

上海

上海市银城中路 68 号
时代金融中心 16/19 楼
电话: +86 21 3135 8666
传真: +86 21 3135 8600

北京

北京市建国门北大街 8 号
华润大厦 4 楼
电话: +86 10 8519 2266
传真: +86 10 8519 2929

香港

香港中环皇后大道中 5 号
衡怡大厦 27 楼
电话: +852 2592 1978
传真: +852 2868 0883

伦敦

1/F, 3 More London
Riverside, London SE1 2RE
T: +44 (0)20 3283 4337
D: +44 (0)20 3283 4323

《证券法》修订解读(一) ——浅议新《证券法》下内幕交易制度的若干重大变化

作者: 吕红 | 黎明

《中华人民共和国证券法》(“新《证券法》”)由中华人民共和国第十三届全国人民代表大会常务委员会第十五次会议于 2019 年 12 月 28 日修订通过并公布, 将自 2020 年 3 月 1 日起施行。新《证券法》对 2014 年第三次修正的《证券法》(“旧《证券法》”)进行了若干重大修订, 针对该等修订对基金公司和资产管理机构产生的影响, 本所将通过系列文章进行分析探讨。本文是系列文章第一篇, 将针对新《证券法》下内幕交易制度的若干重大变化进行分析。

新《证券法》延续了旧《证券法》对内幕交易的定义性规定。新《证券法》第五十条“禁止证券交易内幕信息的知情人和非法获取内幕信息的人利用内幕信息从事证券交易活动”以及第五十三条“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”与旧《证券法》第七十三条以及第七十六条相同。新《证券法》对内幕交易制度的主要调整包括以下五个方面。

.....
如您需要了解我们的出版物,
请联系:

Publication@llinkslaw.com

一. 内幕信息知情人范围的变化

下表对比新旧《证券法》下内幕信息知情人规定的变化以及我们针对该变化的分析说明。

新《证券法》	旧《证券法》	变化说明
第五十一条	第七十四条	
发行人及其董事、监事、高级管理人员;	发行人的董事、监事、高级管理人员	增加发行人自身也作为内幕信息知情人
持有公司百分之五以上股份的股东及其董事、监事、高级管理人员,公司的实际控制人及其董事、监事、高级管理人员	持有公司百分之五以上股份的股东及其董事、监事、高级管理人员,公司的实际控制人及其董事、监事、高级管理人员	
发行人控股或者实际控制的公司及其董事、监事、高级管理人员;	发行人控股的公司及其董事、监事、高级管理人员	除发行人直接控股的子公司及其董监高外,发行人通过股权关系间接控制的孙公司以及通过其他方式实际控制的公司及其董监高也纳入内幕信息知情人范畴
由于所任公司职务或者因与公司业务往来可以获取公司有关内幕信息的人员	由于所任公司职务可以获取公司有关内幕信息的人员	发行人的供应商、销售商、服务商等业务往来机构的工作人员若可以获取公司内幕信息,也构成内幕信息知情人
上市公司收购人或者重大资产交易方及其控股股东、实际控制人、董事、监事和高级管理人员		新增上市收购相关机构及个人为内幕信息知情人
因职务、工作可以获取内幕信息的证券交易场所、证券公司、证券登记结算机构、证券服务机构的有关人员	保荐人、承销的证券公司、证券交易所、证券登记结算机构、证券服务机构的有关人员	就证券公司的有关人员而言,构成内幕信息知情人的情形不限于证券公司担任保荐人或者承销商的情形。证券交易所、证券登记结算机构、证券服务机构的有关人员也不必然构成内幕信息知情人。上述四类机构的人员构成内幕信息知情人均以“因职务、工作可以获取内幕信息”为前提。
因职责、工作可以获取内幕信息的证券监督管理机构工作人员;	证券监督管理机构工作人员以及由于法定职责对证券的发行、交易进行管理	证券监督管理机构工作人员并不必然构成内幕信息知情人,应以“因职务、工作可以获取内幕信息”为前提。
因法定职责对证券的发行、交易或者对上市公司及其收购、重大资产交易进行管理可以获	管理的其他人员	对于“由于法定职责对证券的发行、交易进行管理的其他人员”明确了是“有关主管部门、监管机构的工作人员”,

