

□ 上海左券律师事务所 杨薇

今年以来，证监部门查处的内幕交易案例数量剧增，强监管政策不仅体现在罚款的增加，另一重大变化是对于多层传递内幕信息案件的处理，从原有的处理“一传”上下游泄露行为和内幕交易行为扩张到全链条精细化认定和处罚。

内幕信息多层传递

在很多人的印象里，泄露内幕信息的主体一般是指作为法定知情人的一传上游。

然而，根据《证券法》第五十三条的规定：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。

由此可见，除了证券交易内幕信息的知情人，非法获取内幕信息的人也可以成为泄露内幕信息的违法主体。

参照最高法、最高检《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》第二条，非法获取内幕信息的人包括：

(1) 利用窃取、骗取、套取、窃听、利诱、刺探或者私下交易等手段获取内幕信息的人；

(2) 内幕信息知情人员的近亲属或者其他与内幕信息知情人员关系密切的人员，在内幕信息敏感期内，从事或者明示、暗示他人从事，或者泄露内幕信息导致他人从事与该内幕信息有关的证券、期货交易，相关交易行为明显异常，且无正当理由或者正当信息来源的；

(3) 在内幕信息敏感期内，与内幕信息知情人员联络、接触，从事或者明示、暗示他人从事，或者泄露内幕信息导致他人从事与该内幕信息有关的证券、期货交易，相关交易行为明显异常，且无正当理由或者正当信息来源的。

当然，对于多层传递内幕信息的案件，需要识别不同层级人员的不同行为。

在多层传递内幕信息的案件中，先前的内幕信息泄露者属于证券交易内幕信息的知情人，当他把内幕信息泄露给后手之后，后手如果符合前述“非法获取内幕信息的人”判定标准（比如内幕信息知情人员的近亲属或者其他与内幕信息知情人员关系密切的人员，或在内幕信息敏感期内与内幕信息知情人员联络、接触），对于后手泄露内幕信息的行为，就存在可罚性。

根据最高人民法院印发《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》）的第一条，监管机构对作出的被诉行政处罚决定承担举证责任，但人民法院在审理证券行政处罚案件时，也应当考虑到部分类型的证券违法行为的特殊性，由监管机构承担主要违法事实的证明责任，通过推定的方式适当向原告、第三人转移部分特定事实的证明责任。

这里适用“推定方式”的“部分类型证券违法行为”一般是指该《纪要》第五条和《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“传递型内幕交易”，除此以外的泄露内幕信息行为还需遵循行政处罚的一般证据规则，在无直接证据的情况下不能认定泄露内幕信息的行为存在。

建议他人买卖证券

建议他人买卖证券的行为主体，包括内幕信息知情人和非法获取内幕信息的人。建议人只是明示、暗示第三人买进或者卖出相关股票，其告知的内容并不包含具体



资料图片

内幕信息；但泄露人向第三人传递的内容是包括具体的内幕信息。

比如，某起案件中，内幕信息的知情人知悉内幕信息后，当日向第三人发送两条微信，具体内容“002671、002205”“速度关注”。证监会认定：该内幕信息知情人在内幕信息公开前向他人发送“速度关注”的微信，并且明确了相应的证券代码，结合其任职身份，已构成建议他人买卖证券的违法行为。

实践中，对于当事人向同一第三人泄露内幕信息并建议其交易股票的情形，监管部门往往对泄露行为和建议行为分别进行认定和裁量，合并做出处罚。

比如，“内幕交易永悦科技案”中，对赵某海向徐某南泄露内幕信息并建议他买卖证券的行为，

内幕信息多层传递的监管与处罚

人名义，直接或委托他人买卖证券，或者以他人名义买卖证券，或者为他人买卖证券。

在“传递型内幕交易”中，对于内幕交易人可以采用推定的方式，只要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；

(二) 证券法规定的内幕信息知情人的配偶、父母、子女以及其他有密切关系的人，其证券交易活动与该内幕信息基本吻合；

(三) 因履行工作职责知悉上述内幕信息并进行了与该信息有关的证券交易活动；

(四) 非法获取内幕信息，并进行了与该内幕信息有关的证券交易活动；

(五) 内幕信息公开前与内幕信息知情人或知晓该内幕信息的人联络、接触，其证券交易活动与内幕信息高度吻合。

因此，即使内幕信息知情人的泄露行为、建议行为没有被认定，如果交易主体构成“推定的非法获取内幕信息人之身份”（利用窃取、骗取、套取、窃听、利诱、刺探或者私下交易等手段获取内幕信息的人；或内幕信息知情人的配偶、父母、子女以及其他有密切关系的人；或与内幕信息知情人或知晓该内幕信息的人联络、接触），且证券交易活动与内幕信息符合《纪要》要求的吻合标准，就存在可罚性。

在“内幕交易永悦科技案”中，内幕知情人陈某的朋友付某言没有认定为“泄露人”或“建议人”，但赵某海与付某言发生通话联络后开始卖出“永悦科技”，江苏证监局根据推定原则，认定赵某海在和知悉内幕信息的付某言联系后卖出“永悦科技”的行为明显异常，且未能作出合理解释，构成内幕交易。“该推定不以付某言构成泄露内幕信息为前提。赵某海提出的其与付某言沟通内容不涉及内幕信息、未将内幕信息告知徐某南、没有开盘即卖出、没有全部清仓等主张，以及其提交的证据，均不能排除其从付某言处非法获取内幕信息的可能。”

但是，内幕信息经过层层传递，在时效性、准确性上都有偏差，很有可能已经转变为市场传言，在判断当事人经过多层传递后知悉内幕信息并利用内幕信息进行交易时，应当更为谨慎，对证据的关联性、全面性应有更高的要求。

在笔者曾办理的一起案件中，监管部门就认同了多层传递中不宜采用二次推定的观点。

在该案中，甲系内幕知情人，乙在内幕信息敏感期内与甲存在电话联系，且交易异常。证监会推定乙非法获取了内幕信息，进而认定其交易行为构成内幕交易。

在内幕信息敏感期内，乙还建议丙买入该股票，被建议人丙也进行了交易。

最终，监管部门对乙的内幕交易行为和建议他人买卖行为进行了处罚，但对丙未给予处罚。

监管部门合并处以 250 万元罚款。

对于当事人向第三人泄露内幕信息，又向不同第三人建议交易股票的情形，监管部门往往对泄露行为和建议行为分别认定、裁量，分别作出处罚。

比如，“内幕交易恒润股份案”中，监管部门对黄某平建议他人买卖证券行为，处以 100 万元的罚款；对黄某平向沙某菡泄露内幕信息行为，处以 50 万元的罚款。

在认定建议人的违法所得时，和泄露人一样，也是基于建议人自身的违法所得，被建议人内幕交易是否获利，与建议人无关。

利用内幕信息交易

利用内幕信息买卖证券包括以本