

資產管理人才培育與產業發展基金委託專題研究



**另類商品相關規範(SICAV Part II)
之研究**

2022 年 12 月

財團法人中華民國證券暨期貨市場發展基金會

資產管理人才培育與產業發展基金委託專題研究



另類商品相關規範(SICAV Part II) 之研究

計畫主持人 巫慧燕

研究人員 陳恩儀

林聖傑

2022 年 12 月

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	8
第一節 研究動機與目的	8
第二節 研究方法與範圍	12
第二章 另類投資基金介紹與發展	14
第一節 另類投資基金介紹	14
第二節 另類投資基金特徵及與傳統共同基金之比較	38
第三節 近期另類投資基金發展	44
第三章、國際另類投資基金發展經驗與法制	51
第一節 盧森堡	51
第二節 韓 國	81
第三節 香 港	97
第四章 新加坡	135
第四章、我國優化公募型另類投資基金之可行性分析	158
第一節 我國另類投資基金發展現況	158
第二節 我國優化公募型另類投資基金之可行性分析	188
第五章、結論與建議	194
第一節 研究結論	194
第二節 研究建議	198
參考資料	202



圖目錄

圖 2-1	2021 至 2026 年全球另類投資規模預測.....	16
圖 2-2	傳統及另類投資資產分類.....	17
圖 2-3	2004 年-2020 年 8 月各類另類資產籌資金額.....	19
圖 2-4	2018-2020 年間全球另類投資基金中資產占比.....	20
圖 2-5	2001 年至 2013 年間.....	21
圖 2-6	2006 年至 2015 年間.....	21
圖 2-7	私募股權基金架構圖.....	22
圖 2-8	2020 年歐洲私募股權交易量占比.....	23
圖 2-9	2021 年私募股權收購及出售交易量統計.....	24
圖 2-10	2018 年投入私募債權市場之投資人占比.....	26
圖 2-11	2000 年至 2020 年 3 月全球私募債權資產管理規模.....	27
圖 2-12	私募債權投資策略類型.....	27
圖 2-13	各類投資標的投資策略風險及報酬比較.....	28
圖 2-14	各類私募信貸基金類型風險/報酬統計 (2011-2017 年間).....	29
圖 2-15	截至 2021 年 10 月底全球創業投資市場排名.....	30
圖 2-16	不動產資產信託運作架構圖.....	34
圖 2-17	綠地工程與褐地工程之比較.....	35
圖 2-18	依風險情形區分基礎設施投資特徵分析.....	37
圖 2-19	封閉式基金現金流線圖.....	43
圖 2-20	2020 年第 2 季私募股權投資績效趨勢圖.....	46
圖 2-21	各資產類別收益率分析圖 (截至 2021 年 12 月 31 日止).....	47
圖 2-22	各類別另類資產 ESG 承諾資產管理規模統計.....	49
圖 2-23	各別另類資產及地區積極性影響力基金統計.....	50
圖 3-1	盧森堡註冊基金管理資產統計.....	51
圖 3-2	歐洲另類投資基金成長統計圖.....	52
圖 3-3	盧森堡基金組織類型統計.....	56
圖 3-4	盧森堡各類 UCI 基金組成型態分類.....	57
圖 3-5	盧森堡各類基金資產管理規模統計.....	58
圖 3-6	盧森堡各類投資基金數量與管理資產金額統計.....	59
圖 3-7	歐盟 AIF 平行基金架構圖.....	80
圖 3-8	2021 年底韓國退休基金另類投資組合統計.....	82

圖 3-9 韓國境外私募基金直接核准架構.....	95
圖 3-10 韓國連結基金投資境外基金架構.....	96
圖 3-11 香港資產管理統計.....	97
圖 3-12 香港資產管理統計圖.....	98
圖 3-13 香港資產管理客戶類別劃分統計.....	99
圖 3-14 香港公私募基金分類分布.....	100
圖 3-15 2020 至 2021 年各類基金商品資產管理規模統計.....	100
圖 3-16 香港 OFC 運作架構.....	122
圖 3-17 香港基金對外銷售流程.....	133
圖 3-18 2016-2021 年新加坡資產管理規模統計.....	135
圖 3-19 2021 年新加坡資產管理資金來源及投資地區統計.....	136
圖 3-20 2016-2021 年新加坡另類投資資產管理規模統計.....	137
圖 3-21 2020 及 2021 年度新加坡各類另類投資標的投資金額.....	138
圖 3-22 新加坡 VCC 基金架構圖.....	142
圖 3-23 獨立（單一基金）VCC.....	143
圖 3-24 傘型（多個附屬基金）VCC.....	144
圖 3-25 新加坡 VCC 各類投資策略基金占比.....	145
圖 3-26 單位信託與 VCC 架構可投資標的類型.....	152
圖 4-1 投信辦理私募股權基金業務之架構圖.....	175
圖 5-1 盧森堡 UCI Part I、II 規範比較.....	195



表目錄

表 2-1 傳統與另類資產特性比較.....	17
表 2-2 公募與私募債權比較表.....	25
表 2-3 傳統共同基金與對沖基金比較表.....	31
表 2-4 對沖基金投資策略分類表.....	32
表 2-5 另類投資與傳統基金結構及投資屬性比較表.....	41
表 3-1 盧森堡各類基金適用法規分類表.....	55
表 3-2 盧森堡另類基金最低實收資本額條件.....	60
表 3-3 香港基金類型及適用法規彙整.....	102
表 3-4 OFC 基金特點.....	103
表 3-5 有關香港 OFC 設立條件及發展優勢.....	104
表 3-6 香港單位信託基金類型及說明.....	106
表 3-7 證監會核准之單位信託及互惠基金檔數及資產淨值統計.....	108
表 3-8 各類型 OFC 基金守則適用說明.....	116
表 3-9 香港公募 OFC 基金列表.....	117
表 3-10 OFC 守則一般性規範.....	120
表 3-11 公司募 OFC 基金保管機構篩選原則.....	124
表 3-12 私募 OFC 得修正成立文件之條件.....	130
表 3-13 新加坡另類投資基金組織類型及適用法規.....	140
表 3-14 新加坡各類型基金管理機構財務及人員編製表.....	149
表 3-15 VCC 各類投資策略基金成立要件綜合比較.....	152
表 3-16 各國另類投資法規彙整表.....	157
表 4-1 證券投資信託基金類型表.....	160
表 4-2 金管會授權訂定期貨信託基金相關監理規範.....	162
表 4-3 期貨商公會訂定期貨基金相關自律規範.....	163
表 4-4 我國期貨信託基金監理事項表.....	164
表 4-5 我國經核准從事期貨信託事業列表.....	167
表 4-6 截至 2022 年 11 月底我國期貨信託基金列表.....	168
表 4-7 我國不動產投資信託基金列表.....	178
表 4-8 我國不動產資產信託列表.....	179
表 4-9 不動產投資信託基金信託架構與基金架構比較表.....	181
表 4-10 投資信託及證券投資顧問法不動產投資信託基金監理事項.....	182

表 4-11 境外基金申請在我國募集及銷售之資格條件186

表 5-1 香港 OFC 及新加坡 VCC 比較196



第一章 緒論

第一節 研究動機與目的

近年來，全球永續發展、淨零排放（Net Zero）及脫碳（Decarbonization）等議題漸受各國所重視，許多產業正面臨永續發展及淨零轉型之急切挑戰，而永續轉型對未來實體世界與金融發展而言至關重要，不僅係為避免氣候變遷所導致的巨大災害、確保能源供應安全，亦期能透過資金投入協助企業達成碳中和之發展目標，故無論是私募或公開市場資金提供者皆負有協助企業永續轉型之重責大任。而私募市場對氣候相關投資所發揮之影響力不容小覷。全球多數生產性資產，尤以亞太地區而論，多掌握於私部門中；另外，房地產亦為私募投資人較能發揮永續影響力之產業。參酌「聯合國環境規劃署」（UN Environment Programme）2021年報告顯示，建築興建和營運占全球碳排放量約占37%¹；而透過私募投資於其他債權和股權者，較公開市場投資而言，較能對企業發揮更大之影響力。亦即雖公開發行公司投資人，可透過投票和股東行動主義來改善該被投資公司ESG表現，惟未公開發行公司之股東，係透過直接擁有股權或持有公司債權，將可更有效地推動企業永續轉型。

許多私募資產投資人現聚焦於永續發展之影響力投資，基於其在公開市場參與並熟悉企業之「環境、社會責任及公司治理」（Environmental、Social、Governance, ESG）相關治理發展，機構投資人可透過其投資行為，對被投資公司永續發展產生積極影響力。另一方面，影響力投資基金業已針對永續投資之非財務性效益提出量化數據，使投資人得間接支持對永續轉型做出具體貢獻之資產。

再者，鑑於全球私募市場的重要性，投資人若不主動擬訂永續發展目標，政策制定者與監管機關仍將可能提出強制性規定，且系統性

¹ 2021 Global Status Report for Buildings and Construction, UN Environment Programme. (Lasted viewed 2022/12/27)

ESG 投資在許多面向已有相當發展及經驗，故未公開發行公司無需從零開始摸索如何轉型，可直接借鏡公開發行公司發展經驗及作法，以辦理企業永續發展之轉型。

私募股權投資等另類投資策略，可具體影響利害關係人發展，而資金供給者透過其投資策略，影響被投資企業發展，亦將有助於主管機關政策之推動，而金融機構為資金供給者管理資產，亦使得資金供給者有所獲利。最終，透過主管機關對另類投資的監理，與金融市場中不同參與者扮演交易與管理等角色，形成一個完整且具持續性之產業生態圈，共同促進整體產業之永續發展，有關影響力投資之發展與目標，詳圖 1-1。

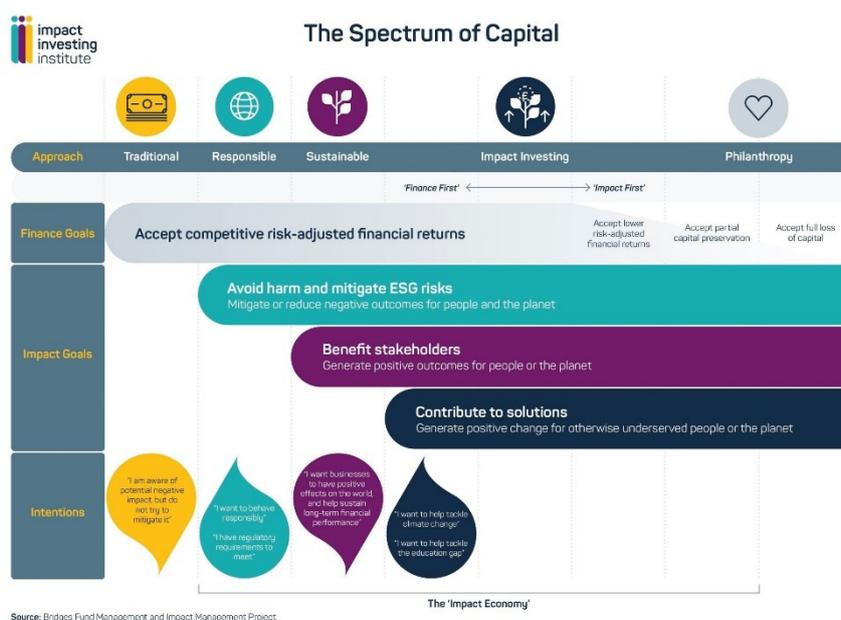


圖 1-1 影響力投資發展目標

資料來源：Impact Investing Institute.