取内幕信息的有关主管部门、监管机构的工作人员;		并且其行政管理从“证券的发行、交易”调整为“对上市公司及其收购、重大资产交易进行管理”，例如对国有控股公司进行国资监管涉及的国资部门或者财政部门。
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。	国务院证券监督管理机构规定的其他人员	

二. 内幕信息的定义和内幕信息类型体系的重构

旧《证券法》第七十五条对内幕信息的定义为“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。”新《证券法》第五十二条对内幕信息的定义调整为“证券交易活动中，涉及发行人的经营、财务或者对该发行人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。”新《证券法》对内幕信息的定义更强调与“发行人”的相关性，比旧《证券法》对内幕信息相关对象为“公司”的模糊表述更加明确。

新旧《证券法》除对内幕信息作出定义外，均采用了类型化列举的方式，但类型体系发生了重大变化。

旧《证券法》对于内幕信息的类型化规定有第七十五条第二款和第六十七条第二款两个条款。其中第七十五条第二款规定：“下列信息皆属内幕信息：(一)本法第六十七条第二款所列重大事件；(二)~(七)；(八) 国务院证券监督管理机构认定的对证券交易价格有显著影响的其他重要信息。而第六十七条规定：“发生可能对上市公司股票交易价格产生较大影响的重大事件，投资者尚未得知时，上市公司应当立即将有关该重大事件的情况向国务院证券监督管理机构和证券交易所报送临时报告，并予公告，说明事件的起因、目前的状态和可能产生的法律后果。下列情况为前款所称重大事件：(一)~(十二)。”综合上述规定，旧《证券法》下内幕信息的内幕信息类型体系为：第六十七条第二款规定的上市公司应当临时报告及公告的可能对股票交易价格有较大影响的重大事件，以及第七十五条第二款规定的其他内幕信息。

而新《证券法》对于内幕信息的类型规定有第五十二条第二款、第八十条第二款、第八十一条第二款。其中第五十二条第二款规定：“本法第八十条第二款、第八十一条第二款所列重大事件属于内幕信息。”。而第八十条第二款则规定的是发行人应当临时报告及公告的可能对于股票交易价格产生较大影响的重大事件，第八十一条第二款则规定的发行人应当临时报告及公告的可能对于上市交易公司债券交易价格产生较大影响的重大事件。综合上述规定，新《证券法》下内幕信息的内幕信息类型体系为：第八十条第二款与第八十一条第二款规定的发行人应当临时报告及公告的可能对于股票交易价格或者上市交易公司债券交易价格产生较大影响的重大事件。

对比新旧《证券法》的规定，新《证券法》下内幕信息的类型体系有以下重大变化：

1. 旧《证券法》的内幕信息类型体系下，上市公司应当依法公告而未公告的信息是内幕信息的子

集，即理论上存在上市公司无法定信息披露义务的信息也属于内幕信息的可能，也即是旧《证券法》第七十五条第二款规定的第(二)至(八)项信息。当然，该等信息虽然不是旧《证券法》要求上市公司披露的信息，但依据《上市公司信息披露管理办法》以及交易所的上市规则，基本也都成为了上市公司应当披露的信息。而在新《证券法》的内幕信息类型体系下，发行人应当依法公告而未公告的信息是内幕信息的等集，即范围完全相同。这一变化为投资者提供了更加明确的内幕信息判断标准，即：发行人依法应当公告而未公告的信息属于内幕信息，发行人无法定信息披露义务的信息，无论是否公告，都不应属于内幕信息。

