

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*

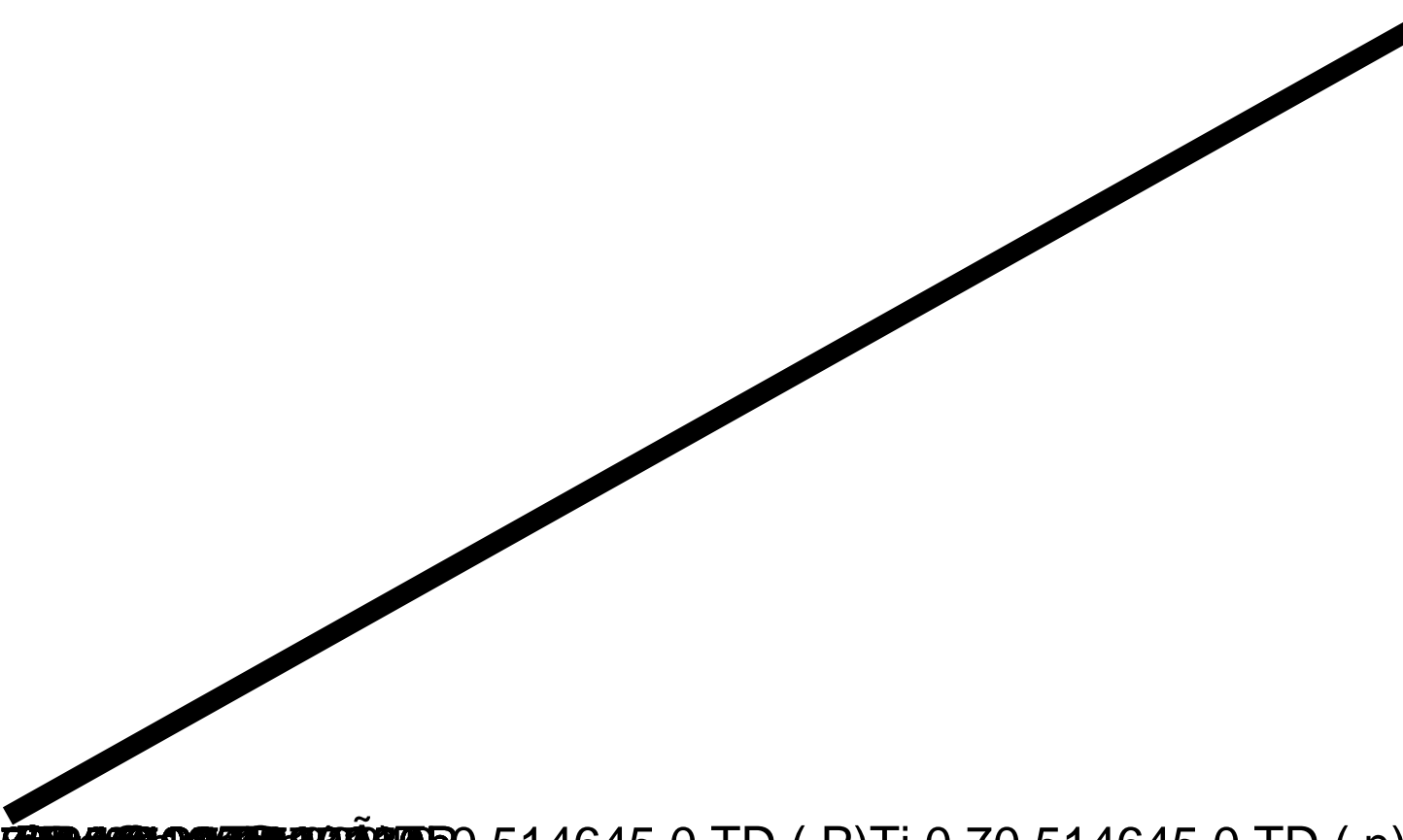
续表

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方元以下罚款	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弄借惠灵至某某未有担任基金管理人职务的事实劣	是否

表 2 利用未公开信息申辩意见统计

申 辩 意 见

申辩意见频数



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

9.09% 刑法第180条第4款规定了利用未公开信息交易罪的行为主体³位当
事人都是通过否定身份进而否定违法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担任基金管理人职务的事实更提出其任职单位的
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
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揭德曳齡齡靈勳際德曳齡

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 8 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 8 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

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	

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

达声勳際德曳齡齡靈勳

(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情节严重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 故当事人多在一审、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 综上所述 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

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

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

定中 相关法院认为利用未公开信

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 份刑事裁判文书中，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。提出申辩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

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客观证据为佐证，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事项的可能的影响程度。

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

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人
利的获取未公开信息的职务11份行政处罚决定书和14份刑事裁定书显示应当事人为
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内幕交易或
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
基金非因职务便利获取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
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条公
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

二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定
身要的信息交易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
开的信息交易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案件中罗某某利用职务
便利将获取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某行政处罚案件中郭某某将因任职银华优质基
金基金经理获取的基金未公开信息泄露给张某某二人共同利用未公开信息从事相
关证券交易活动

提提
用案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
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未
出其就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鼎兴资某或慈航涅涅嵩鵬娠问清裴嗣

基作
案

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 第九条规定 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