

规制重点与风险防范：解读两高《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》

作者：肖波、李群、荣焜、骆祥 昌言（上海）律师事务所

【作者简介】

肖波 昌言上海办公室 执行主任

邮箱：xiaobo@changyanfirm.com

肖波律师获得中国人民公安大学硕士和复旦大学刑诉法学博士学位，之前曾在上海市浦东新区法院工作 13 年多，审理过 1000 多件案件。后又作为合伙人加盟中伦律师事务所，积累了大量的刑事案件和危机处理经验。肖律师业务聚焦于金融、互联网及经济领域犯罪、白领犯罪的刑事辩护、反商业贿赂、企业危机处理、民商事争议解决等。肖律师在刑事犯罪领域发表了大量的专业论文。



李群 昌言上海办公室 律师

邮箱：liqun@changyanfirm.com

李群律师获得华东政法大学法学和侦查学双学士，中国人民公安大学刑法学硕士学位。李律师熟悉刑事辩护、刑事法律风险防范、企业法律顾问服务，曾参与办理过彭某某颠覆国家政权案，该案被最高人民法院评为 2017 年全国十大刑事案件之一；某上市公司高管涉嫌操纵证券市场罪、背信损害上市公司利益罪等在全国具有较大影响力的案件。



荣焜 昌言上海办公室 律师（实习期）

邮箱：rongguo@changyanfirm.com

荣焜律师获得中山大学法学硕士学位和南开大学法学学士学位，具有五年以上法律工作经验，曾在网易集团、合景泰富集团从事法务工作，主要专业领域在于互联网、电商物流、房地产行业法律服务及争议解决业务。



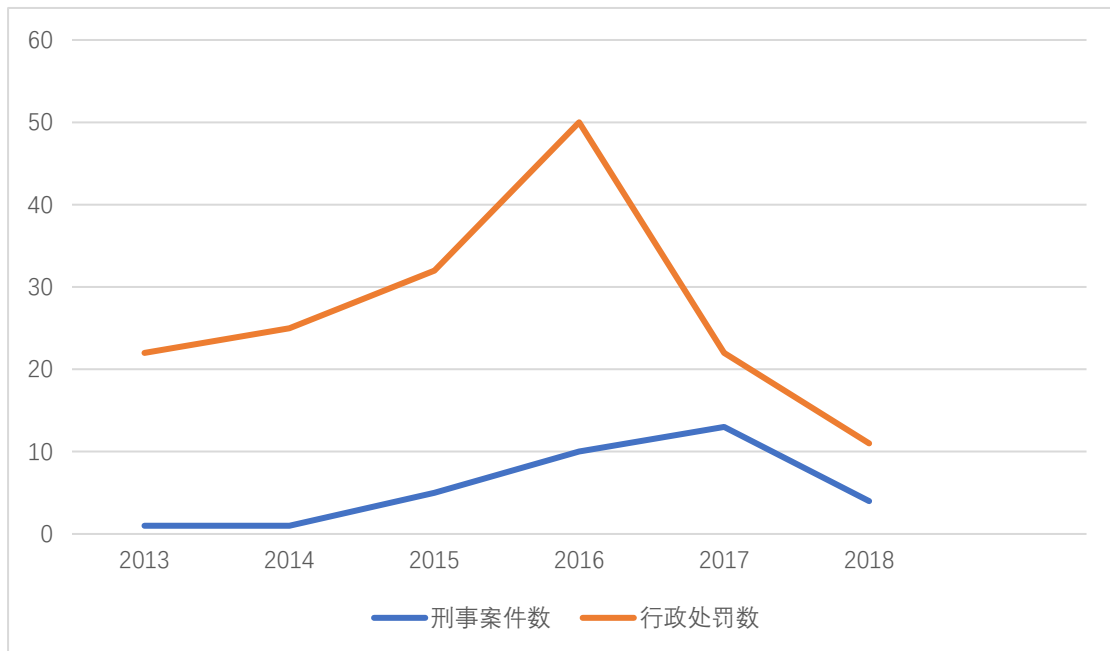
骆祥 昌言上海办公室 律师（实习期）

骆祥律师本科毕业于南京师范大学，获上海师范大学法学硕士学位。主要方向：房地产与建筑工程领域法律服务，公司法律事务服务，区块链、比特币等新型技术法律服务等。曾为上海知名地产中介公司和区块链公司提供法律顾问服务。



