

## 私募基金“老鼠仓”行政处罚研究<sup>\*</sup>

巩海滨<sup>\*\*</sup> 赵 涛<sup>\*\*\*</sup>

**摘要:**公私募基金“老鼠仓”在行为手段、行为后果、违法性等方面无实质区别,二者法律责任不应有较大差异。但《证券投资基金法》与《私募投资基金监督管理暂行办法》规定罚则差异巨大,私募“老鼠仓”处罚适用法律存在争议。现行私募“老鼠仓”罚则规定的违法成本畸轻,私募投资者合法权益难以得到公平保护。一方面,在行政执法实践中,应合理运用法律解释方法,适用《证券投资基金法》罚则,严惩私募“老鼠仓”行为;另一方面,尽快完善相关行政立法,统一公私募行政量罚尺度。

**关键词:**私募基金 老鼠仓 行政处罚

基金“老鼠仓”,是指基金从业人员利用因职务便利获取的内幕信息以外的其他未公开信息,违规从事相关证券交易的行为,常表现为基金管理人、托管人等基金服务机构及其从业人员在基金财产买入特定证券之前或同时,用自己或其关系户的账

---

\* 本文仅代表作者本人观点,与作者所在单位无关。

\*\* 中国证监会行政处罚委员会副主任。

\*\*\* 中国证监会厦门监管局工作人员。

户在低位建仓,待基金资金进场,证券价格抬高后,卖出自己或关系户账户中所持有的特定证券,从而获得价差收益。根据募集对象是否公开,证券投资基金可分为公募证券投资基金与私募证券投资基金(分别简称“公募基金”“私募基金”)。两类基金都存在“老鼠仓”违法行为,我国《证券投资基金法》(以下简称《基金法》)与《私募投资基金监督管理暂行办法》(以下简称《私募办法》)对“老鼠仓”行为进行了规制,但由于各种原因,相关规定有所冲突,导致执法实践中公私募老鼠仓过罚不当、处罚失衡。

### 一、私募基金“老鼠仓”行政处罚法律适用争议

2014年8月至2015年9月,某投资公司担任某证券集合资产管理计划投资顾问。在此期间,张某为投资公司控股股东、投资总监,并担任该资管计划投资经理,通过其管理操作的“谢某”账户,抢先资管计划进行趋同交易,趋同交易金额达到1.93亿元,趋同盈利272.5万元。经调查和审理,张某的上述行为构成利用未公开信息交易,系私募“老鼠仓”行为。但在对此类行为进行行政处罚时,在法律适用问题上产生了分歧,存在三种处理意见:(1)适用《私募办法》第38条对张某进行处罚,即对其处以责令改正、警告并处3万元以下罚款;(2)适用《基金法》第123条对张某进行处罚,没收其违法所得272.5万元,并处3倍罚款817.5万元,罚没合计1090万元;(3)适用《私募办法》第38条、《行政处罚法》第23条,对张某处以责令改正、警告、处3万元以下罚款,并责令其将非法所得上缴国库。

三种处理意见各有法律依据,但处罚结果迥然不同。适用《基金法》第123条,张某将被没收1090万元,适用《私募办法》第38条,则张某最高只需承担3万元的罚款,两数额相差高达几百倍。3万元的罚款与违法所得272.5万元形成了强烈的对比,明显违背了行政处罚过罚相当原则和比例原则,有悖于“任何人不得从其非法行为中获利”的法理。由此引发了私募“老鼠仓”行政处罚可不可以适用《基金法》、如何适用《基金法》等问题。

