

資產管理人才培育與產業發展基金委託專題研究

發展我國另類投資基金之研究



2017 年 11 月

發展我國另類投資基金之研究

計畫主持人	李存修
研究人員	葉淑玲
	蘇秀玲
	吳昱柔

財團法人中華民國證券暨期貨市場發展基金會

目 錄

第一章 緒論	1
第一節 研究目的.....	1
第二節 研究方法.....	10
第二章 各國另類基金監理制度與發展現況	13
第一節 美國.....	13
第二節 英國.....	49
第三節 中國香港.....	68
第三章 我國發展另類投資基金之機會與挑戰	93
第一節 我國現行私募基金制度發展現況.....	93
第二節 各國監理制度與業務發展比較分析.....	108
第四章 開放另類投資基金之配套措施	125
第一節 監理模式與規範.....	125
第二節 基金運作與管理.....	131
第五章 結論與建議	141
參考資料	147
附錄、「發展我國另類投資基金之研究」座談會紀錄	151

第一章 緒論

第一節 研究目的

一、 另類投資基金定義與發展

(一) 何謂另類投資基金

另類投資基金 (Alternative Investment Fund, AIF) 範圍極廣，依歐盟定義，包括不動產基金 (Real Estate Investment Fund)、私募股權基金 (PE Fund)、對沖基金 (Hedge Fund)、另類投資組合型基金 (AIF Fund of Funds)、商品基金及基礎建設基金等，目前市場占比最高者為前三種基金¹。

美國一般稱另類投資為「替代投資」或「非主流投資」，具有非公開、非傳統（不從事普通股、債與現金投資）、流動性低等特性。AIF 運用傳統投資人無法取得之技術（如放空、控制部位、積極管理、私人所有權結構等）、工具（如衍生性商品、或混搭證券等方式）、市場（包括私人市場、直接投資房地產、直接控制公司經營權、商品交易與國外交易）、資本結構（如槓桿操作、融資借貸或操作衍生性商品等）所為之目標性投資。可分為下列類型²：

1. 風險分散型 (Risk diversifiers)

¹ Olver Wyman, Domiciles of Alternative Investment Fund, 2014. <http://www.oliverwyman.com/our-expertise/insights/2014/dec/domiciles-of-alternative-investment-funds.html>

² Education Committee of Greenwich Roundtable, Best Practices in Alternative Investing: Portfolio Construction, 2009. <https://www.sec.gov/comments/4-626/4626-19b.pdf>

所投資之資產間（如公債與管理型期貨）關聯度低，使投資組合有分散風險作用，或採低風險策略（如固定收益套利），但回報較低，且仍可能面臨資金撤退風險（如 LTCM 對沖基金崩盤事件）。

2. 收益增強型（Return enhancers）

採用更靈活的對沖策略，私募股權投資、大宗原物料商品，及不動產管理等風險性較高之投資等。

AIF 追求靈活的投資策略與廣泛的投資標的，通常為了稅賦及法規等因素而挑選註冊地，以公司設立與監理規範較為寬鬆之美國德拉瓦州、歐洲盧森堡，或英屬開曼群島及維京群島等地最為常見³。其組織架構多採有限責任合夥⁴或有限責任投資公司（公司型基金），向特定人（應募人）以私募（Private Placement）方式籌措資金，成立資金池（Investment Pool）以進行商品投資交易與產業經營行為。故投資人為有投資經驗之富有人士、政府退休基金、保險公司及機構投資人等符合資格者（Accredited persons）為主，並因投資人屬於承受風險程度較高者，豁免主管機關以保護不特定多數人為目標之監理法令適用⁵。

AIF 資產管理流程涉及投資銀行、保險公司、財富與資產管理經理人、信用評等機構、交易所、保管銀行及清算銀行等主要金融機構與市場協力合作。AIF 投資人更涵蓋退休基金、主權基金、非營利組織（Financial Endowment）或基金會，甚至個人。AIF 管理資產管理

³Olver Wyman, Domiciles of Alternative Investment Fund, 2014. <http://www.oliverwyman.com/our-expertise/insights/2014/dec/domiciles-of-alternative-investment-funds.html>

⁴合夥人可分為「有限合夥人」（limited partner）與「普通合夥人」（general partner）普通合夥人具有公司經營及控制權並負擔無限責任，有限合夥人則提供了企業大部分的資金並享有收益分配權。有限合夥人無企業經營權，僅就其出資額負有限責任，降低投資合夥企業的風險。

⁵依美國 1996 年全國證券市場改革法（National Securities Markets Improvement Act of 1996）Section 3（C）（7）規定，排除 1940 年投資公司法之適用。

規模 (Asset Under Management, AUM) 由 1999 年 1 兆美元，至 2014 年達 7 兆美元，AUM 於 2005 年至 2013 年間更是傳統資產比重的 2 倍⁶。

又依金融時報 (Financial Times) 與 Willis Towers Wstson 共同發布之 2016 年「全球另類投資調查」(Global Alternative Survey) 指出，全球前 100 大另類投資經理人所管理資產總值於 2015 年達 3.6 兆美元，涵蓋 10 種資產經理 (Manager Types)⁷ 與 7 種投資人類型 (Investor type)⁸。前 100 大經理人管理資產比重最高者，為不動產經理 (1.2 兆美元，占 34%)，其次為對沖基金 (7,550 億美元，占 21%)，私募股權基金 (6,400 億美元，占 18%)，組合型私募股權基金 (PEFoFs, 4,200 億美元，占 12%)，組合型對沖基金 (FoHFs, 2,220 億美元，占 6%)，基礎建設基金 (占 5%)，及流動性信用基金 (占 5%)，如圖 1-1。

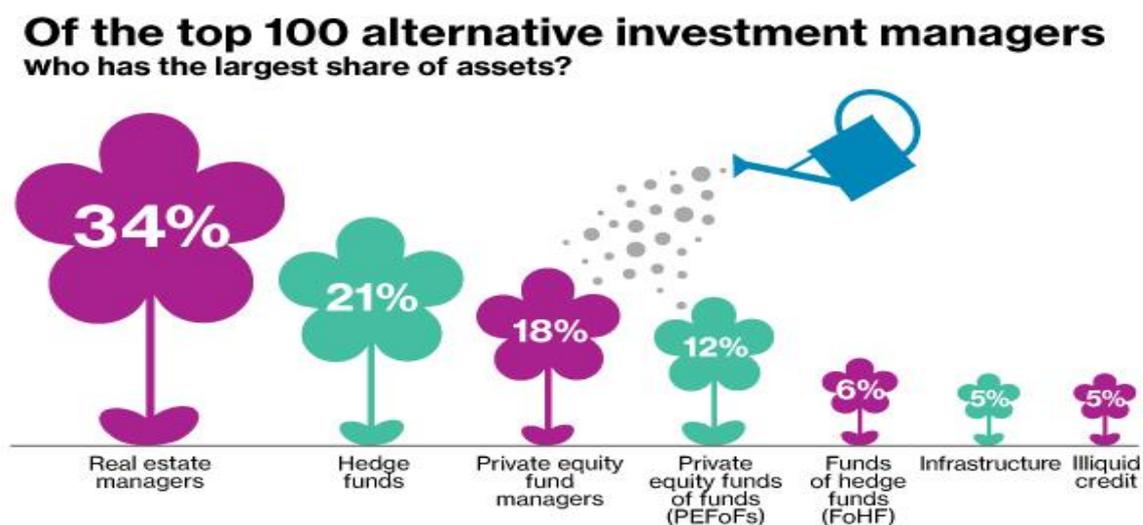


圖 1-1 2016 年全球前 100 大另類投資經理人資產配置比重

資料來源：Global Alternatives Survey 2016, July 11, 2016. <https://www.willistowerswatson.com/en/>

⁶ 依 PWC 報告預測另類投資基金 AUM 於 2020 年將達到 13 兆美元。參見 World Economic Forum, Alternative Investments 2020-The Future of Capital for Entrepreneurs and SMEs, Feb. 2016, at 3.

⁷ 十種類別分別為：組合型對沖基金、對沖基金、組合型私募股權基金、私募股權基金、不動產投資基金、商品基金、基礎建設基金、不動產、流動性信用、保險連結基金。

⁸ 投資人類型分別為：退休基金、保險公司、主權財富基金、慈善捐助與基金會、組合型基金、財富管理、金融機構。

由於另類投資基金類別多元廣泛，為聚焦研究重點，本文將以不動產投資、對沖基金與私募股權基金相關監理制度為核心進行探討。

(二) 2008 年金融海嘯之影響

AIF 發展與規模於 2008 年後一度受挫，因金融海嘯發生導致各國啟動嚴管金融機構之法規改革，使 AIF 業務亦同受影響。例如：對銀行與保險業增加資本與提高流動性要求，已使金融機構持有風險資產之成本增加，促使專注於基礎設施資產的另類投資人發現，銀行已降低投資基礎設施計畫之意願。但嚴格的監管要求也降低銀行對中小企業（SMEs）或新創企業的融資意願，反而創造另類投資公司新商機，如：以私募債權（Private Debt）基金提供債權資本予中小企業即為一例。

隨著各國政府與國際組織強化金融機構監理⁹，嚴訂資本門檻與流動性風險規範，大幅增加銀行等金融機構對中小型企業之融資成本，反促使 AIF 在某程度上取代銀行協助中小型公司融資之功能。從而機構投資人與零售資本提供者逐步增加另類投資資產配置，也深化資產管理業與企業間之關係，例如：

1. 提供債權資本（如：私募股權融資收購交易之槓桿）。
2. 供給市場交易對手（如：為對沖基金執行策略性交易）。
3. 提供基本服務如經紀商、紀錄保存，及購併技術等問題（如：為創投資本尋找退場機會）。

⁹各國紛紛強化市場監管舉措，並提升資訊透明度，如：美國訂定「華爾街改革與投資人保護法」（Wall Street Reform and Consumer Protection Act, Dodd-Frank 法）與「外國帳戶稅收遵循法」（Foreign Account Tax Compliance Act, FATCA）；歐盟則有「金融工具市場指令」、「歐洲市場基礎設施監理規則」，及另類投資基金經理人指令」等。

2011 年歐盟公布「另類投資基金經理人指令」(Alternative Investment Fund Managers Directive, 下稱 AIFMD)¹⁰後, 境內另類投資基金之資產管理規模成長達 13%¹¹。歐盟對 AIF 採最廣泛之定義, 只要投資策略不採傳統「共同基金/單位投資信託」架構之投資計畫 (Investment Scheme) 均屬之, 包括不動產基金、私募股權基金、對沖基金、另類投資組合型基金、商品基金及基礎建設基金等。金融海嘯發生後, 受傳統股、債、現金資產配置績效不佳影響, 「流動性另類投資」(Liquid Alternative) 逐漸盛行, 除提供 AIF 多元特性與對沖基金策略彈性外, 另結合共同基金得隨時贖回特性, 增持流動性較高之次級市場資產, 如圖 1-2 所示。

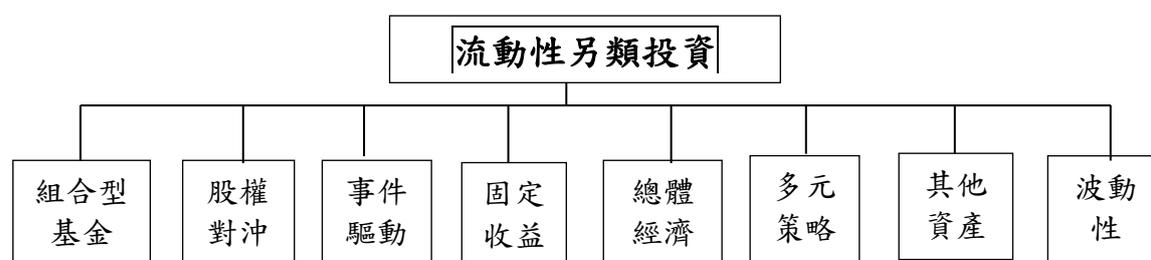


圖 1-2 另類投資資產分類

資料來源：Moringstar's , Europe/Asia/Africa Liquid Alternatives Classification, UCIT Alternative Investments, Alliance Bernstein, Oct. 2014.

另一方面, 新銀行資本與擔保品規則意味著銀行提供予對沖基金進行短期融資的手續更複雜, 且成本更高。再加上監管改革引導店頭

¹⁰ 歐盟「另類投資基金經理人指令」於 2011 年 6 月公布, 2013 年 7 月生效, 使歐盟境內設立登記之另類投資基金經理人不再處於「監理真空」狀態。其內容主要包括: 要求 AIF 基金經理人應取得主管機關授權 (authorized); 對 AIF 基金經理人訂定資本要求; 規定適當監理程序、業務標準、風險管理、流動性管理、避免利益衝突等; 要求 AIF 基金經理人運用適當的報酬政策; 對基金的管理與銷售訂定條件; 授予監理機構廣泛的介入權及檢查權等。指令法律適用於下列情形: (1) 所有的歐盟 AIF 基金管理人, 且無論其所管理的基金是否是歐盟境內基金; (2) 管理位於歐盟境內基金之所有的非歐盟 AIF 基金管理人; (3) 在歐盟境內銷售基金之所有非歐盟基金經理人, 且無論所銷售的基金是否是歐盟之基金亦屬之。故不論基金類型(封閉型基金或開放型基金)為何、基金設立所依據的法律為何、基金的形式及管理結構, 本指令一律適用。

¹¹ Olver Wyman, Domiciles of Alternative Investment Fund, 2014. 依據 Olver Wyman 機構於 2014 年發布之「另類投資基金註冊地調查報告」(Domiciles of Alternative Investment Fund), 2010 年至 2013 年歐盟 AIF 成長超過 13%, 至 2013 年底 AUM 達 3.7 兆美金。

市場衍生性金融商品交易轉向交易所，並增加強制申報要求以提高市場透明度，使得對沖基金某些操作策略失去彈性。國際資本市場持續不確定性，客戶對投資組合中資產種類（Asset Classes）多樣化需求提高，使歐美機構投資人及財富管理經理人增加另類資產投資之比重。

二、 開放另類投資基金之倡議

（一） 另類投資具有直接經濟影響力

依美國基金管理龍頭「領航投資」（Vanguard Financial Advisor Group）為投資人教育製作之「另類投資基金指南」（Learn about alternative investment）指出，投資 AIF 之理由有二¹²：

1. 提供與傳統投資不相關之預期收益（Expected returns）與曝險，及預期風險特性迥異於傳統投資，促使投資組合更為多樣化。
2. 使投資經理運用投資策略來設計高收益商品之投資組合。

另依世界銀行於 2015 年發布之「另類投資 2020-監理改革與另類投資」研究報告（Alternative Investments 2020, Regulatory Reform and Alternative Investments），歸納分析目前市場上主要另類資產對社會之影響（以正面、負面，或兩者均有標示），顯示資本市場可透過此一投資機制在增加市場流動性與降低交易成本方面受惠，且另類投資可透過直接經濟影響力（如：改善退休金管理或以注資新科技推廣創新）驅動真實經濟（圖 1-3）。

¹²Vanguard Financial Advisor Group, Learn about alternative investment, March 2014. <https://institutional.vanguard.com/iwe/pdf/FAEGAIB.pdf>

負面影響● 中度□□■高度正面獲益

		相關敘述	創投	私募股權	對沖基金	
另類投資 對經濟 之貢獻	資本市場	流動性	促使投資人買/賣資產	□		■
		金融創新	發展嶄新與創新商品，但也同時增加新風險		□	■●
		長期資本	提供投資長期計畫之資本需求	■	□	
		高風險資本	提供資本給對一般投資人而言風險過高之計畫	■	□	
		交易成本	藉由降低契約與交易成本以支持企業與消費者	□		■
實質經濟	經濟衝擊	增加 GDP 成長 增加產業間競爭	■	□		
	創新	為可能改變明日世界的科技提供資金	■	□		
	就業	創投創造新就業機會 私募股權略為降低就業 ²	■	□●		
	公司治理 ¹	強化治理架構 減少代理成本問題	□	■	□●	
	業者生產力	改善業者生產力 投資新研究	□	■		

註：1.活躍對沖基金著重於短線操作結果素來為監理重點。

2.研究顯示私募股權基金通常可創造新的就業機會，但也會減少既存之就業機會。

資料來源：World Economic Forum Investors Industries. From “Alternative Investments 2020, Regulatory Reform and Alternative Investments”, World Economic Forum, 2015, at 34.

圖 1-3 另類投資對整體經濟之貢獻

(二) 發展 AIF 對我國之效益

另類投資商品範圍多元，除可滿足個人投資需求外，企業主亦可透過另類投資管理資產，或發行相關金融商品募集資金，其供需遠較傳統股、債市場更大。透過金融體系運作，及金融業者自營或為客戶代操管理資產，可有效擴大市場規模。不僅帶動金融產業，一般產業與個人也將因經濟活絡，資產增值而受惠。我們可以從歐洲市場的研

究發現，另類投資對經濟成長有下列貢獻¹³：

1. 加速企業創新

另類投資可配置出更多基金組合，投資公司可進而研發出新商品與交易方式。且僅限合格投資人之架構，可豁免適用諸多嚴格限制，比起傳統金融業更可彈性支持及協助年輕公司進行各種創新實驗。

2. 增加生產力

改善生產力對經濟成長而言是最直接的，有效產出必源自於更有效率運用資源。被投資公司受 AIF 注資，在商言商必然受注資者之監督，進而改善其管理模式，並引進過去無法接觸之資源。提昇公司經營效率與企業生產力後，即有助經濟成長。如：PE Fund 投資企業後，透過固定投資累計投入實體資本改善廠房或設備，可提升勞動生產力。

3. 促進競爭

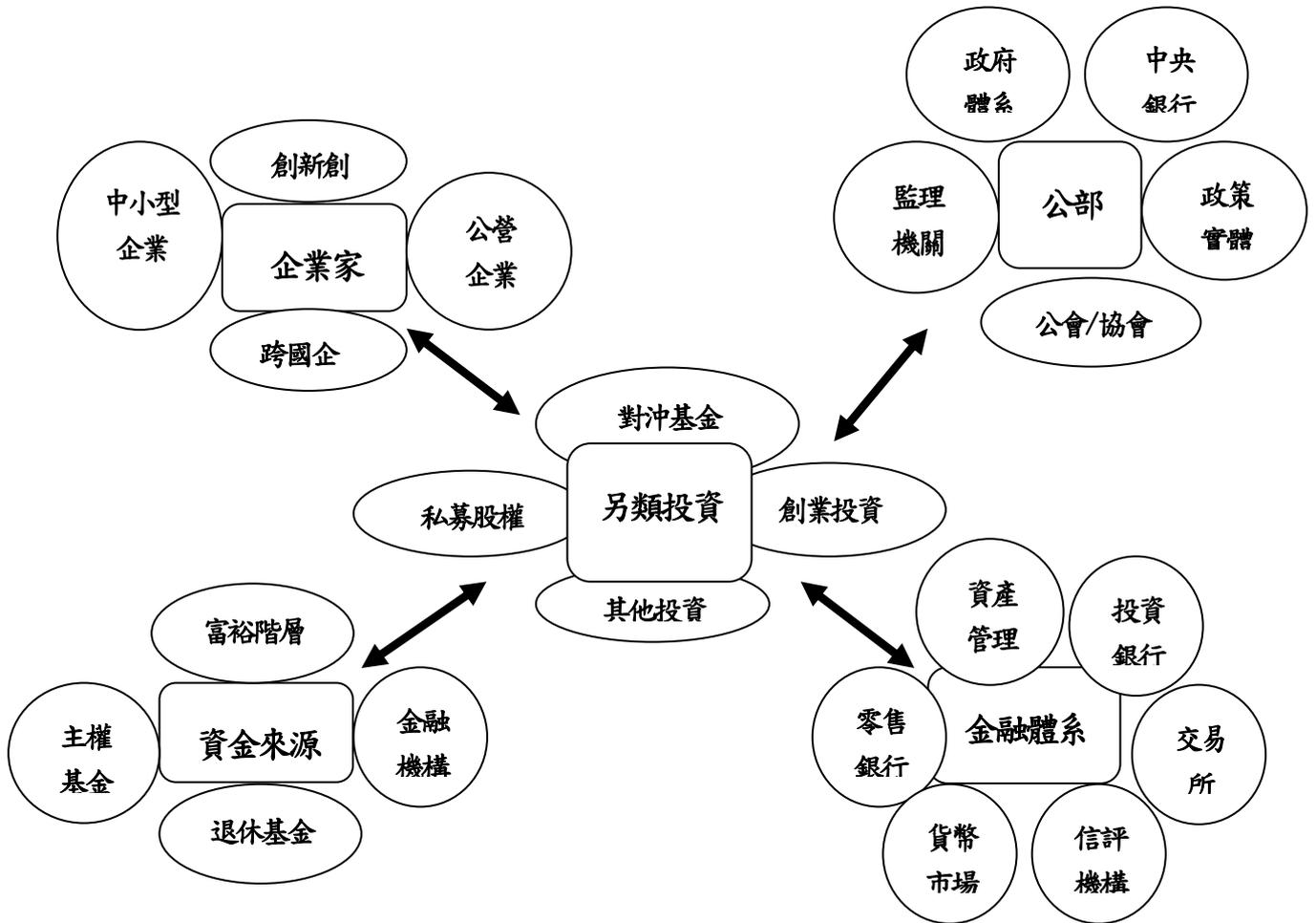
被投資公司生產力改善，可轉化為市場競爭力，故活用另類投資有助企業不論在本土或國際上有更強的競爭力。於公開、市場驅動經濟體，成長與貿易出口是同時併進的。與傳統股、債投資不同的是，另類投資可透過支持出口導向產業或支持本土企業向國際市場拓展業務等外部貿易方式，促進經濟成長。

圖 1-4 顯示另類投資策略可具體影響之利害關係人間之關係，可知另類投資本身即為產業，資金供給者可透過另類投資策略，影響其他產業企業之發展，有助政府機關政策推動，金融機構為資金供給者管理資產，擴大資產規模，使資金供給者獲利。而政府對另類投資之監理，與金融市場不同參與者扮演交易與管理等不同角色，形成完整

¹³ Exploring the impact of private equity on economic growth in Europe, Frontier Economics, May 2013. <https://www.investeurope.eu/media/12929/Frontier-Economics-Report.pdf>

的產業生態圈。

圖 1-4 受另類投資策略影響之利害關係人



資料來源：World Economic Forum Investors Industries. From “Alternative Investments 2020, Regulatory Reform and Alternative Investments”, World Economic Forum, 2015, at 34.

(三) 我國發展 AIF 尚待解決之問題

AIF 發展已歷三十餘年，其功能與績效亦有目共睹。惟我國尚未完全開放，亦缺乏運作實績。目前「證券投資信託及顧問法」第 11 條及「期貨信託基金管理辦法」第 13 條等相關規定，已規範專業投資人條件與範圍，且開放銀行外匯指定銀行(Domestic Banking Unit, DBU) 商品與業務，符合資格之客戶可投資境外 AIF，反觀國內可提供之商品與服務不若境外投資多元。AIF 具有支持資本市場，引導資

金投入具吸引力之長期但高風險之投資，並具有鼓勵企業創新、改善企業經營之功能。以 AIF 為投資標的之組合型共同基金（Fund of AIFs），亦可提供一般投資人做為投資組合之新選擇。然而，AIF 共同基金仰賴完整 AIF 市場，國內投資標的種類不如國外多元，仍須仰賴國外知識與經驗。

除活化國內籌資與投資環境外，協助國內中小企業創新創業，更可擴大投信投顧相關業務與國內資產管理規模。惟 AIF 使用槓桿（Leverage）及放空（Short Sale）等操作策略，資訊透明度較低，如何監控系統性風險與流動性風險亦為主管機關管理業務之重點。本研究擬瞭解國際 AIF 業務發展趨勢與監理措施，檢視國內相關法律與投資限制情形，作為開放我國投信業者 AIF 業務之借鏡。對部分尚未開放之投資操作策略，或可運用「金融科技創新實驗條例」試行，以評估其市場風險與管理績效，據以擬訂措施。

第二節 研究方法

本研究蒐集國內外政府機關、金融機構及民間企業所設網站資料及世界主要證券市場關於另類基金之相關論述與資訊，參酌國內外學者專家之論著及意見，並輔以我國相關法令與文獻，進行綜合歸納、分析與比較。本研究進行之方法與步驟如下：

1. 研究小組討論會議

不定期召開研究小組討論會議，由計畫主持人與研究人員討論研究方向、報告架構與內容重點等，以利後續資料蒐集與研析。

2. 文獻探討

蒐集美國、英國與香港證券市場等主管機關對另類基金投資管理制度資料，及討論此議題之書籍、期刊、報導與案例進行分析。參酌相關主題之座談會或研討會國內外學者專家意見。

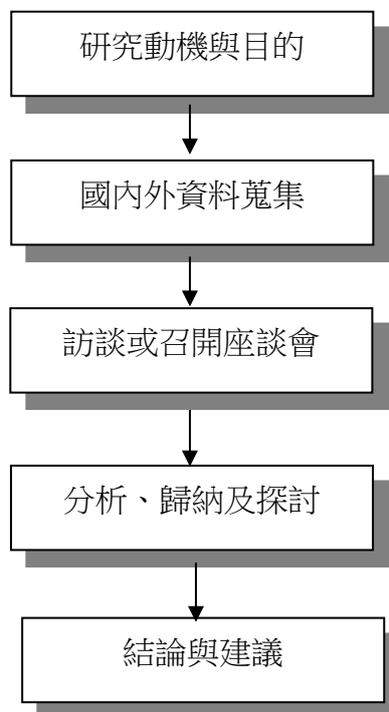
3. 徵詢外部專家學者意見

為使本研究報告更臻完善，必要時召開產官學座談會或個別訪談業界專業人士，藉由專家學者提出之分析與建議，俾本研究案之建議方案更為切實可行。

4. 撰寫文稿

研究人員依主題範圍撰寫報告文稿內容，定稿後交付委託研究單位。

研究流程圖如下：



第二章 各國另類投資基金監理制度與發展現況

本章各節以另類投資基金盛行之美國、英國與中國香港等地為主，簡介其業務發展與市場監理制度。

第一節 美國

一、 另類投資基金類型

依美國另類投資教育機構 Greenwich Roundtable 教育委員會 (Education Committee of Greenwich Roundtable)¹⁴所發布之「另類投資最佳實務」(Best Practices in Alternative Investing: Portfolio Construction) 指出美國境內 AIF 有下列類型：

1. 對沖基金 (Hedge fund)
2. 私人資本 (Private Equity)：包括私募股權基金、創業投資、次級基金 (Secondary fund)，及私募債權等。
3. 不動產基金 (Real Estate fund)：包括核心資產 (Core)、加值型 (Value-added)、投機型 (Opportunistic)。
4. 自然資源：包括能源合夥型 (Energy Partnerships)、森林資源 (Timberland)、商品指數，及活躍商品期貨 (Active Commodities)。

以下簡述三種主要類型之架構：

(一) 對沖基金

¹⁴ 依 The Greenwich Roundtable® 官網揭示，該機構以資產配置於另類投資之投資人為服務對象之非營利研究與教育機構，任務是提供有經驗投資人相關投資者教育與最佳治理實務。http://www.greenwichroundtable.org/

1. 運作模式

投資經理人追求另類投資策略者，最常運用對沖基金架構（俗稱「避險基金」），蓋其受主管機關監理程度最低，而一般投資人無法向 SEC 登記註冊之投資公司（即共同基金公司）申購該類基金。屬於私人投資，以追求絕對績效為目標，故投資策略並非以避險為考量，「避險」一詞反有誤導投資人之嫌，茲列對沖基金運作架構如圖 2-1。

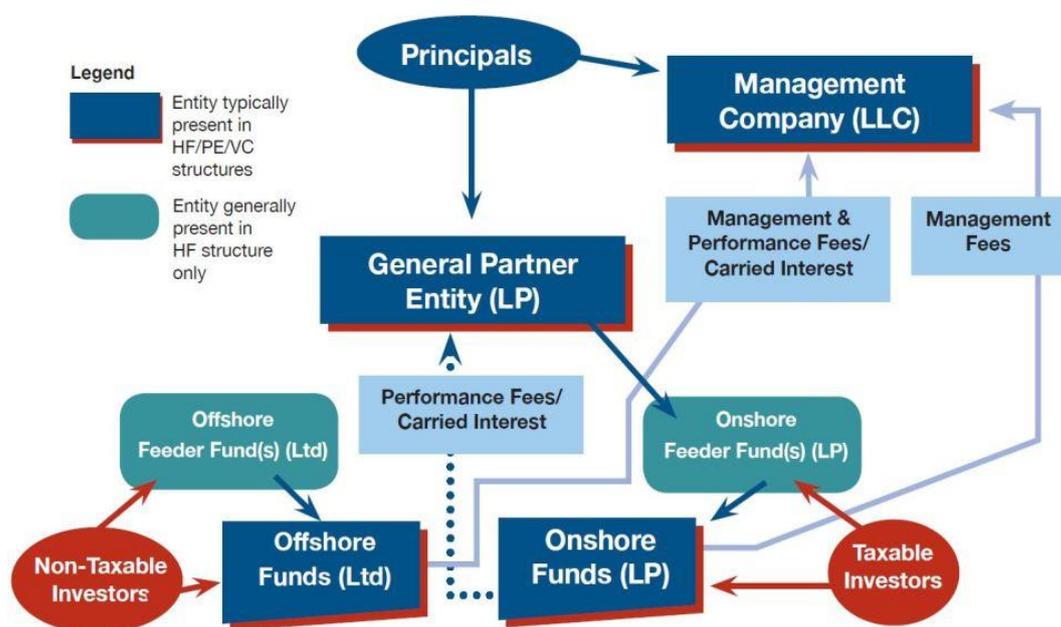


Chart 1

註：深藍色為對沖基金/私募股權基金/創投基金架構下典型組織。

淺綠色為一般僅出現於對沖基金架構下之組織。

資料來源：Vladimir V. Korobov Hedge Funds and Private Equity Funds: What They Are, How They Operate, How to Value, and What Every Matrimonial Attorney Should Know About Them, July 7, 2015. <http://mhpcpa.com/publications/hedge-funds-private-equity-funds-operate-value-every-matrimonial-attorney-know/>

圖 2-2 對沖基金運作架構

由圖 2-1 可知，對沖基金資金來源可能為境內或境外，資金注入母基金後成為其受託資產，並由專業經理人管理，收取管理費用與利息。對沖基金一般對投資人設有閉鎖期（Lock-up period），而依美

國證管會於 2005 年公布實施之「特定對沖基金投資顧問註冊管理規範」(Registration under the Advisers Act of Certain Hedge Fund Advisers)中之解釋 II.E 規定¹⁵，私募基金之贖回閉鎖期不超過 2 年，故對沖基金對其投資人之初始投資 (Initial investment) 閉鎖期不得超過 2 年。

2. 資訊揭露

對沖基金投資策略與持股現況之資訊揭露程度不高，且多設有資金閉鎖條款，以限制資金流動。對沖基金顧問可能提供投資人對沖基金所持有證券部位與相關公司之持股資訊，或簡介持有不同資產部位所衍生的可能風險。但所揭露的「部位透明度」與「風險透明度」會因每種對沖基金所提供之資訊究係完整提供或部分提供？即時提供或延遲提供？而有所不同。許多對沖基金吝於分享其所持有現貨與期貨部位之資訊，並以諸多理由來支持「保密」原因，如：許多對沖基金以揭露可能會反使市場參與者知悉後加以利用；或是表示其投資一定會注意套利與避險部位的平衡等方式，拒絕透露其財務槓桿操作等。事實上，「風險揭露」遠比揭露對沖基金所持有之部位來得重要，對沖基金實不宜忽略對客戶揭露其可能面臨的風險。

SEC 投資管理部的「風險與檢查辦公室」(Division of Investment Management's Risk and Examinations Office)自 2015 年 10 月起每季公布「私人基金統計」(The Private Funds Statistics)，投資人及其他市場參與者可透過 SEC 網頁「投資顧問公開揭露專區」(Investment Adviser Public Disclosure Site, IAPD)下載。統計資料源自於向 SEC 或州證券監理機關登記之投資顧問，必須以表格 ADV (Form ADV)

¹⁵ U.S. Securities Exchange Commission website, 17CFR Parts 275 and 279, <http://www.sec.gov/rules/final/ia-2333.htm>.

申報所管理私人資金之一般資訊，例如基本組織與操作資訊、資金規模及受益所有權人。表格 PF (Form PF) 則由管理私人資金資產達 1.5 億美元，並已向 SEC 登記之投資顧問提交，以報告他們所管理的私人資金之資訊。故大多數私人基金顧問每年都會提交表格 PF 來報告資訊，例如：私人基金類型（例：對沖基金或私募股權），每個基金的規模、槓桿、流動性和投資人類型。某些較大的顧問則會更頻繁地提供更多資訊（包括特定較大型基金的更詳細資訊）

彙總自私人基金顧問所填報之表格 ADV 和表格 PF 之數據，可分析包含對沖基金使用金融和經濟槓桿的資訊，流動性基金之特性，並提供對沖基金業實務做法的分析，例如：所使用經濟和與金融槓桿、投資策略、借款抵押，及投資類別曝險等。統計資料包括基金之數量與類型，基金總資產與淨資產、借款分配、資產淨值名義資本分析，及對沖基金投資人平均投資金額與對沖基金投資組合流動性之對比。換言之，SEC 以要求私人基金投資顧問申報資訊，強化投資人掌握資訊之透明度為監理重點。

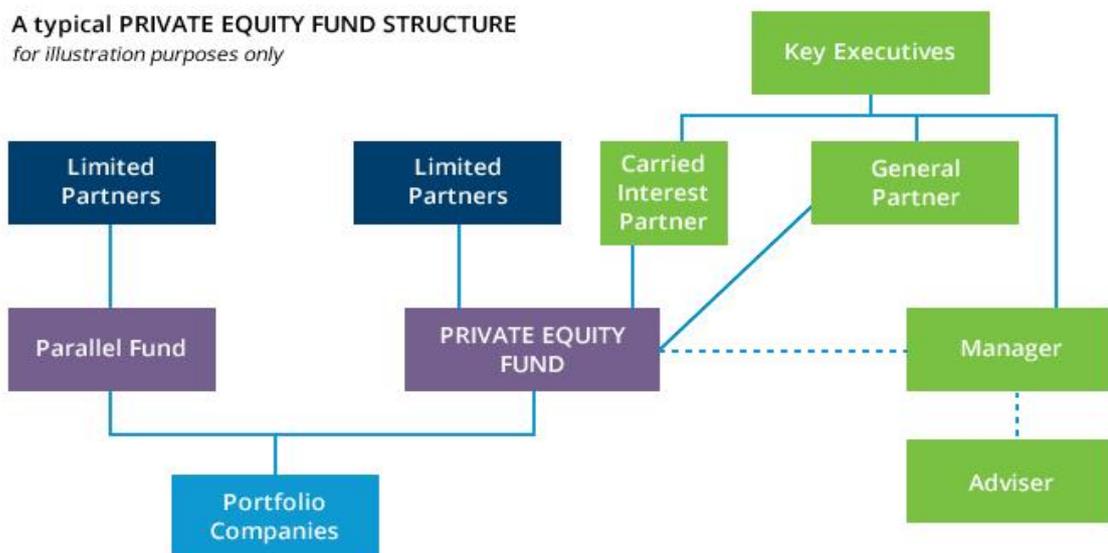
（二）私募股權基金

1. 運作模式

私募股權基金 (Private Equity Fund, 下稱 PE Fund) 之出資者為該公司股東 (或合夥人)，並非僅屬於受益憑證之持有人，組織型態為「有限合夥」 (Limited partnership) 或「投資公司」 (Investment company)，為初設公司 (Start-up Firms)、中小型私人企業 (Private middle-market firms)、財務困難公司 (Firms in financial distress)，及融資收購公司 (public firms seeking buyout financing) 之重要資金來源。投資目的是追求資產穩定成長，故契約規定每年應為一定比例

資金之投資，由於經營企業非一朝一夕可成，故投資期間至少 5 年。投資模式類似創業投資基金，多投資未公開發行或上市股票，但亦有透過股市大買上市股票進行購併投資之案例。

以最常使用的「有限合夥」制度為例，PE Fund 之合夥人分為「有限合夥人」(Limited partner) 與「普通合夥人」(General partner)¹⁶。普通合夥人(即投資經理人或顧問)有經營及控制權，並負無限責任，有限合夥人(即投資人)則提供資金，並享有收益分配權，但僅就其出資額負有限責任，降低投資風險。普通合夥人投資有資金需求的公司，以創造被投資公司價值，進而利用被投資公司公開上市，或尋求有利之併購機會，作為退場機制，出售股權取回投資收益。事實上，PE Fund 之運作頗類似創業投資公司，但所介入投資之企業多屬於成熟產業中經營不善者，運作架構參見圖 2-2。



資料來源：<http://www.fund-reviews.com/services/private-equity-fund-reviews/>

圖 2-2 私募股權基金運作架構

2. 資訊揭露

¹⁶ 參見美國「1981年統一有限合夥法」(Uniform Limited Partnership Act of 1981)相關條文之規定，United States Codes, Title7, Article 62。

PE Fund 僅為其股東（投資人）尋找投資機會，操作管理績效以賺取利得，主要投資證券市場上市公司之股票，另因避險需求才持有相對之衍生性部位，屬穩健積極管理。而 PE Fund 之募集與發行屬私募有價證券之行為，依「1933 年證券法」規定豁免向主管機關申報，亦不需依「1934 年證券交易法」（下稱「1934 年證交法」）規定為定期財務報告之申報。但其管理階層仍應負「1940 年投資顧問法」之「忠實義務」責任，投資行為涉及證券交易者，仍受「1934 年證交法」之規範¹⁷。

對主管機關 SEC 而言，PE Fund 最大的問題仍在於透明度，尤其基金持有資產組合複雜，並涉及企業經營，對資產淨值之評價是一大挑戰。另一個問題為基金經理人投資績效與企業經營策略間之利益衝突問題，故揭露經理人利得亦是重點¹⁸。

（三）真實資產投資基金（Real Asset）

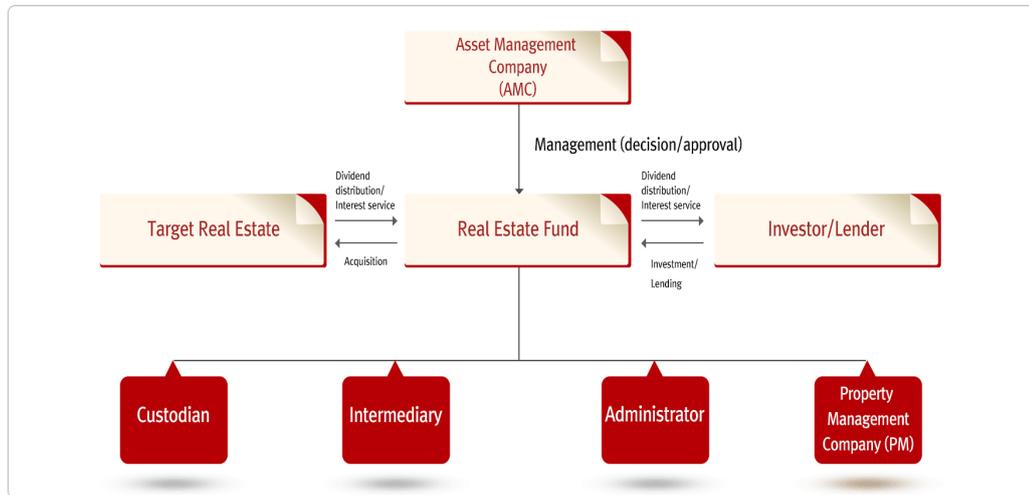
1. 運作模式

由投資人挹注之基金池以投資「真實資產」為主，如：不動產（房地產）、森林資源或農地管理、石油、天然氣、礦業，及基礎建設等，以私募或合夥為其主要運作模式。最常見者為商業不動產資產管理，標的從公寓單位住宅、零售商店、辦公室、工業設施，到旅館健康照護機構，或高爾夫球場等。提供投資人擁有商辦或租賃住宅之機會，以出租設施予不同類型之承租人，期取得租金收入或售出不動產取得潛在資本利得等回報。亦可將收入投資建設資產、於城鎮發展階段介

¹⁷ Michael D. Saarinen, Private Equity Con-Investing: Emerging Trends and Regulatory Developments, Goodwin Procter LLP, Alternative Investment Funds 2016, ICLG, 2016.