另類投資普遍被外界認為，係專屬於高資產客戶或專業投資人之投資標的，惟觀察盧森堡發展經驗，因其屬歐盟會員國之一，於2010年將歐盟2009年發布的「可轉讓證券集合投資計畫」指令（Directive 2009/65/EC of the European Parliament and of the Council of 13 July 2009

on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities, UCITS Directive) 予以內國法化後訂定「2010 年集合投資基金法」(Law of 17 December 2010 relating to Undertakings for Collective Investment, 下稱「2010 年基金法」)，使其與歐盟規範一致，並可藉此在歐盟會員國內跨境銷售。

而盧森堡 2010 年基金法，復將集合投資基金 (Undertakings for Collective Investment, UCI) 分為「第一部分可轉讓集合投資基金」(下稱「UCI Part I 基金」) 及「第二部分集合投資基金」基金 (下稱「UCI Part II 基金」)，前者符合前述歐盟 UCITS 指令規範，其投資標的主要係公開市場股票、債券及短期貨幣市場工具等為主，並開放可對一般投資人進行銷售；後者，則可投資於各類資產標的 (即具備另類投資基金性質)，且亦得對一般投資人進行銷售，而 UCI Part II 基金，須由符合盧森堡「2013 年另類投資經理人法」(Law of 12 July 2013 on Alternative Investment Fund Managers, 下稱「2013 年 AIFM 法」) 的另類投資基金經理人 (Alternative Investment Fund Managers, AIFMs, 即「另類投資基金管理機構」) 進行基金管理，且依循 AIFMD 得於歐盟會員國間，進行基金跨境銷售。

此外，觀察亞洲主要國家基金法制發展，不難發現各國為積極拓展資產及財富管理業務，陸續開放設置具彈性之公司制基金架構，如香港證監會於 2018 年開放申設「開放式基金型公司」(Open-ended Fund Company, OFC) 基金，此類基金有別於傳統「單位信託」(Unit Trust) 架構，允許市場參與者設置 OFC 公司基金，而香港為鞏固其國際資產及財富管理中心地位，2021 年 5 月香港證監會亦推出「基金遷冊資助計畫」，提供 OFC 公司基金各項費用減免措施，藉以吸引境外註冊基金轉至香港註冊為開放式基金型公司；新加坡亦參酌盧森堡及香港發展經驗於 2020 年 1 月開放申設「可變資本公司」(Variable Capital Company, VCC)，此基金架構極具靈活性，可滿足市場參與者

對公司制基金之需求，並受市場上金融機構和投資人所青睞。

我國資本市場及基金監理規範，係依基金投資標的之不同，區分為「具證券投資信託性質」及「未具證券投資信託性質」基金，前者即一般國人熟知的「證券投資信託基金」，依主管機關所訂「證券投資信託基金管理辦法」（下稱「證投信基金管理辦法」）第8條規定，係指由我國證券投資信託事業（下稱「投信事業」）所募集，並依其種類及性質投資有價證券，而投資國內有價證券之種類及範圍，以下列為限：包括（1）上市有價證券；（2）經主管機關公告於證券商營業處所買賣之有價證券（下稱「上櫃有價證券」）；（3）經主管機關核准或申報生效承銷有價證券；（4）政府債券及募集發行之公司債或金融債券；（5）證券投信事業發行之基金受益憑證；（6）經主管機關核准之國際金融組織債券；（7）其他經主管機關核准得投資項目（如非投資等級債券等）等，若投信事業於國內募集基金投資外國有價證券者，則其可投資之種類及範圍由主管機關定之。而後者「未具證券投資信託性質」基金，係指不以前述「有價證券」為其主要投資標的，即投資股票及債券等有價證券以外其他投資標的，如私募股權、創業投資、黃金、衍生性金融商品或不動產等另類投資標的，此類基金相對具證券投資信託性質之基金而言，其流動性及透明度較低且投資門檻較高，適合具一定專業、經驗及財力的投資人參與。

觀察我國境內未具證券投資信託性質基金（即「另類投資基金」）規範，除部分基金（如期貨信託基金及研擬開放之基金架構不動產投資信託基金）係採專法規範而得成立境內公（私）募基金外，其餘另類資產大多係透過私募方式進行投資。而未具證券投資信託性質基金之境外基金，引進我國部分，主管機關業於2021年5月開放投信事業及投顧事業就「未具證投信基金性質」之境外基金，對高資產客戶進行銷售及諮詢，惟客戶人數總數不得超過99人；復於同年8月13日開放證券商得以複委託方式，受託買賣「未具證投信基金性質」之境外基金。爾後，主管機關於2022年8月開放獲准辦理高資產客戶財

富管理業務之銀行，得以信託方式受託投資「未具證投信基金性質」之境外基金，然分析我國目前就未具證投信基金性質之境外基金，多係透過獨立引進或一對一方式辦理，且銷售人數多限制為 99 人，故現行法制下較難產生經濟規模，且對於投資人教育及保障亦較目前具證券投資信託性質基金所適用之境外基金總代理制相比，稍嫌不足。

因此，為使我國基金制度能與國際接軌，以符合日益廣泛投資商品之需求，本研究擬進一步蒐集國際重要基金中心（如盧森堡），及亞洲主要國家（如韓國、香港及新加坡）等，對於另類投資基金之相關規範及監理經驗，並與我國基金規範進行比較，作為未來我國發展另類投資基金相關制度之參考。

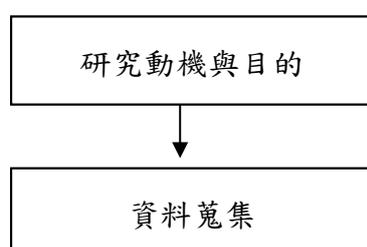
第二節 研究方法與範圍

本研究蒐集歐洲地區主要基金重鎮盧森堡，及亞洲主要國家（地區），包括韓國、新加坡及香港等國家（地區）就公司制另類投資基金規範及監理經驗，並參酌國內外學者專家之論著及意見，輔以我國相關基金監理法規與文獻，進行綜合歸納、分析與比較。

另為使本研究報告更臻完善，將邀請政府機關、業界及學術界人士與會，藉由 研究發現召開產官學座談會 或訪談專家方式提出分析意見俾使本研究之建議方案更為切實可行，主要研究範圍如下：

- 一、國外另類投資基金之法規制度簡介、基金類型及設立架構。
- 二、國外採 SICAV 架構設立之另類投資基金規範。
- 三、我國另類投資基金監理規範及國外法制差異之比較。
- 四、針對我國另類投資基金監理規範提出相關建議。

本研究計畫之研究流程如下：





召開產官學座談會



歸納／比較分析



結論與建議



第二章 另類投資基金介紹與發展

第一節 另類投資基金介紹

一、另類投資基金定義

另類投資基金 (Alternative Investment Fund, AIF)，亦稱「替代投資基金」或「非主流投資基金」，有別於傳統投資主要係投資於公開集中市場之有價證券（如股票及固定受益證券）及短期貨幣工具等標的，另類投資基金係投資於「不動產基金」(Real Estate Investment Fund)、「私募股權基金」(Private Equity Fund, PE Fund)、「對沖基金」(Hedge Fund)、另類投資組合型基金 (AIF Fund of Funds)、現貨基金、基礎建設基金及實質資產 (Real Asset) 等標的，而其中投資占比最高者為前述三種類型之基金²。

另類投資基金，經常運用傳統投資人無法獲取之投資策略（如放空、控制部位、積極管理、私人所有權（私募股權）結構等）、投資工具（如衍生性商品、或混合型證券等工具）、市場（如私募市場、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等）、資本結構（如槓桿操作、融資借貸或操作衍生性商品等）所為之目標型投資，因此另類投資基金具備非公開、非傳統及流動性低等特性。

實務上，另類投資基金為靈活操作多種投資策略，並就不同類別資產進行投資，同時考量稅賦及監理法規等多重因素，故基金多選擇具稅賦優勢及監理法令較為完善等國家或地區註冊，如美國德拉瓦州 (State of Delaware)、盧森堡 (Luxembourg)、英屬開曼群島 (British Cayman Islands) 及維京群島 (British Virgin Islands) 等地進行註冊³，而基金組織架構得以「契約制」或「公司制」（如「有限責任合夥」⁴

² Olver Wyman, Domiciles of Alternative Investment Fund, 2014. , available from URL : [http:// www.oliverwyman.com/our-expertise/insights/2014/dec/domiciles-of-alternative-investment-funds.html](http://www.oliverwyman.com/our-expertise/insights/2014/dec/domiciles-of-alternative-investment-funds.html)

³ 同註 1。

⁴ 合夥人可分為「有限合夥人」(Limited Partner) 與「普通合夥人」(General Partner)，後者具公司經營及控制權並負擔無限責任，前者則提供企業大部分資金並享有收益分配權，惟其不具企業經營權，僅就其出資額負有限責任，以控管其投資風險。

或「有限責任投資公司」)架構成立，並洽特定人(即應募人)以「私募」(Private Placement)方式籌措資金，成立「資金池」(Investment Pool)，以進行後續各類資產之投資行為。