2. 新旧《证券法》对于内幕信息的类型化列举都规定了对中国证监会授权性的兜底，但有实质性差异。

旧《证券法》的兜底条款有两项，一是针对上市公司应当公告的重大事件的兜底条款，即第六十七条第二款第(十二)项——“国务院证券监督管理机构规定的其他事项”，二是第七十五条第二款列举的重大事件的第(八)项——“国务院证券监督管理机构认定的对证券交易价格有显著影响的其他重要信息”。因此在旧《证券法》下，作为内幕信息子集的法定披露信息兜底性授权为中国证监会“规定”的其他事项，而其他内幕信息的兜底性授权为中国证监会“认定”的其他重要信息。前者意味着中国证监会依据旧《证券法》授权所制定并公布的《上市公司信息披露管理办法》第三十条所“规定”的各类重大事件均可属于内幕信息。后者意味着，即便是《证券法》、《上市公司信息披露管理办法》等法律、部门规章、规范性文件未规定属于披露事项或者内幕信息的事件，中国证监会经“认定”属于对证券交易价格有显著影响的其他重要信息，也构成内幕信息。因此基于后一“认定”授权可认定的内幕信息类型，对投资者而言，因既不属于法定披露信息类型，又不属于《证券法》明确列举的内幕信息类型，完全可因个案情况由中国证监会酌情判断是否有“显著影响”，且“显著影响”也缺乏量化标准，从而对于投资者判断特定未公开信息是否属于内幕信息带来相当大的不确定性。

而在新《证券法》下，内幕信息的类型与发行人法定披露信息类型形成了统一，而法定披露信息类型涉及的第八十条第二款与第八十一条第二款的最后一项兜底条款均为“国务院证券监督管理机构规定的其他事项”。这就意味着，除有“规定”的信息披露事项外，不再存在非“规定”事项经认定构成内幕信息的可能。在光大证券“乌龙指”内幕交易案中，相关行政处罚决定书以《证券法》第七十五条第二款第(八)项作为依据，认为“虽然《证券法》和《期货交易管理条例》列举的内幕信息主要是与发行人自身相关的信息或与政策相关的信息，但同时规定证监会就具体信息是否属于内幕信息进行认定”，并认定“光大证券在进行ETF套利交易时，因程序错误，其所使用的策略交易系统以234亿元的巨量资金申购180ETF成份股，实际成交72.7亿元”为内幕信息”，这一依据《证券法》的“认定”授权而作出的处罚案例将成为历史，对于新《证券法》下内幕交易的管控也将不具有任何借鉴意义。

3. 旧《证券法》的内幕信息类型以股票交易内幕信息为主。虽然第五十条和第五十三条关于内幕交易的相关定义条款对内幕交易的交易标的表述为“证券”，以及第七十五条第一款对“内幕信息”的定义中也采用了“公司证券”的表述，其范围应覆盖股票和债券，但是如上所述，其内幕信息类型包括第六十七条第二款所列重大事件与第七十五条第二款所列其他内幕信息，其中：第六十七条第二款所列重大事件明确是指第一款所规定的“发生可能对上市公司股票交易价格产生较

大影响的重大事件”，即股票内幕信息；而第七十五条第二款所列其他内幕信息虽未区分是股票交易内幕信息还是债券交易内幕信息，但该等其他内幕信息类型，包括公司分配股利或者增资的计划、公司股权结构的重大变化、公司债务担保的重大变更、公司营业用主要资产的抵押、出售或者报废一次超过该资产的百分之三十、公司的董事、监事、高级管理人员的行为可能依法承担重大损害赔偿责任、上市公司收购的有关方案，该等信息比较明显地对于股票内幕交易具有内幕信息的利用价值，个别事项可能也与债券内幕交易相关，但对于债券内幕交易来说，更具有利用价值的未公开的优势信息——与信用风险相关的未公开信息，则几乎完全未提及。因此旧《证券法》的内幕信息类型虽然理论上覆盖股票内幕信息和债券内幕信息，但其列举的内幕信息类型实际上是以股票交易内幕信息为主，对债券内幕交易来说适用性较弱。

新《证券法》采用了内幕信息类型等同于股票和公司债券公告信息类型的立法方式，将股票临时公告信息与公司债券临时公告信息分别以第八十条第二款与第八十一条第二款进行列举，这两款完全是针对股票和债券的不同性质和特征所列举的股票与债券交易临时公告的重大事件，并经第五十二条第二款原因而成为内幕信息。因此在新《证券法》下，股票内幕信息与债券内幕信息是有区别的，债券内幕信息的类型也是明确的且对债券交易来说是具有针对性的。

三. 股票交易内幕信息范围的变化

旧《证券法》下的股票内幕信息是指“发生可能对上市公司股票交易价格产生较大影响的重大事件”，因此股票内幕交易的范围也限于上市交易的股票。而新《证券法》规定的股票内幕信息及股票交易临时公告重大事件是指“发生可能对上市公司、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股票交易价格产生较大影响的重大事件”，这意味着股票内幕交易制度及内幕信息类型规定不仅适用于上市交易的股票，也适用于新三板挂牌股票。