¹⁸ Kevin Doran, Guidelines for Disclosure & Transparency in Private Equity, Chron, <http://smallbusiness.chron.com/guidelines-disclosure-transparency-private-equity-67996.html>

入營運，甚至收購營運困難之房產，重新改裝經營等，其運作架構以圖 2-3 不動產投資基金為例。



資料來源：http://www.hangangasset.com/fund/fund5_e.asp

圖 2-3 不動產投資基金運作架構

不動產投資基金旗下管理多種物業，除真實資產外，亦包括投資不動產所衍生之股權、債券或 ETF 等以提高流動性，組成不同風險結構的投資組合，以多元化分散風險與取得穩定收益，如：REITs (Real Estate Investment Trust)。另也有投資天然資源為主之 MLPs (主要有限合夥 Master Limited Partnerships)、投資營運公用事業公司 (Public Operating Companies) 股票與債券之基金，甚至交易所掛牌商品期貨 (Exchange Listed Commodity Futures)、公用事業封閉型基金及以真實資產發行之 ETF 等等。

一般而言，不動產與股票市場間具適度關連性連動，可改善投資組合效率。其他真實資產如能源或林業經營合夥則須較長的投資回收期 (至少 10 年至 15 年)，若欲增強投資組合流動性，可透過投資相關商品指數期貨 (每日交易) 等手段達成。

2. 資訊揭露

應依 ADV 表格 Part 2A 規定申報相關資訊，對投資人揭露投資風險應包括：潛在的本金損失；若投資房地產股權須揭露受到與房地產直接所有權相關之風險，包括房地產價值與稅率變化、利率變化，基礎房地產之現金流量、供應與需求狀況，發行人的管理技術與信用價值，及監管要求之影響等。

二、 監理規範

(一) AIF 之規範架構

1. 組織架構

(1) 有限合夥契約與有限公司型

AIF 依美國法設立者，多於德拉瓦州登記有限合夥契約架構，因德拉瓦州提供最具彈性契約條款，以治理發起人（普通合夥人）、投資人（有限合夥人）間之關係，並設有專業法院以管轄此類案件。而有限合夥架構於 AIF 盛行，歸因於此架構賦予投資人有限責任，相對於股權處理而言，在美國聯邦與州所得稅課徵處理及執行資本會計上更為有利。雖然有限責任公司架構也具有類似的優點，但有限責任公司可能會在美國某些州境內被課徵特許經營稅，或對於某些非美國司法管轄區域而言，認為外國公司易衍生稅務與脫法行為，透明度不高，反引發管轄國質疑。

AIF 發起人控制基金，並透過普通合夥人（基金機理人或管理機構）收取報酬。經理人依契約要求每日管理基金，並以基金之名對外進行交易，據以收取管理費用做為報酬。管理費用之計價方式可能以契約約定一定比率，或以基金資本規模或基金淨值之一定比率計算。普通合夥人有基金管理的控制權，並以資產配置或分配形式收取基金部分獲利，通常稱為「激勵分配」、「附帶利息」或「促銷費用」，有時也是資金提供者（參與投資）。但採合夥契約架構者，普通合夥人可能比公司型基金經理人面臨更大的責任曝險，因普通合夥人對合夥關係所產生的債務和義務負無限責任，也須為有限合夥人之職責與承諾負起責任。透過支付報酬之方式，將基金利潤分配給基金合夥架構下之普通合夥人，可將利潤保留在發起人手中，於稅務處理上較為有利，這些利潤可能包括資本利得及（或）股息收入。

(2) 併行基金架構

AIF 通常被建構為幾個合併投資工具的複合體，而不是單一投資架構，以適應不同類型投資人的稅制優惠、不同法規監理要求與投資人的內部政策等。最常見的做法是將 AIF 建構為併行基金（Parallel fund structure），將美國境外投資人置於位在開曼群島等免稅地實體內，允許每個併行基金組織持有特定投資組合或投資類別，例如：美國免稅投資人或外國投資人投資的併行基金可以透過公司、房地產投資信託（REIT）或其他不透明稅制媒介進行投資，以免「收入」直接成為美國所得稅課徵對象，或須向美國主管機關申報。

PE、房地產和其他封閉式基金通常使用併行基金架構，因這些基金持有規模夠大的投資金額，並有夠長的時間來依據具體情況建立其持股數量。反之，對沖基金通常選擇放棄這種靈活性，採「主饋」(Master-feeder)或「輻射」(Spoke-and-hub)架構。在這種結構中，投資人資金全數投入「主饋基金」，再由主基金對外投資數個其他基金。一般而言，應於美國納稅之投資人多投資境內主饋基金(Onshore feeder)，而外國投資人與於美國免稅之投資人則透過如公司之類的「隔離機制」(Block vehicle)進行投資。主饋基金架構可避免投資人中有人買進或贖回而導致須透過併行基金執行持股再平衡之需求。另一個主饋基金架構的潛在優勢與聯邦政府為保障美國私人退休金投資人所制定之1974年職工退休金安全法(簡稱ERISA)有關，許多另類投資基金為尋求避免適用ERISA法，則以私人退休金持股不顯著(指持有任一種股票比率未達25%以上)為由規避適用。

2. 主管機關與監理程度

AIF於聯邦層級受證券主管機關SEC管轄，監理法源包括：監管投資公司之「1940年投資公司法」(下稱「投資公司法」)，及監管投資顧問之營運與業務活動的「1940年投資顧問法」(下稱「投資顧問法」)。至於發行與銷售AIF受益憑證之行為另受「1933年證券法」(下稱「證券法」)與「1934年證券交易法」(下稱「證交法」)之管轄，並由自律監理組織FINRA執行業內自律監理查核。

由於基金經理採多樣化投資，業務可能受其他聯邦監理機構管轄，如：AIF投資期貨、選擇權或商品交換契約者，即受商品期貨交易委員會(CFTC)監理。由銀行或銀行控股公司設帳保管之AIF，可能

於特定條件下受聯邦銀行法令之監理，甚至成為聯邦儲備理事會監理對象。AIF 若投資電力或能源者，於相關事項須受聯邦能源監理委員會（Federal Energy Regulatory Commission，FERC）管轄。為使 AIF 投資決策具備彈性，政府對 AIF 監理強度較共同基金低，其理由如下：

- (1) 為降低法律強制規範之約束程度，擴大基金經理與投資之彈性，AIF 多採有限合夥或有限責任公司型態，不論其係依美國法或外國法所設立，營運活動均受業務所在地之契約法（公司法）管轄。
- (2) 美國境內設立之 AIF 多在德拉瓦州註冊登記，蓋德拉瓦州商法體系可提供另類實體（Alternative entities）設立與營運法律依據，除該州法院體系設有專業法庭，其民商法律支持契約自由原則，提供發起人（Sponsors）、經理人與投資人依其意願處理事務之最大彈性。
- (3) 基於監理程度較低且管轄權分散，為保護一般投資大眾之權益，對 AIF 投資人設有資格限制，僅限有經驗與財力之投資人，或符合一定資格之機構法人投資，統稱為「合格投資人」（Accredited investor）。

（二）法律依據

1. 1933 年證券法（Securities Act of 1933）

（1）私募基金得申請豁免登記

依「證券法」Section 5 規定，跨州證券發行與銷售應向 SEC 申請登記，惟依 Section 4 規定之私募行為得豁免登記。但主管機

關仍以發布解釋函（ Interpretation ）或轉知法院判決先例（ Precedent ）方式，提供私募行為參考指引。包括：私募證券發行對象之數量及其相互間之關係，與發行人間之關係、發行對象之特點（如：投資專業知識、風險承擔能力等），發行規模大小、發行方式、轉售之限制等。並無強制性規範與絕對標準，而是基於個案綜合考量後產生之參考指引與先例，以判斷證券發行是否屬於私募行為。

（2）適用豁免登記之條件

為了明確定義私募豁免行為，SEC 依「證券法」Section 4 之授權，制訂 Regulation D，又以其中的 Rule 506 為重要規範依據：

- A. 應募人不得超過 35 人，但合格投資人¹⁹不在此限。但不論是否為合格投資人，應募人均須具備應有的知識與經驗。
- B. 募集發行不得向一般大眾為勸誘或廣告，若希望利用修正後（2013 年華爾街改革法修正）Rule 506 進行一般性招標和使用一般廣告的發行人，必須採取「合理」的步驟，以證實購買其證券者為合格投資人。不進行一般性招攬和不使用普通廣告的發行人只需要「合理相信」投資人具備合格投資人身份。
- C. 應募人之目的應為投資，而非轉售。

金融海嘯發生後，為因應華爾街改革法（2013 Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act，下稱 Dodd-Frank 法）要求，SEC 於 2013 年公布「不良行為人規則」(Bad Actor Rule，Rule 506 of Regulation D)，對任何發行人或本規則「所涉範圍

¹⁹合格投資人之資格須符合下列條件之一：（1）個人（含配偶）擁有資產淨值達 100 萬美元者，或最近 2 年年收入達 200 萬或合併年收入（含配偶）達 300 萬美元，且當年度合理預測年收入亦達相同水準；（2）銀行或其他金融機構；（3）免稅或其他團體之資產超過 500 萬美元者；（4）任何團體其受益所有權人為上述之合格投資人者。

之人」(Covered Person)²⁰曾發生下列不合法(Felons and Wrongdoings)事件者，禁止其私募：

- A. 經刑事判決定罪。
- B. 受法院禁制令與命令。
- C. 受各州或聯邦監管機構(證券、銀行保險之監管機構)之最終命令。
- D. 與經紀人、交易商、市政債券交易商、投資顧問、投資公司及其關係人受 SEC 紀律制裁命令者。
- E. 受停職、解職或進入證券自律組織之人。
- F. 受 SEC 停止交易指令與暫停適用 Regulation A 之豁免指令。
- G. 利用郵件或其他通訊方式為虛偽陳述者。

(3) 銷售行為

依 Regulation D, Rule 502 (c) 規定，私募發行證券不得透過一般勸誘廣告方式對外宣傳，甚至透過一般廣告邀請他人參加講座或會議也在禁止之列。發行人與其所欲勸誘之投資人間之既存關係，為其間是否存在一般勸誘廣告行為之判斷因素，故發行人應表明其具有足夠資訊以評估應募人之專業知識與經濟能力符合「合格投資人」之定義。

網際網路已成為 AIF 與投資人間交流之重要工具，更對證券交易行為有重大影響，故 AIF 網站必須受到嚴格監管，並設置相關程序，限定只有合格投資人才可以造訪該網站。同時基金經理人與投資顧問必須注意，若設有第三方網站之超連結時，應

²⁰ 「所涉範圍之人」指：(1) 依 Rule 506 為銷售證券之實體(發行人)，及該發行人之前任或附屬發行人；(2) 參與發行之董事、管理階層人員、其他內部人員、發行人之普通合夥人或管理人員；(3) 占發行人有表決全股 20% 及以上受益人；(4) 發行人之投資管理人，與該投資管理仁董事、執行官、參與發行之其他職員；(5) 銷售時與發行人有關之營銷人員；(6) 發行中與證券銷售之勸誘有關而被，或將會被直接或間接支付報酬之人..等，範圍極其廣泛。

提供相關提示警語。又依 Regulation S 規定，非美國發行之 AIF，應保證網站指向美國境外投資人開放，而非向美國境內投資人開放。

(4) 合格投資人

依證券法授權 SEC 制訂之 Regulation D，Rule 501 規定，下列機構符合條件者為合格投資人：

- A. 本法 Section 3(a)(2) 定義之銀行，或 Section 3(a)(5)(A) 定義之任何存放款協同或機構以其獨立資本帳戶名義所為行為；及任何依「證交法」Section 15 為註冊登記之證券經紀商或交易商，依本法 Section 2(a)(13) 定義之任何保險公司；依「投資公司法」註冊登記之投資公司，或依 Section 2(a)(48) 定義之業務發展公司(Business development company)；任何由美國小型企業管理局依「1958 年小型企業投資法」Section 301(c) 或 (d) 許可設立之小型企業投資公司；任何由州、政治團體或其代理機構所設立，總資產超過 500 萬美元之計畫；依 ERISA 成立管理之員工福利計畫，並依同法 Section 3(21) 規定委託銀行、存放款機構、保險公司或登記註冊之投資顧問管理，或其計畫總資產超過 500 萬美元者，均可稱之為「合格投資人」。
- B. 依「投資顧問法」Section 22(a)(22) 定義之任何私人業務發展公司。
- C. 依「國內稅收法」(Internal Revenue Code) Section 501(c)(3) 定義之任何組織、公司、類似之商業信託或合夥，非為收購證券所成立之特殊目的公司，其總資產超過 500 萬美元者。
- D. 任何董事、公司執行管理人員，或證券發行之普通合夥人接

受他人要約或賣出請求，或任何董事、公司執行管理人員，或發行人之普通合夥人的普通合夥人。

E. 任何自然人其個人淨資產或與配偶合計之淨資產總額超過 100 萬美元者。

2. 1934 年證券交易法 (Securities Exchange Act of 1934)

AIF 從事營運與投資應遵守本法相關規定：

- (1) 詐欺行為與操縱市場之禁止，如：基金投資行為與投資組合交易活動，及對投資人提供基金要約與銷售時均受本法 Section 10 (b) 與 Rule 10-5 之拘束²¹。
- (2) 信用交易規則有關公開交易證券與選擇權使用槓桿之限制²²。
- (3) 證管會規則 SHO 對短線交易 (Short selling) 之限制²³。
- (4) 威廉斯法 (即有關公開收購之相關條文) 及其相關 SEC 規則有關要求鉅額股票收購，以及與併購行為和委託書收購之活動的相關規範²⁴。
- (5) SEC、商品期貨交易委員會 (Commodity Futures Trading Commission, CFTC) 與政府債券投資組合所持有之大宗部位，應依法申報。
- (6) AIF 將美國金融產業監理機構，(Financial Industry Regulatory Authority, FINRA) 「新發行證券規則」 Rule 2790 規定之新發行證券 (即首次公開發行證券) 納入資產配置者，承銷機構應為 FINRA 成員，必須遵守 FINRA 首次公開發行證券之相關規

²¹ 15 U.S.C. § 78j; 17 C.F.R. § 240.10b-5.

²² 12 C.F.R. parts 220.1 and 221.1.

²³ 17 C.F.R. §§ 242.200-.203.

²⁴ Exchange Act §§ 13(d), 13(e), 14(d), 14 (e), and 14 (f); 15 U.S.C. §§ 78 m(d), 78 m(e), 78 n(d), 78 n(e), and 78 n(f).

則²⁵。

- (7) 報告義務，持有依「證交法」登記之美國股權證券達到一定數量者，投資管理人及基金應履行向 SEC 報告之義務，不因其是否豁免登記而免除。

3. 1940 年投資公司法 (Investment Company Act of 1940)

「1940 年投資公司法」(下稱投資公司法)為基金管理之主要法律，尤其是一般投資人所投資之共同基金必須向 SEC 申請登記，並符合嚴格規範。但 AIF 屬於私人投資基金，可透過豁免規定無須向 SEC 登記。

(1) 依 Section 3 (c) (1)規定，符合下列條件之基金可以豁免登記

A. 基金發行證券之受益持有人不超過 100 人；受益人為公司者，會被視為一人，但 SEC 有時會要求進行穿透審查 (Look through review) 公司之潛在投資人，以計算該基金之受益人是否超過 100 人。

B. 基金沒有也無意公開發行。

基金尚須符合「證券法」Section 4(2)非公開發行之定義，同時適用 Regulation D 有關「安全港」(Safe Harbor)之規定，也就是銷售對象僅限於「合格投資人」，且不能為一般銷售或普遍廣告之行為。

(2) Section 3 (c) (7) 規定，基金應由合格投資人所投資，包括：

A. 自然人資產應達 500 萬美元；

B. 家族公司、合夥、信託等實體資產應達 500 萬美元；

²⁵ NASD Notice to Members 05-65.

- C. 商業信託；
- D. 至少投資 2500 萬美元之實體；
- E. 由合格投資人所擁有之實體；
- F. 合格機構，如：至少擁有 1 億美元投資證券之機構。

大多數 AIF 符合「投資公司法」Sections 3(c)(1)或 3(c)(7)豁免登記，即不受 SEC 實質管理。但美國境內 AIF 仍遵守投資公司法若干規定，如：「反金字塔規定」（採取如直銷或傳銷模式）等。至於 AIF 投資顧問依「投資顧問法」向 SEC 登記註冊者，另依 SEC 規定表格申報公眾可參考之年度報表-表格 ADV (Form ADV)，及僅限供 SEC 參考之私人基金報表-表格 PF (Form PF)，並由 SEC 執行定期檢查 (Periodic examinations)。

4. 1940 年投資顧問法

一般投資顧問所管理之資產規模達 1 億 1 千萬美元者，應向 SEC 為註冊登記；低於 1 億 1 千萬美元但超過 1 億美元者，得向 SEC 申請註冊登記；而低於 1 億美元者，無須向 SEC 登記註冊，但須依各州所訂之投資顧問行為法律所訂之登記條件，向各州主管機關申請註冊登記，豁免登記條件即因各州規定不同而有鬆緊之別。向 SEC 申請登記投資顧問業者須遵循聯邦法，故可先向各州申請豁免州登記。但投資顧問已依法向 SEC 申請豁免聯邦登記者，仍需遵守營業所在地州政府對投資顧問登記與管理之規定。至於非美國投資顧問（即外國投資顧問）應向 SEC 申請登記，不受其管理資產規模大小之限制，由 SEC 依「投資顧問法」監理投資顧問與客戶間之關係²⁶。

²⁶ Global Legal Group, The International Comparative Legal Guide to: Alternative Investment Funds 2016, 4th Edition, June 2016, at 29. <https://iclg.com/practice-areas/alternative-investment-funds/alternative-investment-funds-2016/usa>

Dodd-Frank 法修訂若干豁免投資顧問登記條款，因修法前許多投資顧問運用「私人顧問豁免」條文而不向 SEC 申請登記，無須受其管轄²⁷。故修法朝減少業者運用豁免登記迴避主管機關監理方向發展，說明如下：

(1) 外國私人顧問得豁免登記 (Foreign Private Adviser Exemption)

- A. 於美國境內並無營業據點；
- B. 美國投資人(客戶)總數少於 15 人(以所管理的帳戶或 Pooled investment vehicles 計算)；
- C. 所管理之美國投資人之資產總值少於 2,500 萬美元；
- D. 於美國境內未向大眾公開宣傳其為投資顧問，或做為任何已登記投資顧問或商業發展公司之投資顧問。

適用外國私人顧問豁免規定者，無須依「投資顧問法」規定向主管機關申報表件或保存相關紀錄、帳冊等，亦不受 SEC 檢查。

(2) 私募基金顧問申請豁免登記之限制

私募基金之投資顧問於美國境內管理資產少於 1 億 5 千萬美元者得豁免向主管機關登記，若投資顧問之辦公室所在地位於美國境外者，亦可因符合下列條件而豁免：

- A. 該投資顧問之客戶非美國人，惟其客戶為一個或多個私人基金者不在此限，且
- B. 投資顧問於美國營業所在地管理之全部資產為單一私人基金資產，其總價值低於 1 億 5 千萬美元。

豁免登記之基金排除適用應向 SEC 申報與保存相關紀錄之規定。

(3) 創業投資基金顧問之豁免

²⁷原得豁免登記之條件如下：(1) 投資顧問客戶於最近 12 個月內少於 15 人；且(2) 投資顧問未對外公開其為投資顧問之身分，亦未向任何登記註冊之投資公司或商業發展公司提供投資顧問服務。

若投資顧問僅為創業投資基金提供顧問業務者，亦可豁免適用 SEC 規定。所謂「創業投資」指私人基金：

- A. 長期投資（依 SEC 定義短期持有以外之情形）所持有基金資本不超過 20%；
- B. 並非以借貸或槓桿操作，或短期融資等方式投資；
- C. 除非於特別情況下，才會限制投資人贖回或為其他類似之流動性權利；
- D. 代表投資人與潛在投資人執行創業投資策略；且
- E. 未依投資公司法登記註冊，亦不被認定為商業發展公司。

投資顧問被認定為創業投資基金，可豁免向 SEC 登記，但因性質仍屬私人基金，除非符合其他豁免要件，仍應向 SEC 申報相關事項，並保持相關紀錄以備查驗。

於美國境內提供投資顧問服務者，仍應遵守「1940 年投資顧問法」登記為「投資顧問」並申報 ADV 表格²⁸。即使私人基金顧問豁免於 SEC 登記，若在美國任一州執行業務，則該州有權要求其進行登記，履行相對應之登記義務²⁹。

5. 其他相關規範

- (1) ERISA 設有特殊規定以規範美國私人退休金與員工福利計畫之營運與管理，蓋此類計畫之受託人負有特殊之任務，且其職責來源廣泛，甚至包括勞動相關法律，應特別規範以防範法律風

²⁸ Section 202(a)(11)(H), Section 203(a), 1940 Investment Advisor Act.

²⁹ Rule 203A-2(c). An adviser relying on this exception must file an amendment to its Form ADV at the end of the 120 days indicating whether it has become eligible for SEC registration, or must withdraw its SEC registration. An adviser that expects to be eligible for SEC registration because of the amount of its assets under management must have \$100M or more of assets under management no later than 120 days after its registration is declared effective. Regulation of Investment Advisors by the U.S. Securities and Exchange Commission, March 2013. https://www.sec.gov/about/offices/oia/oia_investman/rplaze-042012.pdf

險³⁰。

(2) AIF 所投資之標的若涉及 CFTC 轄下規範商品收益等工具，即會被視為「商品基金」，應登記為 CFTC 之「商品資金池(基金)經理」(Commodity Pool Operator, CPO)，其投資顧問亦須向 CFTC 登記為商品交易投資顧問(Commodity Trading Advisor, 簡稱 CTA)，依已發布之各類規則強制公開其所保存之各類交易記錄，定期向 CFTC 報告。登記 CPO 或 CTA 需接受 CFTC 授權全國期貨公會(National Futures Association, NFA) 對其執行日常監控(Day-to-day monitoring)，並依 CFTC 設置資本標準與申報要件，執行以風險為基礎之檢查與執法行動，監控對象包括基金經理、經紀/交易商、期貨經紀商及銀行之活動³¹。另 CPO 必須每年自評，且依 NFA 規定進行定期內部稽核報告。但實務上，AIF 顧問利用「商品交易法」CFTC Rule 4.13(a)(3)、(4) 豁免規定³²迴避 CPO 或 CTA 之註冊，如此即不需負擔對外揭露資訊與申報之義務，但仍須保留相關簿冊與交易記錄供主管機關查驗。

(三) 資訊揭露

³⁰ GAO, Defined Benefit Pension Plans: Guidance Needed to Better Inform Plans of the Challenges and Risks of Investing in Hedge Funds and Private Equity. GAO-08-692. August 2008. <http://www.gao.gov/new.items/d08692.pdf>. “ERISA’s prudent man standard is satisfied if the fiduciary has given appropriate consideration to the following factors (1) the composition of the plan portfolio with regard to diversification of risk; (2) the volatility of the plan investment portfolio with regard to general movements of investment prices; (3) the liquidity of the plan investment portfolio relative to the funding objectives of the plan; (4) the projected return of the plan investment portfolio relative to the funding objectives of the plan; and (5) the prevailing and projected economic conditions of the entities in which the plan has invested and proposes to invest. 29 C.F.R. § 2550.404a-1(b) (2007).

³¹ GAO Office, Hedge Funds: Overview of Regulatory Oversight, Counterparty Risks, and Investment Challenges. GAO-09-677T. May 7, 2009. <http://www.gao.gov/products/GAO-09-677T>.

³² CPO 所運用之資金限於從事特定之商品期貨交易行為，且其係為特定符合資格之個人(客戶) 服務，使其獲得買賣利益者，或是 CPO 所運用之資金係由特定具有高度投資經驗之人所參與提供，並為該等人士服務，以使其取得買賣利益者。

1. 依「證券法」揭露事項

依 Regulation D 規定，豁免登記之 AIF 應以每年為期，於基金關帳更新投資人名單時，以表格 D (Form D) 申報基金支付予投資人之利得。表格 D 要求揭露基金之資訊包括：發行人之執行管理人員，董事，行銷及其他相關人士、已售出之金額，及已支付之任何銷售佣金。並依聯邦法上網公開，或依各州藍天法規定公開。

2. 依「證交法」揭露事項

- (1) SEC 股權證券所有權報告：「證交法」要求任何直接或間接收購國內上市公司任何類別股份達 5% 以上之人員，於收購後 10 日內向 SEC 提交報告。若個人單獨取得美國公開發行公司 10 % 以上股份者，須另為額外報告。
- (2) SEC 投資組合報告 (SEC Portfolio Reporting)：任何機構投資人之經理人以全權委託方式投資超過 1 億美元以上之股權者，於每曆年結束前，應向 SEC 申報全權委託帳戶下股權證券之每季報告，及基金經理人行使股權投票之類型。
- (3) AIF 借券行為並無限制，但必須於提供基金之重大資訊予投資人時，揭露其槓桿運用與可能風險。
- (4) 應向國稅局申報相關稅務。

3. 依「投顧法」揭露事項

- (1) 申報表格 ADV

美國聯邦證券法並不規範基金所有權人與投資顧問之適合性原則、資本適足性要求，或資格條件等細項，僅著重資訊揭露要求與投資顧問之忠實義務等，要求應為投資人之最大利益執行業務行為。然而，投資人應相對負起保護自身財產權之責任，與其投資顧問協商如何取得揭露資訊等，以掌握資產管理狀況。投資顧問向 SEC 登記者，應於 45 日內申報表格 ADV 供公眾取閱，其申報內容如下³³：

- A. Part A：要求投資顧問提供營業實務（常規）、所有權與受雇人員資訊，以勾選（Check-the-box）或填寫說明（Fill-in-the-blank）方式為之，某些條文與表格要求以簡短敘述方式揭露，並包括公司紀律狀況，填寫後以電子檔案上傳予 SEC。
- B. Part 1B：要求提供 Part 1A 以外其他資訊，同樣應簡短揭露，並及於自律事項，此部分僅限已登記之投資顧問為之，並上傳電子檔案予各州主管機關。
- C. Part 2A：宣傳品（Brochure）應以簡短、易懂白話文敘述，包括對業務、費用與收取報酬、紀律資訊，及主要風險因素等項目說明，以電子方式上傳 SEC 並寄發予客戶。
- D. Part 2B：宣傳補充資料以履歷表形式（Resumé-like）對特定人提供投資顧問服務資訊，不須向 SEC 申報，但提供或寄發予投資顧問之相關客戶。

³³包括：投資顧問提供的服務類型、顧問收取費用表、與顧問或其受雇人員有關之自律資訊、利益衝突事項、投資顧問經理人與主要諮詢人員之教育和業務背景；及投資顧問管理每一個 AIF 的特定資訊，包括：每一個基金的總資產價值，受益權所有人數量與性質，最低投資金額或承諾投資金額，及與該基金內部稽核、主要經紀商、保管銀行與管理人員有關之資訊。

SEC 運用表格 ADV Part1 所提供之資訊進行監理，包括決定是否准許投資顧問新增登記。Part 2 為應提供客戶之資訊，投資顧問應維持所申報資訊為現時有效之資訊，並依據 ADV 指導要求，及時進行修改，以免發生特定資訊不正確（尤其是身份識別資訊、保管資訊與紀律資訊等），或重大資訊不正確（如：繼承、客戶交易與監控人等）之情形，至少於每年投資顧問會計年度結束後 90 天內修改。

(2) 申報表格 PF

投資公司所申報之表格 PF 屬於不對外公開（Confidential），由 SEC 保管並據以為盡職調查之用。

A. 凡於 SEC 登記註冊，管理資產金額達 1 億 5 千萬美元之私人基金顧問應負重大資訊申報義務，申報表格 PF。

B. 任何投資顧問符合下列大型私人基金條件者，應依規定提交 PF 表（From PF）：管理 10 億美元以上之流動性基金（Liquidity Funds），且已登記為貨幣市場基金資產提供顧問服務者，應於每個會計季度結束後 60 日內，提交每季 PF 表。管理資產 15 億美元以上之對沖基金，必須於每個會計季度結束後 15 日內，提交每季 PF 表。管理資產 20 億美元以上之私募股權基金，必須在會計年度結束後 120 日內提交每年 PF 表。

(3) 其他依投顧管理私人基金類型，應揭露資訊如下：

A. 對沖基金：大型對沖基金投資顧問必須按資產類別與地域集中度彙總報告有關曝險及其營業金額資訊。對於資產淨值 5 億美元以上之對沖基金，投資顧問必須報告該基金之曝險、槓桿係數，風險介紹和流動性等資訊。

- B. 流動性基金：大型流動性基金顧問必須提供每種流動性資金投資組合所含之資產類型與資金風險概況相關之特定資訊，及基金遵守所有投資及特定政策之程度，是否遵守「投資公司法」關於登記貨幣市場基金之規定（Rule2a-7）。
- C. 大型私募股權基金顧問：必須回答其資金投資公司所產生之槓桿程度，使用橋樑融資（Bridge financing）及投資該私募股權基金之金融機構資金等問題。
- D. 小型私募基金顧問（Smaller private fund advisers）：其他不被前述規定視為大型私人基金之投資顧問，必須每年在會計年度結束後 120 日內提交 PF 表，報告他們所提供建議之私人資金之基本資訊，包括：資金規模、槓桿，信貸提供者，投資人類型，專注度及基金績效資訊。若為對沖基金，應提供基金策略，交易對手信用風險，及交易和結算機制之使用。

（四）AIF 監理手段

因許多 AIF 採豁免登記策略，故對於此類基金之監理，主管機關採風險為基礎（Risk-based approach）之監理模式。由主管機關評估投資機構之風險狀況，以確認投資機構所用來識別、衡量、監視與控制風險之作業系統與程序之成效。主管機關個別考慮每個機構的風險狀況與風險管理系統，對個別機構訂出監理計畫。一般針對信貸、利率、市場、流動性資金、業務操作、品牌與聲譽、法律、及策略風險等幾個面向，加以管控。由主管機關主動採取措施，防止任何現有或正在形成中的風險影響金融體系的穩定。

AIF 且基金贖回期間（如：限每月一次）與頻率（如：特定情形下無法贖回）因其「避險」或「私募股權」性質而有不同要求，相關限制如下：

1. 投資人利得移轉之法律限制

若將基金利得作為分配之一部分，轉移利得可能導致基金發行人資格被取消，從而免除其豁免 SEC 證券發行登記。若利得於美國境外發行，但已取得豁免 Regulation S 登記之適用，之後分配利得予美國境內投資人之行為，將使豁免無效。除此之外，發行人應確保利得移轉不超過 2,000 個投資人，以避免須依「證交法」與「新創就業法」（Jumpstart Our Business Startups Act, JOBS Act）規定，向 SEC 為註冊登記之要求。若 AIF 選擇迴避登記及「投資公司法」之適用，須依「投資公司法」Section 3(c)(1)之規定，其美國之受益所有權人少於 100 人，則其為利得分配時，應注意不得超過此一人數限制，否則將無法援引豁免適用投資公司登記之規定。

2. 產出與提供行銷資料的法律限制

依證交法 Section 10(b)之規定，允許 SEC 制訂規則以禁止任何操縱或欺騙機制或設計，來買進或賣出有價證券，SEC 另依 Rule 10b-5 規定，禁止使用任何機制、投資計畫或技巧為騙取之行為，故誤導或隱匿重大事實等亦包括在內。行銷 AIF 相關行為除受上開條文之規範外，另應遵守投資顧問法 Section 206 及其相關規定，包括依投資顧問行銷指引發布之違反顧問行為之函示與執法行動。

3. 法律規定或消費者實務要求之行銷資料內容

無論是否向 SEC 登記註冊，所有投資顧問均受「1940 年投資顧問法」Section 206 之一般反詐欺規定之約束，禁止顧問從事具欺騙性或操縱性之任何行為、實務或業務過程。最高法院在 *SEC v. Capital Gains Research Bureau, Inc.* 75 U.S. 180, 186 (1963) 乙案判決中指出，投資顧問應負忠實義務，即「真實誠信，全面公正地揭露所有重大事實」之義務，並肯認其應負合理謹慎，避免誤導客戶之責任。當投資顧問之利益可能與客戶之利益發生衝突時，充分且公平的揭露義務尤為重要，顧問必須向客戶揭露可能影響顧問獨立性之事實，包括所涉及及潛在利益衝突之情形等，甚至投資顧問會發現其無意中違反 Section 206 之規定。AIF 投資顧問亦受「投資顧問法」Section 206(4)(8) 之拘束，依該條規定之詐欺行為定義較「證交法」Section 10(b) 更為廣泛。而依 Section 206(4)(8) 條規定，對於任何已建立資金池之投資機制，不論是否已為註冊登記或未為註冊登記為顧問，若為下列之行為者，即構成 Section 206 所指之詐欺、欺騙或操縱行為：

- (1) 對重大事實為不實陳述；
- (2) 隱匿重大事實，致陳述發生誤導他人之行為，或
- (3) 涉及對投資人或已建立資金池之投資機制的潛在投資人為任何其他詐欺行為者。

SEC 對此類案件，不須舉證投資顧問具有故意，即可針對此類詐欺案件執法，故即使並無意圖（或因過失）違反 Section 206(4)-8 之實質規定，仍被視為構成 Section 206 之詐欺行為。例如：投資顧問無意間或善意忽略提供投資人必要之重大事實，致其發行之備忘錄

具誤導性，SEC 可依 Section 206(4) (8) 規定，對該投資顧問為詐欺執法行動。

除了上述反欺詐條款外，投資顧問法 Section 206(4) (1) 亦禁止廣告中有下列行為：

- (1) 直接或間接引用與投資顧問有關的任何形式的證詞，任何建議，分析，報告或其他服務所提供之任何建議；
- (2) 直接或間接引用顧問對任何人已經或將會獲利之過去具體建議，除非廣告提出或要約提供不少於一年之一段時間內所提出之所有建議的詳細清單，並應包含免責聲明。
- (3) 提供任何圖、表、公式或其他設計，以直接或間接顯示：
 - A. 其本身據以決定購買或出售哪些證券，何時買入或賣出證券；或
 - B. 協助任何人為類似上述之決策，卻未揭露個案受到自身條件之限制，及運用此投資決策可能面臨之困難等；
- (4) 提供或免費提供任何聲明、說明任何報告，分析或其他服務，除非這些材料或服務的確是完全免費，且未附有任何直接或間接的條件或義務者不在此限。

Rule 206(4)(1) 還禁止投資顧問公布，傳播或分發任何包含虛假陳述，或其他虛假或具誤導性的陳述之廣告，上述「全面性禁令」已促使 SEC 製作各類函釋，特別是關於計算和呈現過去績效的標準和方法，及建立模型績效結果等，以利業者遵循³⁴。任何宣傳諮詢服務以維護現有客戶或徵求潛在客戶購買這些服務為目的者，通常會被視

³⁴Rule 206(4)-1(b) defines “advertisement” as including “any notice, circular, letter or other written communication addressed to more than one person, or any notice or other announcement in any publication or by radio or television, that offers: (1) any analysis, report, or publication concerning securities, or that is to be used in making any determination as to when to buy or sell any security, or which security to buy or sell; or (2) any graph, chart, formula, or other device to be used in making any determination as to when to buy or sell any security, or which security to buy or sell; or (3) any other investment advisory service with regard to securities”.