## 二、公募基金“老鼠仓”之异同辨析

为比较《基金法》《私募办法》关于“老鼠仓”规制的相关规定,做出合理的法律适用选择,首先要深入理解私募“老鼠仓”法律性质及危害,把握公募基金“老鼠仓”的异同。

### (一)“老鼠仓”行为的法律性质及危害

#### 1.“老鼠仓”行为的法律性质

关于“老鼠仓”的法律性质,存在“背信行为说”和“内幕交易说”两种学说。“背信行为说”认为,老鼠仓行为是基金从业人员背弃对基金份额持有人负有的信义义务,损害基金财产和基金份额持有人利益的背信行为。<sup>[1]</sup>“内幕交易说”认为,“老鼠仓”行为本身就是“内幕交易”的一种。<sup>[2]</sup>本文赞同前说,“老鼠仓”行为不构成内幕交易,主要理由如下:

(1)从侵害的民事法益来说,“老鼠仓”行为侵害的是基金财产、基金份额持有人的利益,属于内部侵害,而内幕交易侵害的法益则更多地为交易对手方的利益,属于外部侵害。(2)信息内容方面,“老鼠仓”中的未公开信息主要包括基金持仓、投资等信息,影响的是证券供求关系,而内幕信息则侧重于公司基本面的相关信息,影响的是证券内在价值。(3)从信息来源来看,内幕信息产生于发行人,而非公开信息多产生于基金本身。(4)从信息披露要求来看,内幕信息形成后需要立即向有关部门报告并公告,需真实、准确、及时、完整。但对于非公开信息,法律并不强制其在该信息形成后立即披露,在定期报告中披露的信

---

[1] 中国证监会行政处罚决定书(张野)[2009]21号、中国证监会行政处罚决定书(唐建)[2008]22号、中国证监会行政处罚决定书(王黎敏)[2008]15号。叶建勋:《关于“老鼠仓”行为入罪的思考》,载《法学杂志》2009年第9期。

[2] 赵磊:《“老鼠仓”行为的法律规制——以基金管理公司已处理的老鼠仓案件为例》,载《金融理论与实践》2010年第7期;荣华:《论“老鼠仓”的法律性质及其法律规制》,华东政法大学硕士学位论文,2010年;王磊:《证券内幕交易犯罪研究——从证券市场“老鼠仓”行为的刑事责任谈起》,中国人民大学硕士学位论文,2008年。

息也无须完整。〔3〕

质疑“背信行为说”的主要理由在于,基金从业人员对基金份额持有人不负有信义义务,负有该义务的是基金管理人、基金托管人等机构。〔4〕本文认为这一观点值得商榷。从业人员虽不是直接的受托人,但却是受托人履行信义义务的直接主体,我国《基金法》第20条、《私募办法》第23条等规定,均强调了基金从业人员不得从事非公平交易、不得利用基金财产为持有人以外的人牟利、不得从事“老鼠仓”等行为,实质上规定了从业人员的信义义务。理论上,信义义务包括“忠实义务”(duty of loyalty)和“注意义务”(duty of care),前者来源于衡平法上的受信任人规则,后者则源于过失侵权法。〔5〕“忠实义务”包括两条规则:一是“避免利益冲突规则”(no-conflict rule),即受托人应避免其个人利益与受托义务相冲突;二是“不牟利规则”(no-profit rule),即受托人不得利用其受托人地位牟利。“老鼠仓”中从业人员利用其基于职务便利获取的非公开信息抢先交易并牟利,构成了利益冲突,违反了“不牟利规则”和“避免利益冲突规则”。

## 2. “老鼠仓”行为的危害

“老鼠仓”行为的危害主要表现在以下两点:

(1) 损害了基金财产及基金份额持有人的利益。基金管理人管理、运用基金财产,应当恪尽职守,履行诚实信用、谨慎勤勉的“信义义

〔3〕 根据《证券投资基金信息披露管理办法》《证券投资基金信息披露内容与格式准则第1-4号》《证券投资基金信息披露编报规则第4号》,公募基金须在基金季报、半年度报、年报中披露公募基金运作有关信息,如“按市值占基金资产净值比例大小排序的前十名股票明细(若有股票投资);指数基金若兼具积极投资和指数投资的,应分别按积极投资和指数投资列示前五名股票明细……按市值占基金资产净值比例大小排序的前五名债券明细”等。《私募投资基金信息披露管理办法》及《私募投资基金信息披露内容与格式指引1号(适用于私募证券投资基金)》规定则较为简单,未明确要求披露投资组合明细,但实践中各机构通常参照公募基金进行披露。从上述规定可以看出,私募基金非公开信息的披露无及时性、完整性要求。