自 2007 年唐建案揭开“老鼠仓”违法案件处罚序幕之时起，近年来利用未公开信息交易案件或称（“老鼠仓”案件）在中国证券市场上屡见不鲜，今年判决的中登深圳公司涂健、涂欣案，涉案金额更是达到 21.3 亿元人民币之巨。此类案件呈现发案领域日趋广泛、内外勾结共同作案日益增多、犯罪手段网络化趋势明显等特征。国家机关对此类案件查处力度日益加大，从行政执法和刑事司法方面双管齐下（行政违法和刑事犯罪发案情况见下图¹），规范市场行为，保护投资者的合法权益。

近六年刑事案件及行政案件的数量及走势



《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》（以下简称解释）出台适逢其时。解释虽然对起草过程中争议较大的金融机构界定、趋同交易认定、单位犯罪处罚等问题未有定论，但对实践中迫切需要明确的未

¹ 肖波、荣焜、冯佳成、骆祥：《行为模式与法律规制：利用未公开信息交易罪入刑以来的大数据分析》，2019 年 1 月 22 日首发于“昌言律师事务所”微信公众号，载于 www.changyanlawfirm.com。

公开信息的认定、追诉标准和升格量刑尺度、违法所得认定和罚金等方面加以明确，将相对成熟的观点加以固定，必将对今后的刑事执法提供重大支撑，将对证券交易所、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和其他金融监管机构工作人员的职业行为产生影响。

一、对解释的重点解读

重点之一：未公开信息是内幕交易以外的内部信息

解释第一条规定，刑法第一百八十条第四款规定的“内幕信息以外的其他未公开的信息”，包括下列信息：（一）证券、期货的投资决策、交易执行信息；（二）证券持仓数量及变化、资金数量及变化、交易动向信息；（三）其他可能影响证券、期货交易活动的信息。

据此，未公开信息是指相关金融工作人员“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”，是对内幕信息的补充，而非内幕信息。内幕信息的范围，依照法律、行政法规的规定确定，主要是指：

- 《证券法》第 75 条规定：“证券交易活动中，涉及公司的经营、财务或者对公司证券的市场价格有重大影响的尚未公开的信息，为内幕信息”，并且列举了内幕信息的 12 种表现形式；
- 《证券法》第 67 条亦列举式规定了 12 种属于内幕信息的重大事件。

- 《中国证券监督管理委员会证券交易内幕交易行为认定指引（试行）》（证监稽查字[2007]1号文，以下简称《内幕交易认定指引》）第7条规定的内幕信息主要亦指前述内容。

可以看出，我国刑法所规定的内幕信息主要是指和上市公司的经营、财务状况、治理情况等直接相关的实际信息，其信息来源主要是上市公司本身，其核心是上市公司信息。

刑法上的其他未公开信息在来源于内容上与内幕信息不同，但是可以影响证券市场价格，其本质与内幕信息无异。包括：来源于上市公司以外的其他证券市场参与主体的、对证券价格有影响的信息。例如：各类投资主体的投资决策信息，典型的就是基金公司投资各种证券的持仓信息，另外还包括各种行业协会、交易机构、监管机关产生的政策信息等等。在欧美发达国家，并没有未公开信息的单独规定，而是将其看作是内幕信息的一部分。我国由于证券法和刑法的规定，将其单列。

认定其他未公开信息的证据，在实践中常常是行政主管部门出具的认定意见。行政机关的认定意见不同于鉴定意见，当事人和辩护人可以提出异议，最终由司法机关根据司法解释的规定和案件证据事实情况加以认定。本次司法解释第二条明确了这一点，不再赘述。

重点之二：刑事追诉标准提高，入罪门槛不仅看数额也看情节
解释第五条规定，利用未公开信息交易，具有下列情形之一的，应当认定为刑法第一百八十条第四款规定的“情节严重”：

(一) 违法所得数额在一百万元以上的； (二) 二年内三次以上利用未公开信息交易的； (三) 明示、暗示三人以上从事相关交易活动的。

本次司法解释一方面修改了自 2010 年 5 月份开始实施的入罪标准，另一方面明确了该罪适用“情节特别严重”的情形与标准。

比起操纵证券、期货市场罪，本次发布司法解释对利用未公开信息交易罪入罪标准的调整相对较小（见下表），原有的几项入罪标准继续保留并在数额上有所提高，新增明示、暗示从事相关交易活动的人数项，另对违法所得数额、违法次数、明示、暗示从事相关交易活动的人数达不到入罪标准的，增加四类情形，构筑“数额+情节”的新入罪标准。对于 2010 年入罪标准中“其他情节严重的情形”的兜底性规定则不再提及。