為「廣告」。由於對「廣告」之定義廣泛，投資顧問與現有客戶或潛在客戶之任何溝通，即使不在廣告定義內，仍應謹慎行事，不受 Rule 206(4)(1)對廣告規範之約束。

4. 銷售 AIF 之限制

任何在美國出售之證券（包括 AIF 之利益）應依證券法規定向 SEC 登記，但 AIF 投資出售利通常依豁免規定³⁵免除此一要求，此做法係為避免因登記使 AIF 受「投資公司法」監管，並負實質性揭露與報告義務。一般而言，投資顧問必須遵守以下要求：

- A. 銷售僅限於 Regulation D 所定義之「合格投資人」；
- B. 「合理相信」投資人符合合格投資人之要件；
- C. 無法透過電視，報紙與網路等方式進行一般性招攬；
- D. 應維持所有在美國徵求之記錄；
- E. 不與美國新聞界或與可能被引導至美國新聞界之媒介進行訪談或合作。

2013 年 Regulation D 配合 JOBS 法（群眾募資相關）修正其 Rule §506 部分要件，使發行受益憑證之 AIF 無須依證券法登記，即可從事一般招攬或一般廣告行為以對外提供證券要約。反之，為了得以從事此行為，AIF 必須採取「合理」步驟，以證實購買其所發行證券者為經認可之投資人。至於所採取之步驟是否「合理」，則依據個別發行與買方間之具體事實和情況來決定，並應保留用於驗證所有認購證券者為經認可投資人之流程與程序之相關記錄。然而到目前為止，並無 AIF 利用此條款進行一般性招攬或使用一般廣告對外募資，大多數仍繼續遵守禁止一般招攬之要求。

³⁵AIF 之利益得依「1933 年證券法」Section 4(2)或依 Regulation D「安全港」規定豁免私人配售規範要求。

未經註冊登記之 AIF 要約若不符合「證券法」所有豁免登記要件，將引發州及聯邦法賦予每個投資人撤銷認購權，可請求以原始認購價格返還金額。不論基金績效如何，此撤銷權得隨時行使，而顧問須承擔其中可能涉及之經濟風險。故 AIF 一般只能出售給 Regulation D 所定義的「合格投資人」，以免被要求依「證券法」進行登記。蓋依「證券法」規定，應募人若非「合格投資人」，即以 35 人為限

三、 AIF 法令遵循

(一) 投資顧問選擇 AIF 及經理人之法令遵循

投資顧問若衡酌情況決定以客戶名義購買另類投資，或決定仰賴特定基金經理人管理，依其所應負之忠實義務原則，其須對另類投資為盡職調查，此類投資決定必須符合下列條件：

1. 符合客戶之投資目標；
2. 與之前經理人向投資顧問揭露之投資原則與策略一致（可依下列書件加以判斷：投資顧問揭露文件、私募要約備忘錄、公開說明書，或其他由經理人提供之要約資料等）。

依「投資顧問法」Rule§ 206 (4)(7)要求投資顧問應採行經過合理設計之書面政策與程序，以免違反「投資顧問法」，並要求投資顧問應：

1. 指派法令遵循主管（CCO）做為政策與程序之執行主管；
2. 採用法令遵循政策與程序；及
3. 完成法令遵循政策與程序之年度審查報告。

但 SEC 法令遵循調查與檢查辦公室曾於 2014 年 1 月 28 日發布

「全國性檢查計畫-風險警示」(National Exam Program – Risk Alert)之第四冊第一期 (Volume IV, Issue 1) 指出，他們發現投資顧問雖然都訂有書面、正式之盡職調查政策與程序或指引，但卻未被納入其法令遵循手冊。導致內部控制出現如下缺失³⁶：

1. 部分投資顧問建議之另類投資，實際上為投資顧問所屬主要業務，卻未在年度審查報告之盡職調查中揭露。
2. 投資顧問基於忠實義務原則或盡職調查原則，應向客戶揭露重大資訊不足。
3. 部分投資顧問行銷時使用含有應於盡職調查程序揭露之主要資訊，可能有誤導或影響投資人判斷之嫌疑，如：過度誇大研究分析成果，或於相關產業之平均年資等。
4. 對其他服務提供者之監視：部分投資顧問授權給特定第三方服務提供者，代為處理相關事務，卻未對這些服務提供者為定期審查，以瞭解是否有違反雙方契約條款，或有未符職責之情形。

(二) 盡職調查程序 (Due Diligence Process)

1. 營運盡職調查程序

2008 年金融海嘯後，發生多起對沖基金或私募股權基金違約與詐欺事件³⁷，使歐美主管機關強化對 AIF 營運盡職調查 (Operational due diligence, ODD)。近來由 ODD 分析師所進行之評估重點，逐漸增加與法令遵循相關之總體評估的份量，原因與全球另類投資數量增

³⁶ SEC, Investment Adviser Due Diligence Processes For Selecting Alternative Investments and their Respective Managers, National Exam Program- Risk Alert, Volume IV, Issue 1, January 28, 2014. <https://www.sec.gov/about/offices/ocie/adviser-due-diligence-alternative-investments.pdf>

³⁷ 如 Amaranth Advisors、Bayou Hedge Fund Group，及號稱史上最大龐氏騙局 (Ponzi scheme) 馬多夫案 (Bernard Madoff)。

加，及相關法令遵循規則複雜化有關，而採取更為細緻差異之 ODD 方法，可使收到 ODD 報告者獲益³⁸。美國 Dodd-Frank 等法規修正趨勢顯示，投資人對其他類型的另類投資應為盡職調查的要求也越來越多，甚至出現對沖基金應採治理（Governance）概念之觀點³⁹。

AIF 營運盡職程序聚焦基金之「非投資相關風險」，包括：

- (1) 後台與交易操作。
- (2) 基金服務提供者，如：保管銀行與外部稽核。
- (3) 現金管理。
- (4) 評價政策與實務。
- (5) 合法與監理法令遵循。
- (6) 資訊科技與業務持續性。
- (7) 交易相對人管理。

2. 投資人盡職調查程序

由於 ODD 查核項目不包括 AIF 投資功能，即不包括收集、分析與驗證資金相關之歷史資料，或未來預期投資績效，預期差異或未來資金回報的差異，或將此類基金之投資策略陳述作為投資人廣泛投資組合之（潛在）組成部分等資訊，除非這些投資功能或其本身可能受到營運風險的不利影響。故另行發展出「投資盡職調查」（Investment Due Diligence, IDD）模式，基於合格投資人應以理性選擇投資商品之假設，由投資 AIF 之（潛在）投資人考量基金操作是否符合投資

³⁸原因如下：1. 具有經驗且具高度敏銳的專業知識團隊，提出正確且具追蹤性問題，才能從受訪者那裡獲得正確資訊，並以專業解釋，獲得共同和最佳實踐經驗。2. 具有相對談判能力的（潛在）投資人與 AIF 經理人才能提供有品質之投資建議。3. 有關投資者或潛在投資者可能希望考慮與 AIF 經理談判的條件的詳細建議，以降低與新的或現有投資相關的操作風險；4. 考慮行業範圍內的新風險和發展風險，以及與具體投資者相關的 AIF 具體的風險。

³⁹Jason Scharfman (2017), Hedge Fund Compliance: Risks, Regulation, and Management, Corgentum Consulting.

功能，主動檢視基金申報之財務紀錄、重大資訊，及所有與第三方之交易行為⁴⁰。至於 SEC 對私募股權基金之稽查頻率，據某知名美國資產管理公司來台時透露，實地查核約為 2 至 3 年一次，顯示為低度監理。

透過投資人盡職調查，投資人得以辨識經理人員資格，並監督經理人以確保其投資管理行為符合投資人適合性，及所為投資項目之質與量分析程度已足以瞭解 AIF 之營運與財務風險。機構投資人或金融經理人一般會要求任何私人投資公司（或合夥）應詳細回答有關其背景、策略、研究、人事、希望獲得之回報、法令遵循、風險資訊，及會計與估價實務等細節問題。而潛在投資人通常會審視基金之流動性限制、管理與績效費用，及任何可能出現之閉鎖期等資訊⁴¹。

（三）AIF 與公司治理

1. 董事會對 AIF 之監督

一般基金之董事負責監控基金經理人是否依與投資人協商後所設定之投資目標管理，投資人即為基金之股東。故基金董事原則上不負責制定投資策略，而基金經理人並非其雇員，其地位並非一般公司之執行長，故基金董事會原則上並不介入基金經理人選擇投資標的或為投資組策略之建議。⁴²

由於 SEC 對 AIF 採以風險為基礎之監理，增加數據分析之運用，改善資訊分享與合作狀況，以強化複雜性商品之透明度。於 2013 年

⁴⁰詳細定義參見 Investopedia, <http://www.investopedia.com/terms/d/duediligence.asp>.

⁴¹Gavin Cassar and Joseph J. Gerakos, "Determinants of Hedge Fund Internal Controls and Fees." June 29, 2009. Available at: <http://ssrn.com/abstract=1268456>. Knowledge@Wharton, "Hedge Fund Clamp-down? Research Says Investors Can Watch Out for Themselves." July 8, 2009. <http://knowledge.whartonupenn.edu/article.cfm?articleid=2276>

⁴² Clifford, Christopher (2014), Hedge Fund Boards, University of Kentucky

8月發布「投資管理指引更新」(IM Guidance Update)指出：「任一基金投資目標與政策之有效實施，端賴於其對伴隨目標與政策而來之風險能為有效管理。」進一步闡述基金之董事會(管理者)應監控投資顧問之風險管理活動，並將顧問之行為列入董事會監督範圍之一部分⁴³。

基金董事會應依下列原則檢視風險⁴⁴：

(1) 基金顧問是否具備專業、知識及必要資源以已落實所欲執行之策略？

基於另類投資策略之種類與數目繁多，且隨時間發展不斷增加，董事會可能發現投資顧問某些能力受限，或是對新種投資經驗不足，評估顧問是否具備另類投資策略之能力實為不易。但由董事會藉由瞭解顧問所受限制，及相關策略應用在 SEC 登記基金尚可能發生之問題，仍有一定管理效果。由董事會與法令遵循長共同合作，藉由管理投資顧問之歷史，及過去處理新商品之經驗紀錄(Record-keeping)，可協助董事會評估顧問是否有足夠能力配置投資組合，遵循法令規範，運用新型投資工具(Investment Vehicles)與策略。

(2) 其他服務提供者是否具有足夠專業與資源以因應另類投資？

董事會除監督基金之投資顧問外，另須瞭解其他參與提供服務之機構(如：稽核人員、基金登記管理者、基金會計人員與律師等)，是否亦有適當專業與資源提供 AIF 所需之相關服務。

(3) 投資顧問是否已考慮基金策略或投資組合所持資產符合監理規範？

⁴³IM Guidance Update No. 2013-05, August 2013.<http://www.sec.gov/divisions/investment/guidance/im-guidance-2013-05.pdf>

⁴⁴ Board Oversight of Alternative Investments, Reporting of the Mutual Fund Directors Forum, January 2014.

A. 價值計算

一般開放型共同基金係以每日基金資產淨值計價，但 AIF 因投資組合內容多元，包含大範圍的複雜性投資，相較一般基金多以持有股票為主不同。但 AIF 董事對基金管理負有無限責任，計算憑證之公允價值更加謹慎。

B. 流動性

SEC 於 1940 年投資公司法規定共同基金應於投資人贖回請求日起 7 日內給付，故非流動性資產之定義據此為反面解釋，即為無法於 7 日內變現者，而 SEC 政策亦規定任一基金非流動性不得超過基金淨資產 15%。故董事會應要求基金經理人監控基金之流動性與非流動性資產，並隨時報告其變動狀態。

C. 槓桿

一般共同基金有槓桿運用限制，但 AIF 所標榜之靈活投資策略卻有賴槓桿運用。董事會之監督應聚焦於槓桿運用相關問題，要求投資顧問於建議運用槓桿策略時，應向其說明運用之目的與方式、可能引發之問題，甚至可要求出具另類投資報告，說明槓桿運用對基金績效之貢獻。

2. 基金管理導入治理概念

(1) 董事會為基金代表人並負責管理

AIF 部分採投資公司型態成立，其運作模式即受益憑證所有權人為股東，由公司董事會為基金投資之決策機關，董事會成員由普通合夥人組成。為避免發起人或委員會成員與投資公司間之特殊關係導致利益衝突發生，故另設投資長（Chief Investment Officer, CIO）執行

基金管理，投資長與基金經理人即依法負忠實義務，導入公司治理概念期解決利益衝突問題。

(2) 設投資委員會決定資產配置

為符合公司治理要求，也仿一般公司設有專業委員會，如：審計委員會、薪酬委員會等，而因應業務需要即設有「投資委員會」(Investment Committee)，由委員會討論資產配置與投資相關事宜，具有最終投資決策權，但因為一年召集開會次數不多，故公司設有與之對應的內部人員（如：投資顧問），以協助執行相關工作，並負責提供委員會成員持續教育訓練與市場資訊以利其決策，此運作模式在發展資產配置區域、流動性、槓桿及避免利益衝突時尤為重要。

四、 另類投資共同基金 (Alternative Mutual Fund)

由於 AIF 非一般投資大眾所能投資，另類投資共同基金應運而生，需於 SEC 登記並公開發行，其投資標的為非傳統投資 (Non-traditional investments) 或使用複雜的投資與交易策略，故投資人於投資前仍應充分瞭解其獨特之商品特性與風險⁴⁵。

(一) 投資目標

為符合多樣化投資需求，另類共同基金投資標的其實相當廣泛，透過投資不同資產類型或使用複雜投資策略，以降低基金價格波動，減少風險為目標。所以基金部分投資可能被設計為運用管理專長在某一特定領域，例如投資特定現貨商品。其他可能設計為透過現貨曝險、

⁴⁵ Securities Exchange Commission, Investor Bulletin: Alternative Mutual Funds, Feb. 3, 2017. [https:// www.sec.gov/oiea/investor-alerts-bulletins/ib_altmutualfunds.html](https://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-bulletins/ib_altmutualfunds.html)

外匯操作與其他另類投資以提供多樣化，投資人須確定其正在考慮投資的基金滿足自身投資需求。

（二） 投資標的

投資標的為非傳統投資，如：全球性不動產、新創公司，或是現貨商品如黃金或石油等，較傳統股、債或現金投資更為多樣化，而有不同回報。

（三） 策略

另類共同基金相較於傳統共同基金，使用更複雜的投資與交易策略如：放空股票、運用衍生性商品套利，或以追求絕對回報或市場中立等策略，於證券市場下跌時反取得正向回報，但也可能較傳統共同基金付出更高成本與承受額外風險。除了傳統共同基金常見之市場與投資風險外，另類共同基金可能因所使用為相對複雜的投資和交易策略而面臨額外的風險。風險依其所使用之策略而定，包括使用衍生性商品與槓桿工具、期貨契約，賣空和交換契約交易等。但許多另類共同基金成立於 2008 年之後，追蹤歷史不長，尚難瞭解在市場反轉向下時將為如何之績效表現，也是投資人應警惕之處。

（四） 與對沖基金相比

另類共同基金投資項目與策略與對沖基金相似，故市場多以提供零售端消費者「類對沖基金之另一選擇」(Hedge fund-like option) 為號召。但仍有如下差異：

1. 監理保障機制

另類共同基金須向 SEC 登記，並依「1940 年投資公司法」規定

管理，對投資大眾提供一定之保障，如：限制非流動性投資、借款與負債之限制、允許投資人於任何時間贖回等。反之，對沖基金豁免這些規定之適用，力求非傳統投資策略，並未受到法規同等的保障。

2. 對一般大眾開放

任何投資人皆可買入另類共同基金，但對沖基金之股份(受益憑證)僅限合格投資人可購入，故另類共同基金投資人受法律較多保障。SEC 亦要求提供予投資人之公開說明書應臚列基金經理人之專業背景、之前管理過之基金績效或經驗等，提供投資人參考。

3. 管理費用較低

另類共同基金投資人支付較低之費用，年度費用約占基金資產 2% 以下。但對沖基金投資人除需支付顧問類似程度之費用外，另需支付利潤之一定比率予基金管理人，一般約占利潤 20%。另類投資共同基金因投資商品與策略複雜，需要更專業與靈活管理，故費用負擔一般高於傳統共同基金，且越複雜費用越高。

第二節 英國

英國為全球資產管理中心，其基金管理業務橫跨傳統共同基金與另類資產投資，而倫敦更在發行數量與管理資產規模比重上主宰歐洲對沖基金市場。許多私募股權、不動產與基礎設施基金之經理人與基金本身設籍於英國，但對沖基金則多設籍於國外(如：英屬開曼群島或歐盟境內如盧森堡、馬爾他等國)，屬境外基金性質。故在英國之對沖基金管理機構為全權委託投資管理之經理人，或為該對沖基金之投資顧問。2016 年 6 月英國通過脫歐公投，對英國金融監理制度與

規範投下變數，蓋因過去對 AIF 相關監理，均遵循歐盟所公布之指令。目前相關法律規範尚未因脫歐程序啟動而有異，且大部分 AIF 基金註冊地位於歐盟各會員國境內，為利理解英國對 AIF 之監理規範，故本研究仍將介紹與歐盟指令相關之規定⁴⁶。

一、監理規範

(一) AIF 法律架構

為強化對 AIF 之監理，歐盟 ESMA 於 2011 年公布「另類投資基金經理指令」(Alternative Investment Fund Managers Directive, AIFMD) 提供歐盟各國監理「非 UCITS 基金」(又稱之為可轉讓證券集體投資承諾)部門的架構，及跨國基金相關的歐盟護照⁴⁷管理(運用此護照可免除關稅等進入各國障礙)及營運銷售活動之自由。然而，沒有任何護照是免費的，對 AIF 經理人 (Alternative Investment Fund Manager, AIFM) 而言，相對也須付出代價。故在歐盟公布 AIFMD 前，英國對 AIF 之監理係依「2000 年金融服務與市場法」(Financial Services and Markets Act 2000, FSMA) 規定，與單位投資信託 (UCITS, 即共同信託基金) 為原則性監理模式，向金融主管機關(當時為 FSA) 申請授權認可，經營相關業務。但依歐盟會員國須將指令內國法化之要求，英國遂開始配合修改國內相關規定，改變對 AIF

⁴⁶ ESMA, ESMA ISSUES PRINCIPLES ON SUPERVISORY APPROACH TO RELOCATIONS FROM THE UK, MAY 31, 2017. <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-issues-principles-supervisory-approach-relocations-uk>

⁴⁷所謂「歐盟護照」，係藉由加入歐盟，由歐洲經濟區 (EEA) 國家授權的企業就能行使設立或提供跨國界服務的權利，在任何歐洲經濟區的國家進行經允許的活動。換言之，只需該區域其中一個國家的監管機構發行許可證，該公司就可以在 EEA 的其它地區營業。而英國「脫歐」之進程與結果，可能會使其金融業在歐盟地區之領導地位受到影響。

之監理模式⁴⁸。

英國 FCA 依 AIFMD 要求於 2013 年依「2000 年金融服務與市場法」之授權，制定公布「2013 年另類投資基金經理人規則」⁴⁹（The Alternative Investment Fund Manager Regulations 2013，下稱「AIFM 規則」）和「另類投資基金經理人指令」（Alternative Investment Fund Managers Order 2014）⁵⁰，並將其納入 FCA 手冊(FCA Handbook)，FCA 並於手冊中之「投資基金規範來源」(Investment fund sourcebook) 目錄創設一個名為「基金」章節，以涵蓋 FCA 對英國 AIFM 規則及指引。

簡述 AIFM 規則之目錄如下：

部分	章節	條號與標題
Part 1 前言 條款		1. 引用依據與前言 2. 名詞解釋 3. AIF 之定義 4. AIF 經理人 (AIFM)，管理 AIF，外部 AIFM，與內部 AIFM 之定義
Part 2 完全範圍 英國 AIFM 之授權		5. Part 4A 許可申請 6. 有關 AIFM 的補充條款 7. 與授權相關之條件變更 8. 通知 ESMA
Part 3 小型另類 投資基金 經理 (AIFMs)		9. AIFMs 之定義 10. 小型註冊英國 AIFMs 11. 成為英國小型註冊 AIFMs 的申請登記 12. 申請決定 13. 拒絕申請之程序 14. 依 EuSEF 規則或 EuVECA 規則通知新基金成立 15. 小型註冊 AIFMs 不在符合註冊條件之要求範圍 16. 廢止註冊申請 17. 廢止申請之理由 18. 廢止程序 19. 停止註冊 (Suspension of registration) 之理由 20. 停止程序

⁴⁸Jeremy Elmore, Emily Clark, Alternative Investment Fund 2016-England and Wales, International Comparative Legal Guide, June 6, 2016. <https://iclg.com/practice-areas/alternative-investment-funds/alternative-investment-funds-2016/england-and-wales>

⁴⁹SI 2013/1773, SI 2013/1797.

⁵⁰ SI 2014/1292

部分	章節	條號與標題
		21. 小型註冊英國 AIFMs 之揭露責任 22. 對所屬小型註冊英國 AIFMs 與 EuSEF 與 EuVECA 經理人採取適當舉措之權力 23. 請求 FCA 管理小型註冊英國 AIFMs
Part 4 對外部估價師，完全範圍 AIFMs 及保管人之營運條件		24. 評價 25. 外部估價師消極資格 26. 授權批准完全範圍英國 AIFMs 27. 廢止授權許可 28. 指令第 20 條規定授權下應負之責任 29. 保管責任：一般條款 30. 受保管金融商品發生損失之保管責任 31. 其他損失之保管責任 32. 保管責任與第三方保管人 33. 第三方 AIFs 之管理
Part 5 收購非上市公司與發行人控制權之 AIFs		34. 前言條款 35. 收購控制或股份之方式 36. 「控制」之定義與投票權計算 37. 保密資訊 38. 收購或處分主要持股及控制非上市公司之通知 39. 收購控制權之揭露 40. 非上市公司控制權被收購時之額外揭露 41. 敏感資訊 42. 形式非上市公司控制權之 AIFs 年報 43. 資產分離 44. FCA 與本章有關的權力
Part 6 AIFs 行銷	第 1 章	45. AIFM 或投資公司行銷個別 AIF 引用本章規定 46. 金融推廣與計畫推廣之應用限制 47. 開始對投資人行銷 48. 在 EuSEF 或 EuVECA 架構下行銷 49. 由特定 AIFs 的完全範圍 EEA (歐盟經濟區) AIFMs 行銷 50. 管理其他 AIF 的 AIFMs 行銷 51. 投資公司 AIFs 行銷 52. 未經授權人士違反規定 53. 經授權人士違反規定
	第 2 章	54. FCA 許可行銷活動 55. 申請人提供之資訊變更 56. 完全範圍歐洲經濟區 AIFM 許可之停止與廢止
	第 3 章	57. 依指令第 36 條規定之行銷 58. 小型第三國 AIFMs 管理之 AIFs 的行銷 59. 依指令第 42 條規定之行銷 60. 通知之方式與內容 61. 資訊重大變更

部分	章節	條號與標題
		62. 撤銷其上市 (entitlement, 指 AIF 在市場上銷售) 權益 63. 停止其上市權益 64. 停止程序
Part 7 FCA 職責 與權力		65. 被指定為主管機關 66. 應通知 ESMA 其由 AIFMs 取得之資訊 67. FCA 使用資訊及監理合作 68. 槓桿運用限制 69. 與 AIFM 活動有關之潛在系統性後果之資訊交換
Part 8 適用本法 條款		70. 適用本法之程序規定 71. 未經授權 AIFMs 於本法之適用
Part 9 轉換條款		72-78 (略)
Part 10 最後規定		79-81 (略)
表格 1		第一次立法增修
表格 2		第二次立法增修

資料來源：英國金融行為監理局 FCA 網頁，<http://www.legislation.gov.uk/ukdsi/2013/9780111540206>

二、監理架構

(一) AIF 無須授權登記

1. AIF 之定義

依英國 AIFM 規則第 3 條規定，AIF 可為開放型或封閉型基金，亦得以任何法律形式，包括契約、信託或依法條規定成立之一種集合投資事業，且包括類似之投資承諾，其

- (1) 向一群投資人籌募資金，並依據其所定義之投資政策，為投資人之利益進行投資；
- (2) 不須依「集合投資信託計畫 (UCITS, 即共同基金) 指令」第 5 條之規定向主管機關申請授權。

換言之，英國法對 AIF 不強制要求須向主管機關登記以取得授

權。

2. 不得經營 AIF 之事業

- (1) 屬於歐洲議會及理事會於 2003 年發布之 2003/41/EC 指令規範範圍內之職業退休機構；
- (2) 控股公司；
- (3) 公司受雇人之信託計畫或受雇人存款計畫；
- (4) 證券化特殊目的機構。

(二) AIFM 執照與監理

1. 申請主管機關授權登記

依同規則第 4 條規定，所謂 AIFM (Alternative Investment Fund Management) 指任何法人以經營管理一個以上之 AIF 為業者，而管理 AIF 意指需執行 AIF 風險管理或投資組合管理之業務活動。欲在英國經營 AIF 之業者，若能依同規則第 5 條規定向主管機關 FCA 申請登記，可獲得最完整的業務經營範圍，稱之為「授權 AIF」(Authorised AIF)，並依同法第 2 條之定義，可為「單位投資信託」、「契約計畫」(Contractual Scheme) 或開放型投資公司 (Open-ended Investment Company) 等三種方式存在。故申請 FCA 授權之 AIFM 並非僅管理一個 AIF 之小型企業體，且亟欲取得完整業務範圍之另類投資基金經理人稱之為「完全範圍英國 AIFM」(Full-scope UK AIFM)。又依同規則第 4A 條規定，監理者於下列情況下應給予申請人授權許可：

- (1) 申請人限 AIFM，且專門管理個別 AIF；
- (2) 申請人表明將遵循主管機關對「完全範圍英國 AIFM」所定之

規定；

- (3) 申請人應有充足之最初資本額及其自有資金，並須符合本規則第 9 條有關歐盟指令之要求；且
- (4) AIFM 股東或成員符合持股資格，且應協同確保 AIFM 之健全與誠信管理。

FCA 於申請人完成申請程序之日起 3 個月內做出授權與否之決定，但基於個案特殊狀況，得於時限屆至前通知申請人延期決定，但僅能再延期 3 個月。依 FSMA 規定，申請授權必須由申請人向 FCA 提交申報表格，包括關於申請人及其控制之人及個人等擬議業務活動之資訊，業務活動包括說明負責核心控制之職能與系統，與申請人自律監督遵法適用 FCA 規則，與其相關之組織，架構，並申報交易第一年的財務預測等。對於申請授權管理 AIF 的申請人，FCA 亦要求需提供 AIF 本身進一步之資訊，如：AIF 的風險簡介與是否使用槓桿之詳細資訊。若 AIF 申請係由 AIFM 向 FCA 提交完整申請書及申請費用，可縮短審查過程，若審查過程中 FCA 有疑問，得要求提出相關資訊說明。另規則要求 FCA 若於 AIFM 提出申請書之日起 6 個月仍無法做出是否授權之決定，則申請案直接移送予金融評議法庭 (Tribunal)。

2. 豁免適用之 AIFM

歐盟 AIFMD 指令允許總資產管理規模不超過一定數額者，不須遵守指令全部規定，此類投資公司又被稱之「次級門檻企業」(Sub-threshold firms)，為豁免規定如下⁵¹：

⁵¹ EU AIFMD, Ch II, Authorisation: “ An AIFM must be authorised with the AIFM’s home state regulator for AIFMs that have assets under management in AIFs above the thresholds of: (1) 100

(1) 不超過 5 億歐元，且 AIF 無槓桿操作（無舉債經營），投資人前 5 年不能贖回者；

(2) 不超過 1 億歐元（包括使用槓桿所獲得之資產）者。

惟豁免適用之次級門檻企業仍須依 AIFM 規則第 9 條以下規定，向 FCA 申請登記為「小型授權 AIFM」(Small authorised AIFM)，或稱之為「小型註冊 AIFM」(Small registered AIFM)⁵²，僅適用於某些類型的不動產 AIF 或企業內部資產管理的 AIF，監理程度較低。

對英國而言，雖然境外基金經理人或境外對沖基金顧問都受歐盟相關指令之拘束，但英國所監理之實體只是其投資管理服務的代表。另依歐盟要求所執行之「信箱」(Letterbox) 測試分析，許多基金文件所指定之 AIFM 實體並不符合 AIFMD 規範（因為僅是一個收信的信箱地址）。除造成監理困難外，更可能發生境內經理人利用指令，反將 AIF 權責劃歸給境外 AIFM 負擔之問題⁵³。

3. 授權 AIFM 應適用之規範

AIF 不一定要取得 FCA 授權或許可，但歐盟 AIFMD 仍要求應對 AIFM（即 AIF 之經理）訂定監理規範，故 FCA 應確保對基金管理施加一定規範。如：要求任命一個保管人以保管某些資產及核實私有資產的所有權；對管理組織之內部控制（包括風險管理，法令遵循與資產評價）；執行業務之規則（包括盡職調查程序、執行命令與出具報告）；及與該基金擁有大量股權之公司往來之相關規則。此外，

million EUR, if the AIF uses leverage; or (2) 500 million EUR, if the AIF does not use leverage.”

⁵²See Section 10 of AIFM Regulations 2013.

⁵³ FCA HANDBOOK, Chapter 16, Scope of the Alternative Investment Fund Managers Directive, The Perimeter Guidance Manual, Sep 2017. <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/PERG/16/3.pdf>

若 AIFM 希望於零售基金使用另類投資策略，由於零售基金投資人屬於一般公眾，FCA 即要求不論是 AIF 或 AIFM 均須事先取得 FCA 授權，以納入管理。相關規範簡述如下：

- (1) 依 FCA 標準表格提交授權申請，表格可在 FCA 網站下載。
- (2) 須提交文件資料包括：商業計劃書，基金所有權與組織架構圖，基金經理人與基金間的投資管理協議草案，基金章程等文件草案，財務預測，基金經理人對監管程序之遵循，有限合夥協議（若有）。準備或遵守行為規範手冊和內部資本充足評估程序（ICAAP），繳納一定授權費用等。

但若屬於上述所定義之豁免適用次級門檻企業，則豁免歐盟 AIFMD 部分較嚴格條款之適用。是否適用授權 AIFM 之監理要求，與基金為開放型或封閉型無關，應依各基金之性質與規模判斷。再者，取得授權之 AIF 須遵守與其相關之 FCA 所定審慎與業務規則，尤其是歐盟 AIFMD 所重視之 AIFM 資本適足率與報酬收取等要求。但若為豁免適用之對沖基金，與其較為相關之監理規範主要是市場濫用行為（Market Abuse）及內線交易等規定，及其所持有股份及衍生性商品工具之利潤是否高於合理水準，另應揭露對某些金融公司與所持有發行股份公司有淨經濟短期曝險（Net economic short exposures）⁵⁴。

英國 FSMA 對 AIF 原採低度監理（2013 年以前），並未強制私人基金應指定外部服務提供者之要求，但基於實際需要，亦有經理人聘請服務提供者。歐盟 AIFMD 公布後，即修改法令要求設立保管機構，以履行 AIFMD 所規定之職責，如：調節現金流動之監控流程，管理相關問題，及贖回單位評價等，並依 AIFMD 要求設置獨立估價師。

⁵⁴ FCA HANDBOOK, Chapter 16, Scope of the Alternative Investment Fund Managers Directive, The Perimeter Guidance Manual, Sep 2017. <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/PERG/16/3.pdf>

三、基金管理

(一) AIF 管理架構

英國境內存在各式各樣的基金工具 (Fund vehicles)，有僅適用於一般大眾之零售基金，如：授權單位投資信託 (UCITs) 和不限成員名額之投資公司 (Investment companies)；亦有以投資信託架構成立者，多用於實施傳統投資策略的封閉型基金。而使用另類投資策略者通常運用下列兩種私人基金架構：

1. 依 1907 年「有限合夥法」⁵⁵ 成立之封閉型私人基金

主要投資私人股本、房地產或基礎設施等資產類別，有限合夥私人封閉型基金之內部治理與內部控制較為靈活，依所定有限合夥協議為之，該協議於基金經理及投資人間為可自由轉讓之文件。要求有限合夥公司應向「商業、能源及產業策略部」註冊登記，由註冊服務商提供有限合夥關係相關資訊，包括個別有限合夥人之姓名及個別有限合夥人的出資額等辦理登記。若於有限合夥契約持續期間對這些事項有任何更改，必須在變更後 7 日內登記。

2. 單位信託 (Unit Trust) 架構之封閉型私人基金

基金資產所有權由為基金投資人 (受益人) 利益而存在的法人資格者 (即受託人) 持有之架構，以信託契約條款來管理受託人與受益人間之關係。並依信託法規定，受託人應負嚴格的受託責任。

⁵⁵ Limited Partnership Act 1907 (LPA 1907).

（二）AIFM 經理人及投資顧問之法律架構

英國法律原對 AIF 經理人及投資顧問相關法律架構並無明確規定，而最常見者為私人有限公司與有限責任合夥(Limited Partnership，LLP)。經過多年發展，LLP 已被視為資產管理人事業組織架構首選，除可為合夥事業提供稅收透明度外，LLP 成員僅負有限責任，以契約規範為主，較有限公司更為靈活。因 LLP 每個成員都被視為自謀職業的稅務標的，故 LLP 不必支付受雇員工社會保險費用，成員排除英國就業相關證券法（ERS）規範適用。惟 2014 年「受薪成員規則」（Salaried Member Rules）公布後，下列 LLP 內部成員即被視為員工：

1. 為 LLP 提供服務，以換取「偽裝薪酬」（即不以公司盈利能力計算之薪酬）；
2. 對 LLP 事務與決策並無重大影響者；
3. 向該 LLP 之出資低於年度「偽裝工資」的 25%。

滿足上述三個條件，即被視為員工，LLP 必須對其支付身為雇主所應支付之報酬。且此類成員仍被納入 ERS 規範範圍，雇主必須為其提列退休金。

（三）產出與提供行銷資料之法律規範

1. 私人基金行銷受嚴格管理

由於許多於英國募資之 AIF 之註冊地位於境外，且亦有向其他歐盟國家居民募資，經理人從事行銷行為必須考慮英國國內法與其他歐盟各國法制，成為 AIFM 必須解決的難題之一。在 FSMA 規範架

構下，經 FCA 授權之投資計畫應遵守 2001 年 FSMA 集合投資計畫推廣指令（Promotion of Collective Investment Schemes Order 2001），及業務行為規則相關規定，故金融商品之行銷溝通必須由 FCA 授權許可方得為之。大多數的私人基金雖屬於未經 FCA 授權，不受監理之集體投資計畫，仍應遵守 2005 年 FSMA 金融推廣指令（Financial Promotion Order 2005, FPO）規定行銷，向英國零售端或專業投資人銷售之英國 AIF 或歐盟經濟領域（EEA）之 AIF 均應向 FCA 申報，並於行銷過程中遵守上述金融推廣規則⁵⁶。

2. 行銷資料內容的法律規範

（1）遵循 AIFMD 之要求

英國於指令公布前採原則性監理，僅要求行銷資料必須「明確、公平、不誤導」為首要義務，但對資料內容並未明確規定。歐盟指令改變英國立法，包括須對潛在投資人為投資前揭露（AIFMD 第 23 條），並對揭露資訊應提供之內容為更詳細的規範。至於歐盟公開說明書指令（EU Prospectus Directive）則針對「向公眾提供」者，若基金投資人最低認購金額為 10 萬歐元，或於每個 EEA 國家之投資人少於 150 人者，即不受公開說明書指令之規範，而大多數的 AIF 均藉此規避公開說明書指令規範。

（2）行銷或法律文件須向主管機關申報

AIFMD 發布前，FCA 並未要求 AIF 應登記行銷或法律文件，但依指令修法後，AIFM 應於行銷前 20 個工作天向 FCA 提供

⁵⁶Part 6 of Financial Services and Markets-The Alternative Investment Fund Manager Regulation 2013, Financial Conduct Authority, 22 July 2013.