另類投資基金其投資策略及標的都較傳統投資更為複雜，故基金大多係由具投資經驗之人士、主權財富基金(Sovereign Wealth Fund, SWF)、退休基金、保險公司及機構投資人等合格(專業)投資人進行投資，同時因該類投資人具較高之風險承受能力，此類基金大多豁免適用為保護不特定多數人所訂定之規範⁵。而隨著另類投資市場蓬勃發展，目前部分國家，如盧森堡，亦開放資產管理業者於當地申請成立「公開募集型另類投資基金」，提供一般投資人得透過申購此類基金受益單位(股份)，間接參與另類投資之管道。

另類投資基金進行投資行為，亦須其他市場服務提供者配合，舉凡投資銀行、保險公司等機構投資人、基金經理人、信用評等機構、交易市場(所)、保管及結算機構等金融機構與市場基礎設施提供者，以及律師、會計師等專業人士之通力合作，始得有效運作。

據 Preqin⁶報告指出，全球另類投資資產，預估將在未來 5 年內(即 2021 年至 2026 年間)快速成長，私募資金(Private Capital)之資產管理規模(Assets Under Management, AUM)，於 2015 年底為 4.08 兆美元，至 2021 年底已增長兩倍達 8.9 兆美元，且截至同年 3 月止，另類投資「年均複合增長率」(Compound Annual Growth Rate, CAGR)為 13.9%，較過去 5 年之 8.5% 成長更為快速，預期至 2026 年，另類投資 CAGR 為 14.8%，而私募資金 AUM 預估將達 17.77 兆美元，於 2026 年另類投資 AUM 將達 23.21 兆美元，詳圖 2-1。

⁵ 詳美國「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。

⁶ 先泰(Preqin)係成立於英國之私募投資數據供應商，提供另類資產市場財務及業務等訊息。

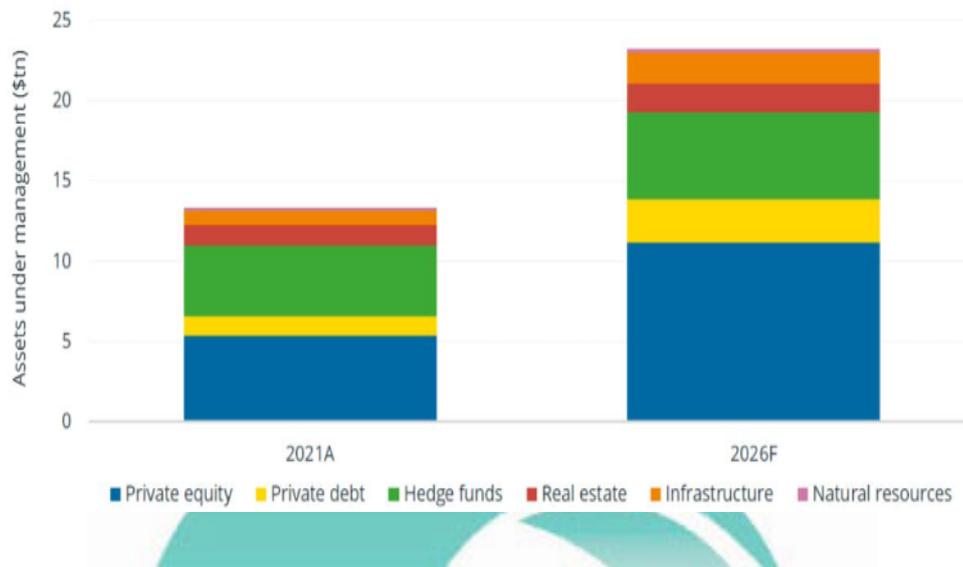


圖 2-1 2021 至 2026 年全球另類投資規模預測

資料來源：Preqin

二、另類投資基金投資標的

(一)另類資產分類及性質

另類投資基金，不同於與傳統投資係以短期貨幣工具及公開市場有價證券（如股票及固定受益證券）為主⁷，其投資標的相對多元，舉凡實質資產（Real Property）、商業不動產（Commercial Real Estate）、私募股權（Private Equity, PE）、創業投資（Venture Capital, VC）、對沖基金（Hedge Fund），及現貨（如原油、農產品、貴金屬及工業金屬等）與其衍生性商品（Commodity and Managed Futures）等，有關傳統及另類資產分類，詳圖 2-2。

⁷ 史綱，另類投資：新興金融商品與投資策略，財信出版，初版，2008 年，頁 14。



圖 2-2 傳統及另類投資資產分類

資料來源：Connor, Clark & Lunn Financial Group

另類投資資產，有別於傳統資產，另類資產具有與傳統資產不同之相關特性，試比較其特性差異如表 2-1。

表 2-1 傳統與另類資產特性比較

資產類別 性質	傳統資產 Traditional Assets	另類資產 Alternative Assets
流動性程度 Liquidity	高度流動性 High liquidity	潛在流動性 Potential illiquidity
資產性質 Assets	公開市場資產 Assets in public markets	公開及私募資產 Assets in public and private markets
市場關聯性 Correlation	較具市場關聯性 High correlation to markets	具不具市場關聯性 Lower correlation to markets
股東積極性 Types of shareholders	被動性股東 Passive shareholders	積極性股東或單一股東 Active shareholders ; sometimes single owners
報酬動能 Returns driven by	原則採取 Beta 策略 Beta (a measure of volatility relative to a benchmark)	原則採取 Alpha 策略 Alpha (the excess return on an investment after adjusting for market-related volatility)

離散程度 Dispersion	低度離散性 Lower dispersion among investors	高度離散性 Higher dispersion among managers
--------------------	--	--

資料來源：本研究整理

投資另類資產，可能獲取較高之投資報酬率(Return on Investment, ROI)，惟另類投資因非處於公開市場其對投資人而其言市場流動性較低，且市場價格亦較不透明，故也伴隨一定投資風險。另外，另類投資資產其報酬亦與市場關聯性較低，因此若公開市場出現波動情形時，另類投資將發揮其價值，且透過適當配置可達投資組合之多元性，且部分另類資產（如貴金屬、能源及不動產等），亦可有效減緩通貨膨脹所造成之不利影響。

(二)另類投資基金規模

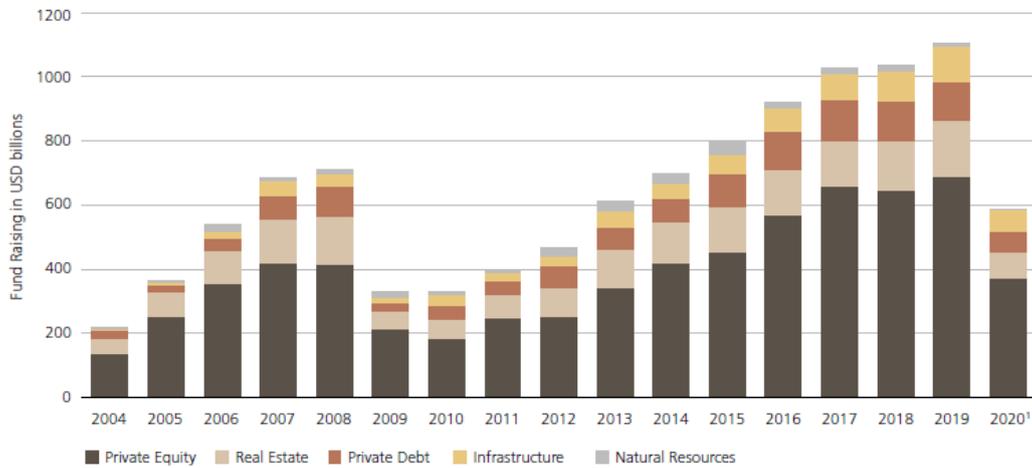
據 UBS 研究報告⁸顯示，截至 2020 年 6 月為止，全球公開市場股票和固定收益證券市場，其規模估據為 53 兆美元及 62.9 兆美元，共計有約 116 兆美元。另估計 2019 年 12 月為止，直接房地產投資資產為 9.55 兆美元，貴金屬(黃金)約達 3 兆美元。與此同時，全球增加約 4.8 兆美元之私募資產（含私募股權、私募信貸、基礎設施和自然資源資產）等封閉式基金規模，故前述基礎市場之公共資產、直接房地產投資和封閉式基金之總和，約為 134 兆美元。

以市場籌集金額作為衡量標準，預估機構投資人參與另類資產之規模約為 20.7 兆美元，約占基礎市場 15.5%。

如圖 2-3，籌資具高度週期性，於市場牛市中迅速上升，在熊市後下降。傳統上，私人信貸市場則由夾層融資、不良債務和房地產抵押貸款所組成。過去十幾年，私人信貸市場之最大增長來源係直接貸款，此係受金融危機後銀行貸款緊縮和高報酬率之因素推動。自 2000

⁸ Louis D. Finney, Michele Gambera, Alternative Investments Report, UBS, December 2020., available from URL : <https://www.ubs.com/global/en/assetmanagement/insights/asset-class-perspectives/asset-allocation/articles/alternative-investments.html>

年代初之 10 億美元以下籌款，年增至 250 億美元（2017 年達 590 億美元之高峰）。



1 Year to date as of 30 August 2020
Source: Preqin

圖 2-3 2004 年-2020 年 8 月各類另類資產籌資金額

資料來源：UBS, Alternative Investments Report.

