

量化私募与“老鼠仓”：新近案例的警示与风险防范

作者：吕红 | 汪健

第一部分：案情介绍与简评

2025 年 11 月 11 日，浙江证监局公开发布了一则《行政处罚决定书》([2025]17 号)，引起了市场的广泛关注。

一. 案情与处罚

(一) 案情简介

浙江省内两家私募基金管理人和杭州某科技公司均由同一实控人控制、同一管理团队管控。前述两家私募基金管理人和杭州某科技公司的内部控制和人员管理均按照同等要求进行约束。

2022 年 10 月至 2023 年 9 月期间，林某在该杭州科技公司任职，承担交易策略前端开发、产品风控、部分产品交易测试、决策、下单、监控等工作，实质上实施了私募基金从业人员的履职行为。期间，林某因工作职责可接触、查询前述两家私募基金管理人的相关未公开信息，且直接获取、加工过相关未公开信息。

2022 年 11 月 16 日至 2023 年 9 月 6 日期间，林某控制使用“林某治”及“何某龙”证券账户，在沪深两市趋同买入股票并盈利。前述证券账户，在特定时间段内均由林某控制和使用，IP 在杭州的交易都是由林某决策、操作，相关资金由林某筹措或使用账户内原资金，且盈亏由林某承担。

.....
如您需要了解我们的出版物，
请联系：

Publication@llinkslaw.com

(二) 处罚情况

1. 浙江证监局认定林某构成“利用未公开信息交易”，即俗称的“老鼠仓”。
2. 浙江证监局采取“没一罚一”的处罚措施，没收林某违法所得约 8858 万元，并处以约 8858 万元罚款，合计罚没约 1.77 亿元。
3. 浙江证监局对林某责令改正、给予警告，并对林某采取 5 年证券市场禁入措施。

二. 案例简评

近年来，中国证监会及地方证监局对于私募基金从业人员利用未公开信息交易行为作出行政处罚的案例已经屡见不鲜，体现了监管部门对于“老鼠仓”等证券违法行为的零容忍。相比于过往其他私募基金“老鼠仓”案件，本案有如下几个鲜明特点：

(一) 援引《私募投资基金监督管理条例》进行“老鼠仓”的认定与处罚

在本案之前，私募基金领域“老鼠仓”的行政处罚案例，通常援引《证券投资基金法》第一百二十三条第一款进行处罚。但《证券投资基金法》第一百二十三条第一款的表述是“基金管理人、基金托管人及其董事、监事、高级管理人员和其他从业人员有本法第二十条所列行为之一的，……”，而《证券投资基金法》第二十条规定的是“公开募集基金的基金管理人及其董事、监事、高级管理人员和其他从业人员不得……泄露因职务便利获取的未公开信息、利用该信息从事或者明示、暗示他人从事相关的交易活动”，并未涵盖私募基金管理人及其从业人员。因此，市场上对于援引《证券投资基金法》第一百二十三条第一款对私募基金“老鼠仓”进行处罚是否恰当，存在不同观点。

随着《私募投资基金监督管理条例》（“《私募条例》”）于 2023 年 9 月实施，作为私募基金领域的国务院法规，《私募条例》第三十条明确规定私募基金管理人及其从业人员不得开展“老鼠仓”，而且《私募条例》第五十五条对私募基金“老鼠仓”的处罚力度与《证券投资基金法》的规定一致，从而拉齐了私募基金与公募基金“老鼠仓”的处罚标准。

浙江证监局在本案中直接援引《私募条例》对私募基金从业人员“老鼠仓”进行处罚，具有标志性意义。

(二) 科技公司工作人员被认定为私募基金从业人员进而被认定实施了“老鼠仓”行为

根据《私募条例》第三十条的规定，私募基金“老鼠仓”是指“私募基金管理人、私募基金托管人及其从业人员，……泄露因职务便利获取的未公开信息，利用该信息从事或者明示、暗示他人从事相关的证券、期货交易活动”。由此可见，私募基金“老鼠仓”的行为主体是“私募基金管理人、私募基金托管人及其从业人员”。因此，个别人士认为，从公开的案情来看，林某是在科

技公司而非私募基金管理人任职，从而认为林某不属于私募基金管理人的从业人员，进而认为林某是否构成私募基金从业人员“老鼠仓”值得进一步讨论。

根据浙江证监局《行政处罚决定书》([2025]17号)，浙江证监局基于以下事实，认定林某实质上实施了私募基金从业人员的履职行为：

1. 该等两家私募基金管理人与科技公司系由同一实控人控制、同一管理团队管控，该等私募基金管理人与科技公司的内部控制和人员管理均按照同等要求进行约束；
2. 林某在科技公司任职期间，承担交易策略前端开发、产品风控、部分产品交易测试、决策、下单、监控等工作，实质上实施了私募基金从业人员的履职行为。