以旧《证券法》第七十五条第二款和第六十七条第二款所列举的内幕信息类型作为旧《证券法》下股票内幕信息的范围，新《证券法》对股票内幕信息范围规定的变化及相关分析说明如下：

新《证券法》	旧《证券法》	变化说明
第八十条	第六十七条第二款、第七十五条第二款	
发生可能对 <u>上市公司、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</u> 的 <u>股票交易价格</u> 产生较大影响的重大事件，投资者尚未得知时，公司应当立即将有关该重大事件的情况向国务院证券监督管理机构和证券交易场所报送临时报告，并予公告，说明事件的起因、目前	第六十七条 发生可能对 <u>上市公司股票交易价格</u> 产生较大影响的重大事件..... 第七十五条 下列信息皆属内幕信息： (一)本法第六十七条第二款所列重大事件； (二).....	增加新三板股票

的状态和可能产生的法律后果		
前款所称重大事件包括:		
公司的经营方针和经营范围的重大变化	公司的经营方针和经营范围的重大变化	
公司的重大投资行为, 公司在一年内购买、出售重大资产超过公司资产总额百分之三十, 或者公司营业用主要资产的抵押、质押、出售或者报废一次超过该资产的百分之三十	公司的重大投资行为和重大的购置财产的决定 公司营业用主要资产的抵押、出售或者报废一次超过该资产的百分之三十	1. 将“重大的购置财产的决定”修改为“一年内购买、出售重大资产超过公司资产总额百分之三十”, 新增“出售重大资产”, 新增“重大”的量化标准 2. 增加“质押”
公司订立重要合同、提供重大担保或者从事关联交易, 可能对公司的资产、负债、权益和经营成果产生重要影响	公司债务担保的重大变更 公司订立重要合同, 可能对公司的资产、负债、权益和经营成果产生重要影响	1. 新增“提供重大担保或者从事关联交易” 2. 删除“公司债务担保的重大变更”
公司发生重大债务和未能清偿到期重大债务的违约情况	公司发生重大债务和未能清偿到期重大债务的违约情况	
公司发生重大亏损或者重大损失	公司发生重大亏损或者重大损失	
公司生产经营的外部条件发生的重大变化	公司生产经营的外部条件发生的重大变化	
公司的董事、三分之一以上监事或者经理发生变动, 董事长或者经理无法履行职责	公司的董事、三分之一以上监事或者经理发生变动	新增“董事长或者经理无法履行职责”
持有公司百分之五以上股份的股东或者实际控制人持有股份或者控制公司的情况发生较大变化, 公司的实际控制人及其控制的其他企业从事与公司相同或者相似业务的情况发生较大变化	持有公司百分之五以上股份的股东或者实际控制人, 其持有股份或者控制公司的情况发生较大变化 上市公司收购的有关方案	1. 增加“公司的实际控制人及其控制的其他企业从事与公司相同或者相似业务的情况发生较大变化” 2. 删除“上市公司收购的有关方案”
公司分配股利、增资的计划, 公司股权结构的重要变化, 公司减资、合并、分立、解散及申请破产的决定, 或者依法进入破产程序、被责令关闭	公司分配股利或者增资的计划 公司股权结构的重大变化 公司减资、合并、分立、解散及申请破产的决定	新增“依法进入破产程序、被责令关闭”

涉及公司的重大诉讼、 仲裁 , 股东大会、董事会决议被依法撤销或者宣告无效	涉及公司的重大诉讼, 股东大会、董事会决议被依法撤销或者宣告无效	新增“(重大)仲裁”
公司涉嫌犯罪 被依法 立案调查, 公司的 控股股东、实际控制人 、董事、监事、高级管理人员涉嫌犯罪 被依法 采取强制措施	公司涉嫌犯罪 被司法机关 立案调查, 公司董事、监事、高级管理人员涉嫌犯罪 被司法机关 采取强制措施	1. “被司法机关”立案调查调整为“被依法”立案调查, 例如公安机关不属于司法机关, 旧《证券法》表述不严谨
	公司的董事、监事、高级管理人员的行为可能依法承担重大损害赔偿责任	2. 新增“控股股东、实际控制人”涉嫌犯罪被采取强制措施 3. 删除“公司的董事、监事、高级管理人员的行为可能依法承担重大损害赔偿责任”
国务院证券监督管理机构规定的其他事项	国务院证券监督管理机构规定的其他事项	取消了对国务院证券监督管理机构“认定”内幕信息的授权
	国务院证券监督管理机构认定的对证券交易价格有显著影响的其他重要信息	