〔4〕 荣华:《论“老鼠仓”的法律性质及其法律规制》,华东政法大学硕士学位论文,2010年。

〔5〕 Paul L. Davies, Gower and Davies, *Principles of Modern Company Law*, 2003, 38, 转引自王军:《中国公司法》,高等教育出版社2015年版,第326页。

务”。〔6〕基金管理人管理层及从业人员,不得与基金份额持有人发生利益冲突,不得利用基金财产为自己谋取利益,须秉承“基金份额持有人利益优先原则”。〔7〕在“老鼠仓”案件中,从业人员先于或同步于基金进行交易,实际上使个人账户与其管理的基金相比在交易价格、交易时机上更有优势,并意图利用基金的投资行为为自己牟取利益,是一种典型的利益冲突行为,直接违反了利益冲突禁止规定及“基金份额持有人利益优先”原则,损害了基金份额持有人利益。该种损害主要包括三个方面:一是基金份额持有人基于信托产生的信赖利益损失。信托制度的核心在于信任,而信任的建立是需要一定成本的,如机会成本、缔约成本、履约成本,“老鼠仓”行为直接破坏了这种信任关系,损害了基金份额持有人合理信赖利益。二是由于利益冲突带来的损害或损害危险。“如果内部人先于基金买卖证券的行为对证券价格造成不利影响,将损害基金的利益”,“如果内部人用基金买卖其已经持有的证券来保护或强化其个人投资利益,基金利益将受到损害”。〔8〕三是篡夺了基金的交易机会。基金公司在投入大量人力、财力、时间等资源后,发现某些证券存在“价值洼地”,这一获利机会本属于基金公司,且用以服务所管理之基金,实现基金份额持有人的利益。从业人员私自利用该信息进行牟利,直接篡夺了基金的交易机会,损害了持有人利益。

(2)破坏了证券市场“公平、公正、公开”原则及基金行业正常交易秩序。公平、公正、公开是证券法的基本原则,也是资本市场发挥资源优化配置,服务实体经济的基础要求。在“老鼠仓”案件中,行为人利用职务便利获取了基金非公开信息,较一般投资者更具信息优势;运用管理基金财产,谋取私人利益,较一般投资者更具资金优势;证券交易前未依法主动报备、披露,不主动避免利益冲突;其行为违背了证券法

---

〔6〕《基金法》第9条。

〔7〕《基金法》第17条、第21条第3款。

〔8〕美国证交委(SEC)1966年“关于投资公司发展的公共政策要义的报告”(PPI报告),转引自邢力:《美国捕鼠靠什么:严格立法事前自由事后严惩》,载新浪网,<http://finance.sina.com.cn/money/fund/20140526/140719226828.shtml>,2017年10月9日访问。

公平、公正、公开原则。投资者的信任是基金行业赖以生存与发展的基石。“受人之托，勤勉尽责”不仅是基金行业的基本执业准则，更是基金业的立业之本。“老鼠仓”行为违背了行业执业准则，动摇了投资者的信心，破坏了基金业市场秩序，严重侵蚀了基金业发展的基础，影响资本市场功能的发挥。

