据证明其知悉内幕信息，但从时间吻合程度、交易背离程度、利益关联程度等方面可以认定存在异常交易行为，从而推定其实施了内幕交易。当然，前述两种方式都是司法上认定内幕交易违法行为的考量因素，每个案例中监管采取的重点考量因素也因案情的不同而有所差别。

从监管机构在实践案例中对“知悉型内幕交易”的认定和解释来看，司法认定的标准似乎很“严苛”：如果相关主体主动知悉或被透露了相关内幕信息，即有可能已经被纳入“知悉型内幕交易”的规制范围，如果加之买卖标的股票的行为，此时若当事人没有强有力的证据证明自己未知悉，相对而言有较大的可能被认定为内幕交易。

8、违法所得如何计算？

本案中赵某某主张采用“先进先出”方式计算违法所得，而辽宁证监局认为采用“后进先出法”更能体现内幕信息对交易行为人的影响，符合内幕交易违法行为特征以及同类案件计算惯例。

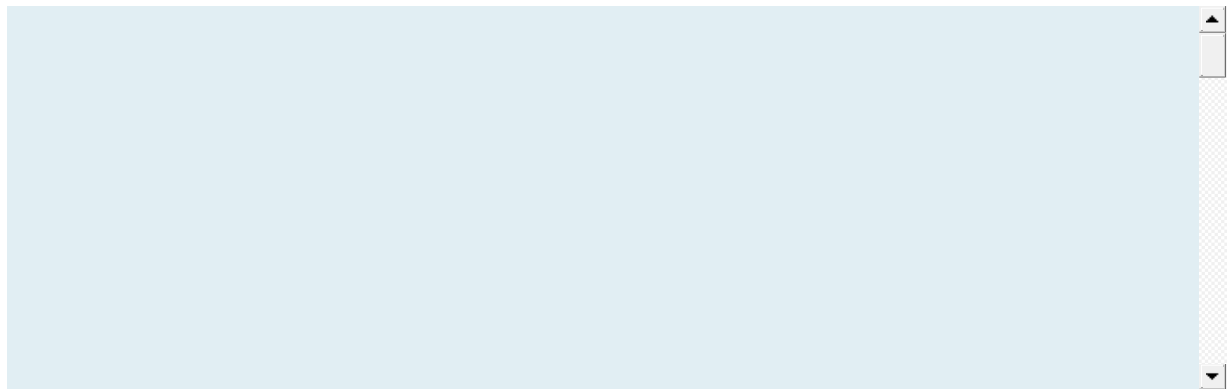
从证监会（局）公开的行政处罚决定来看，自2012年起在计算违规行为获利时即有采用“先进先出”或“后进先出”的先例。不过该计算方式并无正式的法律法规依据，而是会计上常用的库存计价方法，当然也是实践中证券监管机构常用的违法所得计算方法之一。

上述原则可以解决**卖出股份对应的买入成本**如何确认的问题，即，如何将卖出的股份与当时买入的股份一一对应。在买入的股份数量与卖出的股份数量一致的情况下，其实质结果没有区别；而在买入的股份数量比卖出的股份数量多，无法确认卖

出的股份是哪一部分，进而无法确定卖出股份对应的买入成本时，相关计算方式也就有了存在的必要性。先进先出的基本原则是先买进的证券优先卖出，比如买入的股票有A1、A2、A3等，卖出的股票是B1、B2、B3等，则B1对应A1，以此类推，而后进先出法的基本原则是后买进的证券优先卖出，比如A3对应B1。

需明确，并不是说按照后进先出的原则计算的违法所得一定更多，核心是取决于公司股价随着时间的波动情况，从而计算所认定的买入部分股票的成本和卖出部分股票的获利之间的价格差就会存在差异；自然，站在当事人的角度而言，其通常是会主张一个违法所得更少的计算方法。

经查看中国证监会/地方证监局的行政处罚决定书，不难发现，在不同的行政处罚案件中，违法所得计算方式并不都一样，而且没有明确的计算原则或公式，规则层面也没有明确的指引。此前《证券市场内幕交易行为认定指引（试行）》（已失效）尚有违法所得数额的计算方式，但该指引废止后，并未出台替代性的规则。为了给市场主体提供行为指引和预期，提升执法行为统一性和执法效能，进而起到规制内幕交易的监管效果，希望证券监管和/或司法机构能够早日出台相关规定，明确证券违法行为下违法所得的计算标准和方式。



海问证券合规业务组多年来深耕投后管理、上市合规监管领域，为知名上市公司、境内外大型基金、投资机构及证券公司等提供A股投资退出、上市合规、股份增减持、证券调查及诉讼相关的法律服务。

2024-05-26