四. 债券内幕交易与债券内幕信息

债券内幕交易与股票内幕交易的原理和危害性是相似的, 内幕信息知情人或非法获取内幕信息的人利用对于债券交易价格可能产生显著影响的未公开的重大信息获得公众投资者不具有的信息优势, 从事债券交易获取非法利益, 理应在法律禁止的范围之内。但如上所述, 旧《证券法》对于股票内幕交易的偏重以及内幕信息类型体系对于债券内幕交易适用性较差, 债券内幕交易的监管相对股票内幕交易明显薄弱, 迄今为止也并未发生一起债券内幕交易行政处罚或者刑事处罚已决案例。新《证券法》第五十二条第二款与第八十一条第二款正式提出了债券内幕信息这一有别于股票内幕信息的内幕信息类型, 宣告债券内幕交易将正式成为与股票内幕交易并重的证券监管的证券市场违法行为。

1. 债券内幕信息的类型

“重大性”是内幕信息的特征之一, 也是证券信息披露的基础, 因此新《证券法》统一了内幕信息类型与法定披露信息类型, 对于债券内幕信息也是一样。新《证券法》对于上市交易公司债券的临时公告信息(亦即内幕信息)吸收了 2015 年中国证监会公布的《公司债券发行与交易管理办法》第四十五条, 相关对比如下:

新《证券法》第八十一条	《公司债券发行与交易管理办法》第四十五条
发生可能对上市交易公司债券的交易价格产生较大影响的重大事件, 投资者尚未得知时, 公司应当立即将有关该重大事件的情况向国务院证券监督管理机构和证券交	公开发行公司债券的发行人应当及时披露债券存续期内发生可能影响其偿债能力或债券价格的重大事项。

易场所报送临时报告，并予公告，说明事件的起因、目前的状态和可能产生的法律后果。	重大事项包括:
前款所称重大事件包括:	
公司 股权结构 或者生产经营状况发生重大变化	发行人 经营方针、经营范围 或生产经营外部条件等发生重大变化
公司债券信用评级发生变化	债券信用评级发生变化
公司 重大资产抵押、质押、出售、转让、报废	发行人主要资产被查封、扣押、冻结
公司发生未能清偿到期债务的情况	发行人发生未能清偿到期债务的 违约 情况
公司新增借款或者对外提供担保超过上年末净资产的百分之二十	发行人 当年 累计新增借款或对外提供担保超过上年末净资产的百分之二十
公司放弃债权或者财产超过上年末净资产的百分之十	发行人放弃债权或财产，超过上年末净资产的百分之十
公司发生超过上年末净资产百分之十的重大损失	发行人发生超过上年末净资产百分之十的重大损失
公司 分配股利 ，作出减资、合并、分立、解散及申请破产的决定， 或者依法进入破产程序、被责令关闭	发行人作出减资、合并、分立、解散及申请破产的决定
涉及公司的重大诉讼、仲裁	发行人涉及重大诉讼、仲裁事项 或受到重大行政处罚
	保证人、担保物或者其他偿债保障措施发生重大变化
	发行人情况发生重大变化导致可能不符合公司债券上市条件
公司涉嫌犯罪 被依法 立案调查，公司的 控股股东、实际控制人 、董事、监事、高级管理人员涉嫌犯罪 被依法 采取强制措施	发行人涉嫌犯罪 被司法机关 立案调查，发行人董事、监事、高级管理人员涉嫌犯罪 被司法机关 采取强制措施
	其他对投资者作出投资决策有重大影响的事项
国务院证券监督管理机构规定的其他事项	

上述对比显示新《证券法》第八十一条对《公司债券发行与交易管理办法》第四十五条进行了大部分的吸收，并且对于《公司债券发行与交易管理办法》第四十五条有规定而新《证券法》第八十一条第二款未列举的事项，应属于第八十一条第二款规定的“国务院证券监督管理机构规定的其他事项”，即：在判断债券内幕信息时，应结合新《证券法》第八十一条第二款所列举的重大事件与《公司债券发行与交易管理办法》第四十五条所列举的重大事项的全部范围。