自 2018 至 2020 年期間，投資人整體投資於另類投資基金之占比維持在 20%至 25%間，而其中就各另類資產之投資比例卻不斷變化，相對於私募股權投資、創業投資、不動產和私募信貸等資產而言，對沖基金投資比例呈現下滑趨勢，其投資部位轉向其他另類資產，故其他另類資產之平均管理規模，皆呈現上升態勢，另外隨著投資人對信貸資產逐漸關注，另類投資基金管理人於 2020 年開始逐步擴大對信貸資產之配置，詳圖 2-4。

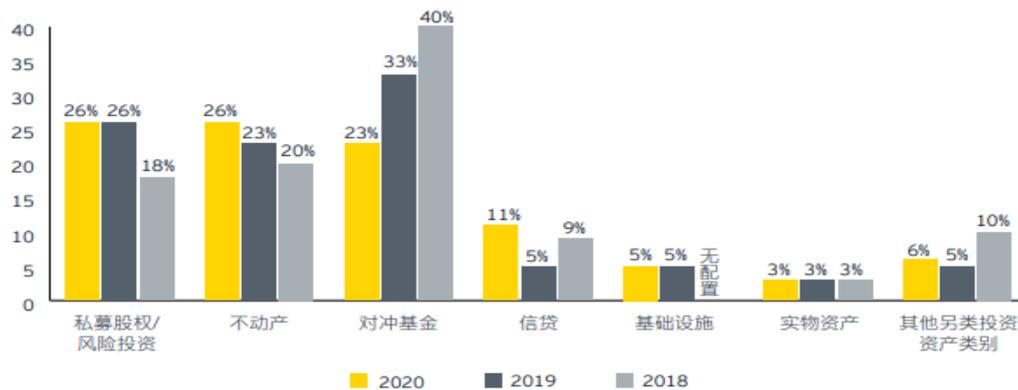


圖 2-4 2018-2020 年間全球另類投資基金中資產占比

資料來源：安永(EY)，2020 年全球另類投資基金調查報告

(三)另類資產介紹

另類投資基金可投資各類私募基金，而私募基金依其類型又可分為私募股權收購型 (Buyout)、創業投資 (Venture Capital)、私募債權型 (Private Debt)、組合式基金 (Fund of Fund) 及不動產信託 (Real Estate) 等各類私募基金類型，茲就各類私募基金，分述如下：

1. 私募股權基金 (Private Equity, PE)

私募股權基金 (Private Equity Fund)，係指以私募方式募集基金，再以「股權收購」(Equity Buyout) 為投資核心，專注於收購非公開發行公司股份，並取得全部或至少具控制性股權，進而成為被投資公司之經營者，並於入主被投資公司後協助進行公司組織改造及經營效率，藉以提高公司營運績效，創造公司附加價值，而私募投資基金通常在取得公司經營權之 3 至 6 年內辦理公司營運 (詳圖 2-5)，待公司穩定經營後再行將被投資公司透過首次公開發行 (Initial Public Offering, IPO)、併購 (Mergers and Acquisitions, M&A) 或由管理階層買回等多元方式，出售持股而獲利 (詳圖 2-6)。

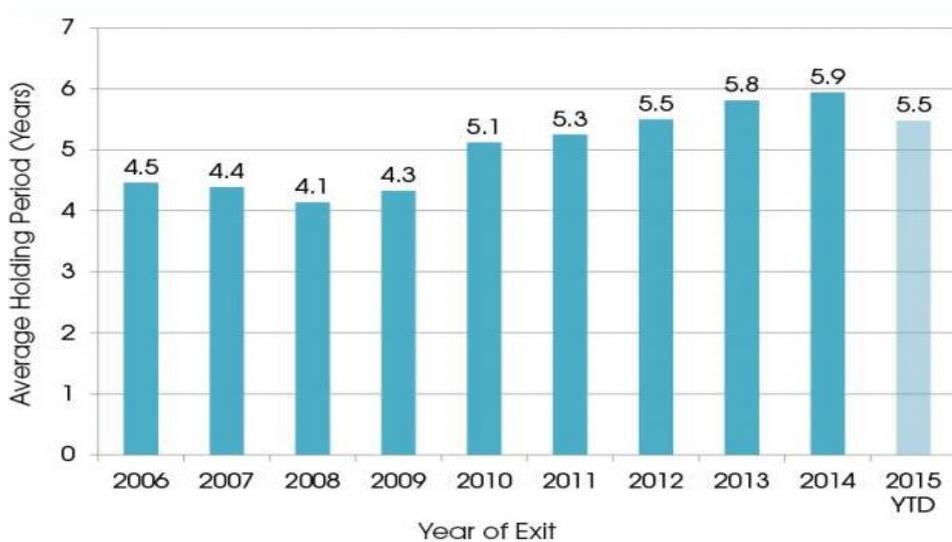


圖 2-6 2006 年至 2015 年間
全球私募股權基金平均持有被投資公司期間

資料來源：Preqin

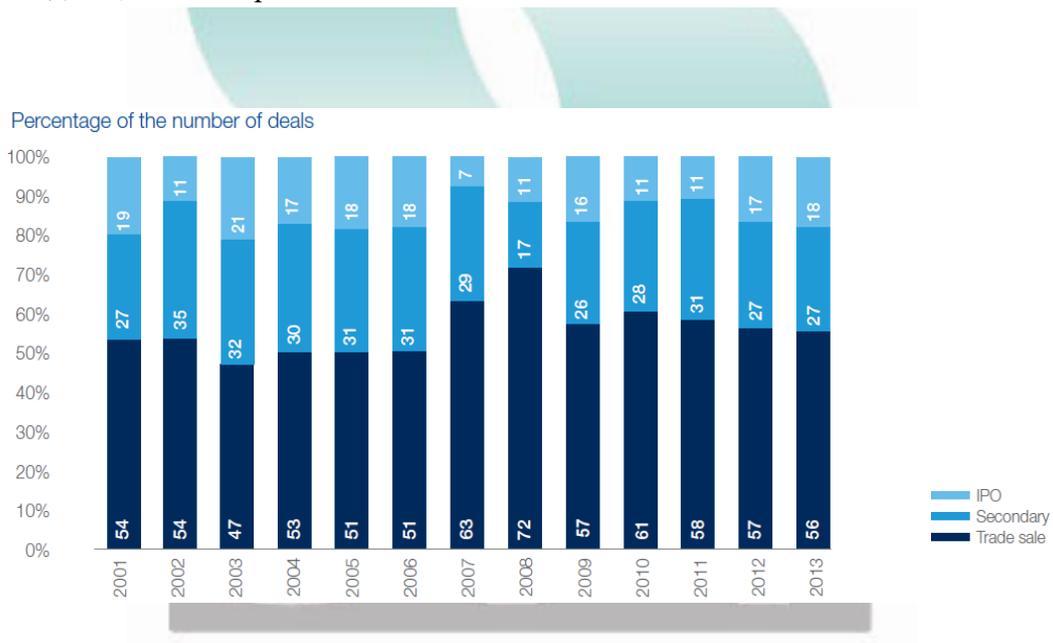


圖 2-5 2001 年至 2013 年間
私募股權基金處分被投資公司管道統計

資料來源：Ernst & Young

私募投資基金架構，多採為「有限責任合夥」(Limited Partnership)，由投資人（如金融保險機構、退休基金、主權財富基金及家族辦公室

等)資金投入成為私募股權基金之「有限合夥人」(Limited Partner, LP),而基金經理人則為「一般合夥人」(General Partner, GP),雙方簽訂契約,並於契約約定承諾分段投資、保留或放棄投資選擇、一般合夥人獎勵措施,及股權變現等事項,確保一般合夥人有向有限合夥人贖回資金及獲取收益的權利,有關私募股權基金架構,詳圖 2-7。

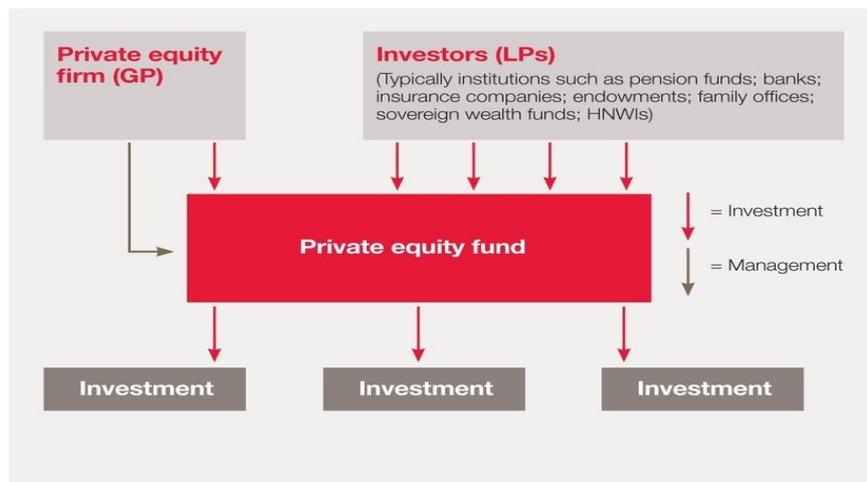


圖 2-7 私募股權基金架構圖

資料來源：Bolton, Aidan. (2015). The Patterns of Private Equity Investment in Ireland, 2007-2014.

其中普通合夥人為基金管理機構所設之法人,其職責為管理基金,對基金有經營及控制權利,並負無限責任。而普通合夥人對基金之投資金額通常不大,通常約占基金整體金的 1%至 2.5%間,此投資占比雖不大,但對於投資人而言,足以產生安定心理之作用,表示基金管理公司與投資人利益與共,使投資人更願意參與認購該基金並信任經理人之投資決策,尤其當普通合夥人係聲譽卓著或具經營績效者,於募資時將更具優勢。另為確保普通合夥人專注經營管理私募股權基金,普通合夥人常被要求須持續扮演決策角色,且不得同時兼任過多其他基金之管理人,尤其不得擔任具有競爭關係之其他基金之管理人,以免因競業而產生利益衝突。

外部投資人，則以「有限合夥人」身分投資於私募股權基金，負責提供資金予基金公司，並享有分配收益之權，惟並不涉入基金管理、實際運作或標的選擇等事項，而將基金營運相關事項，全數交由私募股權基金委任之專業基金經理人（即普通合夥人或其委任之資產管理機構）進行，並支付管理費。專業經理人原則並無義務就其相關投資項目之決策，先經有限合夥人的同意或核可。

就監督功能而言，私募股權基金下的有限合夥人，則係扮演相對被動角色，通常僅在特殊狀況下才會啟動監督機制。亦即，除聽取普通合夥人年度報告之外，僅在少數情況下才會召開「投資人會議」，使某些投資金額較大，或在市場上具有顯著指標性之有限合夥人，得介入投資成為投資審議會之成員，並就私募股權基金投資決策提出意見或參與決策。

自 1980 年代以來，私募股權收購已成為另類投資重點標的，據統計於 2020 年，私募股權收購以美國及歐洲交易量最為蓬勃，其中歐洲地區又以英國和愛爾蘭，共占 21% 最多，其次係法國，占約 19%。而北歐地區和德國則為第三，各占 13%，詳圖 2-8。