在此基础上，林某因工作职责可接触和查询私募基金管理人的未公开信息并直接获取和加工过相关未公开信息，且进一步控制使用案涉账户组趋同买入股票。据此，浙江证监局综合认定林某实施了“老鼠仓”行为。

由此可见，在私募基金“老鼠仓”处罚案例中，监管部门不会局限于人员任职单位，而更多是从“实质重于形式”的原则，判断是否属于私募基金从业人员并进而对其“老鼠仓”行为进行认定和处罚。

(三) 获取未公开信息的方式具有显著的“量化”特征

针对“老鼠仓”证券违法行为中被利用的“未公开信息”，根据《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》的规定，是指“内幕信息以外的其他未公开的信息”，包括“证券、期货的投资决策、交易执行信息”、“证券持仓数量及变化、资金数量及变化、交易动向信息”以及“其他可能影响证券、期货交易活动的信息”。

具体到本案中，林某并未在私募基金管理人任职，而系在私募基金管理人关联方的科技公司任职，承担了交易策略前端开发、产品风控、部分产品交易测试、决策、下单、监控等工作。针对林某的此等工作内容，行业内有部分人士猜测，林某系任职于某量化私募的关联科技公司。而受限于量化私募的持仓分散度、换手率较高等特性，如果采取类似主观投资那样潜伏重仓少数几只股票的传统“老鼠仓”模式显然不太现实，因此行业内观点认为，林某系通过复制策略或代码的方式开展的“老鼠仓”。

如果此等猜测准确，本案将是一例具有更强技术属性且直接依附于量化私募生态的“老鼠仓”案件。

第二部分：本案例对量化私募的警示以及风险防范建议

本案例对于量化私募具有重要警示意义，并对量化私募避免类似案件的风险防范措施提出了新要求。

一、量化私募是否会涉及“老鼠仓”

(一) 正规量化私募发生“老鼠仓”的风险较低

对于确有量化策略与业绩以及持续的人才、算力等量化投入的正规量化私募来说，量化私募从业人员开展“老鼠仓”的风险相对较小，而这与量化私募的业务开展模式直接相关。

首先，量化私募的投资决策和交易执行，通常是模型算法自动完成的。虽然该等模型算法，归根到底也是量化投研人员开发构建，但在如今量化私募高度竞争的态势下，这样的模型算法往往需要众多人员共同开发形成，尤其最后的投资组合优化等关键环节，通常是由量化私募最为核心的人员负责。也正是此等业务模式，显著限缩了个别人意图窃取量化私募的整个策略模型算法的可能性。换言之，绝大多数的量化私募的投研人员，了解的是其所负责的一部分，而无法了解策略模型算法的全部。而且，受限于量化模型算法的定量化、测试与实盘的严格监控等特征，会进一步限缩个人脱离团队擅自干预的可能性。

其次，量化私募基金在持仓分散度、换手率、交易冲击成本等方面都有着严格的要求，这些特征将在很大程度上去除了开展“老鼠仓”的土壤。具体来说，量化私募基金通常在个股集中度上有着严格的限制，而且基于其模型算法的自动执行特征，在符合特定信号指标的情况下，该等个股可能在短时间内就被换手；加之，为了尽可能降低某笔交易的冲击成本，针对某品种的买卖需要结合市场情况逐步构建。前述这些特征，都显著降低了个人趋同交易的可能性以及获利效果。

有量化私募曾这样描述，他们的交易屏幕中有近千只股票，而且单只股票的低持仓集中度以及换手频率较快，除非具有照相机版的记忆速度和准确率，否则几乎不可能与该量化私募持仓进行趋同交易。而且，虽然策略模型算法系投研人员开发构建，但其更多构建的是策略模型算法中的因子或指标，而无法确保准确预测出该等策略模型算法自动运行所跑出的具体标的和交易指令。

(二) 量化私募仍有可能涉及“老鼠仓”

虽然正规量化私募发生“老鼠仓”的风险较低，但这并不意味着量化私募能够天然杜绝“老鼠仓”风险。其中一种可能就是，相关人员通过窃取或复制策略或代码的方式，在量化私募体外进行交易。此种方式，能够让开展“老鼠仓”的人员从繁杂且快速变化的策略模型算法自动运行结果的复制中解脱出来(同前文所述，受限于持股分散、换手率等原因，直接复制该等策略模型算法自动运行结果的难度很大，而且趋同交易及获利效果不强)，而通过直接运行窃取或复制的策略或代码等方式进行趋同交易，从而提高可操作性。