2. 银行间债券市场是否适用新《证券法》的内幕交易规定

新《证券法》修订并未将不受《证券法》调整但最接近法理上的证券性质的银行间债券市场交易债券如非金融企业融资工具纳入新《证券法》调整范围。新《证券法》第二条规定：“在中华人民共和国境内，股票、公司债券、存托凭证和国务院依法认定的其他证券的发行和交易，适用本法；本法未规定的，适用《中华人民共和国公司法》和其他法律、行政法规的规定。政府债券、证券投资基金份额的上市交易，适用本法；其他法律、行政法规另有规定的，适用其规定。”因此，“公司债券”的发行和交易以及“政府债券”的上市交易，适用新《证券法》。另外《证券法》所授权的监管管理机构——国务院证券监督管理机构以及所规定的上市交易的交易所——特指证券交易所，使得《证券法》所调整的债券发行与交易都指向受中国证监会监管的交易所债券的发行与交易。就内幕交易规定而言，新《证券法》第八十一条对债券的临时公告信息(亦即内幕信息)的定义也是“发生可能对上市交易公司债券的交易价格产生较大影响的重大事件”，明确排除了银行间市场债券。这些规定似乎表明，银行间市场不适用新《证券法》的内幕交易规定。但对于截止 2019 年 12 月末在中国债券市场 99.1 万亿托管余额中托管余额达到 86.4 万亿、托管比例达到 87.18% 的银行间债券市场来说，却不受内幕交易法律制度的规制，显然是不合理的。

2018 年 12 月份人民银行、中国证监会、发展改革委联合发布了《关于进一步加强债券市场执法工作的意见》，该意见明确了“证监会依法对银行间债券市场、交易所债券市场违法行为开展统一的执法工作。对涉及公司债券、企业债券、非金融企业债务融资工具、金融债券等各类债券品种的信息披露违法违规、内幕交易、操纵证券市场以及其他违反证券法的行为，依据证券法第一百九十三条、第二百零二条、第二百零三条、第二百二十三条、第二百二十六条等有关规定进行认定和行政处罚。”就该意见，我们认为：

- (1) 该文件的发布机构包括银行间市场的监管机构——人民银行和发改委，认可了中国证监会对银行间债券市场的执法权；
- (2) 银行间债券市场的违法行为及执法重点包括“内幕交易”，其中处罚依据中的旧《证券法》第二百零二条就是针对内幕交易的行政处罚。
- (3) 尽管该意见下中国证监会对银行间债券市场执法权的依据以及能否与《证券法》衔接还是有待讨论的问题，但从实效角度，银行间债券市场的债券交易已经纳入内幕交易违法行为执法监管体系之内。

3. 关注债券内幕交易风险的特殊性

债券内幕交易是此次新《证券法》内幕交易制度最重要的变化(没有之一)，因此债券市场参与者应当特别关注该变化、审慎评估其影响。就债券内幕交易的特殊性，我们认为：

- (1) 最大的特殊性在于市场和机构对债券内幕信息长期忽视、认识不足。而在债市违约风险激增的近两年，某些司空见惯的做法、甚至被认为是合理合法的风险控制措施，例如打探或传播债券发行人的财务状况恶化、未公开的债务违约、未公开的重大诉讼、尚未公告的立案调查等信息，并卖出债券以规避“踩雷”风险，该等信息在新《证券法》下已经明确规定属于内幕信息，利用该等信息进行债券交易将构成内幕交易。