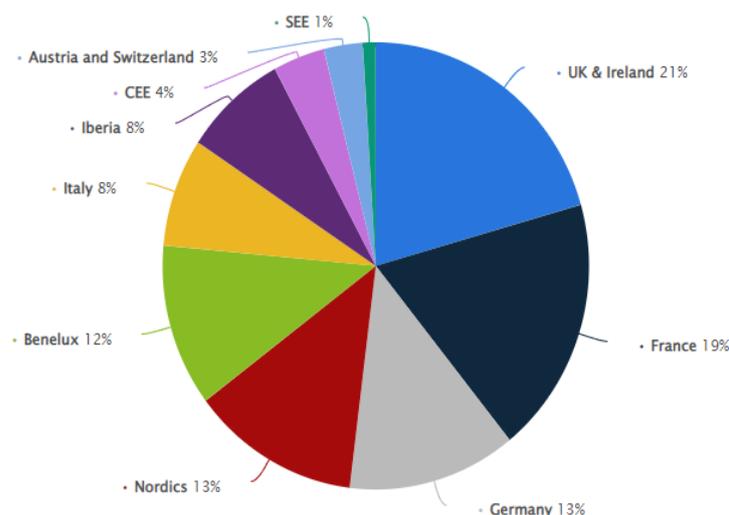


圖 2- 8 2020 年歐洲私募股權交易量占比

資料來源：Statista 2022

私募股權投資對於投資人深具吸引力。首先，據統計約有 37% 投資人，預期私募股權基金獲利表現，將優於股票市場。從過去歷史觀察，全球私募股權投資平均報酬率為 18.8%，而 2003 至 2012 年間平均報酬率亦有 11.9%。另外，投資人於選擇資產類別時，傾向具流動性和長期性之投資標的，期望取得投資資產報酬溢價之機會。同時，私募股權投資，亦具有對抗通膨效果，主因其投資收益與通貨膨脹率相互掛鉤，且私募股權投資其他資產之報酬亦較無關聯⁹。

於 2021 年，私募股權收購交易量和股權出售皆表現亮眼，普通合夥人 (GP) 自 2016 年起至 2021 年連續 5 年投入 1.8 兆美元之股權收購金額。同時透過私募股權基金投資，有限合夥人 (LP) 亦獲得高額之收益分配。全球即使因 Covid-19 疫情導致經濟之不確定性，惟私募股權基金投資卻仍有持續性之成長，詳圖 2-9。

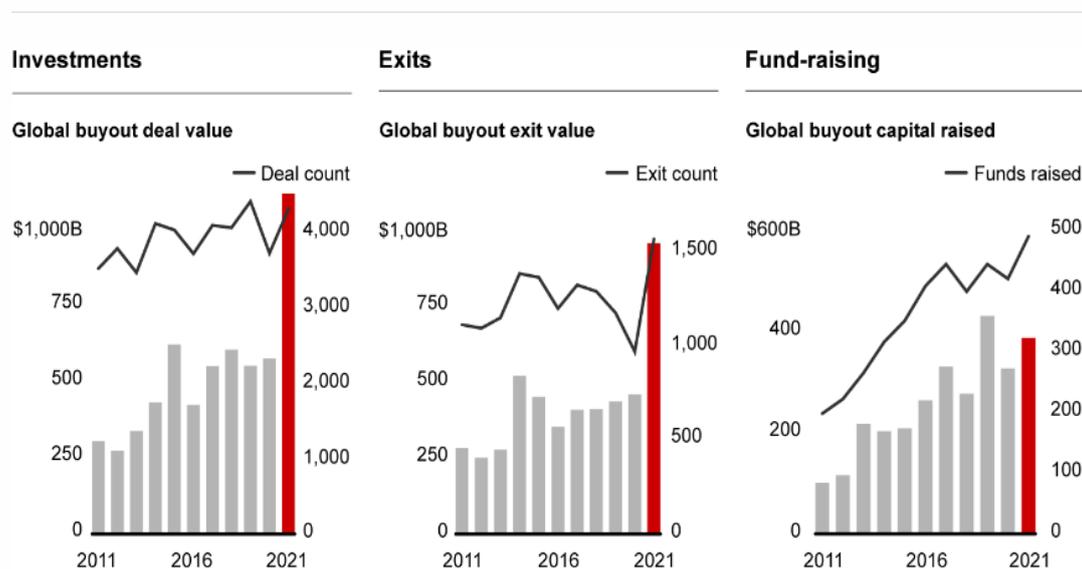


圖 2-9 2021 年私募股權收購及出售交易量統計 (單位：十億美金)

資料來源：Bain & Company

⁹ WFE, Alternative Investments 2020: An Introduction to Alternative Investments, available from URL: https://www3.weforum.org/docs/WEF_Alternative_Investments_2020_An_Introduction_to_AI.pdf

2. 私募債權 (Private Debt)

私募債權，通常係指由非金融機構提供非公開市場發行或交易之債務投資，並透過該借貸行為獲取報酬。實務上，機構投資人亦將私募債權作為其多元報酬之來源，特別係處於政府債券收益率較低的時期；另與固定收益債券的現金流相比，直接向公司貸款可獲取較高之收益。而私募債權之「私募」一詞係指該融資行為本身（公募與私募信貸比較，詳表 2-2），而非指借款人而言，亦即無論具融資需求之公司是否於公開市場發行，皆可透過該融資管道取得資金。故私募債權亦有「另類債權」(Alternative Debt)、「直接借貸」(Direct Lending) 及「私募借貸」(Private Lending) 等說法。

表 2-2 公募與私募債權比較表

信貸類型 比較項目	公募債權 (Public Debt)	私募債權 (Private Debt)
受融資主體	<ul style="list-style-type: none"> ● 國營企業 ● 公開發行公司 ● 未公開發行公司 ● 特殊目的公司(Special Purpose Vehicle, SPV) 	<ul style="list-style-type: none"> ● 未公開發行公司 ● 公開發行公司 ● 特殊目的公司(SPV)
投資人與被投資實體關係	● 出借人(Lender)；借貸關係	● 出借人(Lender)；借貸關係
債權持有期間	● 債券持有至債券到期日	● 依借貸條件而定
流動性	● 較佳	● 較差
投資收益	● 利息收入	● 利息收入
投資人對被投資人之控制力	● 中等至低控制力	● 高度至低度控制力(依管理方式而定)

資料來源：本研究自行整理

於 2018 年私募債權市場中，投資人以退休基金、捐贈基金和保險公司投資最為積極，其中私人退休基金投資占比約 16% 最高，接續

為公共退休基金占 13%、捐助基金會占 13%，信託資產及保險公司各占 9%，參與私募債權市場的投資人占比，詳圖 2-10。

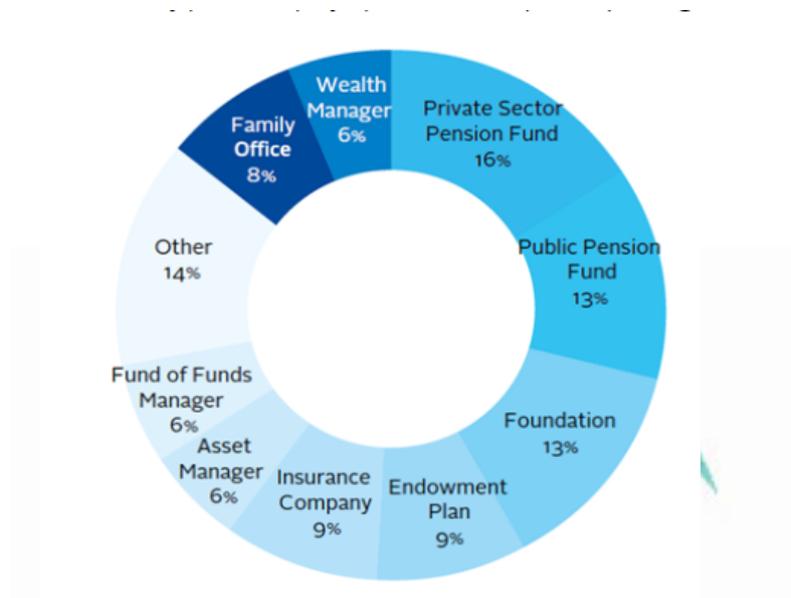


圖 2-10 2018 年投入私募債權市場之投資人占比

資料來源：Preqin Private Debt Spotlight, March 2018

投資人藉由向被投資對象，如集團企業、子公司或特殊目的公司等提供貸款，以提供企業成長發展所需的資金，並可用作基礎設備、研究及發展（Research and Design, R&D）等經費使用。據 Preqin 報告顯示，截至 2020 年 3 月止，私人債權之資產管理規模已逾 8,120 億美元，有關 2000 年至 2020 年 3 月全球私募債權資產管理規模，詳圖 2-11。

Private Debt Assets under Management, 2000 - Q1 2020

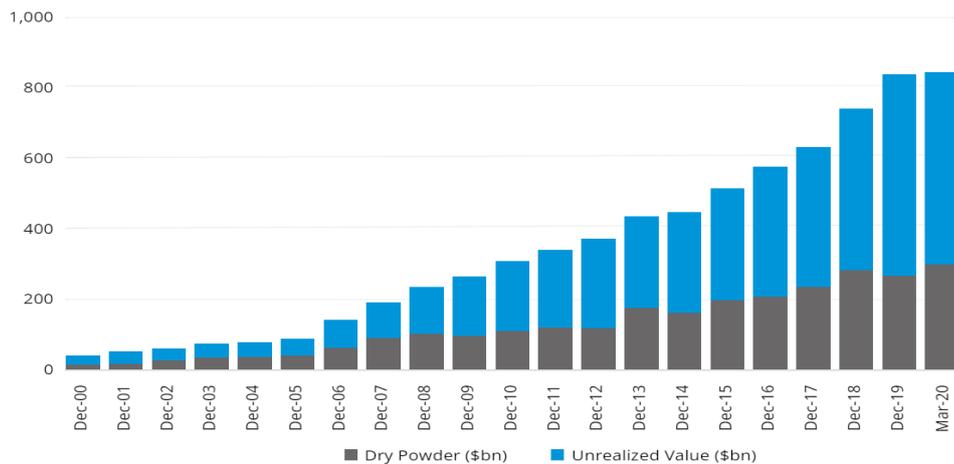


圖 2-11 2000 年至 2020 年 3 月全球私募債權資產管理規模

資料來源：Preqin

投資人具大量閒置資金者，將其投入私募債權市場，可依不同借貸策略，進行直接借貸或透過組合型基金方式提供融資資金；另依投資人債權型態，有所謂「主順位債」(Senior Debt) 或「夾層融資」(Mazzanie)¹⁰等類型，有關私募債權融資策略類型，詳圖 2-12。