利用未公开信息交易罪入罪标准			
规定 入罪标准项	2010 年规定	新规	
证券交易成交额	累计 50 万元以上	500 万元以上且具有特定情形的	特定情形：即有下列情形之一的： 1. 以出售或者变相出售未公开信息等方式，明示、暗示他人从事相关交易活动的； 2. 因证券、期货犯罪行为受过刑事追究的； 3. 二年内因证券、期货违法行为受过行政处罚的； 4. 造成恶劣社会影响或者其他严重后果的。
期货交易占用保证金数额	累计 30 万元以上	100 万元以上且具有特定情形的	
违法所得数额	获利或避免损失数额累计在 15 万元以上	违法所得数额一百万元以上，或五十万元以上且具有特定情形的	
违法次数	多次	二年内三次以上	

涉及参与违法行为人数	/	明示、暗示三人以上从事相关交易活动
其他情节	其他情节严重的情形	/

需要注意的是，根据新的规定，行为人即使没有盈利，也可以依据违法次数和明示暗示多人构成犯罪。

重点之三：明确情节特别严重的标准，升格量刑相对轻缓

本解释和操纵市场犯罪司法解释的升格标准均为入罪标准的十倍，量刑相对轻缓。

《刑法》第一百八十条第四款中对利用未公开信息交易罪的规定是“……情节严重的，依照第一款的规定处罚”，而没有规定“情节特别严重”的情形。这使得利用未公开信息交易罪在“依照第一款”内幕交易、泄露内幕信息罪处罚时、是否沿用第一款中“情节特别严重”的进档处罚这一问题在学术界和实践中存在长期的讨论和争议。在2016年5月31日和6月30日，两高先后发布的指导性案例中，均入选了“马乐利用未公开信息交易案”，认为“刑法第一百八十条第四款规定的利用未公开信息交易罪援引法定刑的情形，应当是对第一款内幕交易、泄露内幕信息罪全部法定刑的引用，即利用未公开信息交易罪应有“情节严重”“情节特别严重”两种情形和两个量刑档次”，这在一定程度上反映了两高对利用未公开信息交易罪是否具有“情节特别严重”情形的态度，且其后也有不少法院据此精神参照内幕交易、泄露内幕信息罪司法解释的“情节特别严重”构成标准处理利用未公开信息交易罪案件。

本次司法解释则进一步明确了利用未公开信息交易罪具有“情节严重”“情节特别严重”两档情形，对“情节特别严重”的构成标准也做出了具体规定：利用未公开信息交易，违法所得数额在一千万元以上的，应当认定为“情节特别严重”。违法所得数额在五百万元以上，或者证券交易成交额在五千万元以上，或者期货交易占用保证金数额在一千万元以上，具有本解释第六条规定的四种情形之一的，应当认定为“情节特别严重”。

“情节特别严重”标准的确立，对利用未公开信息交易案件的实际处罚将产生什么样的影响，可以借鉴过去发生的案例进行分析。根据我们截至 2018 年 10 月份间搜集的利用未公开信息交易案件裁判文书进行统计调研²，在总计 35 个案件中，认定情节严重的只有 6 个，其余都认定为“情节特别严重”，但实际判处刑期对应“情节特别严重”情形的、即判处有期徒刑在五年以上（含五年）的不到 20%。这些判处有期徒刑五年以上的案件，有的如果发生在现在，可能会得到不一样的结果。例如重庆的苏某利用未公开信息交易案³。

本案中，被告人苏某于 2008 年 10 月至 2015 年 4 月期间在中国人保资产管理股份有限公司权益投资部（股票投资部）担任高级投资经理，负责“集团人民币股票一级 AS”、“一般万能股票一级权 HT”、“和谐万能股票一级权 AS”等股票组合账户的投资管理。2009 年 5 月至 2013 年 11 月期间，苏某利用其因职务便利获取的所管理股票组

² 肖波、荣焜、冯佳成、骆祥：《行为模式与法律规制：利用未公开信息交易罪入刑以来的大数据分析》，2019 年 1 月 22 日首发于“昌言律师事务所”微信公众号，载于 www.changyanlawfirm.com。