- (2) 债券市场以机构投资者为主，相比股票市场股价异动、内幕交易容易被举报，债券市场举报违法交易的情况较少。但是债券市场的机构投资者之间同样存在信息不对称，因信息不对称、债券交易达成后评估或估值大幅下调、交易双方发生争议的情况也屡有发生。尽管债券市场的投资者构成和交易方式与股票市场存在很大的差异，但内幕交易对市场秩序的危害是相同的，与投资者是机构还是个人无关，与交易方式是竞价还是议价无关，机构投资者的专业投资者身份也并不意味着应当或者有权利获取公开信息之外的重大信息作为投资决策的依据。
- (3) 商业银行在债券市场中扮演多重角色，可以是发债企业主承销商、债券投资者、发债企业贷款债权人，还可以通过子公司自营或资管产品持有发债企业的股票，这些角色使商业银行可能具有相比其他机构更加明显并且是天然的信息优势，例如有的上市公司债务危机、出现违约前，个别银行经常领先一步跑路，债券违约进入处置、破产重整阶段时，有银行或关联机构提前进场布局。这种信息优势过往可能有助于进行非公平获利，但在新《证券法》下将附带高度的内幕交易风险。商业银行的合作机构、关联机构在与商业银行进行信息沟通与共享时，应当特别关注内幕信息的识别和判断。
- (4) 随着债市违约风险激增而新兴的高收益债投资中，违约债投资是重要的一种。违约债投资的合法开展，需要较为专业的策略和较高的专业技能，但也有可能依靠提前获取违约企业融资、救助、重组信息，其中包括与银行发生关连，打探消息，有赌博心态，但同样也有较高的内幕交易风险。
- (5) 目前已经出现一些投资机构采用股债联动的投资策略，但股债联动的内幕交易风险不可小觑，特别是鉴于上市公司债务重组进程对于股票和相关债券可能的重大影响，债务重组重大节点的未公开信息可能构成股票和债券双重的内幕信息。
- (6) 债券内幕交易写入新《证券法》不会是一纸空文，以债券市场百万亿规模的体量，出现首例债券内幕交易处罚案例只是时间问题。

五. 行政处罚责任

新《证券法》加重了内幕交易的行政处罚责任，与旧《证券法》的对比如下：

新《证券法》第一百九十一条	旧《证券法》第二百零二条
证券交易内幕信息的知情人或者非法获取内幕信息的人违反本法第五十三条的规定从事内幕交易的，责令依法处理非法持有的证券，没收违法所得，并处以违法所得一倍以上十倍以下的罚款	证券交易内幕信息的知情人或者非法获取内幕信息的人，在涉及证券的发行、交易或者其他对证券的价格有重大影响的信息公开前，买卖该证券，或者泄露该信息，或者建议他人买卖该证券的，责令依法处理非法持有的证券，没收违法所得，并处以违法所得一倍以上五倍以下的罚款

没有违法所得或者违法所得不足 五十万元 的，处以 五十万元以上五百万元以下 的罚款。	没有违法所得或者违法所得不足 三万元 的，处以 三万元以上六十万元以下 的罚款。
单位从事内幕交易的，还应当对直接负责的主管人员和其他直接责任人员给予警告，并处以 二十万元以上二百万元以下 的罚款。	单位从事内幕交易的，还应当对直接负责的主管人员和其他直接责任人员给予警告，并处以 三万元以上三十万元以下 的罚款。
国务院证券监督管理机构工作人员从事内幕交易的，从重处罚。	证券监督管理机构工作人员进行内幕交易的，从重处罚。

上述对比表明：

1. 内幕交易的罚款上限，从违法所得的五倍提高到十倍；
2. 对于没有获利或者获利金额较低的处罚，适用情形从违法所得三万元以下扩大到了违法所得五十万元以下，罚款金额从三万元至六十万元提高了五十万元至五百万元；
3. 对于单位内幕交易的情形，责任人员的罚款也大幅提升，从三万元至三十万元提高到了二十万元至二百万元。

如您希望就相关问题进一步交流，请联系：



吕 红
+86 21 3135 8776
sandra.lu@llinkslaw.com



黎 明
+86 21 3135 8663
raymond.li@llinkslaw.com

如您希望就其他问题进一步交流或有其他业务咨询需求，请随时与我们联系: master@llinkslaw.com

上海

T: +86 21 3135 8666
F: +86 21 3135 8600

北京

T: +86 10 8519 2266
F: +86 10 8519 2929

香港

T: +852 2592 1978
F: +852 2868 0883

伦敦

T: +44 (0)20 3283 4337
D: +44 (0)20 3283 4323



www.llinkslaw.com



Wechat: LlinksLaw

本土化资源 国际化视野

免责声明：

本出版物仅供一般性参考，并无意提供任何法律或其他建议。我们明示不对任何依赖本出版物的任何内容而采取或不采取行动所导致的后果承担责任。我们保留所有对本出版物的权利。