行銷資訊表格，若計畫有任何重大變更，必須於變更前 1 個月內完成申報，若發生出乎意料之變更者，應即通知 FCA。

(3) AIF 行銷限制

依 AIFMD 定義，行銷指 AIFM 直接或間接向歐盟境內投資人提出要約或募集(Placement)之行為，此一定義較英國法狹窄。FCA 認為只要是提供或誘導投資人從事相關投資活動，即應遵循市場行銷指令規定。引進歐盟規範後，AIFM 於下列兩情形不再被 FCA 認定為行銷行為：

- A. 行銷前置作業 (Pre-marketing) ；
- B. 反向招攬 (Reverse solicitation) 。

行銷不得向一般大眾為之，不得於資本市場發行，或於次級市場交易。自 2014 年 7 月 22 日起，授權 AIFM 只能依據歐盟 AIFMD 之要求，向專業投資人銷售 AIF。另外，小型 AIFMs (即次級門檻事業) 所受監理要求較少，離岸 AIF 基金經理人得在英國境內從事金融推廣業務，但仍應遵守歐盟 AIFMD 於透明度及私募股權揭露要求。

然而，歐盟 AIFMD 將是否可對零售投資人行銷 AIF 的問題留給各會員國斟酌處理，英國則保留部分允許向零售投資人行銷之條款。原則上 FCA 允許 AIFM 將銷售予專業投資人的 AIF，於若干狀況下亦可銷售給某些零售投資人(符合高淨值或投資等級較高之投資人)。若依 FCA 規則所定之「商業行為規則」(Conduct of Business Rules) 而進行銷售推廣，投資人必須符合豁免適用條款外，推廣之發行人必須對投資人進行適合性評估，以確保這些投資適合潛在投資人。

四、 基金投資

(一) 潛在投資人之資格要求

英國並未對潛在投資人訂定「全面性」的資格要求，但在從事金融推廣行銷活動前，應先分析潛在投資人之狀況，而歐盟 AIFMD 則為英國 AIFM 提供一個泛歐跨國基礎上對專業投資人行銷管道。英國並未限制 AIF 經理人向公共機構（如：政府退休基金）銷售，對於中介機構募資所獲之金額與運用方式亦無特殊限制。

(二) 借款限制

除非以契約訂定相關條款，否則私人基金在借款方面尚無法訂定限制。歐盟 AIFMD 所涵蓋的 AIF 範圍內，某些前期投資揭露與槓桿使用有關，也要求 AIF 揭露可能使用槓桿之情況，契約允許的槓桿類型、來源及相關風險，使用槓桿和任何抵押品與資產重置安排的是否有任何限制，及 AIFM 有權代表 AIF 操作之槓桿上限等。

五、 資訊揭露

(一) AIF 公開揭露

1. 主管機關規定必要揭露

採有限合夥制的 AIF 應遵守「1907 年有限合夥法」之註冊登記要求，另依「合夥帳戶條例」（Partnership Accounts Regulations）規定，FCA 可要求有限合夥公司之普通合夥人提供合夥企業之帳戶備查。

2. 其他與 AIF 有關之申報要求

要求 AIFM 應遵守一系列監管報告義務，報告義務也適用於尋求在非 EEA AIFM 國家私募體系尋求基金行銷管道者。

AIFM 應向 FCA 定期申報，申報格式依歐盟 ESMA 公布之最終指引(2013 年 11 月發布)所發布之「授權規則」(Delegated Regulation)所設定之表格為之。申報格式包含數字化 XML 格式的電子式報告模組，及能自動生成 XBRL 報告的系統指引。除了每個受監管之 AIF 年度報告外，AIFM 還需要提供與 AIFM 本身及其管理的每個 AIF 有關的定期報告，包括：相關投資策略，交易之主要工具，主要曝險，風險概況，及相關槓桿等。FCA 發布如何製作定期報告的各種指導性文件，列出需要申報之資訊項目，及何時報告等規定。另設置一個網路報告系統 GABRIEL，以協助英國 AIFM 滿足歐盟要求。

(二) 提供投資人資訊

私人基金經理人多會以寄送信函予投資人方式，解釋其操作績效及近來投資策略，稱之為 Side letter。英國 FCA 並未對此類信函格式與內容訂定規範，但歐盟 AIFMD 為確保公平對待投資人，要求此類信函若提供投資人優遇對待 (Preferential treatment)，應揭露這些優遇對待之敘述，與所優遇之投資人類型⁵⁷。

六、稅務

⁵⁷ AIFMD, Chs IV-V, Transparency requirements. See also "Consultation paper: guidelines on reporting obligations under Article 3 and Article 4 of the AIFMD", European Securities and Market Authority. 2013. Retrieved 13 January 2015.

（一）課稅主體

1. AIF 課稅待遇

有限合夥事業不是英國直接課稅的納稅實體，故財務透明度相當重要。財政透明度意味著每個有限合夥人依其在合夥資產中擁有的比例，從而為英國課稅目標，並依有限合夥契約分配之收入與收益課稅。

2. 投資經理/顧問之課稅待遇

基金經理或顧問的課稅待遇取決於其組織究係公司或 LLP，若為公司將課與公司稅（2015 年為 20%，但 2020 年 4 月 1 日起調降為 18%）。管理層以薪酬形式支付報酬者，以最高適用所得稅稅率，附加國家保險費率（..with national insurance contributions，類似全民健保費）徵收，且超額利潤可提取為股利收入。

若基金經理為 LLP，基於財政透明，向經理支付的費用係依投資所產生的利潤計算，會在支付給成員前自動扣除稅款。前述英國新公布之「受薪人員規則」亦適用成員以自營業者或事業僱員身分課徵。所有 LLP 的成員，無論其居所為何，都必須為其在英國從事投資經理/顧問等交易行為所生利潤之比例，向英國支付稅額。英國國稅局（Her Majesty's Revenue and Customs，HMRC）擁有廣泛權力，依據新的反避稅規則（Anti-avoidance rules），將參與基金經理之個人所產生的稅款作為交易收入，但收入附帶之利息，或來自於其他共同投資人，不被認定為應稅交易收入。

投資人參與 AIF 投資時，不會被課徵企業所得稅，若合夥財產包括股票或有價證券，則於轉讓有限合夥權益時支付印花稅，合夥財產若包含土地，則支付土地印花稅（Stamp duty land tax）。

（二）其他情形

1. 對沖基金

英國通常不是對沖基金的註冊地（Domicile），反而是對沖基金投資經理執行業務之地。部分原因為英國設有投資經理豁免（Investment Manager Exemption，IME）規定。於滿足某些條件下，IME 可確保「非英國對沖基金」不會因為持續經理基金，而被認定為在英國的常設機構。也允許非英國基金若從事英國稅務目標交易，而指定一位英國在地投資經理，不會因為英國投資經理的活動導致基金利潤被課徵稅款。

2. 私募股權基金

私募股權基金（為有限合夥架構的主要使用者）通常買入且中長期持有證券，以實現長期資本增值，故這些買賣行為可能被視為投資而不是交易。若有限合夥行為被視為投資，基於其納稅財政透明度，有限合夥之利潤分配保留其資產收益或投資收益之特徵，並據以課稅。特定投資人應繳稅款將取決於其自己的稅務資料。例如：基金收益為股息收入，係以英國居民個人為課稅主體。但若為英國退休基金投資

人，即不對其投資收益課徵稅款。非英國居民投資人除非符合下列條件，否則不會因資本利得而被英國課稅：

- A. 為了與英國進行貿易之目的而持有利得;或
- B. 符合與英國住宅物業有關的特定規則。

若有限合夥被視為英國稅務目標，則英國居民投資人和非英國居民有限合夥人將依合夥企業持股比例被課徵所得稅(或營業收入之法人稅)，對英國退休基金投資人而言極為不利，因為投資人僅能豁免在英國投資收入與利得之課稅。而非英國居民投資人則將因為合夥企業(或基金經理)行為，符合非居民與英國進行交易之條件而被課稅。

3. 適用美國 2010 年外國帳戶及稅務遵循法 (FATCA) 情形

英國於 2012 年 9 月與美國簽署了 1 號政府間協議 (IGA)，故 2010 年外國帳戶及稅務遵循法 (FATCA) (Foreign Account and Tax Compliance Act 2010, FATCA) 已於 2015 年 4 月 15 日於英國實施。在英國成立之 AIF 必須進行盡職調查，以確定美國投資人和非受 FATCA 規範之投資人，並向 HMRC 報告有關此類投資人之資訊。符合英國規定之資金將不會受到 FATCA 影響，也不會對其操作 FATCA 預扣稅額。英國也與所轄海峽群島和海外領土 (如：直布羅陀，簡稱英國 CDOT) 簽署 IGA，英國和海峽群島間的 IGAs 是「互惠的」，故英國基金亦須對這些司法管轄區的投資人進行類似的盡職調查和報告。

經濟合作與發展組織 (OECD) 財務帳戶資訊自動交換通用報告標準 (CRS) 和歐盟稅收領域行政合作指令 (DAC) 均已在英國實施。英國 CDOT 所需的報告將依 CRS 要求進行，英國基金需要考慮相關國內規則，以確保它們符合規定。投資英國 AIF 的課稅取決於投資

人的稅務資料，故投資人應積極瞭解基金稅務影響，並諮詢意見，基金經理人應向投資人提供資料。

（三）英國脫歐之影響

英國於 2016 年 6 月公投決定退出歐盟，由於之前引進歐盟 AIFMD 並內國法化，已使英國監理法規發生重大變革。脫歐後是否將再度調整修正仍然是未知數，但此一新情勢或許提供主管機關喘息的空間。尤其歐盟於 2016 年再度修正指令（AIFMD 2）中對經營 AIF 公司新增監理要求⁵⁸，英國金融業內人士已對歐盟 AIFMD 2 進行相關討論。FCA 如何選擇 MiFID II 指令元素修訂國內法規，將影響英國 AIF 行業在此領域之發展。

基於國際私人銀行與資產管理業務競爭激烈，為強化資產管理業務之競爭力，英國政府於 2015 年 7 月宣布對私人基金實體有限合夥制度進行大幅度修訂，以確保英國之投資架構相較其他互相競爭之司法管轄權（如美國德拉瓦州或英屬開曼群島）更具吸引力⁵⁹。「修正 1907 年有限合夥法」已於 2017 年 4 月施行，於英格蘭或蘇格蘭成立之 AIFM，必須申請登記為私人基金有限合夥（Private Fund Limited Partnership, PFLP），以從事 2000 年 FSMA 第 235 條規定之集合投資計畫（Collective investment scheme）業務。與美國相同，PFLP 由普通合夥人及有限合夥人組成，普通合夥人負責管理有限合夥事業，對合夥事業的債務與義務承擔為無限責任。有限合夥人不參與合夥事

⁵⁸為應對歐盟會員國陸續出現金融危機，MiFID 於 2016 年全面修訂，改善金融市場的運作情況，通稱為 MiFID II 的重組指令更強化投資人保護。

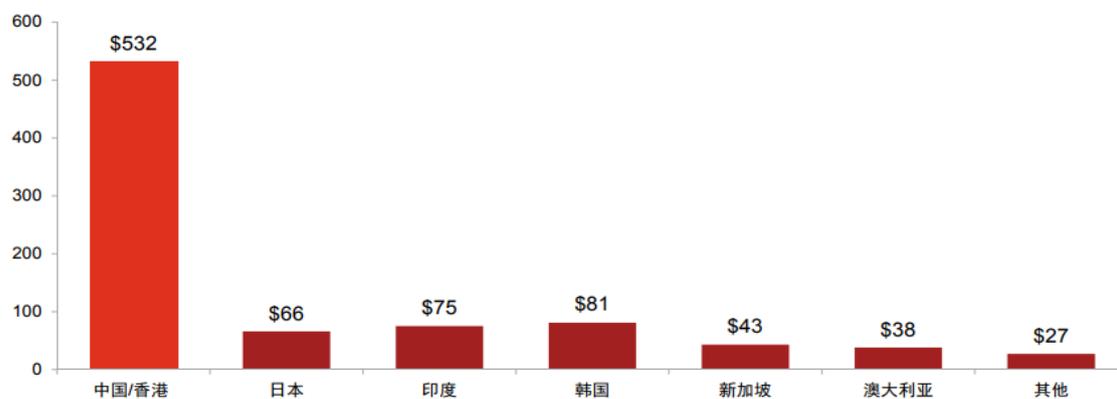
⁵⁹另一個可能影響 AIF 之立法為「2015 年小型企業與就業法」（Small Business, Enterprise and Employment Act 2015），採分階段實施，將小型企業高階經理人納入管理，賦予更多責任。潛在影響範圍包括：（1）採 LLP 者禁止設立董事。（2）將「2006 年公司法」影子董事納入董事範圍並負其責任之概念延伸入法。（3）非上市公司與 LLP 有義務揭露最終受益所有權人之身分，並對外公開，故私募股權經理人須辨識任何對投資組合經理有重大控制權之人士。

業管理，若有限合夥人參與管理，將被視為普通合夥人，而失去有限責任保護⁶⁰。

第三節 中國香港

一、中國

中國 AIF 之發展主要在私募基金的部分⁶¹，中國私募基金蓬勃發展多年，由於法律制度未予明確規範，利用灰色地帶拓展業務，也成功吸引大陸經濟發展後，極欲尋求多元投資管道之資金，然而伴隨而來的吸金違法投資亂象也相當嚴重。2016 年中國私募股權基金在人民幣資金大幅增加下，募資金額創歷史新高達到 725.1 億美元。2006 年至 2016 年間，中國(含香港)市場總共募集超過 5,320 億美元，在亞洲私募股權基金中維持其領先地位，亞洲各國募集資金總額參圖 2-4⁶²。



單位：十億美元

資料來源：普華永道，中國私募股權/風險投資基金2016年回顧與2017年展望，2017年2月。
<http://www.pwccn.com/zh/private-equity/pe-china-review-feb2017.pdf>

圖 2-4 亞洲各國私募股權基金募集資金總額(2006-2016)

⁶⁰Brodies LLP, New UK regime for private equity limited partnerships, May 17, 2017. <http://www.lexology.com/library/detail.aspx?g=9630eb0b-6649-473a-9fca-bde6dd357a0e>

⁶¹ ICLG, China Alternative Investment Fund 2017, 2017 年 6 月 12 日。

⁶² 普華永道，中國私募股權/風險投資基金 2016 年回顧與 2017 年展望，2017 年 2 月。
<http://www.pwccn.com/zh/private-equity/pe-china-review-feb2017.pdf>

(一) 監理規範

中國政府於 2013 年 6 月正式實施新修訂的《中華人民共和國證券投資基金法》(下稱證券投資基金法)，將私募基金納入調整範圍，並授權中國證監會訂定相關業務規範，中國證監會遂於 2014 年 8 月公布《私募投資基金監督管理暫行辦法》(下稱「辦法」)，正式將私募股權基金納入規範管理。

「辦法」中第二條第三款及第四款，依據私募基金的組織型態，明確規定了兩大類業務將納入監管。第一類是指原證監會體制外的公司型私募基金和合夥企業型私募基金，即陽光私募基金(私募證券投資基金)和私募股權投資基金(PE Fund)；第二類是指證監會體制內的契約型私募基金業務。只要符合「辦法」中對於私募管理人登記、私募產品備案以及合格投資人之規範，即納入「辦法」所監管之範圍。

依據 AIF 之組織架構，其亦可能受《中華人民共和國證券法》、《中華人民共和國公司法》(下稱公司法)及《中華人民共和國合夥企業法》(下稱「合夥企業法」)等規範。

(二) 全口徑登記備案制度

依據「辦法」，所有類型私募基金管理人皆需向「中國證券投資基金業協會」(下稱基金業協會)申請登記，並且在完成私募基金募集後 20 個工作日內，向基金業協會登記備案。但基金業協會對私募基金管理人及私募基金的登記備案，並非對基金管理人投資能力、持續法令遵循情況之認可，亦非對基金財產安全之保證。登記備案後，基金業協會將於其網站公告基金基本資訊。此外為了加強私募基金管

理人之內部控制，基金業協會亦於2016年2月發布《私募投資基金管理人內部控制指引》，以促進其法令遵循。

截至2017年10月底，已有21628家私募基金管理人向基金業協會完成登記，已備案的私募基金數量有63248檔，管理規模10.77兆元人民幣。

此外，基金管理人應根據基金業協會於2014年2月所發布之《私募投資基金管理人登記與基金備案辦法（試行）》第19、20及21條，依據所管理私募基金類別，定期向基金業協會申報資訊。應申報資訊及期限規定如下：

1. 私募證券投資基金：每月結束之日起5個工作日內，更新基金相關資訊，包括基金規模、單位淨值、投資者數量等。
2. 私募股權投資基金等非證券類私募基金：每季度結束之日起10個工作日內，更新基金的相關資訊，包括認繳規模、實繳規模、投資者數量、主要投資方向等。
3. 每年度結束之日起20個工作日內，更新私募基金管理人、股東或合夥人、高級管理人員及其他從業人員、所管理的私募基金等基本資訊。
4. 每年度四月底之前，通過私募基金登記備案系統填報經會計師事務所審計的年度財務報告。
5. 創業投資基金應申報其所受託管理創業投資基金投資中小微企業情況及社會經濟貢獻情況等報告。

(三) 合格投資者制度

「辦法」從資產規模或收入水準、風險辨識能力與風險承擔能力、單筆最低認購金額三方面規定合格投資者之標準。另考量退休基金等

機構投資人與私募管理機構及其從業人員等具有專業能力，應能識別與承擔風險，亦將之視為合格投資者。為防止變相公開募集，「辦法」另規定，以合夥企業、契約等非法人形式，透過匯集多數投資人資金，直接或間接投資於私募基金者，應施以「穿透式核查」⁶³最終投資者是否為合格投資者，並合併計算投資者人數。至於依法設立且已在基金業協會備案之投資計畫，「辦法」則將其視為單一合格投資者，可豁免穿透式核查與合併計算投資者人數。其設立之標準如下：

1. 資產規模或收入標準：淨資產不低於 1000 萬元人民幣的單位；或金融資產不低於 300 萬元人民幣或者最近 3 年個人年均收入不低於 50 萬元人民幣的個人。
2. 風險辨識能力與風險承擔能力：私募基金管理人應採取問卷調查等方式，對投資者的風險識別能力和風險承擔能力進行評估，由投資者書面承諾符合合格投資者條件，並製作風險揭露書，由投資者簽字確認。
3. 單筆最低認購金額：單一私募基金最低投資金額不低於 100 萬元人民幣。

(四) 私募基金銷售規則

AIF 之銷售行為主要受到「辦法」及基金業協會於 2016 年 4 月發布之《私募投資基金募集行為管理辦法》規範。規定私募基金不得向合格投資者以外的單位與個人募集資金，亦不得透過公眾傳播媒體或公告欄、傳單、簡訊、微信、部落格與電子郵件等方式向不特定對象宣傳推介。基金亦不得向投資者承諾本金不受損失，或者承諾最低

⁶³ 穿透式核查係從「人數法定性」與「產品合法性」兩方面進行核查。依據「證券投資基金法」第 88 條規定，非公開募集基金合併計算直接和間接投資者人數不得超過 200 人，而產品合法性係指每個投資者皆須符合相應的合格投資者條件。

收益。私募基金管理人應當自行或委託協力廠商機構對私募基金進行風險評等，選擇向風險識別能力與風險承擔能力相匹配的投資者推介私募基金，並應要求投資者如實填寫風險調查問卷，承諾資產或者收入狀況。有關投資資金，投資者應確保委託資金來源的合法性，不得非法匯集他人資金投資於私募基金。

(五) 基金投資運作規範

募集私募基金應依據證券投資基金法制定並簽訂基金契約，並依據契約約定安排基金託管事項；若不進行託管，管理機構應明確保障私募基金財產安全之制度措施，並訂有紛爭解決機制。

(六) 資訊揭露

私募基金資訊揭露相關規定由基金業協會制訂⁶⁴，基金業協會於2016年2月發布《私募投資基金資訊披露管理辦法》，依據其第14條，於基金募集期間，基金經理人應在募集資料或相關說明書中向投資人揭露訊息包括：

1. 基金和基金管理人基本資訊；
2. 基金的投資資訊；
3. 基金募集期限；
4. 基金估值政策、程式和定價模式；
5. 基金契約的主要條款；
6. 基金的申購與贖回安排；
7. 基金管理人最近3年的誠信情況說明和其他事項等。

⁶⁴ 《私募投資基金監督管理暫行辦法》第24條。

另《私募投資基金資訊披露管理辦法》第 16 及第 17 條亦規範了基金運作期間應向投資人揭露訊息的期限和內容。私募基金每季至少應向投資者揭露資訊一次，資訊內容應包括基金淨值、主要財務指標以及投資組合情況等資訊。而單一規模在 5000 萬元人民幣以上的私募證券投資基金則至少每月應向投資者揭露一次基金淨值等資訊。此外，私募基金管理人應當在每年結束之日起 4 個月以內向投資者披露期末報告，其應揭露項目包括下：

1. 基金淨值和基金份額總額；
2. 基金的財務情況；
3. 基金投資運作情況和運用槓桿情況；
4. 投資者帳戶資訊；投資收益分配和損失承擔情況；
5. 基金管理人取得的管理費和業績報酬；
6. 基金合約的其他訊息等。

資訊揭露方式可以包括信件、傳真、電子郵件、官方網站或第三方服務機構登錄查詢等非公開揭露的方式，並應通過私募基金資訊揭露備份平臺報送資訊⁶⁵。

(七) 對不同類別的私募基金進行差異化行業自律與監管制度安排

「辦法」結合《私募投資基金管理人登記與基金備案辦法(試行)》，及其已於網路公開之登記備案流程，將私募基金類別分為：

1. 主要投資於公開交易證券之私募證券基金；
2. 主要投資於非公開交易股權之私募股權基金、創業投資基金；

⁶⁵中國證券投資基金業協會，《私募投資基金資訊披露管理辦法》起草說明，2016 年 2 月。

3. 主要投資於藝術品、紅酒等特定商品之其他私募基金；

私募基金在基金業協會辦理備案程序時，應依據基金業協會之規定，明示基金主要投資方向，及根據主要投資方向註明之基金類別。同一私募基金管理人管理不同類別私募基金者，應堅持專業化管理原則，但具體採行設立子公司、事業部，或是採用相對獨立之管理團隊，可由市場自行決定。

依據證券投資基金法，私募證券投資基金管理人須加入基金業協會，並且從業人員需具備基金從業資格，若違反相關規定，則依照證券投資基金法有關規定處罰。私募股權基金和創業投資基金管理人機構則不強制其加入基金業協會，亦不要求其從業人員具備基金從業資格。然「辦法」第7條、第8條規定，各類的私募基金皆需向基金業協會登記備案。此外，「辦法」中針對創業投資基金設有專章採取特別規定，主係強調基金業協會對該類別的基金採取區別於其他私募基金的差異化行業自律，並提供差異化會員服務，中國證監會亦對其採取差異化監督管理。

(八) 稅務

1. 公司型私募基金

(1) 基金公司

對於公司型的私募基金相關稅務，主要適用《中華人民共和國企業所得稅法》(下稱「所得稅法」)。公司型私募基金因證券交易或股權交易所得收入應根據「所得稅法」按照「轉讓財產收入」、「股息、紅利等權益性投資收益」、「利息收入」計算所得稅，稅率為25%。此外，根據「所得稅法」第26條規定，

中國境內企業之間的股息、紅利等權益性投資收益免徵企業所得稅，因此基金公司若取得非上市公司股票股息紅利等之所得，免繳納企業所得稅。

此外，2009 年《國家稅務總局關於實施創業投資企業所得稅優惠問題的通知》（國稅發[2009]87 號）指出，若為創業投資基金，採取股權方式投資於未上市的中小型高新技術企業⁶⁶滿 2 年，符合相關調條件的，可按投資額的 70% 扣抵該創業投資基金的應納所得稅額，當年若不足扣抵，亦可在以後納稅年度結轉扣抵⁶⁷。

(2) 投資人

根據《中華人民共和國個人所得稅法》及實施條例，如果投資於公司型私募基金，則屬於一般的自然人投資者，按「財產轉讓所得」或「利息、股息、紅利所得」納稅，稅率為 20%。針對於基金公司分配的股息紅利所得，投資人若為公司則免徵企業所得稅。但如果企業投資者通過轉讓公司型私募基金的股份實現退出，則需要按 25% 繳納企業所得稅。

2. 有限合夥型私募基金

(1) 基金公司

對有限合夥制私募基金而言，根據《中華人民共和國合夥企業法》（下稱「合夥企業法」）第六條，合夥企業的生產經營所得和其他所得，按照國家有關稅收規定，由合夥人分別繳

⁶⁶ 高新技術企業係指屬於《國家重點支持的高新技術領域》，並且在中國境內註冊一年以上之企業。

⁶⁷ 參閱財政部、國家稅務總局《關於將國家自主創新示範區有關稅收試點政策推廣到全國範圍實施的通知》（財稅〔2015〕116 號）及國家稅務總局《關於有限合夥制創業投資企業法人合夥人企業所得稅有關問題的公告》（國家稅務總局公告 2015 年第 81 號）。

納所得稅，因此在基金層面，有限合夥型的私募基金不需繳納所得稅。

(2) 投資人

根據《關於個人獨資企業和合夥企業投資者徵收個人所得稅的規定》（財稅[2000]91號）及「合夥企業法」規定，合夥人若為自然人，則按利息、股息、紅利所得應稅項目計算繳納個人所得稅⁶⁸。若為法人時，其股息紅利所得，則應併入法人所得總額中徵收企業所得稅。

若有限合夥型私募股權投資基金是創業投資基金，並且投資於未上市的中小型高新技術企業⁶⁹滿2年，當其投資人為法人時，可按投資額的70%扣抵該合夥人從該有限合夥制創業投資基金分得的應納所得稅額，當年若不足扣抵，亦可在以後納稅年度結轉扣抵⁷⁰。

3. 契約型私募基金

契約型私募基金因不屬於獨立之納稅義務主體，因此其投資收益不存在納稅義務。投資人則須就最終取得的投資收益，自行申報繳納企業所得稅或個人所得稅。基金管理人和託管人依據私募股權基金之管理費即託管費繳交6%增值稅及企業所得稅。

⁶⁸ 參閱國家稅務總局《關於〈關於個人獨資企業和合夥企業投資者徵收個人所得稅的規定〉執行口徑的通知》（國稅函〔2001〕84號）。

⁶⁹ 高新技術企業係指屬於《國家重點支持的高新技術領域》，並且在中國境內註冊一年以上之企業。

⁷⁰ 參閱財政部、國家稅務總局《關於將國家自主創新示範區有關稅收試點政策推廣到全國範圍實施的通知》（財稅〔2015〕116號）及國家稅務總局《關於有限合夥制創業投資企業法人合夥人企業所得稅有關問題的公告》（國家稅務總局公告2015年第81號）。

二、香港

香港僅次於中國是亞洲第二大的私募基金中心，截至2014年底，香港私募基金資產管理規模約為1100億美元⁷¹。香港有關基金的規範主要訂定於《證券及期貨條例》和《單位信託和互惠基金守則》中，但僅限於對公開募集的基金進行規範，故私募基金並不在主管機關監管範圍，其投資操作可豁免基金法規的規範。然而私募基金的基金管理人仍須受到證券及期貨條例的規範從，事基金相關的業務必須向香港證監會取得牌照。

值得注意的是，香港證監會於2002年發布了《對沖基金指引》，自此正式允許公開募集對沖基金，以下就香港針對公開募集對沖基金的相關規範進行探討。

(一) 監理規範

香港係少數針對對沖基金做出專法規範的國家之一⁷²，而香港有關對沖基金之監管主要限於對公眾募集部分，私募對沖基金則不須經過證監會的認可，因此私募對沖基金仍是豁免於對沖基金相關之法律規範。香港有關另類投資基金之監理機關係證券及期貨事務監察委員會（下稱香港證監會），其相關規範主要訂於「單位信託及互惠基金守則」第8.7條，即香港證監會於2002年5月發布之「對沖基金指引」，此指引為香港證監會在認可對沖基金公開募集時使用之準則，

⁷¹ 香港經貿局，香港私募基金業概況，2016年1月15日。

<http://hong-kong-economy-research.hktdc.com/business-news/article/%E9%A6%99%E6%B8%AF%E8%A1%8C%E6%A5%AD%E6%A6%82%E6%B3%81/%E9%A6%99%E6%B8%AF%E7%A7%81%E5%8B%9F%E5%9F%BA%E9%87%91%E6%A5%AD%E6%A6%82%E6%B3%81/hkip/tc/1/1X0000/1X003VKV.htm>

⁷² 李勳，香港對沖基金監管制度研究，財會月刊，2007。

另根據該指引亦對公開銷售對沖基金之資訊揭露制訂「對沖基金匯報規定指引」。依據其定義，在香港對沖基金又稱另類投資基金或絕對回報基金。一般被視為非傳統基金，具備不同的特點及使用不同的投資策略。

(二) 基金管理

1. 管理公司

香港證監會要求管理公司使用對沖基金策略進行投資管理的資產的總額最低限制為 1 億美元，且管理公司須設置至少 2 名核心投資人員，每人須具備至少 5 年相關經驗；另依據所管理對沖基金之風險程度亦對其基金經理人訂定不同具體要求如下：

- (1) 對沖基金經理人：須在其管理之基金使用的投資策略具備至少 2 年專門的投資管理經驗；
- (2) 組合型對沖基金經理人：須具備至少 2 年投資管理組合型對沖基金的經驗，但組合型對沖基金最多可將資產淨值的 10%，投資於由經驗較淺的投資人員管理的基金。

其他要求包括管理公司須設有與公司業務和風險情形相應的適當內部監控及風險管理系統，其內容應涵蓋清楚的風險管理政策及書面監控程序。另外有關管理公司營運總部的設立地點，必須是監理制度獲得香港證監會認可的司法管轄區⁷³。若為組合型對沖基金的管理公司還須確保所投資的基金設有獨立的受託人或保管人，負責妥善保

⁷³ 目前香港證監會認可的司法管轄區包括澳洲、法國、德國、格恩西島、愛爾蘭、人島、澤西島、盧森堡、馬來西亞、瑞士、臺灣、英國及美國等。
http://www.sfc.hk/web/TC/files/PCIP/List%20of%20RJS/RJS_List_Chi_20161202.pdf

管有關的資產；管理公司亦不得就所投資的基金及其管理公司或相關人士收取的費用以任何形式收取回佣。

2. 績效費用

管理公司可以採取不同方式來收取績效費用，惟依據「單位信託及互惠基金守則」第 6.17 條載列之原則，對沖基金每年僅能收取一次績效費用，且只有在當次基金每單位或股份的資產淨值超過上次計算及支付績效費用時，才准予發放，有關的計算方式必在銷售文件中完整清楚揭露。

若為組合型對沖基金則不適用上述規定，組合型對沖基金之銷售須在銷售文件揭露是否同時在該組合型對沖基金及其所投資的基金等不同層面收取績效費用，亦須揭露所投資的基金計算及支付績效費用之基準。銷售文件內也須有適當警告，述明可能於該組合型對沖基金不同層面收取績效費用，以及其對投資人的影響。

3. 基金經理人之要求

基金經理人欲在香港從事「受規管活動」⁷⁴，必須向香港證監會申請取得牌照，而所有欲經營證券或期貨之相關業務，只需申請一個牌照，視牌照所許可的業務種類，便可從事獲准類類別的受規管活動

⁷⁴ 《證券及期貨條例》附表 5 第 1 部針對證券及期貨相關業務區分為十二類「受規管活動」(Regulated Activities)，分別為：(1)證券交易、(2)期貨合約交易、(3)槓桿式外匯交易、(4)就證券提供意見、(5)就期貨合約提供意見、(6)就機構融資提供意見、(7)提供自動化交易服務、(8)提供證券保證金融資、(9)提供資產管理、(10)提供信貸評級服務、(11) 場外衍生工具產品交易或就場外衍生工具產品提供意見、(12) 為場外衍生工具交易提供客戶結算服務。另依據《證券及期貨條例》第 116 條，任何於香港從事受規管活動之法團均需向證監會申領牌照，於香港法例中即稱為「持牌法團」。

⁷⁵。其中基金經理人管理對沖基金相關業務可能涉及之受規管活動主要係第 9 類提供資產管理、第 1 及第 2 類證券或期貨合約交易，以及第 4 及第 5 類受規管活動就證券或期貨合約提供意見。

一般而言，香港證監會需要 15 週的時間發牌予公司，若是已獲美國 SEC 或英國 FCA 發牌或註冊為投資經理或顧問，且具備良好的遵循紀錄及只向專業投資人提供服務(或其母公司符合上述二要求)的話，便能加速發牌程序。另基金管理人(或其母公司)擁有良好遵循紀錄，即使未獲美國 SEC 或英國 FCA 發牌或註冊也可能受惠於加速發牌程序。

4. 歐盟另類投資基金經理指令 (AIFMD) 之影響

香港金融管理局根據 AIFMD，分別與 30 個歐盟或歐洲經濟區內不同地區的主管機關⁷⁶簽署諒解備忘錄 (AIFMD 諒解備忘錄)，以加強對 AIFMD 所監管的基金經理人，包括管理歐盟 AIF 或非歐盟 AIF 的所有歐盟 AIFM (無論其募集地點)、管理歐盟 AIF 的非歐盟 AIFM (無論其是否在歐盟境內募集)，以及向歐盟投資人募集 AIF (無論為歐盟 AIF 或非歐盟 AIF) 的非歐盟 AIFM 等類型之基金經理人實施跨境監管。該諒解備忘錄是依照 AIFMD 規定而簽訂，並與 AIFMD 具有相同的條款和條件。

(三) 基金投資

⁷⁵ 香港證監會，《證券及期貨條例》新發牌制度，2002。

http://www.sfc.hk/web/doc/TC/legislation/securities/others/sfo_training/new_licensing_regime_catherine_051102.pdf

⁷⁶ 此 30 個歐盟或歐洲經濟區內國家為奧地利、比利時、保加利亞、塞浦路斯、捷克共和國、丹麥、愛沙尼亞、芬蘭、法國、德國、希臘、匈牙利、冰島、意大利、愛爾蘭、拉脫維亞、列支敦士登、立陶宛、盧森堡、馬耳他、荷蘭、挪威、波蘭、葡萄牙、羅馬尼亞、瑞典、斯洛伐克共和國、英國、西班牙和直布羅陀。

1. 最低首次認購金額

依據基金之風險程度，採取市場區隔⁷⁷模式，針對首次認購金額訂有不同投資門檻如下：

- (1) 單一對沖基金：50,000 美元
- (2) 組合型對沖基金：10,000 美元
- (3) 保本型對沖基金：無限制

2. 投資及借款限制

基金的組成文件及銷售文件中不須清楚界定投資及借款規定，但銷售文件應清楚解釋基金將會投資的金融工具類別、分散或集中投資的程度或策略、槓桿借貸的程度及基準（包括最高槓桿借貸比率），及有關投資及借貸相關風險影響。有關基金之借款，雖未限制借貸比率，但事先必須獲得受託人、保管人的書面同意。

有關投資標的之限制，香港證監會禁止對沖基金投資於房地產⁷⁸，也不可投資於任何可能使其承擔無限責任的資產⁷⁹。組合型對沖基金最少須投資於五項基金，且任一項基金投資金額皆不可超過該組合型對沖基金總資產淨值之30%，也不能投資在另一項組合型對沖基金。

3. 交易規定

每個月最少須有一個定期交易日，從持有人提出贖回要求相關文

⁷⁷ 王怡心，對沖基金公務出國報告，2005。

⁷⁸ 參閱《單位信託及互惠基金守則》第 7.14 條。

⁷⁹ 參閱《單位信託及互惠基金守則》第 7.18 條。

件至支付金額給持有人的期限最長不得超過 90 天。另外基金的銷售文件須加入警告聲明，說明贖回價格可能會受到相關投資的價值在提出贖回要求至計算出贖回價格當日之間的波動影響。

(四) 資訊揭露

1. 基金銷售

因對沖基金之投資策略與其風險程度，依據「單位信託及互惠基金守則」第 8.7 條，對沖基金銷售時，須在相關文件的封面顯著揭露其警告聲明，所有相關的廣告也都必須清楚地揭露，上述須揭露的項目主要包括：

- (1) 有關基金之投資採取另類投資策略，且其風險與傳統的基金有顯著不同。
- (2) 基金承受的風險可能導致投資人損失大部分或全部投資金額，因此不適合無法承受相關風險的投資人。
- (3) 投資人應考量其本身財務狀況是否適合將本基金做為其投資組合的一部分。
- (4) 投資人應仔細閱讀銷售文件，並在認購前聽取專業意見。

銷售文件中需揭露有關基金投資運作及風險管理各方面相關的事宜，並須清楚解釋基金的投資策略及其固有風險。包括基金的性質、所涵蓋的市場、所使用的投資工具、相關策略的風險及回報性質、基金在何種情況下會取得最佳表現及何種情況下將不利於基金的業績表現、風險管理及內控機制(包括訂定投資及借款限制以控制風險)、銷售條款、對基金的投資及資產分配程序及基金業績表現的持續監察、

對例如主要經紀及管理人等主要服務提供者所提供的服務水準持續監察及更換該等服務提供者的程序，以及各相關人士的責任。

2. 管理公司

管理公司必須揭露已採取哪些措施及保障機制，以管理涉及基金營運的利益衝突。管理公司亦須每季定期向持有人發布基金活動的報告，其中財務報告揭露相關的規定訂於《對沖基金匯報規定指引》中，並納入「單位信託及互惠基金守則」。其中有關財務報告揭露的規定如表 2-1。

表 2-1 對沖基金財務報告揭露要求

報告性質	每會計年度應出具報告數目	呈交證監會存檔及遞交予持有人的期限
年度報告	1	會計年度結束後的4個月內（組合型對沖基金則應在會計年度結束後的6個月內）
中期報告	1	有關期間結束後的2個月內
季度報告	4	有關期間結束後的1個月內（組合型對沖基金則應在該期間結束後的6個星期內）

若管理公司透過每月報告的方式向持有人匯報資訊，則不須再發布季度報告，但月報必須符合適用於季度報告的相同規定。

3. 組合型對沖基金

若為組合型對沖基金之銷售，其銷售文件須清楚揭露組合型對沖基金及其每項所投資的基金的所有費用及收費總額，或者須就有關費

用及收費提供一個指示性的幅度。若該組合型對沖基金投資於非獲得香港證監會認可的基金，便需要在銷售文件中揭露，並加入相應的風險警告聲明。

(五) 稅務

1. 利得稅—基金

香港利得稅為根據其淨利潤徵收，須納稅的實體為包括：

- (1) 在香港經營任何行業、專業或業務；
- (2) 賺取於香港產生或來自於自香港的利潤（出售資本、資產所得的利潤除外）。⁸⁰

不同於許同其他國家稅法，香港利得稅的徵收對象並無香港居民或非香港居民之區分，採取地域來源徵稅原則⁸¹(Territorial Source Principle)，目前對公司徵收利得稅的稅率為 16.5%、對公司以外實體的徵收稅率為 15% (2008/09 年度後適用)。

2. 利得稅—投資人

上述原則也適用於向投資人須繳納利得稅之情形，應繳納利得稅的實體包括：

- (1) 在香港經營任何行業、專業或業務；
- (2) 賺取於香港產生或來自於自香港的利潤（出售資本、資產所得的利潤除外）。

⁸⁰參閱香港第 112 章《稅務條例》第 14 條。

⁸¹即只有源自香港的利潤才須在香港課稅，而源自其他地方的利潤則不須在香港繳納利得稅。
http://www.ird.gov.hk/chi/paf/bus_pft_tsp.htm