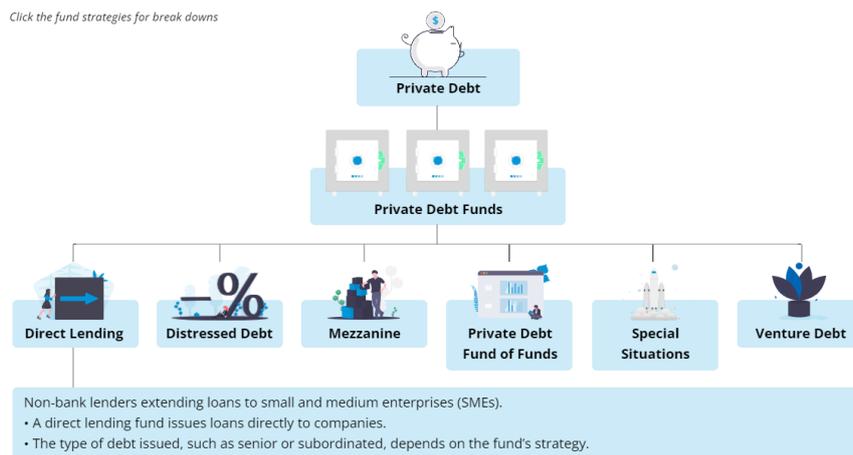


圖 2-12 私募債權投資策略類型

資料來源：Preqin

¹⁰ 夾層融資 (Mazzanie)：係指介於股權增資 (equity) 與債務融通 (debt) 之間的一種資金融通方式。亦即當企業無法如期全數清償貸款時，資金出借者有權利將債務轉換為公司股票。在債務清償的優先順序上，夾層融資落後於銀行之主順位債 (Senior Debt) 及創投投資人之股權投資。

再自公司財務結構觀察，公司資本結構係由公司長期債務、特定短期債務、普通股和優先股所組成，反映公司用來支付日常運作與業務擴張的各種資金來源。而公司負債，則包括公司發行之債券及長期應付票據；公司股權資本，則包括普通股、保留盈餘(Retained Earnings)及優先股；而屬營運資金範疇的短期債務，亦被認為係資本結構之一部分。其中，主順位債(Senior Debt)，位於資本結構之最頂層，將優先受償，故債務清償風險最低，惟股票作為資本結構之底層，其受償順序最後且償付風險最高，有關各類投資標的投資策略風險及報酬比較，詳圖 2-13。

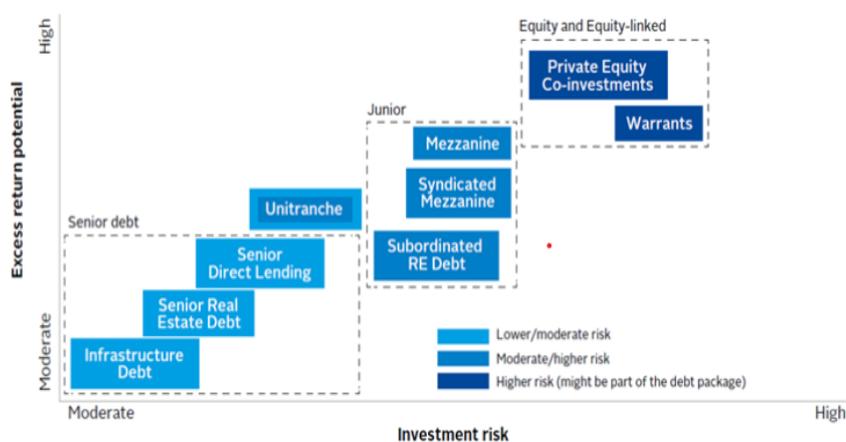


圖 2-13 各類投資標的投資策略風險及報酬比較

資料來源：IHS Markit (2017) The Rise of Private Debt

另從私募信貸各類投資策略之風險及報酬情況觀察，依其債權投資位於資本結構中的位置可知，風險較低之策略往往比風險較高之策略產生較低的報酬，詳圖 2-14。

Private Debt: Risk/Return by Fund Type (Vintage 2011-2017)
Click the bubbles below for descriptions

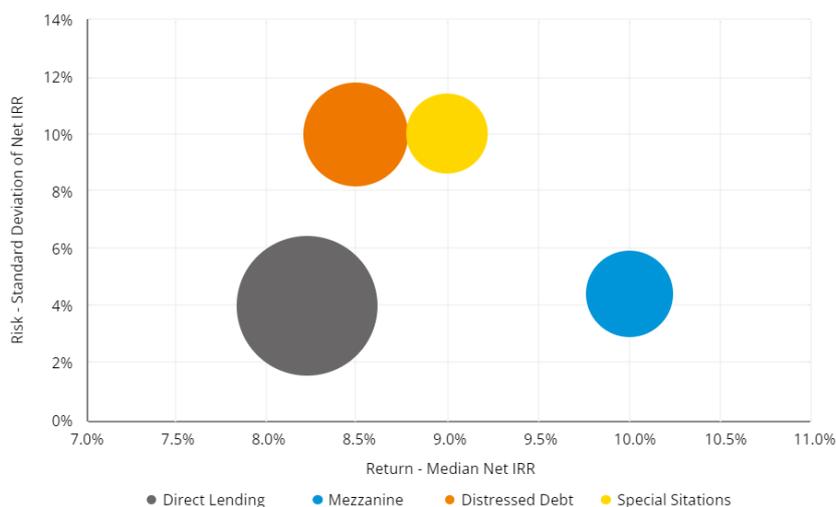


圖 2- 14 各類私募信貸基金類型風險/報酬統計 (2011-2017 年間)

資料來源：Preqin

3. 創業投資 (Venture Capital)

創業投資，係募集資金投資於草創階段（種子期階段）企業，由於企業早期發展階段，其研發費用支出較鉅，且可能面臨失敗情形，故創業投資實為具風險之投資策略。而實務上主要係由天使投資人投資此階段企業，而投資人透過私募管道，投資於新興未公開發行中小企業（如新創或科技企業），並取得公司股權，同時協助被投資公司營運，期能在未來透過併購或首次公開發行上市出售股份獲利。

是故，創業投資專注對新創企業進行股權投資，特別係針對正處於創新技術、產品和製程開發，以及具有增長潛力之公司，故創業投資獲利基礎，即係期望透過企業發展初期提供較少資金獲取股權，待被投資公司發展成熟，進而將被投資公司透過首次公開發行或股權交易出脫公司持股，以換取高額報酬，惟創業投資的獲利，端賴其投資企業的營運及發展情形，因而此類投資就風險及報酬具不確定性。創業投資被投資公司的期間，通常約為 3 至 7 年不等。

至今，創業投資機構已管理超過 4,000 億美元資產。而從投資地區觀察，投資人和被投資公司高度集中於少數國家，單就美國而言，截至 2021 年 10 月底，即吸引全球 269 億美元於當地進行投資。（詳圖 2-15）另外，被投資公司集中在生物或科技產業，如資訊科技、生物科技、網路相關媒體及消費與能源等產業。



圖 2-15 截至 2021 年 10 月底全球創業投資市場排名

資料來源：Crunchbase News

4. 對沖基金 (Hedge Funds)

對沖基金¹¹，係指向投資人募資後，委託專業基金經理人管理並進行投資決策，惟基金損益均由投資人共同承擔。傳統共同基金僅能作多買進股票、固定受益證券或其他金融工具，且採取長期持有 (Buy and Hold) 的投資策略，並以追求打敗大盤指數為目標賺取相對報酬。惟對沖基金，無論係在投資策略與投資標的都較傳統共同基金更為彈性，除可採取配對交易與多空策略進行投資操作外，亦可透過槓桿

¹¹ 對沖基金(Hedge Fund)，實務上亦有稱為「避險基金」，然此名稱恐誤導外界誤認該基金具備避險功能，為實則並非如此，避險基金實無避險功能，且可能較傳統共同基金更具風險，故本文以「對沖基金」稱之。

(Leverage) 或衍生性金融商品 (Derivatives) 等非傳統投資工具，來規避市場風險及增加收益，以追求潛在獲利極大化之絕對報酬，亦即無論市場漲或跌均有獲利可能，故對沖基金又稱「套利基金」。

此外，為在最小風險下獲取報酬，並降低與市場之連動性，對沖基金可進行多空部位操作，如現貨作多，又同時放空期貨，以規避風險效果且達報酬最佳化之目標，有關傳統共同基金與對沖基金比較，詳表 2-3：

表 2-3 傳統共同基金與對沖基金比較表

基金類型 比較項目	共同基金	對沖基金
投資目標	追求相對報酬	追求絕對報酬
投資門檻	較低	較高
投資標的	股票及固定收益證券	現貨及衍生性金融商品
操作策略	僅能作多、無法放空	可多空、槓桿操作
相關費用	管理費	管理費+績效費
風險大小	較低	視槓桿程度而定
法令規範	較嚴謹	較不透明
資訊透明度	較高	較低
流動性程度	較高	較低

資料來源：史綱，另類投資：新興金融商品與投資策略，財信出版，初版，2008年，頁 314。

對沖基金，可採不同投資策略及投資不同標的或採取作多(或作空)一系列的有價證券，舉凡股票、債券、貸款、結構性商品、衍生性商品、現貨、貨幣市場工具等，以促進投資目標的達成。故對沖基金操作不易，需靈活運用複雜金融工具，故基金經理人須具備高度專業。另外，對沖基金多為私募，僅於每月或每季公告淨值、每季或每