³ 案号：(2016)渝 01 刑初 121 号。

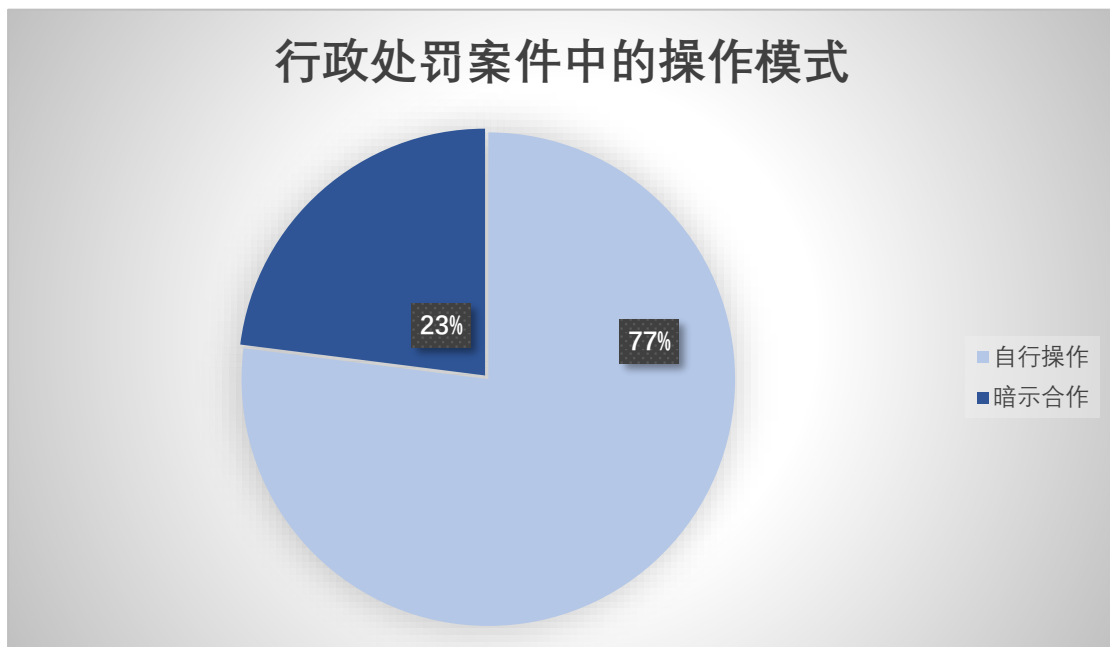
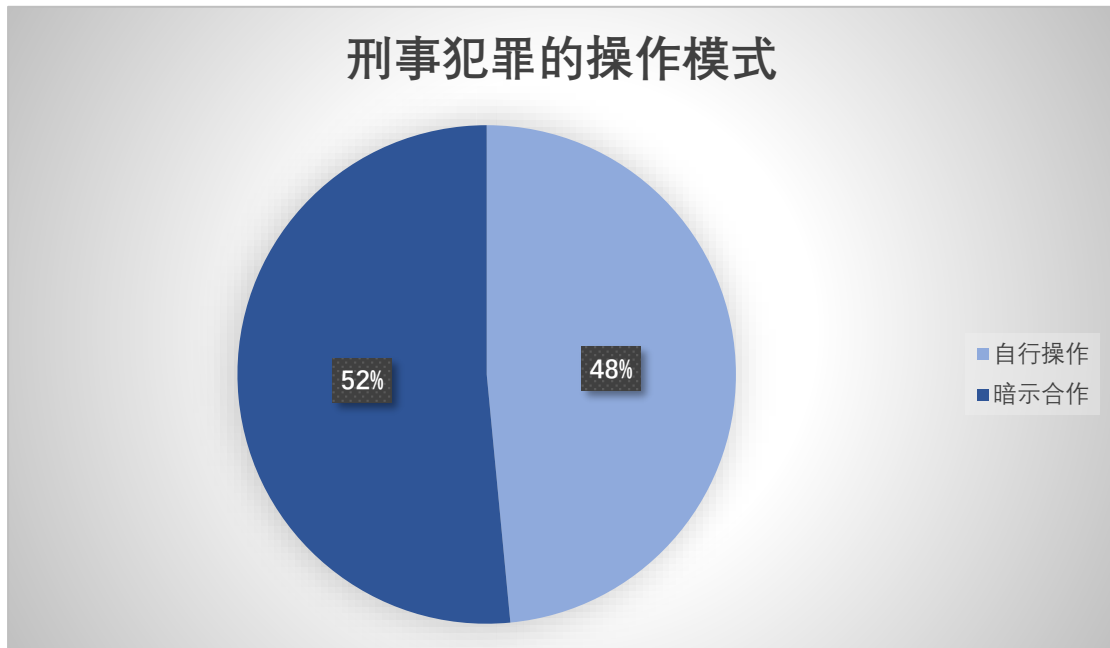
合的交易品种、交易方向、交易数量、交易时间和持仓情况等未公开信息，违反规定，通过其实际控制的名为“苏某1”的证券账户，先于（1-5个交易日）、同期或稍晚于（1-2个交易日）中国人保资产管理股份有限公司进行股票趋同交易，累计趋同交易金额人民币2176.110144万元，从中非法获利人民币13.4918249万元。苏某具有如实供述犯罪事实及家属代为退赔的情节。在本案审理过程中，控辩双方就是否应对苏某适用“情节特别严重”的量刑展开辩论。后法院认为，对本案进行量刑应参照《关于办理内幕交易、泄露内幕信息刑事案件具体应用法律若干问题的解释》的规定，该规定中证券交易成交额在250万元以上的或获利在75万元以上的即构成情节特别严重。苏某虽非法获利只有13万多，但成交额远超过250万元，故最终认定构成情节特别严重，判处有期徒刑五年。

