

建“暗仓”、合规洗白、“一把手”透露信息…… A股新规严打内幕交易再升级

内幕交易、泄露内幕信息犯罪的刑事裁判规则迎来重要更新。

最高人民法院、最高人民检察院联合发布的《关于修改〈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〉的决定》(以下简称《修改决定》),已于7月27日起施行。

多位业内人士指出,本次修订是一次针对性极强的结构性大修,整体契合当前注册制改革背景下资本市场的监管新形势。同时,本次修订并非简单调整定罪数额,而是通过制度重塑实现宽严相济、分类施策、精准打击的治理效果。

此次修订有何调整?

宽严相济导向明确,提高实控人、大股东违法成本

内幕交易是违法者偷看底牌的“不公平游戏”,严重损害普通投资者的公平交易权。

数据显示,2021年至2025年,全国法院共审结内幕交易、泄露内幕信息犯罪案件204件243人,判处五年有期徒刑以上51人,重刑率21%,彰显了司法机关对资本市场违法犯罪从严从重和维护投资者尤其是广大中小投资者合法权益的决心。

近年来,内幕交易、泄露内幕信息犯罪出现了新情况、新变化。比如,违法犯罪愈发隐蔽,有的不法分子利用虚假合同、计划等规避法律制裁,有的在收购上市公司股份过程中建“暗仓”进行内幕交易,获取巨额非法利益。

同时,证券、期货领域相关法律也进行了修改。为确保法律准确、统一、有效实施,更加精准、有力惩治相关犯罪,最高人民法院、最高人民检察院经深入调查研究,广泛征求意见,反复论证完善,形成了《修改决定》。

律师江华则表示,本次修订并非简单调整定罪数额,而是通过制度重塑实现宽严相济、分类施策、精准打击的治理效果。他认为,修订导向十分明确,对于普通投资者的小额、轻微违规行为,适度降低刑事追责力度,通过行政处罚分流处理,避免刑法过度扩张适用;但对上市公司实控人、大股东、董监高等内幕信息核心知情主体,显著收紧刑事标准、提高违法成本,实现一般从宽、源头从严的司法导向,有效解决了过去司法尺度不一、行刑衔接不畅的问题。

内幕信息敏感期为何前移?

剑指重组收购真空期,斩断“关键少数”内幕交易链条

“本次修订中最值得深度关注的是司法实践中社会影响最大、认定最困难的三处规则迎来重塑。”北京寻真律师事务所主任王德怡律师表示。

其中,内幕信息“敏感期”前移,精准锁定“动议初始时间”。《修改决定》在《解释》第五条中新增规定“控股股东、实际控制人或者相关决策人员向关系密切人员透露形成内幕信息初步意向的时间,或者根据该初步意向进行相关交易的时间,应当视为动议的初始时间”。

王德怡指出,在以往实践中,内幕交易往往发生在重组、收购等重大事项尚处于“意向阶段”时,此时官方尚未正式立案筹划,极易产生法律认定的“真空期”。新规直接将防线前移至“初步意向透露时”,防止“一把手”或核心决策者利用时间差提前建仓或向亲友透露信息,从源头上斩断“关键少数”的内幕交易链条。

西华大学法学院教授余嘉勉表示,内幕信息敏感期起点大幅提前,堵死了实控人“意向阶段”套利漏洞。也就是说,针对实控人、控股股东、核心决策者:仅仅形成重组、收购等初步意向,只要把意向透露给亲友,或者自己依据初步意向交易股票,这个时点直接认定为内幕信息启动时间。过去那种经常出现的灰色地带:只有正式开会立项才算敏感期;前期私下酝酿、吹风阶段不受约束。现在刑法正式封死这条通道。

江华也认为,这是本次修订中最具突破性的调整之一。“以往司法实践中,内幕信息往往以正式立项、书面决议为形成节点,导致大量主体利用前期磋商、初步意向阶段的信息差私下泄密、提前建仓,却难以被追责。新规将敏感期延伸至事项初步意向和磋商阶段,彻底封堵了长期存在的灰色套利空间。”

怎样严防“正当理由”套利?

打击恶性套利行为,杜绝利用规则漏洞“合规洗白”

此次《修改决定》严防利用“正当理由”套利:重塑抗辩/阻却事由。

王德怡指出,本次修订调整了《解释》第四条中的多项规定,在上市公司收购方面,如果交易行为“明显不符合收购目的且无正当理由”,不能再作为免责理由(防止利用“收购”名义建“暗仓”);事先交易计划方面,明确合同/指令必须是“内幕信息形成或知悉前订立”,且须具备明确的交易要素并“符合法律规定”(防止补签合同假冒“程序化交易”)。

“这大幅收紧了被告人的辩解空间,杜绝了过往利用规则漏洞‘伪装合法交易’或‘合规洗白’的套路,保障了市场投资者信息获取的公平性。”王德怡表示。

江华表示,本次修订大幅收紧预设交易计划、收购豁免等免责抗辩事由,压缩规避刑事追责的辩护空间,并针对特殊主体设立减半入罪标准,进一步强化对源头违法、恶性资本套利行为的打击力度。

余嘉勉表示,这次修订收紧了“合法交易”抗辩理由,不能随便拿理由抗辩甚至脱罪。原有法规设有几种不构成内幕交易的例外情形,本次从严限定。

追责门槛为何调整?

认定标准一升一降,震慑“知法犯法”核心知情人

本次修订确保规范体系协调一致。一方面,与新修订的证券法和新出台的期货和衍生品法相关规定保持一致;另一方面,与最高人民检察院、公安部规定的立案追诉标准保持协调,促推行刑合理衔接、构建立体化追责体系。

具体体现在数额标准提额与分类惩处值得关注。王德怡指出,首先,基础门槛调整:一般内幕交易的“情节严重”认定标准由原先的成交额50万元提升至200万元,获利/避险额由15万元提升至50万元。此外,特殊身份“降门槛”追责,对于内幕信息知情人自身违法、以出售/变相出售内幕信息获利,或者2年内因证券违法受过行政处罚/受过刑事追究的,降低追责门槛(成交额100万元、获利/避险25万元即可入罪)。

“这一升一降,既实现了刑事司法与行政处罚(行刑衔接)的平滑过渡,避免了过小额盲目刑事化;又对‘知法犯法’的核心知情人和累犯形成了更强的威慑力。”王德怡强调。

江华强调,此次修订完善了资本市场刑事规制体系,统一了司法裁判尺度,降低了司法认定难度,既强化了对中小投资者权益的保护,也倒逼上市公司、实控人及金融机构完善内控保密合规体系,这是落实资本市场违法“零容忍”,维护市场秩序的重要法治升级。

上游财经综合新京报、每日经济新闻