然而對投資人而言，基本上其持有之基金多以投資為目的，而非上述經營行業、專業或業務，因此其藉由投資獲得的利潤可豁免徵收利得稅。除此之外，特殊豁免情形包括：

- (1) 投資人藉由出售基金單位或股份的利得因為屬於出售資本、資產所得的利潤的情況將不計入。
- (2) 投資人取得之配息不須繳交利得稅⁸²。

值得注意的是，投資人若為香港居民，即使他並未於香港經營任何行業、專業或業務，若其投資為在香港以外的地方成立之基金並被認為適用反避稅條文規範之情形，則仍可能被徵收利得稅。

3. 印花稅

印花稅徵收範圍包括涉及土地或不動產轉讓、租賃、股票轉讓及特定無記名票據等。其中有關對沖基金的徵收主要為買賣香港股份公司或交易所掛牌公司之股票；因此對沖基金常藉由以單位信託、債券和無記名票據等結構成立來規避印花稅，主因基金的贖回並不被視為股份的買賣，且單位信託的單位贖回也免予徵收印花稅⁸³。

4. 豁免情形

香港「稅務條例」第 20AC 條及第 26A(1A)條訂明，得豁免繳納利得稅的情形如下：

(1) 非香港居民資金

⁸² 參閱香港第 112 章《稅務條例》第 26 條。

⁸³ 參閱香港《印花稅條例》第 19(1A)條。

係非香港居民且沒有在香港經營任何涉及指明交易⁸⁴(且必須通過指明人士⁸⁵進行或由指明人士安排進行)及附帶交易以外交易的行業、專業或業務。符合資格獲得豁免的人士不須就從指明交易獲得的利潤繳納利得稅。豁免範圍亦涵蓋自附帶交易⁸⁶獲得的利潤，豁免的條件是附帶交易之營業收入不超過來自指明交易及附帶交易的總營業收入的 5%。如果超過的話，附帶交易的所有營業收入都必須繳納利得稅；然而來自指明交易的利潤仍然獲得全額豁免。

另外為防止香港居民透過非香港居民取得豁免，也訂定了反避稅條文，適用的情況包括：

- A. 香港居民連同其相聯者⁸⁷直接或間接持有一名獲豁免非香港居民 30% 以上之權益；
- B. 香港居民持有一名相聯非香港居民的任何權益，有關的香港居民須就其所持權益佔非香港居民獲豁免利潤的份額繳稅。

然而若香港稅務局認定香港居民持有非香港居民權益的情況屬於「真正的財產權分散」，則可豁免遵守有關反避稅的條文，以反映政府給予真正的離岸基金廣泛豁免的立法原意。上述真正的財產權分散在「稅務條例」中無明確定義，而在「稅務條例釋義及執行指引」第 20 號中指出，假如一個計畫的單位或股份在某一課稅年度內的任何時間並無由少於 50 人持有，而其中所持股份有權直接或間接分享計畫 75% 或以上的收入或財產的人數亦不少於 21 人時，便可假定為

⁸⁴ 《稅務條例》廣義的定義指明交易包括：(1)證券的交易；(2)期貨合約的交易；(3)外匯交易合約的交易；(4)並非以放債業務的形式作出存款的交易；(5)外幣的交易；及 (6)在交易所買賣的商品的交易。

⁸⁵ 指根據《證券及期貨條例》獲香港證監會發牌之法人團體或註冊的認可財務機構。

⁸⁶ 附帶交易在稅務條例中並無定義，依據香港稅務局的釋義，典型的附帶交易包括託管證券，以及收取經指明交易購入的證券所派發的利息或股息。http://www.ird.gov.hk/chs/pdf/c_dipn43.pdf

⁸⁷ 一般而言包括該公司或集團公司(包含母公司)的成員。

真正的財產權分散。但即使未符合上述要求，只要組織文件及其他相關資料清楚顯示計畫成立的原意是有廣泛的公眾參與，而計畫亦有致力達到此目標時，仍可適用此情形⁸⁸。

(2) 獲香港證監會認可註冊基金

在此情況下，所有基金的利得皆可豁免繳納利得稅，適用的基金類型包括：

- A. 共同基金、單位信託或根據「證券及期貨條例」第 104 條認可之類似的投資計畫⁸⁹。
- B. 在香港以外的地方成立但獲稅務局認定為真正的財產權分散的投資計劃，並且符合可接受的監管制度下的監管當局的規定⁹⁰。

然而因為對沖基金在香港多為未獲認可或由成熟投資人所持有，此豁免條款情形相較前項非香港居民資金情形較不受到重視。

(3) 境內對沖基金

在香港管理的對沖基金通常為以公司或有限責任合夥成立，並因為稅務原因而離岸登記於開曼群島，較少部分為在香港法律監管下以單位信託形式成立，主要原因包括稅務、香港公司法中關於股份買回和減資的限制等。

⁸⁸ 麥嘉軒，香港稅務——法例與實施說明，2008。

https://books.google.com.tw/books?id=bnw6nSyJsOYC&pg=PA207&lpg=PA207&dq=%E9%99%84%E5%B8%B6%E4%BA%A4%EF%A7%A0+%E9%A6%99%E6%B8%AF&source=bl&ots=TID2GiR7x&sig=eZl2WlLaYi6vxAXuAtoeI5u_mKQ&hl=zh-TW&sa=X&ved=0ahUKewjD-Obx9M3UAhWGXLwKHV02Bs0Q6AEIJTAA#v=onepage&q=%E9%99%84%E5%B8%B6%E4%BA%A4%EF%A7%A0%20%E9%A6%99%E6%B8%AF&f=false

⁸⁹ 《證券及期貨條例》第 104 條認可的為在香港向公眾銷售之基金。

⁹⁰ 香港稅務局會考慮監管制度所訂的標準是否與香港證監會的《單位信託及互惠基金守則》相類似，且監管制度是否積極鼓勵遵守這些標準。

(六) 發展現況

1. 基金銷售⁹¹

雖然香港證監會訂有認可對沖基金公開銷售之規範，然而大部分基金經理人卻很少透過此規範從事相關活動；基金經理人偏好通過可獲得豁免的情形以節省時間並且在籌措資金、投資報告與投資策略等方面享有更大彈性。最常見使用的獲豁免情形包括：

- (1) 專業投資人 (PIs)⁹²：若對沖基金只向專業投資人銷售的話，則不需要獲得證監會的認可，其中專業投資人包括機構投資人與非機構投資人，分類如下：
 - A. 機構投資人：包括經認可之交易所、清算中心、經營投資服務之業者、經授權之金融機構、保險公司與特定受規管的集合投資計畫 (CIS) 等。
 - B. 非機構投資人：
 - a. 高淨值資產客戶 (HNWIs)，意即投資組合超過 800 萬元港幣之個人；
 - b. 唯一業務係持有投資且投資組合超過 800 萬元港幣之個人全資擁有的公司；
 - c. 投資組合超過 800 萬元港幣或總資產超過 4,000 萬元港幣之公司或合夥；
 - d. 受託資產不少於 4,000 萬元港幣的信託公司。

⁹¹InsightLegal Asia Consulting, Comparative analysis for Asia-Pacific hedge fund managers: legal and tax structuring in Hong Kong and Singapore, 2014。

<http://www.lexology.com/library/detail.aspx?g=0e6e314e-d450-40e2-8334-77239b4e56b6>

⁹²參閱香港證監會《持牌人或註冊人操守準則》第 15.1-15.2 條。

http://www.sfc.hk/web/TC/pdf/laws/chinese-rules/2e_Code%20of%20Conduct%20for%20Persons%20Licenced%20by%20SFC_v5_June%202011_Chi.pdf

- (2) 成熟投資人 (Sophisticated Investors)：係指對沖基金以公司型態設立，且其銷售對象的主要業務內容為買賣股份、債券等(無論為委託人或代理人)之情形，則其廣告宣傳材料不需獲香港證監會認可。
- (3) 最低申購金額：係指訂明警告聲明且個人申購金額不少於 50 萬元港幣時，以公司型態設立之對沖基金廣告宣傳材料則不需獲香港證監會的認可。

2. 基金管理活動⁹³

香港證監會持牌對沖基金經理人在香港管理的對沖基金數目截至 2014 年 9 月 30 日止為 778 支，管理資產總值為 1,209 億美元，相較 2012 年成長了 38.8%，香港持牌的對沖基金經理人數目總計為 401 家。

而香港的對沖基金經理人主要多採取以投資亞太地區為主的多空策略及多元策略，其中常用的多元策略包括事件主導及股票對沖（市場中性）等。投資人則以海外機構投資人佔大多數，依投資人地區區分，美洲⁹⁴及歐盟投資人占 61.3%，香港投資人則占 7.9%；另外依投資人類別區分，機構投資人占管理資產總值 66.9%。資金分布主要集中於亞太地區，占管理資產總額 63.9%。

3. 獲香港證監會認可情形⁹⁵

⁹³ 香港證監會，證監會持牌基金經理/顧問的對沖基金活動調查報告，2015 年 3 月。
http://www.sfc.hk/web/EN/files/ER/Reports/HF%20Survey%20Report%202015_En.pdf

⁹⁴ 包括北美洲及南美洲。

⁹⁵ 參閱香港證監會按類別劃分的認可單位信託及互惠基金的資產淨值分類數據。
<http://www.sfc.hk/web/TC/files/SOM/MarketStatistics/d03.pdf>

截至 2017 年 3 月止，香港證監會認可之對沖基金數目為 2 支，而截至 2016 年 12 月止，獲香港證監會認可的對沖基金管理資產約為 2900 萬美元，相較 2007 年資產約 17.3 億美元，呈現明顯的減少。以 2016 年度而言⁹⁶，曾向個人投資人進行對沖基金銷售的公司有 56 家，其中 5 家公司的交易額占對沖基金總交易額 60% (約 78.5 億元港幣)，其中獲認可的對沖基金僅占 0.2%。

4. 離岸對沖基金

在香港管理的離岸對沖基金經常使用設立於開曼群島的共同基金公司、有限責任合夥和單位信託等形式成立，並根據以下結構作出不同組織或變化⁹⁷：

(1) 獨立基金

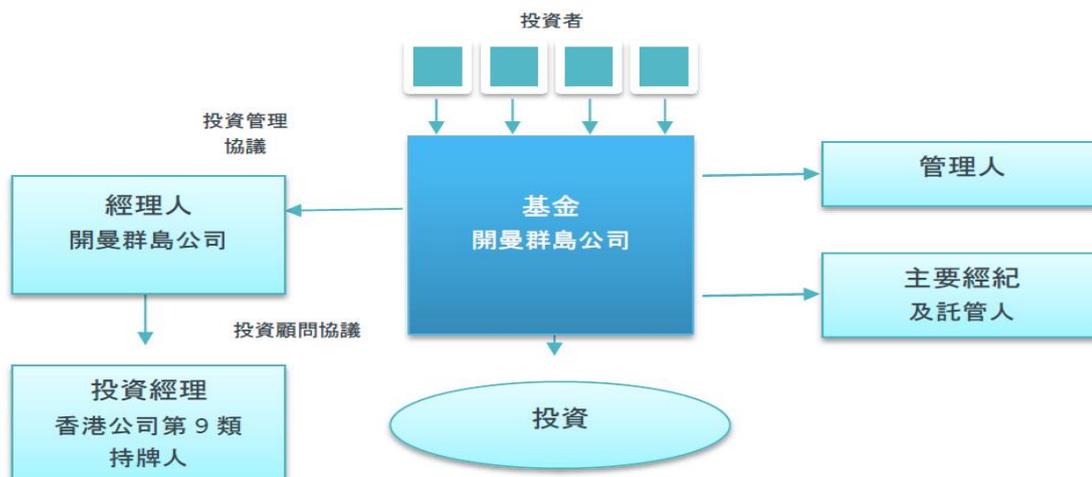
係指採用單一投資策略，這類型基金最常使用設立於開曼群島的開放式有限責任公司，基金結構主要為基金公司將其管理功能委託給一個獨立的投資管理人（通常為開曼群島獲豁免有限責任公司）；投資管理人進一步將投資和諮詢功能委託投資顧問，該投資顧問是境內實體（通常為在香港註冊成立的私營有限公司），並且大多數是獲香港證監會發牌得進行受規管活動的成員，此種結構除了稅收效益外，基金的活動也受到監理機構的監管，其運作架構參見圖 2-5。

⁹⁶ 參閱香港證監會有關銷售非交易所買賣投資產品的調查，調查涵蓋期間為 2015 年 4 月 1 日至 2016 年 3 月 31 日。

http://www.sfc.hk/web/TC/files/ER/PDF/Product%20Survey%20report_Mar%202016_Chi.pdf

⁹⁷ Simmons&Simmons，香港對沖基金概要，June 2017。

<http://www.elexica.com/-/media/files/articles/2017/asset%20management/hedge%20funds%20in%20hong%20kong%20an%20overview%20chinese%20si4p4c.pdf>



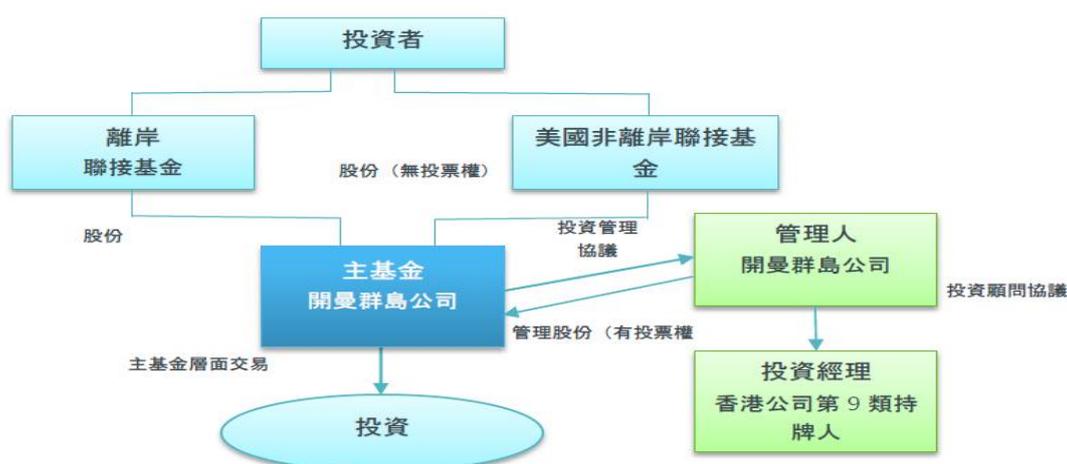
資料來源：Simmons&Simmons，香港對沖基金概要，June，2017.

<http://www.elexica.com/-/media/files/articles/2017/asset%20management/hedge%20funds%20in%20hong%20kong%20%20an%20overview%20chinese%204si4p4c.pdf>

圖 2-5 獨立基金運作架構

(2) 主聯接基金

係主基金結合多個迎合不同投資人團體需求的基金（即聯接基金）。投資人在聯接基金的層面進行投資並支付管理和績效費用，而基金的投資則發生在主基金的層面；大部份於香港推出的大規模機構基金均以此結構為首選，其運作架構參見圖2-6。



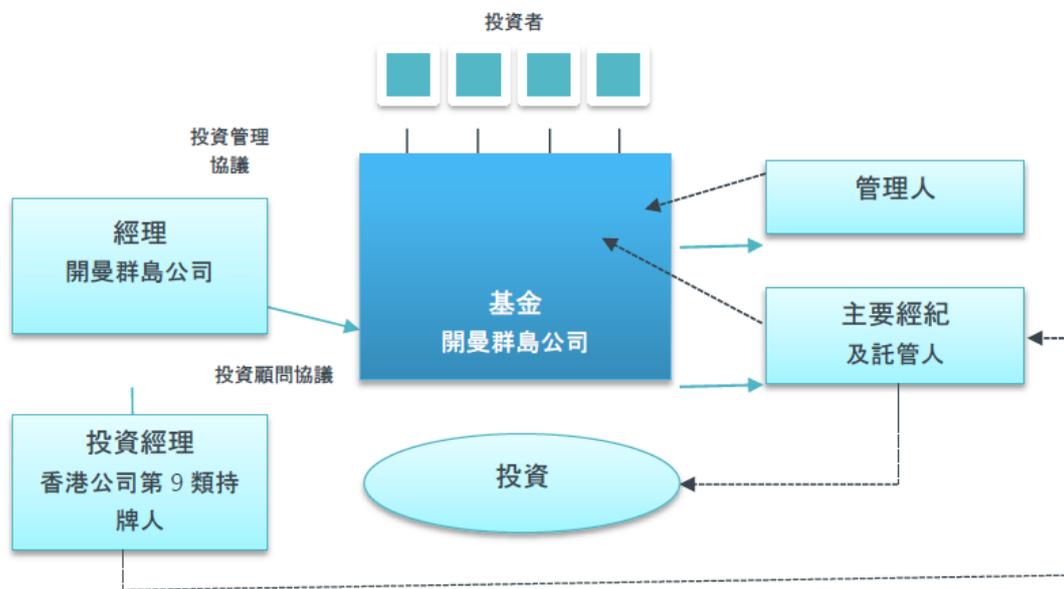
資料來源：Simmons&Simmons，香港對沖基金概要，June，2017.

<http://www.elexica.com/-/media/files/articles/2017/asset%20management/hedge%20funds%20in%20hong%20kong%20%20an%20overview%20chinese%204si4p4c.pdf>

圖 2-6 主聯接基金運作架構

(3) 傘型基金

香港基金經理常使用開曼群島「獨立投資組合公司」來建立傘型基金，主因基金經理人可運用此結構設立多個獨立投資組合子基金而無需註冊成立新公司，具有時間和成本優勢，其運作架構參見圖 2-7。獨立投資組合公司結構可與主聯接基金結構結合，例如每一獨立子基金可成為單獨主基金的聯接基金。



資料來源：Simmons&Simmons，香港對沖基金概要，June，2017。

<http://www.elexica.com/-/media/files/articles/2017/asset%20management/hedge%20funds%20in%20hong%20kong%20%20an%20overview%20chinese%204si4p4c.pdf>

圖 2-7 傘型基金運作架構

第三章 我國發展另類投資基金之機會與挑戰

第一節 我國私募基金制度發展現況

一、 私募基金種類

(一) 私募證券投資信託基金⁹⁸

1. 採申報制

有價證券之私募及再行賣出，不得為一般性廣告或公開勸誘之行為，否則視為對非特定人公開招募之行為。依據「證券投資信託基金管理辦法」(以下簡稱基金管理辦法)第53條，投信事業私募基金採申報備查制，國外私募投資國內或國內私募投資國外者因涉及外匯，需向中央銀行申請經其同意方能辦理。私募基金簽訂證券投資信託契約變更者，應於變更後五日內向主管機關申報。私募證券投資信託基金，與證券投資信託事業及基金保管機構之自有財產，應分別獨立。監理方式係以要求基金經理向投資人資訊揭露，確保資訊具一定之透明度。

2. 發行與募集要件

依基金管理辦法第55條第1項規定私募基金並不適用同辦法第10條有關一般公募型基金應遵守之規定，故其委託單一證券商買賣

⁹⁸ 我國私募基金仍屬由證券投資信託事業所成立之契約型基金，基金公司為發行人，訂有發行條件與募集資金門檻等，類似共同基金，僅募資對象為特定人，與前述各國所稱私募投資基金(Private investment fund)架構多採有限合夥契約架構不同。

股票總金額並無上限額度限制。故基金管理辦法第 10 條規定投信事業「募集」基金應遵守之規定，例如：不得投資於未上市未上櫃有價證券、不得從事證券信用交易、不得投資於結構式利率商品、每一基金投資於任一上市或上櫃公司股票及公司債或金融債券之總金額不得超過本基金淨資產價值之 10%、每一基金委託單一證券商買賣股票不得超過本基金當月份買賣股票總金額之 30%...等規定，係一般公募型基金應遵守之規定，並不適用於私募基金。

3. 客戶（應募人）資格

投信投顧法第 11 條規定，投信事業私募基金之應募人數不得超過 35 人，依同條第 1 項第 2 款所設投資人條件，必須為金融機構，或符合一定條件（具財力及投資經驗者）之自然人、法人或基金等。但投信事業於境外私募證券投資信託基金，應依當地國法令辦理，應募人總數自不受投信投顧法第 11 條所定 35 人之限制。

而投信投顧法第 11 條第 1 項第 2 款所稱符合主管機關所定條件之自然人、法人或基金，係指符合下列條件之自然人、法人或基金：

- (1) 於應募或受讓時符合下列情形之自然人
- (2) 提供新臺幣 3 千萬元以上之財力證明；或單筆基金投資逾新臺幣 3 百萬元，且於該私募受益憑證之證券投資信託事業、兼營證券投資信託業務之業者或受委任機構之全權委託投資及基金投資（含該筆投資）之總資產逾新臺幣 1,500 萬元，並提供總資產超過新臺幣 3 千萬元以上之財力聲明書。
- (3) 具備充分之金融商品專業知識或交易經驗。
- (4) 最近期經會計師查核或核閱之財務報表總資產超過新臺幣 5 千萬元之法人或基金，或依信託業法簽訂信託契約之信託財產超

過新臺幣 5 千萬元者。但中華民國境外之法人，其財務報表免經會計師查核或核閱。

4. 投資與交易範圍

依「基金管理辦法」第 54 條規定，私募基金之投資項目採負面表列規定，私募基金得投資於私募有價證券。又依「金融資產證券化條例」或「不動產證券化條例」所發行之證券化商品，除短期票券外，均屬證券交易法第 6 條之有價證券，得為私募基金之投資標的。

私募基金可投資於未經主管機關核准或申報生效之境外基金，但該等境外基金之投資標的仍有限制：

- (1) 不得投資黃金、商品現貨。
- (2) 投資於大陸地區有價證券、H 股及紅籌股之比率，不得超過境外基金管理辦法第 23 條第 1 項第 3 款所定之比率。

又「基金管理辦法」第 55 條第 1 項適用同法第 9 條第 1 項規定，私募基金從事證券相關商品交易，得包括非在期貨交易所進行衍生自貨幣、有價證券、利率或指數之期貨交易，故私募基金可從事結構型商品交易，惟須符合同條第 4 項，從事證券相關商品交易之風險暴露，不得超過基金淨資產價值之 40% 之規定。

惟與國外私人基金可投資新創公司之實務不同，我國目前認為創投基金因具有評價困難、投資期間過長及欠缺流動性等特性，不宜作為私募證券投資信託基金之投資標的。

5. 借款與融資限制

私募基金可提供擔保、從事證券信用交易、辦理借款，投信事

業應於私募基金信託契約中明定從事證券相關商品交易、證券信用交易、借券交易及借款之上限，並將相關風險監控管理措施於投資說明書中敘明。私募基金如從事信用交易，為避免其操作之槓桿效果可能會影響證券市場的穩定，私募基金從事融資、融券之額度各不得超過基金規模 50%。此外，融券額度應與借券賣出合併計算，不得超過基金規模 50%，另投信事業應於私募基金之信託契約中明定從事證券相關商品交易、證券信用交易、借券交易及借款之上限，並將相關風險監控管理措施於投資說明書中敘明。

6. 稅制

基金賣出持股實現獲利的資本利得部分不須課稅；其他利息收入、現金股利、已實現股票股利等部分，依所得稅法規定，於實際分配信託基金利益之當年度，基金持有之個人或法人分別併入綜合所得稅或營利事業所得稅申報之。故基金持有人申請贖回時，非屬證券交易，故無證券交易所得稅；而當贖回價格超過原始取得成本時，屬於證券交易所得，依所得稅法免徵所得稅。

我國基金公司發行之基金稅制可分為投資於臺灣或投資於海外：

- (1) 若投資於臺灣，受益人須於基金配息實際分配之年度繳交利息所得稅或股利所得稅(該配息與其它利息收入一同享有 27 萬元免稅額的優惠)，而基金贖回價格的差價利得(損失)之證券交易所得稅已停徵。
- (2) 若投資於海外，基金配息屬於海外所得，無須申報個人綜合所得稅。然而海外配息收入加上其他海外所得合計超過新臺幣 100 萬元時，應納入最低稅負制申報(但基本所得總額未達 670 萬元之

自然人無需繳納最低稅負)，而基金贖回價格的差價利得(損失)之證券交易所稅亦已停徵。

針對私募基金之受益憑證交易所得，我國財政部認為私募基金由於成立條件及投資範圍等都較公開募集者寬鬆，且可投資於未上市(櫃)及非屬興櫃公司股票，進行租稅規畫，因此將私募基金受益憑證之交易所得計入基本所得額，可降低租稅規避的情形。

7. 市場現況

截至 2017 年 12 月底，我國市場目前共有 20 家投信公司發行私募基金，基金檔數為 52 檔，基金規模約為新臺幣 338 億元（表 3-1）⁹⁹。

表 3-1 國內投信顧業管理資產總規模統計

類型	項目	基金數/契約數 (支)	資產總額 (億元)
共同基金	股票型	342	5,819
	平衡型	62	932
	類貨幣市場型	0	0
	固定收益型	116	3,045
	貨幣市場基金	58	7,961
	組合型	86	1,529
	保本型	10	147
	不動產證券化型	15	130
	指數股票型	92	3,332
	指數型	13	176
	多重資產型	6	114
私募基金		52	338
全權委託		854	17,499
對客戶資產具運用決定權之顧問契約		1	48
截至 2017/12/31 管理資產總規模：41,070 億元。			

資料來源：投信顧公會網站 <http://www.sitca.org.tw/ROC/Industry/IN1001.aspx?PGMID=FD01>

⁹⁹ 投信投顧公會網站統計資料，http://www.sitca.org.tw/ROC/Industry/IN2210.aspx?pid=IN2221_10，2018 年 1 月。

(二) 私募股權投資信託基金

金管會證期局於 2017 年 8 月 3 日公布兩號函令¹⁰⁰，正式宣告開放私募股權基金業務。目的係擴展投信業務、增加資產管理規模，並引導機構投資者資金投入國內實體產業，如：公共建設、綠能、長照等國內基礎建設與新創產業。

法源依據為「證券投資信託及顧問法」第 3 條第 3 項第 3 款，據以核准投信事業得辦理受託管理私募股權基金，及接受 PE Fnd 相關機構委任。另引介受託管理之 PE Fund 應符合「金融消費者保護法」第 4 條規定之專業投資機構，以參與投資及提供相關服務。業務面則依「證券投資信託事業管理規則」第 12 條第 1 項第 5 款規定，核准符合資格之投信事業得運用自有資金轉投資子公司擔任私募股權基金之普通合夥人。並針對可能衍生之利益衝突情事，訂定完善之內部控制制度與風險控制及管理機制並確實執行，確保不得與受益人或客戶利益衝突或有損害其權益之行為，並將 PE 子公司列入證券投資信託事業之內部控制制度專章規範。簡述重點如表 3-2。

表 3-2 開放投信事業經營 PE Fund 業務規範重點

開放項目	規範重點
開放投信事業轉投資國內外子公司擔任普通合夥人	<ul style="list-style-type: none">• 國際 PE 採有限合夥，出資者擔任有限合夥人，資產管理公司另設子公司擔任普通合夥人，負責 PE Fund 之營運。• 子公司應為有限責任法人，以有效區隔營運風險，且子公司非公開發行公司，主管機關為經濟部。• 國外子公司應註冊於 IOSCO MMoU 簽署會員地，且當地法令允許該子公司為有限合夥之普通合夥人。• 子公司定義依國際財務報導準則第 10 號認定。
投信事業轉投資子公司之	<ul style="list-style-type: none">• 應評估子公司得投資之種類、範圍及風險，並經董事會決議通過。• 派任人員至所管理之 PE Fund 或其投資標的事業等機構擔

¹⁰⁰ 分別為：金管證投字第 1060009113 號與金管證投字第 10600091131 號函令。

開放項目	規範重點
業務管理	任職務時，應辦理登錄以利管理。 • 於內部控制制度訂定利益衝突防範規範，及對該子公司之管理監督。 • 以契約明訂合夥人責任，及投資標的與管理決策，子公司建置內部投資審查委員會。
投信事業及其人員規範事項	• 投信事業申請辦理業務應具消極資格 • 投信事業專責部門人員執業前應向投信顧公會登錄。 • 人員異動者應於異動次日起 5 個營業日內申報，辦妥異動登錄前不能免責。
制定規範與內控風控機制	• 設置專責部門，配置適足適任人員。 • 要求公司訂定經營原則、作業手續、權責劃分、防制洗錢打擊資恐、業務紛爭處理、人員教育訓練及管理、與既有業務之區隔及利益衝突防範等。 • 制訂完善內部控制制度、風險控制及管理機制，並確實執行。
PE Fund 業務管理	• 就所受託管理之 PE Fund，引介符合金融消費者保護法第 4 條規定專業投資機構參與投資及提供相關服務。 • 不得為一般性廣告或公開勸誘之行為。 • 投信業務範圍不再侷限於上市櫃證券之財務性投資，與國外資產管理業者項目相當。

資料來源：金管會證期局官網（2017），本研究整理。

投信業者過去發行之私募基金與共同基金屬財務性投資，與私募股權基金介入經營管理不同，而退休基金、政府基金等機構法人可藉由「有限合夥人」之身分，成為 PE 的「潛在投資人名單」，並已有限責任控制投資風險，投資 PE 將投資範圍擴及國內外重要產業或建設。國內已有多家投信公司計畫配合政策開放開展 PE Fund 業務，國泰投信已於 106 年 10 月 26 日獲得核准，成為我國首檔私募股權基金，投資標的將以綠能科技、再生能源、循環經濟相關產業為主，目標發行金額新臺幣 100 億元。

（三）期貨信託投資基金

期貨信託基金與證券投資信託基金之投資範圍雖均涵蓋期貨集中市場契約、店頭衍生性商品、國內外各類型基金及有價證券等，惟其投資範圍及交易策略有所不同，說明如表 3-3。

表 3-3 期貨信託基金與證券投資信託基金之比較

項目		期貨信託基金	證券投資信託基金
對特定人募集	核准方式	可對符合一定資格條件之人募集，但仍須經主管機關核准。	私募型可對符合一定資格條件之人私募，採事後申報制。
	人數限制	對符合一定資格條件之人募集，如為一般法人、自然人或基金者，應募人數上限為 99 人，且申購金額至少新臺幣 250 萬元。	私募對象須符合主管機關所定資格條件，如為一般法人、自然人或基金者，應募人數上限為 35 人。
交易或投資範圍	標的項目	集中市場期貨交易、店頭衍生性商品、有價證券、商品現貨。	有價證券及證券相關商品交易（含集中市場期貨交易及店頭衍生性商品等）。
	比率限制	基金投資有價證券比率不得超過基金淨資產價值（NAV）之 40%。	基金從事證券相關商品交易，為增加投資效率之部位風險暴露值不得超過基金 NAV 之 40%。但為避險需求，所從事之證券相關商品交易，持有部位不得超過基金持有之相對應有價證券總市值。
首次募集規定	1. 不限對不特定人或對符合一定資格條件之人募集。 2. 如係對不特定人，最低成立金額為 5 億元。	1. 限定對不特定人。 2. 投資於國內之股票型或平衡型基金，最低成立金額為 30 億元（開放式）或 20 億元（封閉式）。	
基金分類	未依投資或交易標的、區域等區分種類，並以風險分散為目標。	區分為股票型、債券型、平衡型、指數型、指數股票型、貨幣市場等基金	
組合型基金	組合型基金至少應投資 5 個以上子基金，且可投資證券投資信託基金。	組合型基金至少應投資 5 個以上子基金，且尚不得投資國內外期貨信託基金。	
禁止投資範圍	不得投資本事業發行之其他基金。	得投資本事業發行之其他基金。	
基金委外代操	基金得在一定比率範圍內全權委託其他專業機構代操。	目前除外匯避險外，基金不得委託其他專業機構管理。	
基金受益憑證	一律採無實體發行。	可採有實體或無實體發行	
預警通報	為避免基金發生超額損失影響受益人權益，法規中訂有預警通報規範	尚無預警通報規範。	

資料來源：期貨信託基金問答集，金管會網頁。

由表 3-2 可知，期信基金採核准制，募集可向不特定人或符合

一定資格條件之人募集，但須受主管機關監理。若與私募基金相比，應募人數上限較高，但投資人之資格仍有限制。期信基金之投資標的與範圍限制較少，但基於期貨風險性較高，禁止期信基金投資本事業發行之其他基金，並要求訂定超額損失通報系統。

而國外對沖基金除透過衍生性商品槓桿操作外，亦利用借款放空操作，或參與私募股權基金之運作，以提高絕對報酬。多屬私募型態，不得向不特定人為之，業者藉豁免規定不受主管機關監理。但我國期貨信託基金雖允許槓桿操作，惟基於控制風險，「管理辦法」規定期貨信託基金對各標的之交易或投資比例上限，並要求分散。

我國市場期信基金以向不特定人募集者占多數，截至 2017 年 12 月止向不特定人募集的期信基金計有 19 檔，向特定人募集的期信基金則有 2 檔，基金規模分別為新臺幣 162.4 億和 4.4 億元，向不特定人募集的期信基金市場現況如表 3-4。

表 3-4 我國期貨信託投資基金市場現況

基金類型	基金數量	基金規模 (新臺幣百萬)	自然人 受益人數	法人 受益人數	總受益 人數
一般型期貨信託基金	3	860.66	2,910	44	2,954
一般指數股票型期貨信託基金	5	7948.35	26,469	276	26,745
反向型指數股票型期貨信託基金	5	2,571.74	3,571	95	3,666
組合型期貨信託基金	1	157.12	450	5	455
槓桿型指數股票型期貨信託基金	5	4,699.20	6,352	168	6,520
總計	19	16,237.06	39,752	588	40,340

資料來源：期信基金資訊觀測站—資訊公告平台，2017 年 12 月。

(四) 不動產投資信託基金

不動產證券化依「不動產證券化條例」規定，分為「不動產投資信託」（REIT）與「不動產資產信託」（REAT）兩種型態，屬於AIF者為不動產投資信託基金。其以成立基金的方式發行受益證券，類似信託基金，投資標的為不動產、不動產相關權利、不動產相關有價證券，及其他經主管機關核准投資標的等。受託機構經主管機關核准向投資人募集或私募受益證券時，與投資人成立不動產投資信託之契約關係，藉以向投資人吸收資金。

依據「不動產證券化條例」第17條第6項規定，募集及私募之不動產投資信託基金投資於開發型不動產或不動產相關權利，不得超過該基金信託財產價值之一定比率。原規定私募不動產投資信託基金投資於開發型不動產或不動產相關權利，不得超過該基金信託財產價值之40%。經參酌主要國家或地區法令規範及實務運作，於2017年6月放寬私募之不動產投資信託基金投資於促進民間參與公共建設法所稱公共建設及經中央目的事業主管機關核准參與之公共建設時，投資於開發型不動產或不動產相關權利時之上限，不受該基金信託財產價值40%之限制，即投資比率放寬為100%，以鼓勵民間資金投資公共建設。我國不動產投資信託基金市場現況如表3-5。

表3-5 我國不動產投資信託基金現況

商品別	證券簡稱	發行總額（新臺幣：元）	發行餘額（新臺幣：元）
不動產投資信託受益證券	土銀富邦 R1	5,830,000,000	--
不動產投資信託受益證券	土銀國泰 R1	13,930,000,000	--
不動產投資信託受益證券	兆豐新光 R1	11,300,000,000	--
不動產投資信託受益證券	土銀富邦 R2	7,302,000,000	--
不動產投資信託受益證券	三鼎	3,851,790,000	--
不動產投資信託受益證券	基泰之星	2,470,000,000	--

不動產投資信託受益證券	兆豐國泰 R2	7,200,000,000	--
不動產投資信託受益證券	駿馬 R1	4,283,600,000	--
總計		56,167,390,000	0

資料來源：數據截至 106 年 12 月 31 日，公開資訊觀測站。

二、我國 AIF 之發展障礙

我國已於今（2017）年 8 月正式開放投信事業轉投資國內外子公司經營私募股權基金業務，雖然過去也曾有外國 PE Fund 或對沖基金業者有意來台發展，但受法規限制，無法於國內成立事業體經營此類業務投資。國內業者未能參與全球 AIF 市場發展，致缺乏相關知識與經驗，經營相關業務仍面臨下列障礙：

（一）被動式投資盛行，壓縮主動式投資發展

據基金研究機構晨星（Morningstar）之研究顯示，2016 年被動式基金所管理的總資產成長速度，為主動式基金的 5 倍多。而 2007 年以來，被動式基金市場成長速，為主動式基金市場 4 倍¹⁰¹。專長在被動式投資的全球兩大業者貝萊德（BlackRock）與先鋒（Vanguard），2016 年資產管理規模更創新高紀錄。

我國資本市場近年公開發行與承銷案件數量逐年萎縮，資金外流，投資人獲利不易，致證券市場呈現成長停滯狀態，唯獨 ETF 交易發展迅速。主因為 ETF 採被動式管理，管理成本較低，且於集中市場交易，相對透明、易於瞭解，對一般投資人而言入門容易。ETF 追蹤指數種類繁多，增加投資人選擇，再加上金融科技運用，投資人下

¹⁰¹Jose Garcia-Zarate, Why Passive Funds are Growing in Popularity, Morningstar, Feb. 20,2017.
<http://www.morningstar.co.uk/uk/news/156449/why-passive-funds-are-growing-in-popularity.aspx>

單與贖回簡易；相較共同基金採主動式管理，人力成本高，未來基金經理與決策朝自動化方向發展，勢必使主動式基金展開清算或合併，可能降低相關專業人才需求。而在監管與競爭壓力升高，基金業者收費面臨調降、成本上升等壓力，除採取強度更高的擲節手段外，擴大公司規模成為重點，將加劇資產管理業者間之併購行為。

但 AIF 投資面向多元，難以採行被動式管理，金融從業人員可創造超越指標指數之超額報酬（即 Alpha），為自動化管理難以撼動之場域。故發展 AIF 市場以有效導引金融人才投入，同時促進投資活動與活化產業經營，進而帶動國內資本市場發展。