## （二）私募基金之异与公募基金“老鼠仓”之同

### 1. 私募基金之异及其对“老鼠仓”责任的影响

私募基金与公募基金主要存在以下方面的不同：（1）基金募集对象不同。私募基金不得向不特定对象募集且人数总计不得超过 200 人，但公募基金则可面向不特定对象募集并可突破 200 人限制。（2）投资者准入门槛不同，私募基金投资者需满足较高的适当性标准，而公募基金的投资门槛较低。（3）监管需求程度不同。私募基金投资者较为成熟，具备较强的风险识别、承受、自我保护的能力，其与基金管理人之间往往存在更为直接的信任关系，外部性、公众性不强。而公募基金投资者通常是普通的个人投资者，其谈判能力、自我保护能力较为缺乏，公募基金管理人的行为具有浓厚的公共性、外部性，因此较私募基金更需要监管介入。<sup>〔9〕</sup>（4）现行监管要求不同。准入方面，私募基金管理人实行备案制，公募基金管理人实行核准制；内控方面，私募基金管理人监管规定较为原则，因此在基金决策、交易、托管等各方面都较公募基金更为灵活，而对公募基金管理人规定则更为具体。<sup>〔10〕</sup>

有观点主张私募基金持有人数量相对较少，且自身具有较强的风险识别和承担能力，因此可以不追究私募“老鼠仓”的行政责任和刑事

〔9〕 卢文道、谭婧：《〈证券投资基金法〉修改中私募基金法律规制的若干问题》，载《证券法苑》2010 年总第 3 卷，法律出版社 2011 年版。

〔10〕 例如，根据《基金管理公司投资管理人员管理指导意见》（2009 年修订），公募基金应建立投资管理人员利益冲突防范制度，建立申报、登记、审查、管理、处置制度，加强投资管理人员参与社会活动和会议管理、公开言论管理，建立健全通信管理制度，加强对各类通信工具的管理，公司固定电话应进行录音，交易时间投资管理人员的移动电话、掌上电脑等移动通讯工具应集中保管，MSN、QQ 等各类即时通信工具和电子邮件应实施全程监控并留痕。《证券投资基金管理公司公平交易制度指导意见》（证监会公告〔2011〕18 号）还对投资决策控制、交易执行控制、行为监控和分析评估、报告、信息披露等事项进行了细致规定。

责任。公私募“老鼠仓”法律规制是否应当有所区别呢?对此,本文持否定意见。

一方面,基金持有人多寡是判定公共利益的重要但非唯一的标准,私募“老鼠仓”同样损害了证券市场公平公正公开原则、基金业行业正常交易秩序,这也是公共利益的重要方面。另一方面,公私募“老鼠仓”均属于违法行为而非商业行为,不同于商业行为方面公私募基金存在不同强度的自治权,因而监管需求、监管力度不同,但对违法行为进行查处是监管部门履行维护市场公平公正公开、保护投资者合法权益法定职责的体现,不宜因投资者是否成熟、是否具备风险识别能力而有差异。即使投资者经验丰富,自我保护能力强,只要其合法权益受到损害,行政机关、司法机关均应当提供相应保障,故在“老鼠仓”方面,监管需求、监管任务并无任何差异。因此,从公私募基金前述四点区别难以得出公私募“老鼠仓”应区别规制这一结论。

## 2. 公私募基金“老鼠仓”之同

事实上,公私募“老鼠仓”在行为手段、行为后果、违法性等方面不存在实质区别,无论从功能监管的角度,还是行为监管的角度来看,公私募“老鼠仓”法律责任都不应有较大差异,公私募投资者应得到平等保护。

(1)从功能监管的角度来看,虽然公私募基金商业运作有所区别,但公私募基金业务实质都是为客户进行证券投资,基金管理人及其从业人员的职责均是“受人之托,代人理财”,其法律关系均是信托关系。因此,为避免监管套利,对于“老鼠仓”问题,公私募基金监管应该统一罚则。

(2)从行为监管的角度来看,公私募“老鼠仓”行为手段、性质及结果均无实质不同。从行为手段来看,行为人均利用其所管理的基金财产及因职务便利知悉的基金投资信息,提前买入卖出特定证券进行获利。从行为性质来看,二者均是背信行为,均违背了基金投资者信任,将投资者的嘱托置于个人利益之下,为个人“老鼠仓”输送利益。从行为后果来看,二者均违背了证券法公开公平公正原则,损害了基金投资者的合法权益,扰乱了基金行业正常交易秩序。