针对此等复制策略等方式是否构成“老鼠仓”，相关私募处罚案例也有类似的说理和解释。例如，在上海证监局《行政处罚决定书》(沪[2024]009号)一案中，乐某在陈述申辩材料中认为，采取同策略复制投资方式不构成利用未公开信息交易。对于此等理由，上海证监局并未采纳。

具体到本文第一部分所提及的案例中，林某在杭州某科技公司任职，实际承担了交易策略前端开发、产品风控、部分产品交易测试、决策、下单、监控等工作，林某的此等职务具有显著的量化私募业务属性。如果该案件中的私募基金管理人确实也是量化私募基金管理人，则该案为量化私募同样可能涉及“老鼠仓”提供了最新的直接案例。

二. 风险防范措施建议

(一) 清晰界定科技公司的业务边界

量化私募基金管理人通常会设置一家或多家科技公司。根据我们的了解，量化私募设置此等科技公司的目的主要包括：基于量化人才的至关重要性，出于量化私募基金管理人需要对从业人员进行公示的要求，将部分核心人员置于科技公司，有助于确保相关核心人才的保密和稳定；通过科技公司采购算力设备并负担相应成本，以及通过在异地开立科技公司从而解决当地员工的社保需求等。

对于前述业务安排，我们理解其具有一定的合理性，但我们在服务量化私募客户的过程中，都会提示务必留意科技公司相关人员的业务边界，强调科技公司人员不得从事基金相关业务，主要考虑包括：

1. 科技公司虽然通常是为关联量化私募提供服务，但其自身并未取得私募基金管理人资格且目前通常也未取得基金服务机构资质，因此科技公司人员无法进行基金从业人员资格注册，故科技公司人员如从事基金业务，与法律法规及监管规则的要求不符，从而面临相应的监管合规风险。而且，量化私募基金管理人接受科技公司人员向其提供基金从业服务，本身也存在聘用未取得从业资格的人员从事基金业务的监管合规风险。
2. 区别于量化私募基金管理人需要遵守私募基金相关法律法规及监管规则，科技公司的内控合规控制显然要更为薄弱。在此情况下，如果科技公司人员实际从事了基金业务但并未受到等同于私募基金管理人的内控合规控制，将直接导致其违法违规的风险更为显著。

在本文第一部分提及的案例中，林某在科技公司任职且实际从事了基金业务，但较大可能并未按照私募基金管理人要求进行内控管理(例如未执行员工投资申报等)，这些都可能是本案例发生的不可忽视的原因。

落实到业务层面的具体风险防范措施，我们建议：

1. 科技公司人员只能从事量化的相关技术支持工作而不能涉及基金业务，例如可以从事数据清洗、因子挖掘、IT 系统开发等，但如果涉及到投资组合优化、具体交易执行、交易实盘监测等事项，则带有显著的基金业务属性，应当归于量化私募基金管理人主体开展。
2. 量化私募应当与包括科技公司及关联私募(如有)，进行人员、场所等方面的隔离，其中又以人员隔离为关键。根据《私募投资基金登记备案办法》的规定，量化私募基金管理人的法定代表人/执行事务合伙人 and 高管(合规风控负责人除外)可以在科技公司和关联私募兼职。对于合规风控负责人和普通员工，不得在科技公司兼职；对于在关联私募的兼职，虽然《私募投资基金登记备案办法》为合规风控负责人和普通员工在“集团化私募”兼职留出了想象空间，但目前集团化私募的具体规则尚未发布，在此之前仍不建议在其关联私募兼职。

(二) 加强从业人员投资申报的管控

根据《私募条例》、《私募证券投资基金运作指引》等规定的要求，私募基金管理人需要制定“从业人员进行证券、私募基金等投资的申报、登记、审查、处置等管理制度”。但无法忽视的是，目前部分私募基金管理人仍是停留在制定制度层面，在具体执行上仍有欠缺。

相比于公募和券商可以通过指定员工的开户经纪商并采取更多的技术手段对从业人员的交易进行监控，私募基金管理人对于从业人员投资申报的管控措施和力度，显然要更为薄弱。但需要注意的是，如果私募基金管理人从业人员发生“老鼠仓”等违法违规行为，一方面不仅给从业人员自身带来直接的违法责任，另一方面也会给私募基金管理人带来内部控制存在缺陷的质疑及声誉风险。而在私募基金管理人对从业人员投资申报管控手段有限的情况下，如何对待从业人员投资申报事项将至关重要，甚至可以说是届时能够自证内控合规有效性为数不多的抗辩理由。