（二）對沖基金或私募股權基金信用風險高，引發投資人疑慮

不論是對沖基金或 PE Fund，都是另類投資之代表型態，但投資標定與範圍遠較傳統投資有價證券之基金更為複雜，所衍生之風險型態也更為多樣。如：PE Fund 涉及所投資企業之收購與合併，甚至介入事業經營，若為處理產業資本與金融資本間之合作關係，對經營企業亦缺乏瞭解，即可能為所投資之企業帶來如下之潛在風險：

1. 採用槓桿收購負債比率過高，增加償還風險

PE 獲得高收益之前提之一，係能以較低成本獲得較高比例之槓桿融資，故 PE 之槓桿融資負債比率偏高。收購成功後則利用被收購公司所產生之利潤與現金流清償債務，但被收購公司須為此承擔鉅額利息，不僅降低被收購公司效益，亦可能衍生拖欠貸款，與降低被收購公司信用之情形，導致收購方原始目標無法實現。

槓桿融資週期性長，參與者眾多，交易結構複雜，甚至可能使用金融衍生性商品。故發生拖欠債務之情形，亦難以確定損失由誰承擔，

進而擴大風險，此亦為金融海嘯發生後，各國紛紛開始監管 PE 活動之原因。

2. 內線交易與道德風險

AIF 投資多屬私人投資，交易參與各方可能獲悉影響現貨與期貨價格之敏感資訊，增加內線交易之可能性。投資參與者可能將獲悉之內線消息透露予其他人，甚至利用消息牟利。故業者法令遵循、內部風險控制，及行為自律更顯重要。

3. 短期資金驅逐長期資金

一般長期資金指策略性投資人，而短期資金指尋求短期回報的財務性投資人。PE 以追求短期利潤與快速獲利為目的，具有短期性質，並非策略性投資人，基金具有約定期限，及期限內為其投資人獲取回報之壓力，故不傾向長期投資，以免無法實現收購目標而變現，如此即會影響被收購企業之發展。但短期資金充斥將擠壓長期資金的生存空間，尤其是資訊不對稱的狀態下，易引發道德風險與機會主義，故資訊揭露與透明度即其重要。如：企業與 PE 合作過程中，必須透過其他專業機構對目標公司進行審慎的盡職調查，並要求 PE 揭露投資相關資訊。

4. 被 PE 收購之企業易生價值降低風險

PE 入主被收購公司係透過一系列的財務運作，或再購併或重組、裁員等方式來改善企業帳面價值與收益，以獲取漂亮的財務報表，卻未必對提昇公司價值有實質上的改善，甚至出現 PE 透過發放股利方式淘空被收購公司之案例。

基於上開因素，投信公司若欲經營對沖基金或 PE Fund，甚至

設計投資兩者之組合型共同基金，除須建立自身專業知識(know-how)外，尚須透過實務操作以培養管理人才，健全基金管理之必要作業程序，如資訊揭露、特殊交易申報，及客戶權益保護等。而國內法令對投資公司介入企業經營與投資槓桿之限制，為首需突破之障礙。

(三) 制度不利有限合夥型業務發展

1. 無稅賦優惠誘因

我國雖於 2015 年先後公布「有限合夥法」，並修訂「公司法」中之閉鎖性公司專章，當時備受產業界期待，資產管理業亦認為可望為 PE Fund 或創投基金等投資方式解套，然至今尚無實際運用案例。依經濟部統計，至 2017 年 12 月份，閉鎖型公司登記 989 家，但有限合夥仍僅 14 家，其中創投業者僅 2 家之特殊現象¹⁰²，有認為與當前稅制有關。我國對於有限合夥仍課徵營利事業所得稅，再加上合夥人自己亦需負擔個人綜合所得稅，顯然稅賦過重。且合夥事業可以勞務等非資金方式入股，應衡量使事業可以依狀況繳納營業所得稅或個人綜所稅，方符合有限合夥之精神。

美國有限合夥事業體不課徵營業所得稅，課稅主體為合夥人個人，在稅制稱為「穿透課稅原則」，以避免雙重課稅。又因美國個人與公司稅率差距甚大，故可吸引個人游資進入投資業界，活絡資本市場。反觀國內有限合夥比照公司組織課徵營所稅，對於外資或個人停徵證所稅，即資本市場獲利本無須納稅，但有限合夥卻須課營所稅。則有限合夥將其在資本市場的投資獲利回饋給股東時，都將視為股利或盈餘的分配，個人或外資股東反須課營所稅，形同變相課徵證所稅，可

¹⁰² 經濟部，有限合夥登記資料查詢，網址 <https://gcis.nat.gov.tw/Impub/lms/LmsInfoListAction.do?banNo=42904373>

能降低投資意願。

再者，私募股權基金常以槓桿方式收購上市企業的公開股權，然依目前企業併購法的租稅措施，得免徵證券交易稅或營利事業所得稅者，僅適用於公司或商業登記之事業，有限合夥目前仍無法適用，故若有限合夥稅務相關規範未一併修訂，投資人可能難以評估其稅負效果。

另持有遭 PE 收購下市之公司之股票者，因證券交易所稅停徵僅限上市櫃公司，已下市不再享有證所稅停徵優惠。則被 PE Fund 收購公司之股東欲轉售所持有之股票，若為個人，依所得基本稅額條例第 12 條第 1 項第 3 款規定，其交易所得併入個人基本所得額計算稅額；若為營利事業出售股票，其買賣有價證券之交易所得或損失，適用所得稅法第 4 條之 1 及所得基本稅額條例第 7 條第 1 項規定，利得部分作為營利事業基本所得額之加計項目計算所得稅額。

2. 有限合夥法規定缺漏

我國長期並無有限合夥公司制度，「公司法」中有關「兩合公司」專章規定又過於簡陋，準用「無限公司」與「有限公司」相關規定，難以發展「有限合夥公司」。致國內企業朝「有限公司」與「股份有限公司」發展，法制上對中大型公司有利，並強化股東權利保護。故於我國發展投信事業之初，仍以投信事業為股份有限公司，而基金發行以契約型態，即一投信公司發行多檔契約型基金之方向發展。

有限合夥契約中由普通合夥人承擔無限清償責任，但依「有限合夥法」第 34 條規定，合夥人有非可歸責於己之重大事由，得經其他合夥人過半數之同意後退夥。卻未區分可退夥之合夥人為普通合夥人或有限合夥人。則普通合夥人為經營合夥事業之主要成員，承擔合夥事業之成敗，但法令卻允許任意退出，反引起爭議。

（四）國內企業規模不足，影響私募基金投資意願

據臺灣併購與私募股權協會於 2016 年公布之「臺灣私募基金白皮書」指出，國際 PE Fund 近年在台投資銳減，究其因素有三：

1. 臺灣企業規模偏小。
2. 政府法規政策與監管不確定性。
3. 電子產業已進入成熟期，面臨轉型壓力。

國際私募股權基金對標的投資金額大多落在 1~5 億美元，企業規模普遍缺乏適合大型私募股權基金的投資標的。而國內企業經營者擔心引入私募股權將因此喪失經營權，也是不願與其合作的原因¹⁰³。由於 PE Fund 必須具有一定資金規模，方能擴大投資績效，國際間規模達數百億美元者比比皆是，若能開放我國政府基金、大型退休基金或保險機構參與國內私募股權投資，可強化投資管理。

第二節 各國監理制度與業務發展比較分析

一、我國與各國對 AIF 監理制度分析

觀察美、英等國監理制度後發現，金融海嘯發生前，監理者認為已對 AIF 設下投資人資格（條件）限制，故對 AIF 營運與投資活動施以原則性監理（Principle-based），並不對投資範圍與標的設下太多限制。但在金融海嘯發生後，為防範市場系統性風險，由歐盟於 2011 年率先針對 AIF 經理人（管理機構）訂定法令遵循責任如表 3-5。

表 3-5 歐盟 AIFMD 指令規定之法令遵循責任

¹⁰³ 私募股權基金對台投資銳減，聯合報，2016 年 5 月。

項目	規則
資本	年費上限為 25%，另依資產管理規模 (AUM) 之 0.01% 計收專業責任風險費用 (Professional Liability Risk)。
資金槓桿	基金經理人應對每一個基金設資金槓桿限制，各國監理者亦可自訂限制比率以降低系統性風險，輔以持續揭露與申報義務。
報酬	經理人應制訂報酬政策，以平衡固定與浮動報酬架構，包括運用權益工具、遞延給付 (deferral) 或回補機制 (clawback)。
分帳保管	每一基金應指定單獨保管人。
資產分拆銷售	設有分配限制、減資限制、股權贖回限制，或對控制投資組合之公司買回自己股份設有 2 年閉鎖期限限制。
透明度	訂有持續揭露與申報條件，要求基金經理人定期，且依市場變動狀況提供資訊予投資人及監理機關。

資料來源：European Commission, European Securities and Market Authority，本研究整理。

美國雖未針對 AIF 增訂限制，但透過 Dodd-Frank 法對銀行與投資業務設下諸多資投融資與交易限制，亦達成風險控制之效果。而美、英等地主管機關也重塑並強化監理投資公司法規，主要朝下列兩方面發展：

1. 嘗試改善市場基礎建設，強化對投資經理人之治理，以增加投資管理機構透明度為其首要目標。如：美國與歐盟均要求業者應申報重要財務資訊，升級營運與治理架構，資產管理應獨立設帳，並維持風險分離與隨時評估功能。
2. 為強化投資人保護，若 AIF 之銷售對象為非經驗老道的零售投資人，則增加商品等級與增加透明度要求，如：組合型 AIF (Fund of AIF) 銷售方式可能採定期定額，銷售對象為一般投資人，其監理程度應與共同基金一致。因為零售投資人參與另類投資比重於數年內大幅增加，除影響另類投資生態系，更可能擴大市場系統性風險。

因我國尚未開放 AIF，茲以我國私募基金監理制度為主，與美、英、中國香港等地 AIF 相關監理制度進行比較，彙整如表 3-6。

表 3-6 各國私募基金制度比較表

項目	我國	美國	英國	中國香港
法律明文定義規範	○	○	○	○
私募基金設立制度	證信申報制/ 期信核准制	申報登記制 / 豁免登記	授權認可制 / 豁免登記	登記備案制
投資境外對沖基金	○	○	○	○
PE Fund 投資標的與範圍	投信事業自行評估子公司得投資之種類、範圍及風險，並經董事會決議通	無法律限制 依契約規定	無法律限制 依契約規定	私募投資基金監督管理暫行辦法§2—包括買賣股票、股權、債券、期貨、期權、基金份額及投資契約中約定的其他投資標的。
私募基金設立資本門檻限制	1. 私募基金無資本門檻限制。 2. PE Fund 依契約約定。 3. 期信自然人申購金額至少新臺幣 250 萬元。	4. 基金（投資公司）無成立資本額門檻限制。 5. 一般投資顧問管理資產規模達 1 億 1 千萬美元，應向 SEC 為註冊登記。低於 1 億 1 千萬美元但超過 1 億美元者，得向 SEC 申請註冊登記。低於 1 億美元者，無須向 SEC 登記註冊，但須依各州法向各州主管機關註冊登記。	1. 基金無成立資本額門檻限制。 2. 歐盟 AIFMD 指令允許總資產管理規模不超過一定數額者，不須遵守指令全部規定，豁免條件如下： (1) 不超過 5 億歐元，且 AIF 無槓桿操作（無舉債經營），投資人前 5 年不能贖回者； (2) 不超過 1 億歐元（包括使用槓桿所獲得之資產）者。	1. 私募基金(公司或合夥制)無成立資本額門檻限制。 2. 依據《證券公司客戶資產管理業務管理辦法》及《集合資產管理業務實施細則》： 集合資產管理計畫募集金額規模應不低於 3000 萬元，並且在 50 億元人民幣以下。
設立對沖基金	×	○	○	○
設立私募股權基金	○	○	○	○
設立不動產投資信託基金	○	○	○	○
私募基金募集條件	1. 投信基金-金融業等經主管機關核准之法人或機構，符合條件之自然人法人或基金之受益人，投資人數不得超過	1. 符合「1933 年證券法 Regulation D 定義之「合格投資人」，可豁免登記。若非「合格投資人」者，以 35 人為限。 2. 1940 年投資公司	1. AIF 可為開放型或封閉型基金，亦得以任何法律形式，包括契約、信託或依法條規定成立之一種集合投資事業，且包括	中華人民共和國證券投資基金法§88 私募基金合併計算直接和間接投資者人數累計不得超過 200 人，並且應向「合格投資者」募集。

項目	我國	美國	英國	中國香港
	<p>35 人。</p> <p>2.期信基金-金融業等經主管機關核准之法人或機構，符合條件之自然人法人或基金之受益人，投資人數不得超過 99 人，申購金額至少達 250 萬元。</p> <p>3.PE Fund-引介符合金融消費者保護法第 4 條規定專業投資機構參與投資？</p> <p>4.未規定投資人最低認購金額。</p>	<p>法：(1)受益人不超過 100 人；</p> <p>(2)股份轉讓僅限定專業投資人為轉讓對項，且；</p> <p>(3)未從事也無意從事公開招募的基金</p>	<p>類似之投資承諾，且不強制要求須向主管機關登記以取得授權。</p> <p>2. 不得經營 AIF 之事業</p> <p>(1)屬於歐洲議會及理事會於 2003 年發布之 2003/41/EC 指令規範範圍內之職業退休機構；</p> <p>(2)控股公司；</p> <p>(3)公司受雇人之信託計畫或受雇人存款計畫；</p> <p>(4)特殊目的機構。</p>	
合格投資人條件	<p>1.符合下列情形之自然人</p> <p>(1) 新臺幣 3,000 萬元以上財力證明；或單筆基金投資逾新臺幣 300 萬元，投資於該私募基金總資產逾新臺幣 1,500 萬元，並提供總資產超過新臺幣 3,000 萬元以上之財力證明書。</p> <p>(2) 具備充分之金融商品專業知識或交易經驗。</p> <p>2.最近期經會計師核閱財務報表總資產超過新臺幣 5,000 萬元之法人或基金，或依信託財產超過新臺幣 5,000 萬元者。</p>	<p>1.1940 年投資公司法</p> <p>(1) 自然人資產應達 500 萬美元；</p> <p>(2) 家族公司、合夥、信託等實體資產應達 500 萬美元；</p> <p>(3) 商業信託；</p> <p>(4) 至少投資 2500 萬美元之實體；</p> <p>(5) 由合格投資人所擁有之實體；</p> <p>(6) 合格機構，如：至少擁有 1 億美元投資證券之機構。</p> <p>2.2013 年華爾街改革法</p> <p>(1) 個人（含配偶）擁有資產淨值達 100 萬美元者，或最近 2 年年收入達 200 萬或合併年收入（含配偶）達 300 萬美元，且當年度合理預測年收入亦達相同水準；</p> <p>(2) 銀行或其他金融機構；</p> <p>(3) 免稅或其他團體之資產超過 500 萬美元者；</p> <p>(4) 任何團體其受益所有權人為上述之合格投資人者。</p>	<p>符合免 FSMA 第 238 條(1)款規定之不受監管的投資計畫，得向下列之人銷售：</p> <p>1.境外人士；</p> <p>2.曾加入公司境外投資計畫之客戶；</p> <p>3.於 12 個月內加入不受監管投資計畫者；</p> <p>4.投資專業人士；</p> <p>5.現為不受監管計畫之參與者；</p> <p>6.富有人士；</p> <p>7.擁有高額資產的企業或非法人公司組織；</p> <p>8.有經驗的投資人；</p> <p>9.富有投資人或有經驗投資人的聯合會；</p> <p>10.信託發起人、受託人或其他代表；</p> <p>11.信託、遺囑等契約之受益人；12.其他因工作關係，而能閱讀相關銷售資料之人。</p>	<p>私募投資基金監督管理暫行辦法§12 投資人應具備相應風險識別能力和風險承擔能力，投資於單一私募基金金額不低於 100 萬元人民幣且符合下列條件者：</p> <p>1.淨資產不低於 1000 萬元人民幣的單位；</p> <p>2.金融資產不低於 300 萬元人民幣或者最近 3 年個人年均收入不低於 50 萬元人民幣的個人。</p>
績效費	○	○	○	○
贖回	無	有	有	無

項目	我國	美國	英國	中國香港
限制				
私募 基金投 資限制	<ol style="list-style-type: none"> 1. 從事證券相關商品及相關契約交易之總曝險不得超過該基金淨資產價值 40%，但得經核准提高。 2. 商品現貨投資比率同上。 	<p>無</p> <p>投資人應相對負起保護自身財產權之責任，與其投資顧問協商如何取得揭露資訊等，以掌握資產管理狀況。投資顧問向 SEC 登記者，應於 45 日內申報表格 ADV 供公眾取閱</p>	<p>無</p>	<p>無</p>
槓桿使 用限制	<ol style="list-style-type: none"> 1. 得辦理借款、提供擔保，從事信用交易，但不得超基金規模 50%。 2. 不得為融資收購行為。 	<p>無</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 非大型私人基金投資顧問，須每年會計年度結束後 120 日內提交 PF 表，報告所建議之私人資金資訊，包括：資金規模、槓桿，信貸提供者，投資人類型，專注度及基金績效。 2. 對沖基金應提供基金策略，交易對手信用風險，及交易和結算機制之使用。大型對沖基金投資顧問必須按資產類別與地域集中度彙總報告有關曝險及其營業金額資訊。 3. 資產淨值 5 億美元以上之對沖基金，投資顧問必須報告該基金之曝險、槓桿係數，風險介紹和流動性等資訊。 4. 大型私募股權基金顧問須回報資金投資公司所產生之槓桿程度，使用橋樑融資及投資該私募股權基金之金融機構資金等。 	<p>無</p> <p>應向投資人揭露可能使用槓桿之情況，契約允許的槓桿類型、來源及相關風險及 AIFM 有權代表 AIF 操作之槓桿上限。</p>	<p>證券期貨經營機構私募資產管理業務運作管理暫行規定 §4 規定，針對結構化集合資產管理計畫之槓桿倍數限制：</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 股票、混合類：不得超過 1 倍； 2. 固定收益類：不得超過 3 倍； 3. 其他類結構化資產管理計畫：不得超過 2 倍。 4. 結構化集合資產管理計畫融資槓桿率不得超過 140%，非結構化集合資產管理計畫融資槓桿率不得超過 200%。
保管銀 行/證券 經紀商	<ol style="list-style-type: none"> 1. 利害關係銀行不得擔任保管機構。 2. 信託業兼營投信基金得經主管機關自行保管 	<ol style="list-style-type: none"> 1. 不得自行保管。 2. 得由簽約保管銀行或證券經紀商保管。 	<ol style="list-style-type: none"> 1. 不得自行保管。 2. 得由簽約保管銀行或證券經紀商保管。 	<ol style="list-style-type: none"> 1. 私募投資基金監督管理暫行辦法 §21： (1) 除基金契約另有約定，應由基金託管人託管。 (2) 約定不進行託管者，應於契約中明確保障基金財產安全的制度及糾紛解決機制。

項目	我國	美國	英國	中國香港
				2. 私募投資基金服務業管理辦法§16：託管人不得被委託擔任同一私募基金的服務機構，惟該託管人能將託管和基金服務分離者除外。
租稅優惠	無	<ol style="list-style-type: none"> 1. 有限合夥架構比起股權處理在美國聯邦與州所得稅課徵處理及執行資本會計上更為有利。 2. 普通合夥人為出資者，可透過資產配置或分配形式收取基金獲利，或透過支付報酬，將基金利潤分配給基金合夥架構下之普通合夥人，可將利潤保留在發起人手中，在稅務處理上有利， 	<ol style="list-style-type: none"> 1. 提供符合條件的「投資信託」（即公司型基金）購買者稅收穿透待遇，解決雙重徵稅問題，吸引各類免稅主體參與投資。 2. 對三類「創業投資計劃」實行稅收優惠，減免個人所得稅、資本利得稅以及稅收抵扣，幫助投資人降低投資成本。 	<p>香港符合特定條件之離岸私募股權基金，得豁免繳納利得稅，條件如下：</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 基金須擁有 5 名以上投資者（不包括基金發起人）且其出資額需超過基金資本額 90% 以上； 2. 發起人及其關聯人士收取基金交易產生之淨收益不得超過 30%。

資料來源：本研究整理。

與其他各國相較，我國過去未發展 AIF 市場，亦缺乏有經驗投資人或富人投資最關注的稅賦優惠。此外，投信事業私募基金投資標的與範圍受限，仍以有價證券為主之財務性投資，無法介入企業經營，亦無法從事購併交易。金融海嘯發生後所形成之低利環境，已使許多退休金、保險公司等機構投資人面臨龐大的財務成本壓力。各國紛紛開放鼓勵資產管理業者引資進入實體經濟領域，PE Fund 也從過去收購艱困企業轉型模式，擴及基礎建設投資，包括能源、長照、數位、文創產業（如：影視產業）等。可見發展本土型 AIF 業務，有助活化國內資產，投資國內基礎建設，亦可協助企業退場與經濟轉型。

二、近年國際 AIF 市場發展趨勢

（一）2008 年後金融監理改革對 AIF 市場之影響

1. 強化監管衍生性商品，增加另類投資複雜性

世界經濟論壇（WEF）於 2015 年發布「另類投資 2020」報告（Alternative Investments 2020）分析歐美 AIF 市場於 2008 年後金融監理改革後之發展。經彙整金融改革主要項目為增加擔保品要求及客戶存款申報要求。美國 Volcker Rule 則限制商業銀行不得經營對沖基金與 PE Fund，以降低系統性風險。對 AIF 業務經營影響不大，但因為對商業銀行設下諸多投融資限制，反而使資金流向彈性較大的 AIF 市場，參表 3-7。

表 3-7 歐美金融改革項目概述

監理改革	法律管轄	槓桿限制	擔保品要求	流動性要求	集中結算	自營交易/PE 限制	交易稅	經紀費用限制	存款申報要求	賠償限額
Dodd-Frank 法	美國	●	●	●	●					
Volcker Rule §619, Dodd-Frank 法	美國					●				
外國帳戶稅務法遵法 FATCA	美國								●	
Basel III / 資本要求指令	歐盟	●	●	●				●	●	●
可轉讓證券集體投資承諾 UCITS V	歐盟								●	
另類投資基金經理指令 AIFMD	歐盟								●	
償付能力指令 Solvency II	歐盟	●	●							
金融商品市場指令 MIFID II	歐盟							●	●	
歐盟市場基礎建設規則 EMIR	歐盟		●		●				●	
Likanen proposals	歐盟					●				
金融交易稅	歐盟					●				

監理改革	法律管轄	槓桿限制	擔保品要求	流動性要求	集中結算	自營交易/PE限制	交易稅	經紀費用限制	存款申報要求	賠償限額
(FTT)										
包裝零售投資商品PRIIPS	歐盟								●	
國際財務報告準則IFRS	歐盟/美國		●						●	
零售分銷評估RDR	英國							●		

●表受改革影響之項目

資料來源：World Economic Forum Investors Industries.

該報告另彙整監理法規改革實施對 AIF 相關業者之影響發現如表 3-8，顯示對銀行業影響最大，其次為資產管理。同時受到影響者包括對沖基金、PE Fund 與創投，其中以對沖基金所受限制最多，其次為私募股權基金。

表 3-8 法規實施對 AIF 相關業者之影響

監理改革	法律管轄	銀行	資產管理	保險公司	退休基金	高淨值/零售端投資人	對沖基金	私募股權基金	創投基金
Dodd-Frank 法	美國	★					■	■	
Volcker Rule §619,Dodd-Frank	美國	★					■	■	■
外國帳戶稅務法遵法 FATCA	美國	★	★			★	■	■	■
Basel III /資本要求指令	歐盟	★	★				■	■	
可轉讓證券集體投資承諾 UCITS V	歐盟		★			□	★		
另類投資基金經理指令 AIFMD	歐盟		★				★	★	■
Likanen proposals (歐盟 Volcker Rule)	歐盟	★					■	■	■
償付能力指令	歐盟			★			■	■	

監理改革	法律管轄	銀行	資產管理	保險公司	退休基金	高淨值/零售端投資人	對沖基金	私募股權基金	創投基金
Solvency II									
金融商品市場指令 MIFID II	歐盟		★				■		
歐盟市場基礎建設規則 EMIR	歐盟	★	★	★			■		
金融交易稅 (FTT)	歐盟	★	★				■		
包裝零售投資商品 PRIIPS	歐盟	★	■	■		★	■		
國際財務報告準則 IFRS	歐盟/美國	★			★			■	
零售分銷評估 RDR	英國		★			★			

★表主要受影響者，■表同時受到影響者

資料來源：World Economic Forum Investors Industries.

WEF 報告指出，銀行端與資本市場聚焦監理法規，如 EMIR 著重於歐盟境內店頭市場衍生性商品管理，對衍生性商品雙邊與集中結算之操作，導入一系列新規則與申報要求。另外受歐盟金融交易稅 (FTT) 條例影響之國家共 11 國，正在進行各國內國法律配合調整協商階段，主要課徵對象為證券、債券或衍生性商品之交易。Likane proposals 有歐盟 Volcker Rule 之稱，目的是限制歐盟境內 29 家跨國大型銀行從事自營交易，並避免他們設置自有投資機制(如：PE Fund 或對沖基金)，以免銀行自身存在不可控之風險。而 Basel III 及後續相關立法(歐盟 CRD IV)對全球銀行體系導入更廣泛適用之新標準，包括新的資本額、流動性、槓桿、擔保及申報要求，以及新的賠償指引等。

投資端主要受下列法規修訂之影響，如：歐盟 MiFID II 為金融中介商與服務提供全新的監理框架，對經紀商為客戶執行金融商品交

易時規定更多有關管理、交易與申報要求，尤其歐盟 AIFMD 指令針對 AIF 經營者導入新的申報要求，不符合者即不得於歐盟境內營業。為遵守監理機構設計的新報告與業務要求，增加了另類投資業的經營成本與複雜性。企業現在必須評估他們需要遵循哪些報告、存款與結算相關法規要求，是否違反 Dodd-Frank，巴塞爾 III，FATCA，AIFMD，UCITS V，EMIR 和 MiFID II 等法規。由於成本增加，勢必影響小型企業尋求進入另類投資市場之空間¹⁰⁴。

2. 衝擊 AIF 市場之因素

(1) 市場流動性

許多另類投資者仰賴流動性市場操作，例如：對範圍廣大的資產而言，對沖基金為流動性之重要使用者與提供者，更別提各不同類型之 PE 與創投公司更是依賴資本市場作為其購併或退場時之重要管道。但相關法規改革的確降低市場流動性，亦對 AIF 市場產生不利影響。例如：新規範致使銀行向市場提供的流動性大幅度減少，因美國 Dodd-Frank 法的 Volcker Rule、歐盟的 Liikanen Proposals 等要求銀行解散自己的交易部門。Basel III 與 Dodd-Frank 法的新限制，更使銀行名下資產無利可圖，銀行為降低未來危機發生期間資本不足的風險，將資產重新分類為「持有至到期」，而不是「可供出售」，前者缺點為不容易交易，增加動盪期間可能引發資本短缺之風險。對此，已有對沖基金意識到市場需求與商機，如 Citadel 為大型對沖基金，其建立一個流動性平台，已成為許多證券的造市者。目前市占比為美國股

¹⁰⁴ 依據 BNY Mellon 研究報告估計，為建立符合 AIFMD 所需之基礎設施，將花費 30 萬美元至 100 萬美元的資金。

票交易量的 14%，美國上市股票期權的 20%，更是美國國債期貨和利率交換契約的前五大交易商。

此外，歐盟交易稅（FTT）將大幅降低對沖基金向市場提供流動性的能力，對歐洲股票市場影響甚鉅。因為使用高頻交易的對沖基金占歐盟地區證券交易所全體交易達 50%。而國際資本市場協會（International Capital Markets Association）指出，此舉可能導致回購市場下滑 66%，而歐盟執委會則估計衍生品交易將下降 75%。而對歐洲中央銀行而言，回購市場全面枯竭的風險為不可承受之重，甚至產生金融不穩定之風險。

（2）市場創新

新法規旨在創造一個更加健全和穩定的金融體系，然而過猶不及，可能損害傳統金融部門吸引創新人才的能力。尤其 AIF 投資人勇於嘗試並投資測試性創新，過去如商品驅動的衍生性金融商品、利率交換契約和信用違約交換、高收益債券、槓桿貸款，及回購市場等。市場上已可看到新規定造成的影響，自金融海嘯發生以來，風險偏好與盈利能力降低，導致美國前五大投資銀行員工人數減少四萬人，跌幅近 30%。資產管理人員和人才招募也注意到投資銀行進用頂尖人才比例，從 2007 年到 2013 年下降了 50% 以上，更有許多銀行都認為有必要提高初級銀行職員的工作與生活間之平衡，以吸引新血。

（3）法令遵循成本

金融監理規則提供制式化的市場遊戲規則，長期而言雖有助於產業發展，強化金融機構營運或操作過程透明化亦有助於增加公眾信任，並可吸引更多資金。但對金融機構而言，為因應法規修改，必須更新其組織架構，與注資者發展更深層關係，勢

必付出更多的成本。例如：歐美地區監理機構針對普通合夥人新增相關規定，即可能影響資產等級與規模，對投資個別業者產生不同之影響。研究發現改革造成融資與交易成本大幅增加，從銀行端籌資相對困難，進而影響獲利。致對沖基金所受影響最大，創業者受金融改革影響最不明顯。而 PE Fund 受到新法規之立即性衝擊，為增加新的普通合夥人應申報要求，加重透明化責任。據美國 SEC2014 年首次對 PE Fund 業者進行大規模的稽查結果顯示，超過一半的 PE 公司未完全符合法令遵循要求，甚至部分業者非法收費。其後甚至控告數家 PE 公司有「內部串供」(Collusion) 行為，這些公司最後與 SEC 達成繳納鉅額罰金之和解¹⁰⁵。

另如 AIFMD 雖由歐洲證券市場管理局 (ESMA) 提出，即使是非歐盟境內基金及新設立基金亦應遵循 AIFMD 之規範，因歐盟 AIFMD 管轄及於來自歐盟或經批准的管轄區域之資金，至於 AIFMD 範圍外的註冊登記要求則由個別國家訂定。受非歐盟/英國/美國司法管轄地區，雖無須符合 AIFMD 要求，但在這些地區的 AIF 必須從世界上最大的資金池(歐洲有限合夥人) 募集資金，故仍須付出歐盟地區的法令遵循成本。

(4) 尚未完備之 AIF 生態系

業界長期以來一直依靠傳統金融部門和投資銀行作為人才的重要來源，流入銀行部門的人才數量與質量同步下降，可能降低另類投資業的創新程度。對 PE 公司與對沖基金公司而言，銀行經驗的影響尤為顯著。大型 PE 公司包括黑石集團，KKR，阿波羅全球管理公司和 TPG Capital，以及 25 家最大的對沖基金，有

¹⁰⁵Willmer, Sabrina and Alan Katz, "Private Equity Not So Private as Fees Revealed at Blackstone", Bloomberg, 31 December 2014, <http://www.bloomberg.com/news/articles/2014-12-31/blackstone-opens-up-about-hidden-fees-as-sec-pushes-transparency>.

一半以上的創始人來自銀行，而大多數另類投資公司的投資專業人員卻少於 100 人，因為另類投資產業長期以來依賴僱用各級機構所培育的人員。

經營另類投資公司成本因監理改革與對有限合夥條件要求增加而提高，機構法人與監理機構對普通合夥人所承擔之風險與績效透明度要求日益增加，基金經理人認為這些改變反而是推動另類產業改變與資金募集最重要的動力。WEF 報告調查指出，44% 普通合夥人回應，比起金融海嘯發生前，他們提供給有限合夥人更多資訊，而 32% 的普通合夥人更表示，提供資訊給有限合夥人的頻率與數量比以往更多。

(二) 歐美 AIF 市場發展之因素

歐美 AIF 市場發展關鍵在於投資人專業化、豁免較嚴格之公開募集監理要求，及追求簡便募集資金程序。此外，基金經理決策與操作採市場導向，以原則性監理為主，投資範圍大且具多樣性，可使投資策略更為靈活。而運用有限合夥架構降低稅率，更有助於獲利不被管理成本所稀釋，歸納如表 3-9。

表 3-9 國外 AIF 發展蓬勃之因素

主要成功因素	項目
具吸引力的稅務環境	<ul style="list-style-type: none"> ● 低稅率 ● 雙重課稅協定
合適法規環境	<ul style="list-style-type: none"> ● 具彈性的有限合夥制度與基金架構 ● 與國際監理主管機關建構有效率之合作模式。 ● 堅持與國際標準接軌。
服務提供者之品質	<ul style="list-style-type: none"> ● 具相當數量，擁有國際經驗之保管機構 ● 獨立保管機構，強化投資人信心。 ● 技巧熟練與可用之專業勞工

主要成功因素	項目
投資人條件之要求	<ul style="list-style-type: none"> ● 公司遷址 (Re-domiciliation) 程序簡易 ● 申請登記期間短 ● 註冊登記費用低
負責任的主管機關	<ul style="list-style-type: none"> ● 彈性、開放且易於親近之主管機關 ● 採「不廢話」的監理方法論 (No-nonsense approach)

資料來源：David Clarkson, Stefan Jaecklin, Kamil Kaczmarek, Domiciles of alternative investment funds, Oliver Wyman Financial Services, 2014, at 10.

依 Willis Towers Watson 發表之「全球另類投資調查 2016」(Global Alternatives Survey 2016) 之研究結果顯示¹⁰⁶，全球前 100 大另類資產經理人(公司)所管理之資產總額(2015 年底數據)為 3 兆 6,147 億美元(2014 年數據為 3 兆 5,011 美元)。而以基金類別而言，前 100 大 AIF 規模最大者為不動產基金 (Direct Real Estate Funds)，其次依序為對沖基金 (Direct Hedge Funds)、私募股權基金、組合型私募股權基金、組合型對沖基金、缺乏流動性信貸與基礎建設基金 (Illiquid Credit and Direct Infrastructure Funds)，但真實資產、商品現貨或保險連結投資基金均不在前 100 大規模之列。

而另類資產最大投資人為退休基金 (Pension Fund)，占 34%。其次依序為財富管理經理人、保險公司、國家主權基金、捐贈基金與基金會、組合型基金及銀行等。而前 100 大經理人選擇投資之資產所在地，第一位為北美地區 (占 50%)，其次依序為歐洲 (占 37%) 與亞太地區 (8%)。

AIF 數位平台業者 Bseventure 發布研究報告指出，未來 AIF 市場發展有下列 5 個趨勢¹⁰⁷：

¹⁰⁶ Global Alternatives Survey 2016, Willis Towers Watson. <https://www.willistowerswatson.com/Shared-Items/Errors/Generic-Error.aspx?errorpath=/api/sitecore/Article/Download>

¹⁰⁷ Bseventure, 5 Predictions for the Alternative Investment Industry for 2017, February 2017. <https://www.baseventure.com/2017/01/five-predictions-2017/>

1. 投入 PE Fund 之資金持續增加，投入對沖基金之資金將下滑

自 2007 年信貸危機爆發以來已歷 10 年，國際股市價量均已超越危機爆發前高點，基於系統性風險逐漸升高，投入對沖基金資金將趨於謹慎，惟景氣復甦有助於 PE Fund 資金繼續增加。事實上私募股權基金管理資產從 1995 年的約 300 億美元增加到 2015 年的約 4 萬億美元，甚至有 64% 的有限合夥企業計劃將投資分配給私募股權基金。

預料另類投資在 2017 年仍有爆發性成長，依 Cerulli & Associates 於 2016 年發布的研究報告¹⁰⁸指出，另類投資資產占比仍不到總體資產的 5%，而理想配置約在 15% 至 25% 之間，表示仍有成長空間。此外，美國零售與機構另類投資規模發展迅速，截至至 2015 年底另類資產已超過 7.5 萬億美元，且募資活動依然強勁，增長主要來源為 PE Fund。數據顯示，2014 年另類投資資產增長 36.6%，但另類投資共同基金在 2015 年卻下降 11.0%，顯示偏向投資另類資產者願意承受更高風險以追求高報酬。該報告更指出，約有 57% 的機構客戶認為另類投資商品為未來投資首要管道，46% 的財務顧問與 42% 零售商/平台則認同此一看法。而約有 37.3% 的顧問使用另類投資，38.7% 則使用流動性另類投資共同基金¹⁰⁹。

2. 各國監理機構監管力道與 AIF 法令遵循壓力將繼續增加

¹⁰⁸ Cerulli & Associates, U.S. Alternative Products and Strategies 2016: The Multiple Roles of Alternative Investments, <https://www.cerulli.com/vapi/public/getcerullifile?filecid=Cerulli-Alternatives-2016-Information-Packet>

¹⁰⁹ John Manganaro, Institutional Investors Setting Alternative Investment Trends, 2016. <http://www.plansponsor.com/print.aspx?id=6442519889>

Longitude Research 研究報告指出，超過 50% 的基金經理人員預測，必要的監理行為將對他們未來 3 年的活動產生影響，約 90% 的基金經理人員表示，已計劃投資新的資訊系統，以符合監理與盡職調查的要求¹¹⁰。另一份 Linedata 報告顯示，監管與法令遵循是基金行政人員與基金經理共同關注的首要議題，顯示監管活動與法令遵循壓力日益增加¹¹¹。

3. 基金經理之科技能力與會計財務能力一樣重要

基金經理人員傳統上被視為會計服務的提供者，而使用科技技術決策常被認為「內部活動」，技術雖由 IT 部門掌握，卻缺乏高層次參與。但目前主流看法認為，發展科技技術屬於基金經理人的整體能力，與會計能力同等重要。所有類型的投資人都重視資訊透明度，對其合作夥伴也將進行更為全面的盡職調查。基金經理人員只能轉而求助技術以提供相關數據，進行報告與溝通，以滿足客戶和投資人不斷變化的需求。不投資創新技術的經理人員可能無法提供資產管理公司正在尋找的新工具，有被遺棄的風險。

4. 基金管理業將持續進行整合

由於投資資本的爆炸式成長，基金產業競爭激烈，基於監管透明度日益增長的需求，及低利潤業務競爭所需的規模經濟。基金業者間的購併活動十分劇烈。如：SS&C 收購富國銀行、Citibank & Conifer，Maitland 收購 Phoenix Fund Services，Apex 收購 Pinnacle 等。雖然產

¹¹⁰ Fortune, Here's How Much Investors have Pulled from Hedge Funds in 2016, Oct. 20, 2016.