(3)从社会影响来看,截至2018年3月底,已登记的私募证券投资基金管理人达8724家,管理基金35,419只,管理基金规模达2.58万

亿元。同期,公募基金管理公司 116 家,管理基金 4737 只(不包含货币基金),管理基金规模达 4.52 万亿元(不包含货币基金)。<sup>[11]</sup>可以看出,私募证券基金行业在管理人数量、产品数量方面均远远高于公募基金,管理规模与公募基金差距不大,且该行业整体发展速度要远高于公募行业,因此其造成社会影响并不弱于公募基金。

(4)从投资者保护来看,尽管私募基金投资者风险识别、承担能力较公募投资者强,但是不良从业人员在暴利的诱惑之下,并不会放弃对私募基金财产的侵害;相反,由于监管介入私募相对公募更少,私募从业人员运作灵活,受到的约束更少,违法行为更为隐蔽,因此,对私募基金受害投资者的保护更为迫切。

(5)从背信后果来看,私募投资者与基金管理人之间通常存在较为紧密的社会关系,投资者对管理人及其从业人员信赖程度较高,“老鼠仓”行为对该种信任关系破坏程度更大;而公募投资者与基金管理人之间通常并不熟悉,社会关系较为松散,且双方签订的一般都是格式合同,投资者无须私下与管理人一一协商,所付出的交易成本较低,因此,无论是从对信任关系的破坏程度,还是从对信赖利益损害大小的角度来看,私募“老鼠仓”的危害性都不弱于公募“老鼠仓”。

### 三、私募基金“老鼠仓”行政处罚法律适用冲突与解决

《基金法》第 20 条第 6 项、第 123 条<sup>[12]</sup>及《私募办法》第 23 条第 5

[11] 数据来源:中国证券投资基金业协会官方网站, <http://www.amac.org.cn/tjsj/xysj/>, 2018 年 5 月 14 日访问。

[12] 《基金法》第 20 条第 6 项规定,“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有下列行为:……(六)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”;第 123 条规定,“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,责令改正,没收违法所得,并处违法所得一倍以上五倍以下罚款;没有违法所得或者违法所得不足一百万元的,并处十万元以上一百万元以下罚款;基金管理人、基金托管人有上述行为的,还应当对其直接负责的主管人员和其他直接责任人员给予警告,暂停或者撤销基金从业资格,并处三万元以上三十万元以下罚款”。



项、第38条<sup>[13]</sup>对“老鼠仓”行政处罚问题进行了规定。按照《基金法》第31条“对非公开募集基金的基金管理人进行规范的具体办法,由国务院金融监督管理机构依照本章的原则制定”,私募基金“老鼠仓”罚则本应一致,但是由于《基金法》属于法律,处罚数额无上限,《私募办法》仅为部门规章,处罚上限为3万元。<sup>[14]</sup>这一立法体例安排,导致目前公私募“老鼠仓”处罚的严重失衡,有违公平原则,难以有效打击私募“老鼠仓”行为,同时也引发了私募“老鼠仓”得否适用《基金法》这一争论。

本文认为,从法律解释角度和法律适用冲突解决角度来看,私募基金“老鼠仓”可以并且应当适用《基金法》第123条的规定。也就是说,该条规定的“基金管理人、基金托管人”既包括公募基金管理人、托管人,也包括私募基金管理人、托管人;在《基金法》和《私募办法》均可适用的情况下,应当适用《基金法》。

### (一) 从法律解释角度来看,可以适用《基金法》

#### 1. 文义解释角度

从字面意思来看,“基金管理人”包括“公开募集基金的基金管理人”和“非公开募集基金的管理人”,对此当无疑义。全国人大官方网站发布的《中华人民共和国证券投资基金法释义》(2012年修改)关于第123条(原第124条)的释义认为,“基金管理人”“由依法设立的公司或者合伙企业担任”。<sup>[15]</sup>将“合伙企业”纳入“基金管理人”外延,一