落实到业务层面的具体风险防范措施，我们建议：

1. 需要结合管理人的实际情况制定从业人员投资申报制度，切勿照搬模版。

例如，需从防范利益输送和利益冲突的根本目的出发，结合公司实际开展的投资交易品种情况，对投资申报的品种范围进行规定；再例如，对于从业人员投资申报，是完全禁止还是适度放开，是事前申报还是事后备案，都需要结合不同业务岗位未公开信息获取权限，以及私募基金管理人系从事主观投资还是量化策略，进行有针对性的设计。

2. 扎实做好“申报、登记、审查、处置”等环节工作，并做好相应留痕。

相比于主观投资，基于量化私募“老鼠仓”的风险相对较低，因此量化私募的投资申报制度通常要宽松些。例如，量化私募采用入职申报+变动申报+定期申报的方式，而通常不会进行事前申报审批。但这并不意味着，量化私募从业人员投资申报制度在制定完毕后就“束之高阁”，量化私募基金管理人仍应当对从业人员做好及时投资申报的督促工作，并做好对应的登记、审查工作。对于确有与管理人持仓交易信息存在趋同特征的，需要从业人员

进一步解释并采取对应处置措施及责任追究措施。此外，建议通过培训的方式进行宣导并做好留痕。

3. 除前述事项外，有部分机构采取了更为严格和全面的措施。

例如，某些主观私募，除依赖员工的个人投资申报外，还会要求员工去中国结算网拉取自己的交易流水并提交给管理人做交叉检查。

再例如，有些量化私募考虑将科技公司的人员纳入投资申报范围等。

(三) 按照商业秘密标准对待策略模型算法

量化私募基金管理人与员工之间签署竞业限制协议、知识产权归属协议以及保密协议，是量化私募行业的常规操作。但需要特别提示的是，并非签署了该等协议就高枕无忧。

具体来说，相比于专利权“以公开换保护”的特性，对于量化私募基金管理人而言，其策略模型算法作为最为核心和重要的资产，一旦公开将直接影响其策略有效性和竞争力。因此，对于量化私募基金管理人而言，无法采用专利方式保护其核心策略模型算法，而通常是通过商业秘密的方式开展保护。而且，商业秘密没有失效期，理论上可以给予长期保护。

但需要关注的是，根据《反不正当竞争法》的规定，商业秘密需具备秘密性(不为公众所知悉)、价值性(具有商业价值)和保密性(经权利人采取相应保密措施)三个特征。对于秘密性和价值性，通常没有什么争议，但对于保密性，则是容易忽略的要点。

根据《最高人民法院关于审理侵犯商业秘密民事案件适用法律若干问题的规定》的规定，“人民法院应当根据商业秘密及其载体的性质、商业秘密的商业价值、保密措施的可识别程度、保密措施与商业秘密的对应程度以及权利人的保密意愿等因素，认定权利人是否采取了相应保密措施”。换言之，对于量化私募基金管理人及其关联方而言，策略模型算法作为其最为核心和重要的保密资产，如果仅是签署了相关保密协议，但在其他保密事项上存在显著缺陷，则可能导致其策略模型算法能否构成商业秘密并得到保护面临障碍。例如，对于核心代码未做妥善保护导致相关人员可以自行下载；再例如，部分量化私募基金管理人为了投研的效率考虑，会让众多投研人员共同在一个工作台进行交流讨论等。

因此，量化私募基金管理人及其关联方如何有效保护自身的核心策略模型算法，并采取相对应的合理保密措施，不仅关系到能否从源头防范策略模型算法泄露的风险，同时也关系到在发生商业秘密纠纷时能否收集到足以保护自身权益的充分有效证据。

此等保密措施，包括但不限于采取安全有效的加密及存档措施、进行访问日志跟踪追溯、秉承最小化原则设置访问权限、内外网隔离、禁止拷贝等措施。考虑到不同量化私募基金管理人投研开发流程及内部管理的差异化，同样需要结合管理人的自身实际情况进行针对性的保密措施设置。

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



汪 健
+86 21 3135 8726
lawrence.wang@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

上海市银城中路 68 号
时代金融中心 19 楼
T: +86 21 3135 8666
F: +86 21 3135 8600

北京

北京市朝阳区光华东里 8 号
中海广场中楼 30 层
T: +86 10 5081 3888
F: +86 10 5081 3866

深圳

深圳市南山区科苑南路 2666 号
中国华润大厦 18 楼
T: +86 755 3391 7666
F: +86 755 3391 7668

香港

香港中环遮打道 18 号
历山大厦 32 楼 3201 室
T: +852 2592 1978
F: +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



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。

© 通力律师事务所 2025