¹¹¹ Linedata, 2016 Global Asset Management & Administration Survey, October 2016.

業整合對於資金持有者而言可能是好消息，但對於中小型市場基金經理及基金管理公司而言，卻可能引發支付成本增加，接收的服務品質與數量下降的問題，在規模經濟趨勢下難以競爭。進而壓縮已經很低的中小型基金管理公司利潤，難以投入更多技術與大型公司競爭¹¹²。

5. 資產管理人員將成為支撐 PE Fund 與家庭辦公室（Family Offices）之重要力量

美國法規要求對沖基金應配置基金管理人員，但實際上對沖基金普通合夥人常為了節省成本將管理業務外包，2008年發生的馬多夫案（Bernie Madoff scandal），顯示此一產業缺乏公正第三方的評鑑與監督。金融改革強化資產管理業監管力道，而 PE Fund 與投資人也要求應有第三方對資產與績效進行驗證，故法令遵循成本增長比營運費用還快。

由於民間財富與理財知識增長，許多投資人為個人工作室或家庭辦公室，資產管理的需求大幅提升，主要投資組合包括股票、房地產、固定收益，甚至私募股權與避險交易等，有些家庭辦公室甚至發展成合法的金融公司，監理者的壓力日益加劇。監管監督工作日益增長之現實下，資產管理人員將是協助個人投資人管理資產，及協助監理機關監理之重要力量¹¹³。

¹¹² SEI “The Future of Private Equity”, October 2016.

¹¹³ Phoenix American Financial Services, Why Strong Administration Infrastructure is a must for the Family Office, Oct. 17, 2016.

第四章 開放另類投資基金之配套措施

第一節 監理規範

一、 整合證信與期信管理辦法，提供發展誘因

(一) 調整證信與期信業務規定，朝監理一致性目標發展

AIF 投資標的多元，業務範圍觸及證券投資信託基金及期貨信託投資基金，但我國採分業管理，導致主管機關對於證券投資信託及顧問事業、期貨投資信託及顧問事業，以及期貨經理事業各有不同法源與規範要求。以期信業務為例，更區分為期貨信託、期貨經理及期貨顧問等不同產業，反而使監理與風險監控措施無法掌握市場全貌。觀察各國對 AIF 業務之監理，甚至基金（集合投資計畫）產業之監理，亦未以金融商品類別區分為證券信託事業或期貨信託事業。且現貨與期貨市場風險連動日甚，基於系統性風險監控，監理者宜採行跨市場之功能性監理模式，對證券投信業務與期貨投信業務不宜分業監理，方能有效管理投資範圍日益擴大的資產管理公司。如：依基金募集區分為私募與公募兩種不同募集管道，依募集對象（投資人）區分監理強度。風險控管亦應以投資組合產生之風險程度為對象，而非依所交易之商品做為行業區分與監理標準。

參考英美等國以規範 CTA/CPO（商品交易顧問/商品經理人）為主，並不區分為何業種，監理重點應為基金管理公司之業務核心。不論管理證券或期貨基金，基金經理人所追求者，應為展現績效，創造收益與報酬，發展資產規模重點為操作績效之優劣，而非行銷或銷售管道之管理。為避免基金經理人耗費心力處理其他事務，以全力提高

績效與擴大操作規模，降低業者面臨投資人贖回壓力，對基金公司之監理，應以核心業務為監控主體。證券投信事業與期貨投信事業之差異在於所操作之商品與交易市場不同，其餘如追求績效目標、行銷管道、法遵、財會等行政流程則大同小異。資產管理業的核心競爭力，即為客戶追求良好收益與報酬，行政流程則可委託專業第三方機構執行（如：法令、會計或結算交割等），故對於營運與行政作業之監理要求應可一致。雖然兩業各有不同之法源依據（證券投資信託及顧問法與期貨交易法），但仍可由各主政單位先行檢討雙方行政規則或管理辦法中類似之規定內容先行統整。

（二）不以資本門檻限制 AIF，以規範經理人與應募人資格為重點

以資產管理業務而言，主管機關的責任是確保業者能夠使用所有必要的工具，以有效地履行投資人贖回的法律責任，並盡最大可能來減少對其他投資人的影響，包括應考慮何人適合何種基金投資，及投資人商品與投資策略之需求等。

我國歷來對投信業與投資基金之管理，採用資本額最低門檻之條件設計，反觀英美等國不對 AIF 設資本門檻限制，以嚴格規定僅能向「合格投資人」募集為限制。基於市場交易活絡為 AIF 持續發展之重要因素，美、英等國對 AIF 投資標的與範圍採負面表列，基金商品發行程序簡便，以自律監理、資訊揭露與法令遵循為主，但嚴格限制對不適格之投資人募集銷售，或資訊揭露事項虛偽不實等事項，以高額罰款或刑責相繩，俾使投資人對市場之公平、公正與公開產生信心。

金融科技持續發展下，銷售管道日趨多元，以國外發展現況，另類投資交易平台（Alternative Trading Platform）盛行，任何優秀的交

易員均可私下募集成立屬於自己操作管理之私募基金，交易各類現貨與期貨商品。不須仰賴成立門檻高的證券投信事業或期貨投信事業募集發行。另外，運用金融科技透過網路平台或社群銷售或推廣，亦無須透過所屬公司或代銷平台募資或銷售，呈現資產管理商品設計、財富管理與電商支付均可結合為一之狀況。基於國內目前分業經營管理現況，為保持 AIF 發展彈性，不宜於事前設定嚴格設置條件或高資本額門檻等，宜從基金經理人員資格限制、募集與銷售對象資格限制著手，建立符合業務需要之 KYC 與法遵程序等，並整合證券、期貨投信顧業內資源監控風險之模式。

由於投資 AIF 必須是具有相當資產與投資經驗者，如何為事前管理為相當困難的問題。建議仿效國外作法，建立「專業代理人制度」，由經過專業認證之理財顧問或具分析師資格者針對個別投資人依其專業判斷與職業道德為投資人進行理財規劃，主管機關只需對專業分析師進行查核與管制。

二、 強化法令遵循，落實實地查核

(一) 強化對投資人之資訊揭露，鼓勵投資人為其投資負責

運用基金投資衍生性商品的部分，除限制基金投資衍生性商品之額度外，也要求基金業應妥當執行風險管理措施，以避免基金的投資組合過度使用衍生性商品，尤其近年來金融創新高度發展，出現許多相對以往使用更複雜投資策略的金融工具與商品。故發展有效的資訊公開原則，包括對投資人揭露基金之操作策略、申贖機制、定價機制、基金資產轉換、法令遵循、利益衝突、基金費用、每單位基金淨值之計算、投資組合內容、衍生性商品運用、基金流動性風險管理計畫等

相關資訊，應確實依規定落實資訊公開，保障投資人之權益。揭露的有效性可聚焦於，如何利用科技來改善資訊的呈現及交付，還有如何提升基金策略、投資、風險及費用等方面的揭露，及揭露要求是否可以達到投資人理解資訊呈現的目標。

改善有關基金成本的揭露，包括是否規範揭露重大影響基金績效的特定因素揭露，以及更進一步改善投資說明書或相關聲明中的所有資訊對投資人實屬必要或有一定之助益。主管機關應要求業者重視提升基金治理、評價、業績廣告、支付予中介機構銷售相關費用等議題。高階經理人應塑造組織以責任及公正為優先的文化，並以風險考量為核心，在發展新商品及新策略時，都應使其商品符合投資人需要，以確實保護投資人。

(二) 運用金融科技，重視網路安全機制

以美國為例，2010年5月閃崩（Flash Crash）及2015年8月24日市場動盪事件，促使SEC特別重視定價、流動性及ETF套利機制等問題，使SEC進一步關注ETF與網路安全，重視業者業務上應符合之忠實義務。金融服務因科技導入而有不同面貌的呈現，網路安全是資產管理業藉由新興科技持續蓬勃發展至為關鍵之一環，資產管理業在運用科技執行資產配置，建立投資組合，及提供投資人服務時，對可能產生之障礙及網路應用風險，應具備及時有效因應能力。另對主管機關而言，資產管理業必須維持穩健、負責的保障機制，以保護業者自己與投資人。尤其在金融業大量運用資訊科技進行交易管理、資產評價與風險預估之現況下，資產管理業者應投入足夠資源，針對資產管理流程設置網路安全機制，並確保有適當的工具及程序來預防、偵測攻擊並降低損害程度。

（三）研議適當的法令遵循程序

我國開放 PE Fund 業務，雖起步較晚，仍可借鏡過去國外發展經驗，思考適合我國發展之模式。但 PE Fund 屬長期投資，以企業管理為標的，一般而言流動性較差（Illiquid），對資產管理業者而言，欲為適當風險管理，必須將具流動性（Liquid）之資產納入整體投資組合。風險管理是 AIF 投資流程中非常重要的一環，首重實地查核，包括投資、財務及營運三方面，目的是確保所投資的公司或資產，提供適當資訊揭露，或是有充足的資源提出會計財務等相關資料。投資前也必須確認法務面的投資條款以確保投資人受到保護，某些另類投資必須在所投資的公司董事會占有席次，以監督公司營運，為此在法務面的投資條款上，也必須有精細的設計，以確保投資績效及投資人保護。

三、建立另類投資之警示指標

運用實地查核結果及監理科技應用，針對資金流向、投資組合配置、操作及風險辨別與控管等項目提出警示指標項目。強化資訊揭露要求，鼓勵投資人主動負起監督責任，促使另類投資經理人採取適當措施¹¹⁴。

（一）投資

1. 經投資顧問要求經理人提供與投資組合相關之持有部位透明化

¹¹⁴ SEC, Investment Adviser Due Diligence Processes For Selecting Alternative Investments and their Respective Managers, National Exam Program- Risk Alert, Volume IV, Issue 1, January 28, 2014. <https://www.sec.gov/about/offices/ocie/adviser-due-diligence-alternative-investments.pdf>

- 資訊，而經理人不願意提供者；
2. 績效回報與經理人已向投資人說明所採用之策略等已知事實無關者；
 3. 缺乏清楚的研究與投資流程，及
 4. 投資活動與業務單位控制者間，缺乏適當控制環境與權責隔離機制者（如：評價程序由經理人獨斷）。

(二) 風險控管

1. 另類投資雖號稱採多樣化投資策略，但投資組合所持部位顯示高度集中於某單一投資部位，或過度集中單一部門；
2. 經理人個人對據稱採用之特定策略，顯然未具備充分知識；
3. 經理人投資風格顯已過時，且
4. 經理人所描述的投資顯過於複雜或不透明。

(三) 操作 (Operational)

1. 缺乏第三方管理者，或使用不明/不合格之管理者。
2. 所使用之稽核人員未具備稽核私人投資基金之顯著經驗，或使用不明稽核人員。
3. 常更動關鍵服務提供者，如：稽核、主要經紀商或管理人員。
4. 在經審計之財務報告中表達確定關切如：合格意見，關係人交易或鑑價關注。
5. 檢查背景瞭解是否曾遭受主管機關關切或懲處、破產申報，或經理人或主要內部人員曾發有嚴重之法律問題。
6. 不夠充分的操作基礎設施，包括不適當的法令遵循計畫，及
7. 缺乏強大的公允評價程序。

第二節 基金運作與管理

一、修訂期貨信託基金管理辦法，放寬投資限制

依據「期貨信託基金管理辦法」第 40 條，期貨信託基金從事經主管機關核准非在期貨交易所進行衍生自貨幣、有價證券、利率、指數或其他商品之期貨交易之總風險暴露，不得超過該期貨信託基金淨資產價值的 10%。然而 AIF 的投資主要為店頭市場（OTC），全球最大的市場為外匯（遠匯）市場，期貨信託基金管理辦法中對店頭衍生性商品的投資限制可能不利 AIF 市場的發展。

相對地槓桿型或反向型期貨 ETF 的投資則不受上述 10% 的投資限制，操作上相對較有彈性，而事實上槓桿型或反向型的期貨 ETF 於市場波動程度增加時，助漲或助跌的態勢較期貨信託基金更為明顯。建議參酌開放槓桿型或反向型期貨 ETF 的方式，開放期信基金設置對沖基金，並針對不同對沖基金類型進行分類管理，依性質訂定不同投資限制，以提供更大的投資彈性，方能有創造報酬的空間。

若開放國內募集對沖基金，必須對銷售管道、銷售方法採直接管理原則，可依「投信投顧法」之授權，參考香港之作法，訂定「對沖基金管理辦法」，將對沖基金之銷售方法、銷售管道、資訊揭露程度，基金經理人佣金之計算方式、基金管理之會計制度、財務報告之時點，以及組合式對沖基金的投資人責任與權益保護等重點明確規範，以健全此一業務之正常發展。

二、風險分級管理

許多另類投資人仰賴市場流動性來進行操作，例如：在大範圍資

產管理方面，對沖基金同時身兼流動性之運用者與提供者，與之不同類型的私募股權基金與創投公司也依賴資本市場籌集資金，以利其收購或提供企業退場機制。

資產管理業之監理應以風險為核心，聚焦於基金同資組合的風險及營運風險的掌握。基金流動性風險管理之目的在於降低基金無法因應贖回、或基金為因應贖回而稀釋原有投資人利益之風險。並避免在市場遭逢極端壓力的時期，基金之投資人可能急欲尋求退場，迫使基金須迅速出售資產以滿足贖回需求。在固定收益類型及另類投資類型基金，因使用相對複雜之投資策略，在市場劇烈動盪時期，出售低流動性資產往往需要較長的時間，也使基金本身暴露於較大的風險，投資人近年喜好持有債券型基金及 ETF，將使這個問題更形嚴重。

因此，不宜以業別做為風險管理差異程度之依據，而是依基金所投資之商品風險為分級管理，如：對沖基金可依據風險暴露程度由低到高可分為相對價值、事件導向及機會主義三大類¹¹⁵，參酌香港對沖基金相關規範，其針對對沖基金的風險程度，訂有不同的資產總額、投資門檻及資訊揭露等要求。目前國際對沖基金操作主要採長期持有，運用財務工程建立量化操作模型，選擇投資策略以進行交易。開放國內對沖基金，可就投資人屬性及其風險偏態係數、投資策略、槓桿使用等進行不同程度的管理。如：「放空」、「新興市場債務」、「期權操作」與「總體經濟」風險最高，可對採取此類策略之對沖基金投資範圍設限制。

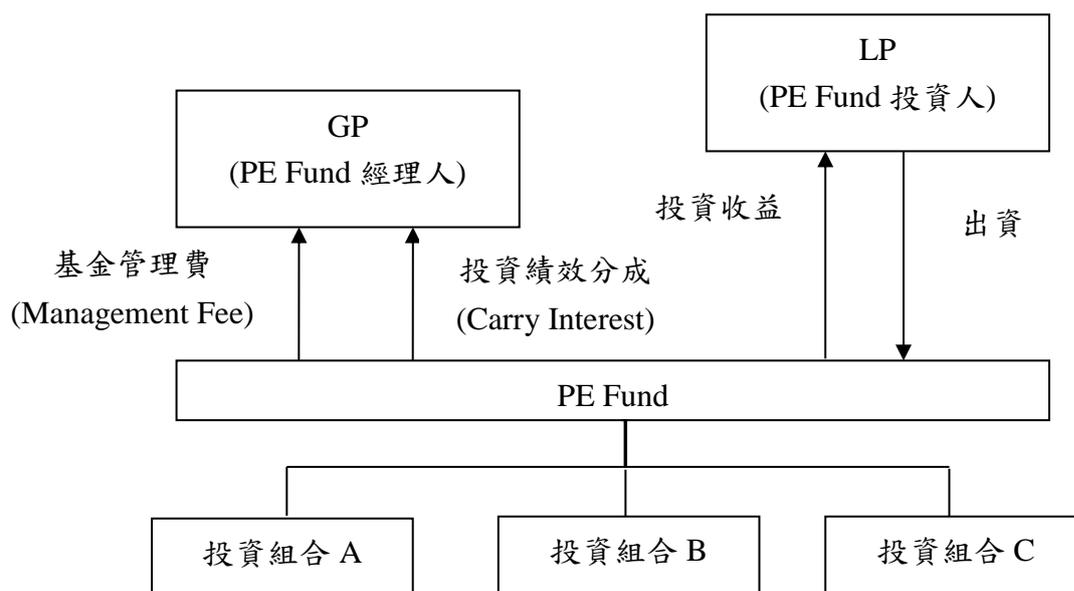
三、 管理績效費用

參酌國際機構投資人協會（Institutional Limited Partners

¹¹⁵ 李玉如，避險基金，台灣金融研訓院，2007年5月。

Association，簡稱 ILPA）發布的 PE Fund 最佳實務準則，其精神之一為「利益一致」。GP 的收入來源一般可分為基金管理費(Management Fee)和投資績效分成(Interest Carry)，而該最佳實務準則要求 GP 亦應出資，且其收入應以投資績效分成為主，用以降低管理費及其他費用的比重。

基金管理費的部分主要為 GP 為 LP 管理基金並進行各項專業投資，用以支付其營運及人事支出所需，GP 通常按季或每年向 LP 收取管理費用，通常介於每年 1.5%~2%。而投資績效分成通常設於 20%，即為 GP 可以參與基金投資淨收益的比例。而績效分成的計算以「先返還 LP 全部出資模式」（即優先保本的概念）為最佳實務，即 GP 應先返還 LP 所有出資加計優先報酬率¹¹⁶之獲利後，始得收取績效分成¹¹⁷，參考標準的私募股權基金運作架構如圖 4-1。



資料來源：http://www.iacapital.com.tw/news_02.asp?NewsID=51

圖 4-1 標準的私募股權基金運作架構

¹¹⁶ Preferred Return，係一預設的年化報酬率，通常介於 5%~10%；GP 參與任何基金投資收益之前，應先讓 LP 取得原始出資加計優先報酬率之獲利，因此又稱 Hurdle Rate。

¹¹⁷ 投信業者於私募股權基金產業之契機，KPMG，2017 年 8 月 4 日。

<https://home.kpmg.com/tw/zh/home/insights/2017/08/fsc-liberalizes-pe-fund-for-securities-investment-trust-enterprises.html>

另以期信基金為例，主管機關對期信基金運用多重經理人（MOMs，Manager of Managers）之架構限制較多，包括各經理人之操作績效分潤收取，須以基金整體損益做為計算標準，無法以個別經理人績效為準。實務運作上，導致操作績效良好之基金經理人（團隊），無法獲得合理或具誘因之報酬。另如：獲利經理人之績效報酬分潤提成若可直接計入基金費用成本，亦可有效獎勵基金經理團隊，形成良性淘汰機制¹¹⁸。若能使個別經理人獲利即可收取績效報酬，即有誘因鼓勵各經理人互相結合與互補，發揮單打獨鬥所無法產生之最佳績效。進而使 CPO 得以有效管理各期信經理人，提供投資人更長期，且穩健之投資組合。

四、鼓勵國內退休基金與保險業投資

臺灣低利率的環境，對資金規模龐大的保險業而言，形成長期嚴重負利差的情形。根據統計，2016 年保險業資產約為新臺幣 22.6 兆元，占了金融機構資產總額 71 兆元的 31.8%¹¹⁹。為突破困境，臺灣保險業者紛紛將資金運用於海外投資，「保險業辦理國外投資管理辦法」第 8 條也明定保險業得投資之國外表彰基金之有價證券包括國外對沖基金、私募股權基金、基礎建設基金、商品基金等另類投資項目。截至 2017 年 7 月份的統計，我國人壽業總資產新臺幣 23.6 兆元就有 64% 為國外投資¹²⁰，相當有 13.6 兆元的海外投資部位，部分保險公司也持續增持另類投資的比例。

¹¹⁸ 劉宗聖，從國際基金發展趨勢談期信基金，期貨人，第 58 期，2016 年第二季，期貨業商業同業公會，2016 年 6 月。

¹¹⁹ 保險業資產占金融機構資產比率表，財團法人保險事業發展中心，<https://www.tii.org.tw/opencms/information/information1/000001.html>，2017 年 8 月 28 日。

¹²⁰ 人身保險業資金運用表，財團法人保險事業發展中心，<https://www.tii.org.tw/opencms/information/information1/000001.html>，2017 年 9 月 8 日。

然依民國 107 年金管保財字第 10602505041 號函規定，保險業資金投資每一期貨信託基金或每一指數股票型期貨信託基金之投資總額不得超過該基金已發行之受益憑證總額百分之十，雖已稍微放寬投資比重，但衡量保險業資金投資海外基金與期貨信託基金規模，資金不成比例的情形可能不利保險業資金運用。此外，政府勞動基金的資產部份亦十分龐大，截至 105 年底勞動基金整體規模達 3.45 兆元，基金為求長期穩健收益、分散投資風險，資產配置亦積極朝向全球化及多元化布局，另類投資的比重也逐增加¹²¹。

隨著全球資產管理在另類投資領域的快速發展，我國資金為追求更好的報酬，紛紛將資金流往國外市場，我國若能進一步放寬另類投資基金的投資操作，將有助於保險等龐大資金留在臺灣；此外因為另類投資的產品與操作相對複雜，在這個領域集結了許多優異的投資人才，除了有助於引入國外優秀人才，亦對我國專業投資人才的培養有所幫助，整體而言，另類投資的發展對國內資產管理業、產業發展必有相當助益。

五、參考國外經驗制定實地查核程序與檢查作業

參考 AIF 最大市場-美國，主管機關 SEC 於 2014 年起對投資顧問及基金經理人選擇另類投資之實地查核程序執行檢查作業，於 2017 年發布調查結果與相關懲處案例時，指出其發現 AIF 管理有下列發展趨勢¹²²：

(一) 投資顧問傾向直接從 AIF 經理人取得更廣泛資訊與資料

¹²¹ 勞動基金運用，勞動部，<http://www.mol.gov.tw/topic/6025/>，2017 年 7 月 20 日。

¹²² SEC, Investment Adviser Due Diligence Processes For Selecting Alternative Investments and Their Respective Managers, January 28, 2014. <https://www.sec.gov/about/offices/ocie/adviser-due-diligence-alternative-investments.pdf>

1. 強化投資部位等級透明度

投資顧問要求基金經理人及其雇員增加提供 AIF 部位資料之次數，顯示投資顧問對投資部位透明度要求提升。但經理人為避免使用策略能力被弱化，對某些特定投資之資訊分享較為敏感，如此則透明度不足不利投資顧問進行風險評估。尤其在市場曝險微調分析、辨認跨客戶投資組合是否過於集中，及辨認個別部位是否因投資策略而過度曝險等方面，分享相關資訊需求呈現拉鋸狀態，仍有賴雙方溝通協商。

2. 分別帳戶管理

某些投資顧問建議客戶資產採分戶管理方式，以提供完全透明度與強化對資產投資之控制程度，監控投資組合流動性與評價，並降低經理人不當運用客戶資產，或未經授權收取費用之能力。

(二) 投資顧問運用第三方服務以補充另類投資相關分析與驗證資訊

1. 投資組合資訊總合（總合風險）

投資顧問增加使用投資組合資訊總合者（Portfolio information aggregators）所提供之服務，此類第三方服務提供者自 AIF 蒐集詳細投資組合與部位等級的資訊，彙整後發送給投資顧問以便執行查核程序。投資顧問亦可利用總合資訊對特定另類投資為更廣泛的風險評估。甚至已有投資顧問與經理人間預先達成協議使用此類第三方服務，以解決投資人對基金經理不夠透明之疑慮。

2. 評估第三方服務提供者關係與資產驗證

AIF 屬於私募性質，且另類投資策略相當複雜，對 AIF 執行實地呈核程序極具挑戰性。採用第三方服務，以利獨立驗證另類投資關係與資產，這些服務提供者亦可提供行政管理（如：資產驗證）、保管與稽核等服務。

3. 獨立行政管理

部分投資顧問對未聘用獨立第三方管理之 AIF 會停止新增投資或不推薦投資人投資，此類作法非基於法律強制要求，而係基於對基金管理服務透明度之考量。獨立行政管理服務有助於緩和特定投資與操作風險，避免不當配置投資資產，並確保隔離職責。

(三) 鼓勵第三方行政管理者發布透明度報告

美國 SEC 發現越來越多投資顧問直接收到由第三方管理者為另類投資之投資人所製作之透明度報告 (Transparency Report)，內容包括：由管理者與獨立保管銀行共同確認之淨資產價值與投資比重；保管銀行所持有之投資部位；管理者對投資比重之估價；以公允價值法衡量之資產與責任，一般使用 FASB ASC 820 的公允價值量尺。

1. 獨立背景檢查

投資顧問開始雇用第三方服務提供者，對經理人及其主要人員進行完整背景之調查，包括這些人員之經歷、法律與監理相關紀錄、及是否具獨立性等檢查。

2. 監理歷史資料審查

部分投資顧問運用 FINRA Broker Check 系統，研究目前及之前

於 FINRA 登記之證券經紀商或個人證券經紀與交易商之背景資料，而表格 ADV 與 SEC 投資顧問公開揭露網站 (IAPD) 亦是常被使用之工具。

(四) 投資顧問對另類投資及其經理人執行額外的量化分析與風險措施

1. 操縱績效回報之偵測作業

常被運用之衡量方法有:股價偏離率、序列相關檢定、回報分布偏態 (Skewness of the return distribution) 等。

2. 補充投資等級之決策

投資顧問增加量化風險指標之運用，以補充投資層級決策程序。甚至一些投資顧問的風險團隊使用特定量化指標以便在問題發生前預先辨識潛在問題，以呈現經理人的業績回報或投資失利報告。

(五) 投資顧問強化並擴大實地查核程序關注領域

1. 操作實地查核關注事項

許多投資顧問指派具有經驗、專業之操作團隊，對經理人政策與程序之進行評價審查。

2. 法律文件審查

大多數投資顧問採行法律文件審查為實地查核程序之一部分，甚至部分投資顧問極其重視法律風險審查，包括特別契約條款或 AIF 發生特定事件，致使任一投資人無力增強流動性等，法律分析可由投顧之法務人員以檢視私募要約資料，相關信函、契約條件，

及交易相對人契約等方式為之。

3. 投資基金贖回條款，及投資組合之流動性。

大多數投資顧問以現場實地拜訪經理人作為投資、風險控管與操作實地查核之方式，並表示現場實地拜訪有助於實地查核團對瞭解經理人管理文化，偵測有無不當控制環境存在，及增加接觸審查文件與直接和經理人本人會談之機會。部分投資顧問甚至擴大審視已經被核閱過的 AIF 財務報告，並搭配其他資料來源，以辨識可能存在之關係人交易或評價疑慮。

第五章 結論與建議

一、 開放 AIF 有助產業與資本市場發展

(一) 有助資本市場流動性與新創產業發展

另類投資具有非公開、非傳統(不從事普通股、債與現金投資)、流動性低等特性，非流動性 (Illiquid) AIF 較銀行貸款更具彈性，具有促進實體經濟發展之功能。例如：私募股權基金的投資人多來自於政府退休基金、保險公司等機構法人及超級富豪，投資目的企求其資產穩定成長，對企業而言也是較穩定的資金。投資操作係以發掘具有收購價值之公司，以低價收購股權並成為其最大股東，引進專業經理人進行組織架構與業務重整，當有興趣的經營者想要進駐經營時，再將價格拉高，賺取中間的差價為獲利。亦有像 Warren Beffett (巴菲特) 的手法，僅投資有潛力的小型公司，但不介入經營，保有原有的經營團隊不裁員，單純享受公司營業利益。我國也已開放私募股權基金以引介專業投資人進行投資，並以有限責任隔離風險。而目前規定投信事業僅能引介專業投資機構，亦係基於保護一般投資人之考量。發展 AIF 市場可增加投資操作管道，擴大資本市場規模，有助新創產業於國內籌資。

(二) 建立國內 AIF 市場，可分散融資風險

我國已開放投信事業另設子公司管理私募股權基金，主要原因為有限合夥制度法制化，解決過去無法律規範之問題。而 AIF 另

一主流之對沖基金，其投資人亦僅限高資產客戶，提供較難取得銀行融資之中小型企業融資機會，有利直接購買公司債進行評價分類，或加以組合後成為投資組合賣給適合的客戶。除有助資金融通外，亦有益分散投資風險。

主管機關於 5 年前開放期信業務，期信為對沖基金市場之一環，已為 AIF 建立基礎法規制度，尚欠缺者為可培育人才之實務操作市場。若能開放國內投信操作對沖基金，使業者不僅是銷售外國設計之相關基金商品，可同步建立國內操作經驗與業務，磨練從業人員資產管理能力。國內因二十餘年前的 LTCM 事件，看到對沖基金即認為風險過大。但經過多年嚴格監理與發展，雖在 2007 年美國信貸風暴與隨之引發的 2008 年金融海嘯時，有規模龐大的對沖基金發生違約風險，但都在兩三天內解決，並未影響一般投資大眾。蓋對沖基金著重交易，利用量化模型計算與移轉風險，反而不易引發市場系統性風險，而當時引發市場系統性風險者，反而是銀行的不動產抵押貸款違約問題。

（三）有助資金回流與培育專業人才

另以國外市場發展經驗，政府基金、保險公司是 AIF 主要資金來源，若國內沒有 AIF 相關商品與市場，資產規模無法擴大，國內退休基金與保險業就會選擇投資國外。AIF 法律架構與管理，雖與共同基金不同，但投資人屬於高資產客戶（Sophisticated Investors，有經驗、專業投資人），即使放在零售市場也難以發展。其近年來之蓬勃發展，也吸引國內專業投資人之興趣，並進而跨海投資。基於監理考量，宜鼓勵相關商品在國內發展，俾利監管，投資人可於國內投資 AIF，即在國內課稅，亦有助國家稅收。

開放業者設立 AIF，可仿效過去開放共同基金之過程，從引進海外基金開始，國內業者藉由引進銷售，進而學習如何操作管理，有政府基金與保險公司投資的穩定需求，業者提供商品供給，建立市場供需，就能擴大市場規模，培養人才

(四) 建立完整的資產管理投資生態系，有助國家稅收

WEF 世界經濟論壇 2013 年「從邊緣到主流-投資部門所受衝擊及吸引主流投資人之機會的評估」報告指出¹²³，影響投資領域最活躍的資本提供者是高淨值資產之個人與所謂的家庭辦公室 (Family office)，其在做出投資決策時具靈活性與高度的自由裁量權，即比其他資本提供者擁有更多的自主權。他們的資金經常由較少利害關係人來管理。換言之，一個或兩個家庭成員即可為投資決策，而非正式的投資委員會。「家庭辦公室」對具影響力之投資產品的需求日益增長，而獨立財富顧問和家族共組合夥投資關係，可採取更彈性之投資手段，如投資所有類別資產或 AIF，對傳統投資領域已產生衝擊。不論小額投資人 (資產淨值低於 10 萬美元者，透過零售金融機構投資)、高資產淨值客戶、超級富豪、各類退休/主權基金、保險公司、對沖/共同基金，甚至提供發展中國家融資之機構之資金匯集為各類投資基金，透過金融機構或財富管理顧問之建議流向各類別標的，實體產業得以多元方式為籌、融資，而投資人經由專業投資操作獲取報酬，已構成一個完整的生態系。

另以香港與新加坡為例，金融業、資產管理業即支撐其主體經濟，有政府基金與保險公司穩定投資需求，業者提供商品供給。在

¹²³ World Economic Forum, From the Margins to the Mainstream Assessment of the Impact Investment Sector and Opportunities to Engage Mainstream Investors, Sep. 2013. http://www3.weforum.org/docs/WEF_II_FromMarginsMainstream_Report_2013.pdf

國內發展管理，除方便監管，更因投資人於國內投資，就會在國內課稅，有助國家稅收。

二、 開放我國 AIF 之配套措施

- (一) 可對不同另類投資商品風險分級，對不同風險級數的商品施以不同程度的監理。如期信商品(CTA)大多屬於正偏態，只要管理波動性即可。而對沖基金本質多為負偏態，極端市況發生風險較高，可就偏態系數進行不同程度的監管，而非採用統一標準。
- (二) 參考各國均未對 AIF 成立資本門檻設限，而係以基金規模達一定程度以上者，要求其向金融監理機關登記。且其投資人應符合高淨值資產條件，非一般人所能投資，故監理程度較低。我國可採設定取得 AIF 執照之資格條件，如：須具有國內期貨自營/期信/期經或國外 CRM（風險管理）或 CIA（投資分析）等資格，或是在國內外有實際操作經驗，搭配其他條件（如：評估投資之透明度、定價難易度與流動性等，訂定不同的投資限制）規範。
- (三) 主管機關已開放由投信事業投資子公司以有限合夥方式經營 AIF 中之私募股權基金，其他種類之 AIF 之法律架構與其相同，僅投資操作方式與範圍不同。投信轉投資之子公司採有限合夥架構，其主管機關為經濟部，可使投資範圍更廣。但基於公司治理需求，投信公司必須要在董事會的位階充分督導並了解自己的子公司業務。而金融主管機關核准投信公司從事此業務，則需要獲得統計資料，包括在國內外設立情形、業務規模等，以確保其資訊透明度。

(四) 參酌開放槓桿型（反向型）期貨 ETF 方式，開放期貨信託事業發展對沖基金業務。規範則可參考香港「對沖基金指引」規定，依不同風險程度訂定不同的資本額、投資條件及資訊揭露要求。

綜上所述，以簡表列示我國發展 AIF 之建議如下：

開放我國 AIF 具體措施簡表	
監理面	<ul style="list-style-type: none"> • 參考美國制度，要求業者自訂另類投資警示指標、內部監控重點與程序報主管機關。 • 證信與期信兩業之法令遵循、行政流程、行銷方式管道類似，宜先檢討兩業類似規定，使規範程度一致。 • 監理宜以核心業務（基金規模、操作績效與風險）為重點。
資格條件	<ul style="list-style-type: none"> • AIF 成立條件不訂資本門檻，鼓勵專業經理人投入，但應訂定經理人（公司）與投資人資格條件限制。 • 「專業投資人/合格投資人」定義與範圍，先行適用 106 年 10 月 19 日金管證投字第 1060038414 號「私募證券投資信託基金應募人條件」之令，其後再視市場發展狀況調整。
投資操作	<ul style="list-style-type: none"> • 鼓勵國內退休基金與保險業投資 AIF，訂定具誘因之規定。 • 績效分成計算以「先返還 LP 全部出資模式」（優先保本）為最佳實務，GP 先返還 LP 所有出資加計優先報酬率之獲利，始得收取績效分成。 • AIF 可投資標的、可投資比重宜參考美、英與香港等地規定放寬。
風險控管	<ul style="list-style-type: none"> • 不以業別做為風險管理差異之依據，依基金投資之商品組合風險分級管理。如：依不同對沖基金類型進行風險分類管理，訂定不同投資限制，提供彈性。 • 參考美國 SEC 對業者揭露規定（每年申報表格 ADV 與 PF），要求 AIF 應定期為成本揭露、風險揭露、及影響基金績效之特定因素之揭露。運用實地查核結果，針對投資、操作及風險控管等項目提出警示指標，俾利訂定 KYC 與營運盡職調查（ODD）制度。 • AIF 包含融資融券業務，研修保管銀行規範，調整實務作業。
收費	<ul style="list-style-type: none"> • 提供基金經理人誘因，績效報酬分潤提成可記入基金費用成本。 • AIF 銷售對象為專業投資人，管理費用計算宜與 AUM 連結，不

開放我國 AIF 具體措施簡表

與 稅 負	<p>宜收取轉換銷售費用，鼓勵長期投資。</p> <ul style="list-style-type: none"> • 參考新修訂「產業創新條例」第 23 條之 1 與第 23 條之 2，符合一定條件之創投有限合伙可採穿透個體課稅之規定。解決 AIF 合夥架構下，投資人階段及被投資事業階段重複課稅問題。
投 資 人 保 護	<ul style="list-style-type: none"> • 客戶分級管理，禁止向「不合格投資人」募集資金或銷售。 • 投資人為機構法人，或有經驗、高資產之個人投資人，投資人適合性與 KYC 應簡化。 • 強化資訊揭露透明度，要求 AIF 經理人定期提供投資人有關基金操作、營運現況、資產規模等資訊。 • 鼓勵投資人主動負起監督責任，促使 AIF 經理人採取適當措施。明文規定賦予「合格投資人/專業投資人」為確保其投資，有主動請求 AIF 經理公司提出相關說明之權利。

資料來源：本研究整理。

參考資料

一、中文資料

- 普華永道，中國私募股權/風險投資基金 2016 年回顧與 2017 年展望，2017 年 2 月。
- 中國證監會，私募投資基金監督管理暫行辦法，證監會 105 號令，2014 年 8 月 21 日。
- 中國國家稅務總局，關於〈關於個人獨資企業和合夥企業投資者徵收個人所得稅的規定〉執行口徑的通知，國稅函〔2001〕84 號。
- 中國財政部、國家稅務總局，《關於將國家自主創新示範區有關稅收試點政策推廣到全國範圍實施的通知》，財稅〔2015〕116 號。
- 工國家稅務總局，《關於有限合夥制創業投資企業法人合夥人企業所得稅有關問題的公告》，國家稅務總局公告 2015 年第 81 號。
- 李勳，香港對沖基金監管制度研究，財會月刊，2007。
- 香港證監會，《證券及期貨條例》新發牌制度，2002。
- 王怡心，對沖基金公務出國報告，2005。
- 麥嘉軒，香港稅務——法例與實施說明，2008。
- 香港證監會，證監會持牌基金經理/顧問的對沖基金活動調查報告，2015 年 3 月。
- Simmons&Simmons，香港對沖基金概要，June 2017。
- 劉宗聖，從國際基金發展趨勢談期信基金，期貨人，第 58 期，2016 年第 2 季，期貨業商業同業公會，2016 年 6 月。
- 李玉如，避險基金，台灣金融研訓院，2007 年 5 月。
- 保險業資產占金融機構資產比率表，財團法人保險事業發展中心，<https://www.tii.org.tw/opencms/information/information1/000001.html>，2017 年 8 月 28 日。
- 人身保險業資金運用表，財團法人保險事業發展中心，<https://www.tii.org.tw/opencms/information/information1/000001.html>，2017 年 9 月 8 日。
- 勞動基金運用，勞動部，<http://www.mol.gov.tw/topic/6025/>，2017 年 7 月 20 日。
- 投信業者於私募股權基金產業之契機，安侯建業聯合會計師事務所 (KPMG)，2017 年 8 月 4 日。

二、 英文資料

- Olver Wyman, Domiciles of Alternative Investment Fund, 2014.
- Education Committee of Greenwich Roundtable, Best Practices in Alternative Investing: Portfolio Construction, 2009.
- World Economic Forum, Alternative Investments 2020-The Future of Capital for Entrepreneurs and SMEs, .Feb. 2016.
- Vanguard Financial Advisor Group, Learn about alternative investment, March 2014.
- Exploring the impact of private equity on economic growth in Europe, Frontier Economics, May 2013.
- The Greenwich Roundtable® , <http://www.greenwichroundtable.org/>
- U.S. Securities Exchange Commission website, 17 CFR Parts 275 and 279, <http://www.sec.gov/rules/final/ia-2333.htm>.
- Uniform Limited Partnership Act of 1981, United States Codes, Title7, Article 62 .
- Michael D. Saarinen, Private Equity Con-Investing: Emerging Trends and Regulatory Developments, Goodwin Procter LLP, Alternative Investment Funds 2016, ICLG, 2016.
- Kevin Doran, Guidelines for Disclosure & Transparency in Private Equity, Chron,
- NASD Notice to Members 05-65.
- Global Legal Group, The International Comparative Legal Guide to: Alternative Investment Funds 2016, 4th Edition, June 2016, at 29. <https://iclg.com/practice-areas/alternative-investment-funds/alternative-investment-funds-2016/usa>
- Regulation of Investment Advisors by the U.S. Securities and Exchange Commission, March 2013.
- GAO, Defined Benefit Pension Plans: Guidance Needed to Better Inform Plans of the Challenges and Risks of Investing in Hedge Funds and Private Equity. GAO-08-692. August 2008.
- GAO, Hedge Funds: Overview of Regulatory Oversight, Counterparty Risks, and Investment Challenges. GAO- 09-677T. May 7, 2009. <http://www.gao.gov/products/GAO-09-677T> .
- SEC, Investment Adviser Due Diligence Processes For Selecting Alternative Investments and their Respective Managers, National Exam Program- Risk Alert, Volume IV, Issue 1, January 28, 2014.
- Jason Scharfman (2017), Hedge Fund Compliance: Risks, Regulation, and Management, Corgentum Consulting.
- Investopedia, <http://www.investopedia.com/terms/d/duediligence.asp>.
- Gavin Cassar and Joseph J. Gerakos, “Determinants of Hedge Fund

Internal Controls and Fees.” June 29, 2009.