[13] 《私募办法》第23条第5项规定,“私募基金管理人、私募基金托管人、私募基金销售机构及其他私募服务机构及其从业人员从事私募基金业务,不得有以下行为:……(五)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”;第38条规定,“私募基金管理人、私募基金托管人、私募基金销售机构及其他私募服务机构及其从业人员违反……第二十三条……责令改正,给予警告并处三万元以下罚款;对直接负责的主管人员和其他直接责任人员,给予警告并处三万元以下罚款;有本办法第二十三条第八项行为的,按照《证券法》和《期货交易管理条例》的有关规定处罚;构成犯罪的,依法移交司法机关追究刑事责任”。

[14] 参见《中华人民共和国行政处罚法》(2009年修正)第12条、国务院《关于贯彻实施〈中华人民共和国行政处罚法〉的通知》(国发[1996]13号)。

[15] 《中华人民共和国证券投资基金法释义》(2012年修改),载全国人大网站, [http://www.npc.gov.cn/npc/flsyywd/jingji/2014-01/06/content\\_1822704.htm](http://www.npc.gov.cn/npc/flsyywd/jingji/2014-01/06/content_1822704.htm), 2017年10月10日访问。值得注意的是,该释义并非立法解释,但可作为重要参考与指导。

定程度上说明了该条中的“基金管理人”包含了私募基金管理人,因为当前公募基金管理人的组织形式均为公司,尚不存在“合伙企业”形式的“公开募集基金的基金管理人”;相反,私募证券投资基金管理人多采用合伙企业组织形式。

## 2. 体系解释角度

《基金法》共出现“基金管理人”一词 118 次,<sup>[16]</sup>“公开募集基金的基金管理人”共计 26 次,除第五章、第六章、第七章、第八章、第九章专门规定公募基金的章节已在章名中强调,因此没有必要再区分两个概念外,其他各处均严格进行了区分。第 12 条规定更是明确“基金管理人由依法设立的公司或者合伙企业担任;公开募集基金的基金管理人,由基金管理公司或者经国务院证券监督管理机构按照规定核准的其他机构担任”。而全国人大发布的《中华人民共和国证券投资基金法释义》(2012 年修改)在对第 123 条(原第 124 条)“基金管理人”释义时认为,其指的是“依法设立的公司或者合伙企业担任”,而非“基金管理公司或者经国务院证券监督管理机构按照规定核准的其他机构”。因此,法条使用“基金管理人”,而非“公开募集基金的基金管理人”,不是立法者的偶然疏忽,而是其有意为之。

## 3. 比较法解释角度

当今世界主流国家证券投资基金规范对“老鼠仓”进行处罚时,均未进行区分。英国、澳大利亚等国将“老鼠仓”行为纳入内幕交易进行规制,认为基金交易计划、交易意向等信息是内幕信息的一种,基金从业人员作为内幕信息知情人,实施内幕交易,依法承担内幕交易法律责任,不因其其在公募基金或是私募基金任职有所不同。美国、日本、我国香港地区等法域将“老鼠仓”作为一种有别于内幕交易的利益冲突行为,也未对公私募基金“老鼠仓”进行区分规定。

## 4. 目的解释角度

公私募“老鼠仓”行为均严重侵害了基金财产,损害了基金投资者的利益,破坏了证券法公平公正公开原则及基金行业正常交易秩序。同时,二者在行为手段、行为后果、违法性等方面并不存在实质区别。

---

[16] 不含“公开募集基金的基金管理人”一词出现的次数。

对相似的行为处以大致相同的处罚,是证券法公平公正原则的一个重要方面,也能在很大程度上消除监管套利,更好地维护投资者合法权益。在此意义上,“基金管理人、基金托管人及其从业人员”等应当包含私募基金管理人、托管人及其从业人员。