本案如果按照新颁布司法解释来考量，苏某违法所得数额和证券成交额均达不到“情节特别严重”的标准，不考虑其他裁判文书未披露的情节，很可能不会认定为情节特别严重。而且根据新司法解释，仅从苏某的违法所得和成交额上来看，甚至不一定能达到入罪标准，还需有证据证明其存在四种特定情形之一，或违法次数、明示暗示参与违法交易活动人数至少有一项达标。加上苏某具有如实供述、退赃等从轻情节，放至今日，适用现在的司法解释其有机会取得一个较轻判罚结果。

重点之四：“明示、暗示他人从事相关交易活动”需要综合认

定

通过对历年刑事犯罪案件和行政违法案件的操作模式分析发现，在刑事判决中，自行操作和明示、暗示他人操作是两种主要的操作方式，二者入罪的概率几乎平分秋色，而后者手法更隐蔽，更常态化。



解释第四条规定，刑法第一百八十条第四款规定的行为人“明示、暗示他人从事相关交易活动”，应当综合 6 个方面的事实进行认定，

大致可以分为三个方面：

一是有能力提供信息，符合明示、暗示的前提条件。行为人具有获取未公开信息的职务便利；

二是行为人和关联人员获得信息的时间起点、操作方向一致、趋同。例如行为人与他人之间具有亲友关系、利益关联、交易终端关联等关联关系；他人从事相关交易的证券、期货品种、交易时间与未公开信息所涉证券、期货品种、交易时间等方面基本一致；

三是要能够排除合理的解释。包括：他人从事的相关交易活动明显不具有符合交易习惯、专业判断等正当理由；行为人对明示、暗示他人从事相关交易活动没有合理解释。

注意，满足上述三点并不必然构成明示或者暗示他人交易。依靠解释列明的这几点来证明是明示、暗示他人从事交易活动，双方构成共同犯罪，这是一种推定。推定是一种间接的事实认定方法，是在没有直接证据证明行为人明示、暗示他人的时候，根据其他间接证据形成证据链条来判定实施行为的方法，常常要借助情理，常理常识。由于没有直接证据，所以推定存在着逻辑上的断裂，有观点把推定称为“逻辑上危险的一跳”。凡是推定，都允许反证，就是如果有相反的证据可以推翻已经形成的推定的，这个推定就不成立。例如，解释中提到交易习惯、专业判断、合理解释，如果有证据证明，当事人是基于这三点进行的交易，那么不应当认定为是基于明示、暗示未公开信息进行的交易。这个推定就不成立。

重点之五：违法所得和罚金金额的计算挂钩

解释第八条至第十条规定了违法所得和罚金处罚计算规则。其中第八条规定了累计计算规则，第九条规定了违法所得的实得计算规则，与操纵证券、期货市场罪相关司法解释规定一致，在解读操纵市场相关司法解释时已有论述⁴，在此不再赘述。需要注意的是两点：