Knowledge@Wharton, “Hedge Fund Clamp-down? Research Says Investors Can Watch Out for Themselves.” July 8, 2009.

Clifford, Christopher (2014), Hedge Fund Boards, University of Kentucky

IM Guidance Update No. 2013-05, August 2013.

Board Oversight of Alternative Investments, Reporting of the Mutual Fund Directors Forum, January 2014.

Securities Exchange Commission, Investor Bulletin: Alternative Mutual Funds, Feb. 3, 2017.

ESMA, ESMA ISSUES PRINCIPLES ON SUPERVISORY APPROACH TO RELOCATIONS FROM THE UK, MAY 31, 2017.

Jeremy Elmore, Emily Clark, Alternative Investment Fund 2016-England and Wales, International Comparative Legal Guide, June 6, 2016.

FCA HANDBOOK, Chapter 16, Scope of the Alternative Investment Fund Managers Directive, The Perimeter Guidance Manual, Sep 2017.

FCA HANDBOOK, Chapter 16, Scope of the Alternative Investment Fund Managers Directive, The Perimeter Guidance Manual, Sep 2017.

Part 6 of Financial Services and Markets-The Alternative Investment Fund Manager Regulation 2013, Financial Conduct Authority, 22 July 2013.

AIFMD, Chs IV-V, Transparency requirements. See also "Consultation paper: guidelines on reporting obligations under Article 3 and Article 4 of the AIFMD", European Securities and Market Authority. 2013. Retrieved 13 January 2015.

Brodies LLP, New UK regime for private equity limited partnerships, May 17, 2017.

InsightLegal Asia Consulting, Comparative analysis for Asia-Pacific hedge fund managers: legal and tax structuring in Hong Kong and Singapore, 2014 ◦ <http://www.lexology.com/library/detail.aspx?g=0e6e314e-d450-40e2-8334-77239b4e56b6>

Jose Garcia-Zarate, Why Passive Funds are Growing in Popularity, Morningstar, Feb. 20,2017.

Willmer, Sabrina and Alan Katz, “Private Equity Not So Private as Fees Revealed at Blackstone”, Bloomberg, 31 December 2014.

Willis Towers Watson Global Alternatives Survey 2016.

Bseventure, 5 Predictions for the Alternaitve Investment Industry for 2017, Feburary 2017.

Cerulli & Associates, U.S. Alternative Products and Strategies 2016: The Multiple Roles of Alternative Investments, 2016.

John Manganaro, Institutional Investors Setting Alternative Investment Trends, 2016.

Fortune, Here's How Much Investors have Pulled from Hedge Funds in 2016, Oct. 20, 2016.

Linedata, 2016 Global Asset Management & Administration Survey, October 2016.

SEI, The Future of Private Equity, October 2016.

Phoenix American Financial Services, Why Strong Administration Infrastructure is a must for the Family Office, Oct. 17, 2016.

SEC, Investment Adviser Due Diligence Processes For Selecting Alternative Investments and Their Respective Managers , January 28, 2014.

SEC, Investment Adviser Due Diligence Processes For Selecting Alternative Investments and their Respective Managers, National Exam Program- Risk Alert, Volume IV, Issue 1, January 28, 2014.

附件

財團法人中華民國證券暨期貨市場發展基金會召開 「發展我國另類投資基金之研究」座談會紀錄

記錄：蘇秀玲、吳昱柔

時間：106年9月21日（星期四）下午2時30分

地點：台北市南海路3號9樓會議室

主席：臺灣大學財務金融學系李教授存修

出席：

金融監督管理委員會證券期貨局古副組長坤榮、李科長淑敏、蘇科員郁如

證券投資信託暨顧問商業同業公會黃秘書長良瑞、林高級專員宜靜

國立臺灣大學管理學院財務金融學系邱教授顯比

國泰證券投資信託公司張董事長錫

富邦證券投資信託公司胡董事長德興、李總經理明州

富蘭克林華美證券投資信託公司黃總經理書明

摩根證券投資信託公司尤總經理昭文、劉執行董事璋

元大證券投資信託公司黃執行副總經理昭棠、譚副總經理士屏

Quantitative Solutions, Allegro Gamma Inc.陳博士幼寧

Point 72 Asia(HK) Limited Quant Portfolio Manager 賴聖唐

列席：本基金會

張總經理麗真、研究處葉處長淑玲、蘇副研究員秀玲、吳中級專員昱柔

壹、主席致詞：(略)

貳、研究報告簡報：(略)

參、與會人員發言摘錄

● 張董事長錫

- 一、政府已經開放投信事業募集私募股權基金，初期私募股權基金可以投資的產業以「五加二」為主，目前主要投資者為保險事業，但其實許多非保險的事業也很有興趣。事實上法規並未對資金來源有所限制，但投資人也反映「五加二」產業實在太少，希望中期後可以更開放，擴大投資範圍。
- 二、這幾年因為是多頭市場，對沖基金績效較不顯著，但如果是空頭市場，即會凸顯對沖基金的價值。對沖基金在創造 α （投資績效）及艱困市場中扮演重要的角色，過去調查國內至少有 5 家業者對設置對沖基金有興趣，但因為國內未開放，許多人才外流至國外。期待國內能建立平台，讓人才回流，累積操作經驗。而私募股權基金主要是投資實體產業，如果能搭配對沖基金，業者就能將此產業的餅做大，對臺灣資產管理市場更有貢獻。

● 胡董事長德興

若能開放 AIF，資產管理公司的管理能力能更健全，對臺灣資本市場有很大的幫助。剛開始買方可能限於如保險公司等專業投資人，但可以慢慢放寬，至於被投資的產業，也可以逐步從新創、五加二，擴大到中小型企業。資產管理範圍越來越廣，有助於業者磨練資產管理能力，按部就班發展也可讓政府單位放心。建立 AIF 管理環境，不僅有助資本市場發展，更可運用資金投資產業，發展經濟。

● Quant Portfolio Manager 賴聖唐

過去國內發展期信事業時，我曾被交付任務擔任期信公司總經理，目前任職的公司，是華爾街十大之一的對沖基金業者投資的公司，陳幼寧博士是合夥人，陳博士是業界的大前輩，是不是先請陳博士發言。

● 陳幼寧博士

我在美國合夥成立對沖基金，業界經驗二十幾年，很高興看到大家對對沖基金有興趣。首先我想先釐清一下，這次會議想達到的目標是什麼？是希望發展 AIF？還是希望培育人才？或是希望將資金流向 AIF 的限制法律鬆綁？或是說所有問題都包含在內，但先後次序不同。

● 李教授存修

我認為您剛剛提到的問題，都是我們希望瞭解的。

● 尤總經理昭文

五年前我們也討論過期信的法規，當時期信也開放部分類似對沖基金的操作，其實對建立 AIF 市場是有益的。過去臺灣曾有數篇 AIF 相關的文章，最近一篇是吳啟銘教授的報告，主要介紹投資人分散的效果、投資人的報酬等。本次這篇報告寫得很完整，臺灣的監理單位、證基會或我們產業從業人員，是認真在思考不只是賣別人設計的產品，而是如何發展我們對另類投資管理的能力。

另外 AIF 對經濟的貢獻，這篇報告也有提及，整理了 World Economic Forum 和 Willis Tower Watson 的研究，特別提出 AIF 對市場與產業的幫助，最終就是實體經濟。這就是彰顯 PE 的價值，尤其是夾層融資、企業購併等 Illiquid AIF 的貢獻。除了公會對開放 PE

Fund 的貢獻外，5 年前期信也為對沖基金建立平台與相關法規，平台有了，法規有了，目前欠缺的就是人才。所以投信的業者是否有意願，花錢找人才，發展這類的產品，也可以結合我們外資公司的經驗與能力。不只是開放 Illiquid 的 PE，Liquid 的 AIF 也有很大的發展空間。

報告也提到國外未對 AIF 設下資本額的限制，若邀請國外這些專業經理人回國，在對國內投信企業主尚未產生信賴的情況下，可能對操作技術的運用有所保留。而這些人在管理 AIF 所能拿到的管理費與獎金是很高的，我認為若他們回國若不想屈居受聘於投信，是否可以開另一條路，不對資本設下門檻，而係以專業發起人的資格來規範，若有監理疑慮，是否可以考慮運用監理沙盒，允許他們成立 AIF 運作一段時間，和國內投信產生互信後，就能有進一步的合作。

● 陳博士幼寧

我是數學出身的人，個人感觸很深的，是專業數學的人在臺灣找工作困難，反而在美國，數學專才卻是企業爭取的對象，這是很可惜的，培養國內人才是蠻重要的事。

● Quant Portfolio Manager 賴聖唐

以我過去在國外從業的經驗，及發展國內期信的過程，發現期信要推出自己本土化產品最大的困難，就是人才不夠。期信的人才必須同時兼顧期貨與信託，但事實上期貨占的比重是更高的，畢竟操作主要是投資期貨商品。而人員操作經驗來自於期貨自營商，但在期貨市場操作所獲得績效獎金都不錯，就沒有意願到期信來代客操作。但如果可以把操作範圍擴大到對沖基金就不一樣，以 CTA 的角度來看，期信只是對沖基金的一環，我到國外後發現，現在國內投資限制，只

是擋掉了數學、物理、統計，甚至是 Computer Science 專才的工作機會。而這些人才多半都畢業於台大、清大和交大，但因為國內產業就業機會有限，最後都流入科學園區。現在金融業最夯的就是機器學習與 AI (人工智慧)，當我們想回國獵才時，發現面臨最大的挑戰，是台積電與聯發科，這些公司給的薪資都相當驚人，要這些專才放棄既有工作，轉行投資決策與操盤相對困難。

除了人才受限，使得過去期信發展不盡如人意。另一個問題是產品的買方，以對沖基金而言，主要買方是退休基金、主權基金（在臺灣主要為外匯儲備），第三個就是保險業，屬於比較長期穩定的投資人。但政府對開放保險業投資的態度相當保守，多半是 5% 或 10%。當然證期局開放業務的用意很好，但是沒有銀行或保險的政策配合，另類投資是發展不起來的。業者可能要花費許多時間突破法規，相對發展業務的時間就減少了。上游人才缺乏，下游沒有顧客，AIF 也不是零售端客戶可以理解的，這是期信發展不起來的因素。

有關議題一「發展國 AIF 市場是否有助於國內中小型企業籌融資」，對沖基金有個策略稱為 Capital Structure 或 Distressed Debt。假設今天對沖基金有 100 億資金，可提供中小型企業融資，或直接購買他們的債。因為以他們的資本與資產規模，很難取得銀行融資，但對沖基金可以買入各種不同企業的債，並加以評價分類，加以組合後成為投資組合，將風險多樣化組合後，將 B 級評價的債混入 A 級債，賣給適合的客戶。不僅分散投資風險，也可以使需要資金的人獲得融資，這是國外常見的策略模型，若能在國內運用，由業者以專業管理，是有助於中小企業發展。

議題二「如何擴大國內證券暨期貨市場商品與業務，以鼓勵 AIF 投入資金，並提供退場機制」，則涉及期貨交易所的商品設計。議題

三「AIF 的監管方式」，當時我們在期信也提供將風險分級，對不同風險級數的產品施以不同程度的監理。期信商品(CTA)大多屬於正偏態，在極端事件是可以賺錢的，因此對於正偏態系數的產品，就只要管理波動性極可。

但對沖基金本質多為負偏態的情況下，極端市況發生時的風險其實是更高的，例如購併與套利策略，經理人買進被購併公司並同時放空購併人家的公司，來從中獲利。順利的話兩筆交易都可以賺錢，但如果遇到交易破局，變成兩邊都賠，產生災難性的後果。這跟賣出選擇權一樣，如果市場平靜，就一直靠賣出選擇權賺權利金，如果突然發生黑天鵝事件，基金就可能破產。所以針對對沖基金，應該就偏態系數進行不同程度的管理，而非採用統一不變的標準。

針對 AIF 資本門檻問題，我贊成不要針對資本設限，否則會擋掉所有機會。但可以控管取得 AIF 執照資格條件，如必須具有國內期貨自營/期信/期經或國外 CRM（風險管理）或 CIA（投資分析）等資格，或是在國內外有實際操作經驗，搭配其他條件做為監理手段。另外 AIF 的投資主要為店頭市場（OTC），過去期信投資 OTC 商品比例是受限的，但其實全球最大的市場為外匯（遠匯）市場，就是 OTC 市場，但期信法規限制 OTC 投資上限為 10%，就造成很大的問題。對於投資 OTC 商品，如何將分類管理，針對透明度、定價難易度與流動性，訂定不同的投資限制，是比較合理的監理手段。

● 胡董事長德興

對於政府如何輔導業者從事國際資產管理業者所能從事之業務，我認為在國外，政府基金、保險公司是 AIF 主要資金來源，國內沒有相關商品，所以國內退休基金與保險業就會選擇投資國外。然而

國家基金與保險公司資金投資國內基金是最讓人放心的，應該開放業者設立 AIF。如同以前開放共同基金的過程，從引進海外基金開始，國內業者藉由引進銷售，進而學習如何操作管理，進而擴大市場規模，就能培養相關人才。有了政府基金與保險公司投資的穩定需求，業者提供商品供給，建立市場供需，就能擴大市場規模，培養人才，不論是哪一種基金私募股權也好，對沖基金也好，過程都是一樣的。

過去也是從國外基金公司找顧問來，業者招募人才訓練，投資市場商品，管理基金穩定成長，規模變大，監理者放心，再把商品投入零售市場。雖然 AIF 有些更複雜的商品，但投資人屬於 Sophisticated Investors（有經驗的投資人，專業投資人），並非零售市場的商品，即使放在零售市場也很難發展。監理者其實應鼓勵商品在國內發展管理，方便監管，而投資人投資商品，就會在國內課稅，有助國家稅收，大家都樂觀其成。

以富邦集團來看，富邦人壽握有資金，他們遴選投資操作業者，開出的規格當然是國外業者來競標，因為海外基金績效追蹤期間長，資訊完整。國外業者來簡報時，我們投信也會派人去聽，順便學習，但是沒有市場的話，就沒有培養人才的機會。

● 張董事長錫

目前私募股權基金可以引介專業投資人，只有投信事業引介須專業投資機構。

● 尤總經理昭文

其實操作基金最頭痛的是勞動基金運用局，畢竟有大宗資金必須投資，就如胡董提到的，業者必須要有相對的能力管理。

● 陳博士幼寧

我這裡補充兩點，我同意胡董事長的意見，一旦產業做大，人才自然就會過來。「十年樹木，百年樹人」，需要長久計畫才能培養，如果能建立市場，才能提供年輕一代更多選擇。

另外我想表達的是，過去看到 AIF 會有抗拒心態，認為風險過大。實際上過去二、三十年來，也只有一個對沖基金 LTCM 引發系統性風險。2007-2008 年金融海嘯，雖也有些規模龐大的對沖基金發生違約風險，但兩三天就解決了，因為對沖基金著重在交易，風險是從 A 轉到 B，對市場系統性風險不大。引發市場系統性風險的人，就是製造風險的人，也就是銀行，反而是他們的不動產抵押貸款違約，進而引發「大到不能倒」的問題。

● 黃執行副總昭棠

不論是證券投資信託或是期貨投資信託的商品，相對於今天討論的 AIF 而言更為單純。AIF 可投資範圍與商品內容更為廣泛，從一開始的 KYC 做法就要與證信或期信有所區隔。目前我們證券與投信業關注重點還是投資人保護，如果客戶篩選與 KYC 沒有明確規範，除了使業者投資受限外，可能發生投資人賺錢時沒事，但賠錢時就申訴的現象。

此外，目前投信的投資範圍為有價證券，範圍相對狹窄，許多投資策略必須將 OTC 商品考慮進去，但是許多投資 OTC 商品限制，使投資策略受限，甚至難以產生 α 的空間。另外我們有些商品設計必須得到期交所的同意，而期交所的思維是傾向一般投資大眾。但我們許多商品設計，是朝專業投資人方向，雖然成交量不是那麼大，但其存在的必要性，故此類商品設計希望可以豁免期交所審核。

另外對於投資比例的限制，與其限制投資的比率，或對資金設限，不如對投資商品範圍為更精細的設計。我們最近在開放槓桿型 ETF 業務上有比較愉快的經驗，也就是不管倍數，最大風險值就是 110%，若槓桿兩倍，就乘以 2，最多曝險值就 220%，至於要做到 2 倍或 3 倍，主管機關並未在法規明訂。換言之，法規的框架更為靈活，當投資人習慣此類投資後，未來我們擴大到 3 倍或 4 倍，主管機關同意就可以放行，不須再修法。建議未來對 AIF 管理，在法規上採行更有彈性的規範框架，才能有符合投資人要求績效的結果。

過去對交易流程的限制，也限制交易策略發展，雖然業者可能已有執行交易策略的能力，一旦套到四大流程，就難以落實執行，導致部分策略必須委外操作，希望未來交易作業流程也能有調整空間。另外在績效分潤上如果能有足夠的誘因，吸引人才不是問題。希望主管機關在績效分潤採取彈性的規定，以私契約條款約定為主，尤其對沖基金追求績效，更需要這方面的配套。AIF 採低度監理並非不重視投資人保護，而是其他配套機制處理，若主管機關要求提供表格或文件申報，我們也會遵循相關規範。

● 黃總經理書明

一、我想針對證期局在 8 月 3 日公布的私募股權基金規定提出建議與釐清。首先專業發起人的條款其實扼殺了這個行業人才想繼續往上走的機會，如前面幾位先進都是在國外大型的資產管理機構服務，但因為有了經驗與能力，可以自己設立新的資產管理公司，帶動產業蓬勃發展；但臺灣投信有專業發起人條件的限制。我最近注意到一個現象，航空業有所謂的「長榮條款」，也就是航空業的發起人必須是有經營航空業經驗的公司；但那

時候航空又放寬到了海運，所以長榮可以設立長榮航空。現在張國煒如要設立航空公司，他對航空業的經營有很長足的經驗且本身也是機師，但就被這個條款綁死。最近交通部研議修改這個條款，只要是對經營方面有能力的個人，當然資本額的要求要看產業，包括經營者的經驗與能力、過去有沒有不良紀錄等，完全從「人」的角度來做考量。因此希望資產管理業的主管機關是否也可考慮從這方面思考，才能鼓勵人才投入產業，有更好的發展。

- 二、剛提到很多人才的問題，我覺得臺灣真的不欠缺這些人才。國內投信在這兩年，很多新發行的基金都在投資策略中考量到計量模型的管理。國內的財研所也培養了很多財工人才，在研究所時期都有很不錯的訓練，再進入到職場即有架構計量模型的能力。而後續如何讓這些人才有好的發揮環境，我覺得是蠻重要的。
- 三、私募股權基金屬於直接股權投資，也就在於如何發掘新創公司有值得投資的潛力，對產業的發展、中小企業的融資都有幫助。但法規的部分，看來是希望投信本身具備各種資產管理的能力，投信可以轉投資子公司，而 PE Fund 再委由投信公司經營管理，當然這我也不反對，但其實在國外有些資產管理公司是把這劃分到不同的 investment platform 或 investment team(子公司)，不一定要把所有功能都集中回到投信公司，既然投信轉投資了 GP，可以就由 GP 來全面管理。
- 四、有關投信公司引介參與 PE Fund 投資目前是限於專業投資機構，對此我深感不解。當然子公司可以自己去找專業投資人(自然人)來投資，但未來假設 GP 公司設在臺灣的話，是否又有其他規定

目前還不知道。但是因為投信本身有些不錯的客戶基礎，若能運用投信的資源，將投信可引介的集資來源對象擴大到專業投資人，應該是更合理，希望在這部分可以有所考慮。

五、這次公布的法規中看到主管機關不限制 GP 應該設置在國內外，這是很正面的想法。但回到一個問題，若設在國外，應受到國外法規管理，或是國內主管機關亦對其做管理？舉例來說，若臺灣金融機構在香港設分行，應遵循香港相關法規而非國內。但在這次法規中，國內投信轉投資子公司募集 PE Fund，須先羅列出投資範圍等募集詳細事項，才能與主管機關進行後續籌設。但因為轉投資的子公司未來要設置在國內外或不同國家，都有當地法規遵循的需求，建議是否能有更彈性的做法。

六、另外與今天主題較不相關的部分是，因應法規的增加投信成本支出也提高。在國外，資產管理公司的 Investment adviser 可以做公募、私募、mandate 基金的經理人，不須將業務分開。因此，是否只要把各業務產品的防火牆建立好，而在人員配置可以有一體的運用，否則投信業者須投入更多的成本實不合理。這點也是呼籲蠻久了，當然很感謝新種業務的開放，但對既有業務若能更有效率的鬆綁或調整，相信能對國內投信業務發展或是經營效率將更有幫助。

● 邱教授顯比

一、這份報告寫得很完整詳實，引據了非常多的資料，若要建議的話，建議在剛開始可以討論另類投資這個產業若在臺灣蓬勃發展的話可能帶來什麼樣的效益，並非對其他產業、中小企業的影響，而是對這個行業本身可以雇用多少人、創造多少收入，

例如香港、新加坡，金融業、資產管理業本身就支撐了經濟很大部分。產業本身的產值已是非常值得發展，這點在臺灣沒有受到重視，臺灣有一個觀念就是金融要為產業、實體經濟服務，這是沒有錯的，但是金融業本身其實就有它存在的價值。台積電、聯發科等電子產業為什麼發展得不錯呢？我個人覺得最大的原因是它的主管機關是經濟部，而經濟部是不管事的，因此產品的設計、策略、賣到全世界都沒有人管，所以發展得很好。其實發展臺灣的金融業從來沒有想過產品可以賣到全世界，所以剛開始的格局就不對。因此報告一開始可以說明這個產業其實蠻適合臺灣的，臺灣有很多金融、數理人才，結合起來沒道理會輸香港、新加坡，主因臺灣法規的限制。台大財金系所畢業的學生，好的工作常常是在香港，而我們是否能拿掉法規限制創造好的環境，給年輕人出路。而且 AIF 產業薪水各方面都蠻好的，若臺灣能成為中心，對臺灣經濟的發展也蠻有好處。

- 二、報告第 112 頁表 3-8 國外 AIF 發展蓬勃的因素之一為合適的法規環境：堅持與國際標準接軌，我常覺得臺灣花太多時間研究適合臺灣的法規，若直接用香港、新加坡、美國的法規結果可能會好很多。這些地方也蠻重視風險控制，行業亦發展很久，所以直接抄他們的法規，再做些修改，創造跟做得最好的幾個地方同樣的環境。但目前證券投信投顧法是不夠的，至少需要資產管理法較大的架構，或另立 AIF 的法源也可以。
- 三、我們應該把格局放大，思考臺灣金融業產品是否可能行銷到全世界，吸引全世界的人才。

- 李教授存修

過去金管會亦曾整理出香港能做我們不做的項目，如果沒什麼障礙就全部開放，有跟國際接軌這樣的想法。

● 劉執行董事璋

- 一、我同意胡董事長的意見，要在臺灣發展資產管理業，要有資金來源。目前政府四大基金開始做，但最主要還是在保險業。我們也知道產業發展要有主管機關支持，今天主管機關對保險業嚴密的管理，主因主管機關花了很多時間在整頓，那我們也覺得整理得不錯，很多小型保險公司不見併到大型保險公司，前三大保險公司占了臺灣保險業資產百分之五十以上，前六大占九成以上。而監管方式不一定要像以前很多小型保險公司時候一樣那麼嚴格，保險業主管機關若能用不一樣的思維開放環境，首先受惠的就是資產管理業者，接下來周邊產業也會有更多開放的地方。簡單的結論，應該對主管機關提出呼籲，站在更高的角度，從過去防弊轉換到興利的角度來思考。
- 二、到目前講的多是避險基金相關，但過去的經驗來說，保險業對 AIF 投資的興趣其實是在 PE Fund，最大原因是透明度高，透明度不是指風險，而是投資時了解 PE Fund 的策略。主管機關對 PE Fund 的害怕，主要在於它是私募的基金，主管機關看不到業者如何管理。但其實私募基金在 LP 和 GP 之間有簽合約，我們都知道 GP 在做什麼，但也不會涉入太多，但 GP 若超過我們期望，則會對價格造成影響；因此這是一種互信關係，我們在臺灣投資的私募基金也幾乎都是國際前幾大的，不會去投小的公司。
- 三、其他如 Bio Fund、Real Estate Fund 這部分的人才也較欠缺、缺

乏經驗，這方面也應該多下功夫研究。

● 李總經理明州

- 一、呼應邱教授提到的，過去幾年臺灣把會計準則轉成 IFRS，實為國際化蠻好的一個案例，現在財報上跟國外溝通成本降低很多。所以很多法規的開放，其實可以參照合適的大原則，再在 Local Rule 做些調整，可以加速和國際接軌，對於業者亦更有競爭力。
- 二、十幾年前我也參與了期信的籌備，其實期信、對沖基金的市場不見得那麼容易打開。另外私募股權基金的部分，很謝謝政府開放得這麼快，其實主要是配合整個產業的發展。而我國創投基金已發展二、三十年，私募股權基金可以用這個當基礎，創投基金架構上和私募股權基金稍微不一樣，但投資標的很多蠻相像的，因此我覺得以一個開放的角度，投資項目可以再放寬一點，只要限制好進來的是專業投資機構或專業投資人，他自然會去評估風險、評估投資標的是否符合需求，我想我們應該信任出錢者，會對自己的錢謹慎，做好風險管理；被委任者也會為自己未來長期的發展，謹慎執行其角色。這塊其實可以留給市場，很多規範不用訂得太細，而增加業者的合規成本。

● 譚副總經理士屏

- 一、避險基金要在臺灣成功的話，在於外部環境是否能配合，客戶能直接接觸相關產品的環境十分重要。我知道這類產品有它特定的客群在，但首先在投資人適合性、KYC 程序若能做到不要太繁瑣，我覺得這樣可以確保相關產品成功的可能性。
- 二、在臺灣避險基金這類產品金融機構法人投資的可能性是大的，周邊相關機構的配套辦法是蠻重要的，例如在可投資標的、可

投資比重受到限制的情況下，金融機構也無從下手。舉例來說，期信基金可投資標的是每檔基金規模的 5% 而已，也就是要讓保險業投資 5 億的話，期信基金的規模要 100 億。但保險業的資金規模不會這麼龐大，相對期信基金規模有點不成比例。但有趣的一點是，據我所知國內壽險在投資海外的另類商品或避險基金，不會受到相關的限制。限制比重差異就會造成產業競爭上起跑點的不平等。

三、RBC 或 BIS 的計算若是能用更合理的方式重訂新種產品比例上的計算，對國內資產管理業的發展有幫助。隨著新種產品的發展，保管銀行也變得十分重要。新種產品包含融資、融券的業務，保管銀行規範或實務上的作業能相互配合可能需要進一步研究。

四、針對議題三「對 AIF 建議之監管方式與業者法令遵循具體措施」，就避險基金來說，我們其實也針對槓桿反向 ETF、期貨 ETF 的法令跟主管機關互動過。我覺得要針對避險基金設立法令規範是超難的，因為避險基金的產品類別太多了，很難說有一套規範是適合所有避險基金的，要的話就是針對個別類別，但每檔基金操作方式不一樣幾乎沒辦法全部涵蓋。在這種情況下因為它是私募產品，而且針對特定客戶，所以是否就期待國內機構隨心所欲不逾矩，但長官也是怕怕的，因此我覺得這方面的難度是高的。但假如避險基金產品能發行，其實證信、期信基金投資策略與避險基金有相似之處，舉例證信基金的市場中立策略可以做到一半，也就是可以買進強勢股、放空股指期貨，來做到市場中立策略；但沒辦法做到放空弱勢股票、買進期貨的策略。所以就投資標的允許範圍之下，避險基金跟現行證信、

期信基金，其實是差在受眾的部分，一個是私募，一個是 public 的方式。所以我在想這類型產品能通過的話，能不能留個互通的方式，同樣策略、同樣投資標的，只要跟避險基金採取同樣的募集模式，就受同樣的投資規範，這樣不用說為了進行相關的經營操作而需再申請執照。

● 張董事長錫

- 一、這次開放私募股權基金，證期局真的非常幫忙。除了公司要盡的義務，基本上要送什麼類型的主管機關不會限制，之後也不用再送審，每次要發就報備一下就好，其實非常容易單純，所以我覺得彈性是非常大的。在初期只有送件的程序要把該有的流程做完，以後走 GP、LP 就照經濟部，跟創投是很類似的，所以如果避險基金可以用私募基金的平台，針對專業機構、專業投資人，或許會變得很簡單。
- 二、臺灣的錢真的非常多，但這幾年大多留在保險公司，所以一直想讓保險公司在這一塊扮演更大的角色。第一，至少保險局現在同意可以投五加二產業，當然我們也希望可以投到海外去。因為去海外投資才可以把技術帶回來，帶動臺灣的產業發展，但目前保險局這邊還有所顧慮。或許是階段性的，未來再慢慢開放，但保險資金其實是最大關鍵，若能加速開放，有產業就會有發展，人才自然不缺。除了保險業，臺灣的高資產端也非常多，尤其在中部家族企業也非常多，資產是非常大的，私募股權基金子公司可以去找這類的專業投資人(或是已經變成投資機構)，所以後續客戶的部分應該很多可以找的到，我覺得各位可以好好發展私募股權基金這塊。

● 黃秘書長良瑞

- 一、 私募股權基金開放得快速，站在公會的立場當然主要是張錫理事長在各個場合都遊說了很久，另外十分感謝 JP Morgan 的 Paul，提供許多專業，解答證期局很多的議題，包括國外法規、實務、疑慮等，甚至把國外管理 PE Fund 的專業經理人帶來證期局說明。另外最感謝的還是在座主管機關的古副座和李科長等證期局長官。
- 二、 我非常同意邱老師的意見，現行證券投信投顧法是不足的，金融業本身的發展就可以成為臺灣很強的產業。主席李老師一定是更有同感，因為在民國 92 年的時候，投信投顧公會就委託包括李老師在內的專家研訂投信投顧法，當時李老師就提出應該是要訂資產管理法的，而不是證券投信投顧法，退而求其次至少要拿掉證券兩個字，這是李老師的團隊當時就提出的。當然最主要的原因是涉及到跨局，在資產管理法下一定會碰到銀行、保險、信託其他業別的業務如何整合，為了迅速地完成投信投顧的立法，當時的證期局主委決定時效第一，但李老師還是留了個但書希望繼續研議資產管理法。
- 三、 這次開放 PE Fund，原先公會也是建議修投信投顧法來開放，主管機關決定以行政函令方式開放投信轉投資子公司去設立 PE Fund，PE Fund 有限合夥主管機關其實是經濟部，投資範圍就更廣了。

● 李教授存修

當年要立投信顧專法時，我認為投資標的物種類很廣，不一定是證券，若把證券置入法律名稱，範圍就會受限，不是證券的標的可能

就不能投資。不論投資到什麼樣的標的物，募集過程其實都類似，像英國集合投資計畫(Collective Investment Scheme, CIS)都在管募集，至於不同標的則有不同的操作規範。所以資產管理法或投信投顧法(沒有證券兩個字)可以先就募集的部分統一規範，再針對投資標的進行操作規範。但主委比較客氣，認為我是證券的主管機關，無法替不是證券的人制定法律，而變成只是一個當時的構想，到後來沒辦法實現。

● 古副組長坤榮

我們都用很開放的態度來聽大家的報告以及與會專家的意見，在107年也把發展多元商品列為行政院年度施政方針，最近也開放了很多的新種商品，包括多重資產型基金、目標到期基金，及前面提到的開放投信事業得經申請核准從事與PE Fund有關業務，都是因應大家需求陸續開放。而剛提到比較細節的部分請李科長補充一下。

● 李科長淑敏

一、主管機關的立場主要是一個市場保持兼容並蓄，在業務發展及投資人保護都能夠得到滿足下，研議可行性及相關的配套措施。有關今天討論的另類投資商品，例如今(106)年8月3日PE Fund的開放，雖然我國投信事業過去不曾經營過，但在投信投顧公會及業者協助下，瞭解國際發展趨勢、國外資產管理公司管理模式，在商品定位、投資人適合性等考量條件都能滿足，對主管機關來說，就能很順利的開放業務。我們認為複雜的商品就要賣給懂的人，所以如果投信業者受託管理的PE Fund要引介的投資人範圍，最懂得其實還是專業投資機構；至於未來子公司所設的PE Fund，於從事GP工作時必須要小心謹慎，站在公司

治理的角度，投信公司必須要在董事會的位階充分督導並了解自己的子公司業務，主管機關核准投信公司從事此項業務後，需要獲得統計上的資料，包括在國內外設立情形、業務規模多大等等。

- 二、有關子公司設在國外會不會有額外的規範，主要是規範在 8 月 3 日的令中，8 月 3 日令說明子公司應註冊於 IOSCO MMoU 簽署的會員地，且當地法令允許該子公司為有限合夥之普通合夥人。最主要是「在地監理」，必須當地的主管機關願意讓公司辦理該項業務，資訊也可以互相交流，在這種情況下自然樂觀其成。
- 三、剛提到的四大流程，投信投顧法修正草案現正在立法院，金管會也希望儘速排入優先法案討論，因為這個法案最主要在法規的鬆綁以及人員從事違背職務之強化監理，因此投信投顧法的修法是朝向興利以及除弊的角度，其中第 17 條修正條文即是使投資作業流程更為簡化。我們也希望投信投顧法修正草案能很順利的在立法院通過，讓業者做事更有彈性。
- 四、有關投信業者發行對沖基金部分，複雜商品或是有特色的商品必須要賣給對的人，確保投資人買到適合的商品，投資人事後的申訴真的會耗掉公司或是監理機關很大的成本。所以針對對沖基金我們也參考鄰近國家發展情形，發展得比較好的部分還是在私募，在零售市場是比較做不起來的。所以若真的要發展對沖基金，主管機關是傾向先從私募的投信基金來著手，若有好的建議都可以來討論。
- 五、這邊要澄清一下，PE Fund 的主管機關還是經濟部，金管會只是開放投信可以參與 PE Fund 的經營。

- **尤總經理昭文**

今天這個會議我覺得很棒，讓產業有個凝聚力往前。李教授、邱教授或理事長是不是可以安排類似固定的組織、協會來定期討論另類投資等相關議題，有什麼資源大家也可以一起分享。

- **李教授存修**

我們今天本來有邀請臺灣併購與私募股權協會，但其無法出席，以後可以再安排。非常感謝各位提供的寶貴意見，後續整理後將納入本研究建議。

散會（下午 4 時 45 分）