## (二)从法律适用原理来看,应当适用《基金法》

### 1. 上位法优于下位法原则

从法律位阶来看,《基金法》属于全国人大常委会颁布的法律,《私募办法》属于证监会颁布的部门规章,在两者都对私募基金“老鼠仓”进行规定,但相互规定不一致的情形下,按照“上位法优于下位法”的原则,应适用上位法《基金法》的规定。

### 2. 法律效果与社会效果相统一原则

实现法律效果和社会效果相统一是新时代行政执法工作的追求,它是指行政处罚决定既应当依法作出、于法有据,又应当符合社会公众对于“公平”“正义”等价值理念的朴素认知和一般期待。私募“老鼠仓”的社会危害性大,行为人违法所得高,如果适用《私募办法》罚则,既不能达到通过行政处罚,惩治违法行为、维护投资者合法权益的法律效果,也不符合社会公众对公平、公正的期待,相反还会对社会产生负面激励的效果。因此,从“法律效果与社会效果相统一”的原则来看,应当适用《基金法》第123条的规定。

### 3. 正在制定的《私募条例》与《基金法》处罚力度基本一致

2012年修订的《证券投资基金法》首次将私募证券投资基金纳入调整范围,根据法律授权,中国证监会应就私募证券基金制定相应的管理办法。为适应监管需要,规范各类私募基金发展,落实新国九条(国发[2014]17号)的要求,2014年8月21日中国证监会颁布了《私募办法》。《私募办法》的出台及时满足了私募行业规范发展的需要,但是由于其仅为《私募投资基金管理暂行办法》(以下简称《私募条例》)的过渡性规范,<sup>[17]</sup>规范层级过低,面对日新月异的产业发展,其局限性

---

[17] 《私募投资基金监督管理暂行办法(征求意见稿)起草说明》,载中国证监会网站,[http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublish/G00306201/201407/t20140711\\_257649.htm](http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublish/G00306201/201407/t20140711_257649.htm),2017年10月10日访问。

开始显现。例如,以私募“老鼠仓”为典型的各类型违法违规行为日益涌现,受限于部门规章的行政处罚设定权限,《私募办法》最高只能规定3万元的行政处罚,这对打击惩治私募违法违规行为显然是不够的。

日前公布的《私募条例》(征求意见稿)关注到了此问题,该征求意见稿将私募基金监管规范的层级从部门规章提高至行政法规,加大了对私募违法行为的打击力度,统一了量罚尺度。对比“老鼠仓”罚则我们可以发现,<sup>[18]</sup>《私募条例》(征求意见稿)与《基金法》的相应条款基本一致,均可对行为人责令改正,没收违法所得,并处违法所得1倍以上5倍以下的罚款;没有违法所得或者违法所得不足100万元的,并处10万元以上100万元以下罚款;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3万元以上30万元以下罚款。这在一定程度上说明,在立法者看来,公私募“老鼠仓”的社会危害性、违法性以及可谴责性无实质区别。因此,当适用《私募办法》可能导致公私募“老鼠仓”处罚相差数百倍等极端不公正的情形时,为克服《私募办法》局限性,公平保护投资者利益,应当适用《基金法》相应规定。

#### 四、结语

本文从执法实践出发,研究了公私募“老鼠仓”的法律性质、危害性及二者异同,并从法律解释和法律适用角度论证了私募“老鼠仓”行政处罚可以且应当适用《基金法》第123条。笔者发现,目前部分私募“老鼠仓”案件是依照《私募办法》第38条作出的处罚,<sup>[19]</sup>对此应当高度重视,中国证监会应及时发布相关规定,统一法律适用,维护法律尊严,保障证券市场执法的公平公正和一致性。

(编辑:武俊桥)

[18] 参见《私募条例》(征求意见稿)第53条与《基金法》第123条。

[19] 相关案例如:中国证券监督管理委员会福建监管局行政处罚决定书([2017]4号),中国证券监督管理委员会福建监管局行政处罚决定书([2017]3号),两行为人分别获利948.02万元、538.66万元,但均只罚款了3万元。