月才有贖回並具贖回限制，故對沖基金資訊較不透明，流動性相對較差。有關對沖基金採取之投資策略，詳表 2-4：

表 2-4 對沖基金投資策略分類表

投資策略	操作子策略	投資策略特徵
多空策略 (Long-Short Equity)	<ul style="list-style-type: none"> ● 市場中性策略 (Market Neutral) ● 空頭偏差策略 (Short Bias) ● 長期偏差策略 (Long Bias) ● 可變偏差策略 (Various Bias) ● 行業參與策略 (Sector Players) 	<ul style="list-style-type: none"> ● 股票/股票相關證券的多頭和空頭部位 ● 進行公司基本面和技術分析 ● 可變市場部位以表達市場觀點 ● 通常按地理區域劃分
特殊事件導向 (Event Driven)	<ul style="list-style-type: none"> ● Activist ● 信貸多頭/空頭 (Credit Long/Short) ● 陷入困境/重組 (Distressed/Restructuring) ● 併購套利 (Merger Arbitrage) ● 特殊情形 (Special Situations) ● 多元策略 (ED) (Multi-Strategy) 	<ul style="list-style-type: none"> ● 公司特定事件和特殊情況 ● 企業合併、收購、破產、分割、重組 ● 不良證券和高收益債 ● 投資於整個資本結構
相對價值策略 (Relative Value)	<ul style="list-style-type: none"> ● 資產支持 (Asset Backed) ● 可轉債套利 (Convertible Bond Arbitrage) ● 信用套利 (Credit Arbitrage) ● 固定收益套利 (Fixed Income Arbitrage) ● 股票市場(系統性)中性 ● Market Neutral (Systematic Equity) ● 波動性 (Volatility) 	<ul style="list-style-type: none"> ● 利用兩種資產之間的價格趨同 ● 按比例進行多頭和空頭風險部位 ● 尋求與市場沒有或低相關性 ● 工具包括所有類型之債券、利率交換契約及股票
全球宏觀策略 (Global Macro)	<ul style="list-style-type: none"> ● 多元化全球宏觀 (Diversified Global Macro) 	<ul style="list-style-type: none"> ● 關注總體經濟議題 ● 持有股票、利率、貨

	<ul style="list-style-type: none"> ● 現貨 (Commodity) ● 貨幣市場工具 (Currency) 	幣、現貨部位
期貨管理策略 (CTAs)	<ul style="list-style-type: none"> ● 趨勢追蹤 (Trend Following) ● 短線交易 (Short-Term Trading) ● 基本面交易 (Fundamental Trading) ● 多元策略 (CTA) (Multi-Strategy) (CTA) 	<ul style="list-style-type: none"> ● 交易現貨和衍生性金融商品，主要為期貨商品 ● 系統交易者依靠數學推導的、電腦生成之信號來判斷市場趨勢 ● 全權委託交易者也依賴基本面分析、並由經理人決策

資料來源：LGT Capital Partners, World Economic Forum Investors Industries.

5. 不動產投資信託 (REITs)

不動產投資衍生出許多不同的資產類別，包括公募與私募型之不動產投資信託 (REITs) 及私募商用不動產債權。不動產不僅與股市相關性低，也經常被當作抗通膨的避險工具。

所謂「不動產投資信託」(Real Estate Investment Trusts, REITs)，係指將房貸、資產抵押擔保證券或不動產等資產證券化後之商品，透過受託機構發行受益憑證方式，向特定人或不特定人募集發行成立不動產投資信託基金，以投資不動產、不動產相關權利或不動產相關有價證券等投資標的，其投資概念係匯集大眾資金，投資於房地產、購物中心、商辦、停車場、醫院甚至雲端設備資料中心等不動產並協助管理，而其潛在收入則來自於前述不動產之租金與房地產價格增值收益，同時 REITs 具收益相對穩定、抗通膨、分散投資風險等相關投資優勢。此外，因 REITs 係於集中市場掛牌交易，其交易方式與公開市場股票相同，流動性較佳，投資人可透過較少之投資金額，間接參與商用不動產之投資機會，不動產投資信託運作流程，詳圖 2-16。

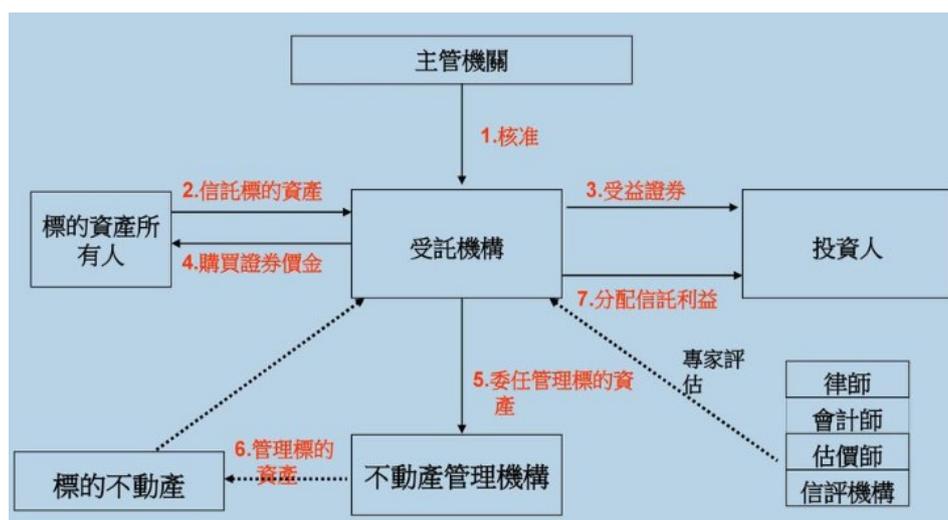


圖 2-16 不動產資產信託運作架構圖

資料來源：臺灣證券交易所

6. 基礎建設基金 (Infrastructure Fund)

基礎建設基金，係指基金公司或私募基金募資後，直接參與基礎建設之營造、管理等業務，而在基礎建設產業發展初期往往需要鉅額初始資本，而保險公司擁有龐大資金部位可投入此類基金，同時此產業具有低波動性及通膨避險等功能，且和集中市場股票或債券市場關聯度較低，而係透過建立長期持續性契約關係，為投資人帶來長期且穩定的現金收入，且絕大部分報酬與企業循環較無關係，且基礎建設多為壟斷投資，一旦確定風險降低則其利潤將相當可觀。實務上將基礎建設基金，大致分為以下 5 種類型¹²，茲說明如下：

(1) 綠地工程型 (Greenfield) 與褐地工程型 (Brownfield)

綠地工程係指，投資人資助基礎資產的建設與維護操作，投資人投資時基礎設施尚未開始營運者，通常係指都市郊區或外圍地區之建設工程；褐地工程，則係指投資人資助現有建設之改善或擴建工程，意即投資人投資前基礎設施通常已部分營運，而通常此類工程多係處於都市核心區域的建設工程，關於綠地及褐地工程比較，詳圖 2-17。

¹² 黃泓智、楊曉文，強化退撫基金另類資產投資之研究，考試院委託研究案，2019 年 12 月，頁 17-19。

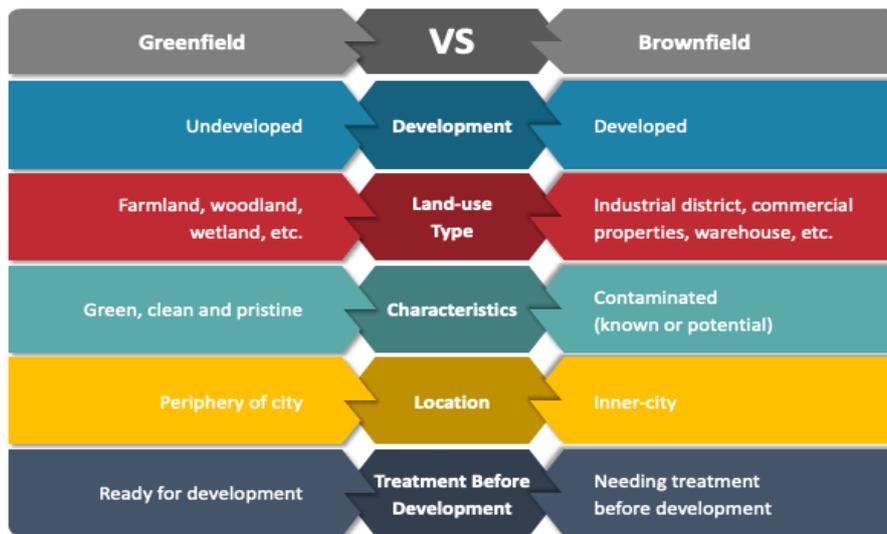


圖 2-17 綠地工程與褐地工程之比較

資料來源：SketchBubble

(2) 建設（初期）階段型（Construction / Primary Phase）及營運（後期）階段型 Operational / Secondary Phase）

依投資人參與基礎設施之階段，分為「建設（初期）階段」及「營運（後期）階段」。前者，係指投資人主要投資於基礎設施營運前或施工階段等尚未營運之階段，此階段面臨工程和未來使用風險，故性質類似於創業投資之風險型態，若其投資標的係屬有銀行融資之學校或醫療建設，則其所承擔風險較為降低；而後者，則係投資於基礎設施之營運階段，此階段較無施工方面之風險，且若具穩定營收，則風險將隨著時間遞進而降低，長期而言係屬較為穩定的投資標的，不過仍將面臨經營管理之風險問題。

(3) 供給導向型(Availability-Based)及需求導向型(Demand-Based)

所謂供給導向型建設，係指投資於學校、醫院等由政府或其他贊助機構所需用的設施，該建設主要係以提供服務而非獲取利潤為導向，故具穩定現金流量，且風險來自於贊助機構本身而非投資標的本身的獲利能力；而所謂需求導向型建設，則係指投資人則承擔投資項目之

營運風險，通常風險差異甚大且易受市場及經濟風險影響，如高速公路等標的。

(4) 公司實體型 (Corporate Entities) 及特許架構型 (Concession Structures)

所謂「公司實體型」建設，係指如公共事業、收費道路和機場營運等公司，其營收來源可能受市場經濟或法令規範及受通貨膨脹之影響。同時，此類項目槓桿比例較特許契約型建設為低，其債券於市場的交易量較大，亦即其代表流動性風險較低；而所謂「特許架構型」下的「特許契約型」建設，通常係指實體資產或契約擔保的債務，由政府發起，可分為「政府與民間合作推動公共建設」(Public Private Partnerships, PPPs) 及「民間財務主導公共建設」(Private Finance Initiatives, PFIs)，前者係由公、私部門簽約合作，由私部門代替公部門建設與營運，則其中融資風險由公部門移轉至私營部門；後者，則係由公部門提出建設項目需求，由私部門透過投標獲取公共基礎設施之建設與運營資格，並在特許期後由公部門支付約定費用收回私部門所經營項目，同時該項目需以無負債之條件下歸還。

(5) 債權投資型(Debt Investment)及股權投資型(Equity Investment)

債權投資型建設之債務，通常係由資產或契約進行擔保，現金流較為穩定，且債務金額通常係投資項目資本要求的 80 至 90% 間；而股權投資的投資現金流來源為扣除營運成本和給付債權人後所剩餘額，故其未來現金流波動大，風險較高，權益金額通常占投資項目資本要求的 10 至 20% 間¹³。

另外，依據美世顧問公司 (Mercer) 報告¹⁴，復將基礎設施股權投資分為 4 種主要風險類型，包括核心型 (Core)、核心進階型 (Core

¹³ 同前註。

¹⁴ Mercer, Infrastructure investing - A primer, 2021., available from URL : <https://www.mercer.com/our-thinking/wealth/infrastructure-investing-a-primer.html>.