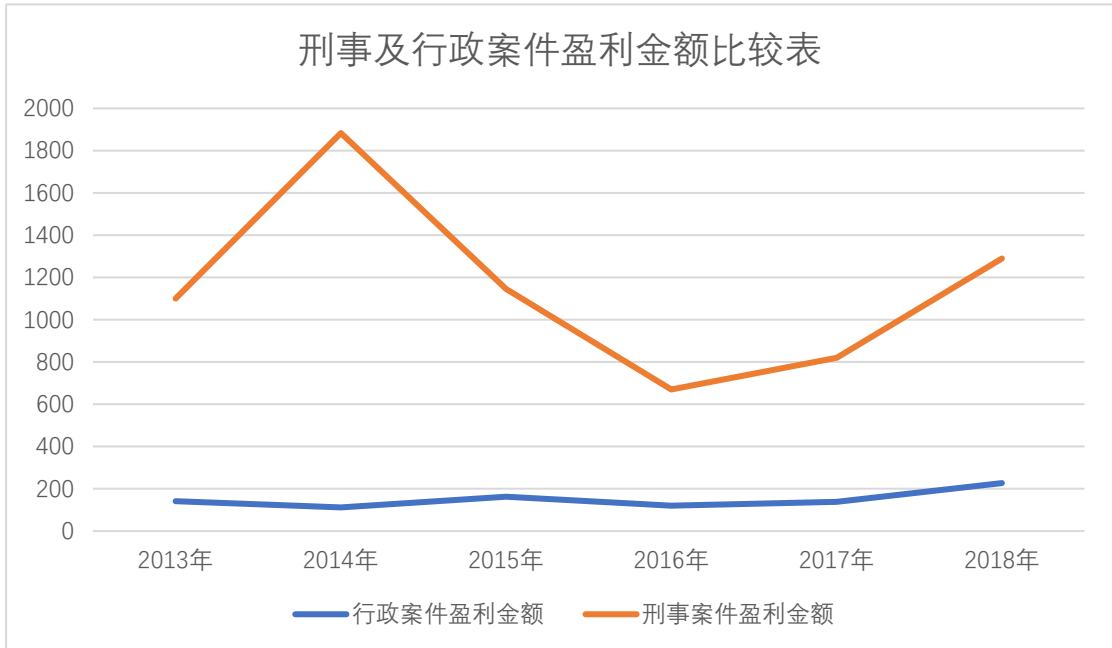
- 1、解释第九条第二款：行为人明示、暗示他人利用未公开信息从事相关交易活动，被明示、暗示人员从事相关交易活动所获利益或者避免的损失，应当认定为“违法所得”。
- 2、解释第十条：行为人未实际从事与未公开信息相关的证券、期货交易活动的，其罚金数额按照被明示、暗示人员从事相关交易活动的违法所得计算。

上述两条综合起来的意思是：明示、暗示他人交易等未直接从事交易的共同犯罪人员，罚金的确定依据实际操作交易的违法所得计算。刑法规定了罚金在违法所得的 1-5 倍处罚，那么实际刑事罚金处罚多少比较合适呢？我们认为刑事处罚一般在 1 倍到 3 倍之间处罚是比较常见的。

解释颁布前，行政和刑事案件的违法所得情况是这样的⁵：

⁴ 肖波、荣焜：解读：《〈关于办理操纵证券、期货市场刑事案件适用法律若干问题的解释〉的八大重点》，<http://www.changyanlawfirm.com/>。

⁵ 肖波、荣焜、冯佳成、骆祥：《行为模式与法律规制：利用未公开信息交易罪入刑以来的大数据分析》，2019年1月22日首发于“昌言律师事务所”微信公众号，载于 www.changyanlawfirm.com。



相应的处罚情况是这样的：

	罚金均值	罚金倍数均	罚金最高额	盈利/亏损金额均值
刑事案件	1287	1.2	9000	928.05
行政案件	168.9	2.22	821	135

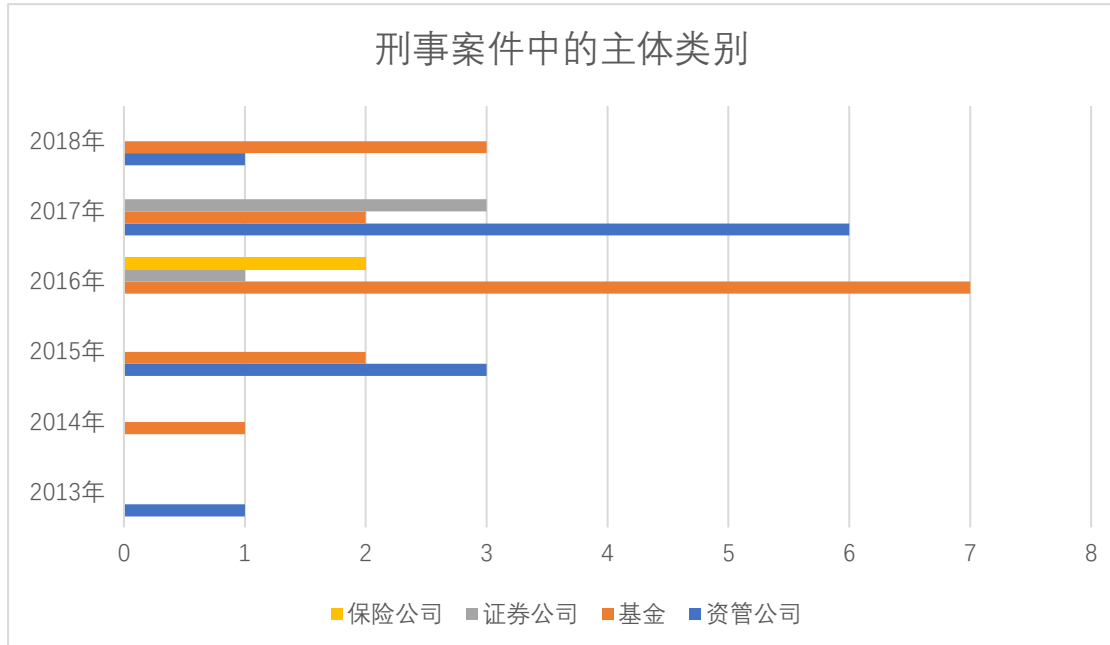
从以往司法实践看，刑事罚金倍数要低于行政处罚倍数，平均1.2倍。除了极端恶劣的情况外，一般在违法所得1-2倍。如果没有盈利，违法所得为0或者亏损的，罚金数额也为零，就不应再处罚罚金。

二、风险防范

1、重点行业和人群应当重点防范。

此类案件涉及的金融机构从业人员范围广阔，涵盖基金、银行、证券、保险、资产管理等多个领域，逐渐从证券发行、交易环节蔓延至基金托管、资产评估等环节，呈现传统风险与新型风险相互交织的特点，如下图所示⁶：

⁶ 肖波、荣焜、冯佳成、骆祥：《行为模式与法律规制：利用未公开信息交易罪入刑以来的大数据分析》，



其中以资管公司和基金公司为最。重点行业要加强防控和学习，提高认识，进行适当培训，减少此类案件的多发和高发状态。

2、从业人员增强守法意识，规范操作行为，扫除认识误区和侥幸心理。

证券市场不允许行业从业人员利用职务优势、资源优势或者利用信息优势，获取不正当的经济利益，此行为具有严重的社会危害性。为了维护我国社会主义市场经济的正常运转，我国刑法第180条之一及相关司法解释都进行了刑法规制，相关从业人员，证券、期货中介服务机构等应加强守法意识，扫除认识误区，意识到没有盈利也可能构成犯罪，自己不操作也构成犯罪、不是内幕信息也可能构成犯罪等法律规则，严守刑法红线，不能跨越底线从事交易行为，否则面临的必将是刑法的严厉制裁。

3、加强单位内部风险防控。

首先，单位内部应加强内部人员的法律教育，尤其是刑事风险的法律教育，从根本上防范单位人员可能出现的刑事违法行为。

其次，证券、期货服务机构、上市公司需聘请专业的法律服务团队，建立预警机制，以期从专业的角度来防范单位有可能出现的操纵类法律风险。在出现行政违法行为时，要及时防止行为人进一步的不理智行动，以免僭越刑法红线。

最后，单位内部应该建立监督机制，内部员工之间相互监督，不同平级部门之间相互监督，上级对下级监督，以点带面，点面结合，真正做到从源头上防范刑事风险。