Plus)、加值型 (Value Added) 和機會主義型 (Opportunistic) 等。而投資人普遍接受前述分類，用以建立投資組合並確保在分配到資產類別之多元化。同時，這些分類亦會受到某些因素之影響，如資產開發階段（即棕地或綠地工程等）和地域（即成熟及新興市場）等因素，依風險情形區分基礎設施投資特徵分析，詳圖 2-18。

Figure 1. Infrastructure investment characteristics by risk profile

Risk profile	Typical subsectors	Typical revenue drivers	Manager net IRR targets	Yield expectation	Implied capital gain expectation	Holding period (years)
 Core	<ul style="list-style-type: none"> Gas, electric, water/waste and multi-utilities Contracted and renewable power generation PPP assets Mature, top-tier airports, seaports or toll roads in major markets 	<ul style="list-style-type: none"> Rate regulation Long-term contracts with governments or creditworthy counterparties (such as quasi-governmental entities) Availability concessions with government agencies 	6%-9%	5%-7%	1%-2%	7+
 Core plus	<ul style="list-style-type: none"> Contracted thermal power generation Contracted renewable power generation with some development risk Contracted oil and gas midstream assets Toll roads, airports, seaports with greater GDP sensitivity 	<ul style="list-style-type: none"> Long-term contracts Concession arrangements subject to some volumetric/ GDP-linked risk 	9%-12%	4%-6%	5%-6%	6+
 Value add	<ul style="list-style-type: none"> Greenfield assets under construction (de-risked to core plus once commissioned) Early stage oil and gas midstream Data centers and fiber optic networks Assets undergoing meaningful expansion Assets undergoing meaningful repositioning 	<ul style="list-style-type: none"> Long-term contracts on greenfield assets Short-term contracts Contracts with less creditworthy counterparties Revenues reliant on meaningful ramp-up through GDP or demographic growth 	12%-15%	2%-3%	10%-12%	5-7
 Opportunistic	<ul style="list-style-type: none"> Infrastructure assets in developing markets Special situations, such as assets undergoing transition or financial distress Merchant power generation Merchant oil and gas midstream processing assets 	<ul style="list-style-type: none"> Traditional revenue profile but with meaningful exposure to both volume and pricing risk Likelihood of revenue volatility 	15%+	0%	15%+	3-5

圖 2-18 依風險情形區分基礎設施投資特徵分析

資料來源：美世 (Mercer)

7. 實質資產 (Real Asset)

實質資產，涉及非金融資產的直接所有權，而非透過投資金融資產（如股票等）之所有權，而所稱實體資產，包含現物、房地產，自然資源如石油、天然氣、農業、貴金屬、太陽能，交通建設如道路、鐵路、機場或電訊建設等。此類資產優點，係可促進投資組合之多元化，且較不受通貨膨脹與股市漲跌所影響，同時具較優惠的稅率，帶來之現金流亦較為穩定。惟其作為非流動性資產，轉換為現金之時間較長，且轉換成本亦較高，並需額外支付存放成本，如黃金需透過第三方收存，每月會衍生額外之保管與保險費。

而基礎設施投資，亦稱為公共設施投資，係為社會生產和居民生活所提供公共服務之基礎工程設施，如鐵(公)路、機場、通訊設施、水電天然氣等設施。

第二節 另類投資基金特徵及與傳統共同基金之比較

一、另類投資基金之特徵

(一)另類投資基金優勢特徵

1. 投資策略具多元性

另類投資基金，於交易策略方面，將因其投資標的不同而有多元且差異化的投資策略，以對沖基金為例，由於傳統投資係以買進或減碼交易為主，而非以「賣空」方式進行交易，且投資部位限於本金，不以融資或保證金交易進行槓桿操作。然對沖基金於交易策略上，不局限於買進持有策略（即財務學所稱 Beta (β) 投資策略），可採取大量買進及賣空策略，時常同時買進及賣空不同商品，藉此規避市場下跌風險而得到絕對報酬（即財務學所稱 Alpha (α) 投資策略），故此類投資復稱「絕對報酬投資」¹⁵。

¹⁵ 史綱，另類投資：新興金融商品與投資策略，財信出版，初版，2008年。

不同於傳統投資對以本金為最大部位限制，另類投資亦有採槓桿操作，期能提升期望報酬，意即另類投資之交易人多採期貨選擇權等衍生性金融工具進行交易，而此類交易多採權利金或保證金為主，以方便槓桿操作。若進行股票買多或賣空，交易人亦採融資(券)方式進行，使其盈虧得以放大。

2. 投資標的具多元性

另類投資基金可投資標的相當多元，如公開市場股票、債券，或其他私募另類資產，如商業房地產、對沖基金和期貨衍生性金融商品、流動性商品及較不具流動性的私募股權及實物資產等多元資產。

另類投資基金亦可投入永續發展及社會責任債券，此類債券資金須用於融資或再融資，及善盡社會責任的計畫或活動，這些計畫或活動須能達成正面的社會結果或因應社會議題；而永續發展債券，其募集資金係用於融資或再融資兼具綠色與社會責任的計畫或活動，發債機構可以是企業、中央政府與地方政府，亦可針對特定資產與計畫發債，且須遵循「國際資本市場協會的永續發展債券指引」(Sustainability Bond Guidelines)，跟綠色債券原則和社會責任債券原則接軌。永續發展債券可無擔保、以發債企業或政府的信用為保證，或用特定資產抵押擔保。

3. 具長期投資特性

另類投資產業蓬勃發展，增加其提供長期投資策略之機會，故吸引越來越多投資人之興趣，主因加入另類投資之投資組合，其有機會提供更大之風險報酬，同時也為尋求長期收益投資組合之投資人，增進投資之多樣性及靈活性。因此，另類投資與傳統投資不同，其具備長期性、高風險性及非流動性等特徵，並與傳統資產相關性低，具備多元化發展優勢，並具抗通貨膨脹效果。

4. 具直接經濟及社會影響力

據世界銀行（World Bank）於 2015 年發布的「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）顯示，目前市場上主要另類資產對社會之影響（以正、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（如改善被投資公司之環境、社會及公司治理）（Environment、Social、Governance, ESG）轉型發展或注入創新科技管理等）以驅動實質經濟發展。

(二)另類投資基金發展挑戰

1. 流動性較低且基金閉鎖期長

因另類投資基金投資標的，其流動性相對較差，而多數另類投資基金係採封閉式基金架構，故投資具非流動性，投資人亦不被允許任意贖回其投入資金，惟投資人仍可將其申購單位（股份），轉售給從事此類交易之次級市場基金。相反地，開放式基金，允許投資人得於任何時間贖回其投資之資金。

2. 投資風險報酬屬性相對複雜

另類投資基金，投資於某些交易較不頻繁之有價證券，以及具價格不確定性特性等流動性較差資產。且若市場環境較為不利時，與流動性較佳的資產相比，此類資產恐將面臨較大價格跌幅及投資風險，進而導致較高之損失。因此，基金經理人管理風險較一般傳統基金相比，其往往被授予較大之投資管理裁量空間。

同時，另類投資亦恐面臨交易對手風險，當基金增加衍生性金融商品投資部位時，將可能使另類投資基金容易受到交易對手財務和信用狀況之影響。若在衍生性金融商品之契約期間內，交易對手信用惡化亦恐導致無法及時付款，進而使另類投資基金蒙受損失。

3. 投資金額門檻較高

由於另類資產的風險屬性特殊、投資複雜，較適合具有一定資產規模及具有經驗豐富之高資產階級或機構投資人參與，故傳統上並非所有投資人皆能投入，從而投資人進行另類基金投資時，尚須考量其投資期間、目標與自身風險承受程度，以決定是否配置另類資產部位。

二、另類投資基金與傳統共同基金之比較

另類投資基金法律架構與多數傳統基金（美國共同基金、英國單位信託基金及歐洲 UCITS 基金）不同，惟兩者皆須委由基金管理機構代為進行投資決策。因此，兩者無論在費用結構、投資生命週期、投資範圍、現金流模式、流動性程度、投資人限制及績效指標皆有所差異，有關另類投資基金與傳統共同基金間差異比較，詳如表 2-5：

表 2-5 另類投資與傳統基金結構及投資屬性比較表

	Alternative investments		Traditional investments
	Closed-end funds	Open-end funds	Open-end funds
	Asset classes		
Types of investments	<ul style="list-style-type: none"> Private equity buyouts Private equity real estate Private equity infrastructure Distressed debt Venture capital Secondary Private debt 	<ul style="list-style-type: none"> Hedge funds 	<ul style="list-style-type: none"> Public stocks Government and corporate bonds Cash
Fee structures	<ul style="list-style-type: none"> Management fees Performance fees + hurdle rate 	<ul style="list-style-type: none"> Management fees Performance fees + hurdle rate 	<ul style="list-style-type: none"> Management fees
Investment lifespan	<ul style="list-style-type: none"> Usually 10-12 years 	<ul style="list-style-type: none"> Microseconds to 18 months 	<ul style="list-style-type: none"> Days to years
Investment scope	<ul style="list-style-type: none"> Flexible investment scope Often illiquid Can use debt and derivatives 	<ul style="list-style-type: none"> Flexible investment scope Can be illiquid Can use debt and derivatives 	<ul style="list-style-type: none"> Narrowly defined scope Liquid and long only securities¹ Limited ability to use debt
Cash flow patterns	<ul style="list-style-type: none"> Unpredictable when cash will be invested or returned to an investor 	<ul style="list-style-type: none"> Relatively predictable when cash will be invested/returned 	<ul style="list-style-type: none"> Relatively predictable when cash will be invested/returned
Liquidity constraints	<ul style="list-style-type: none"> No withdrawals permitted Secondary sales are permitted 	<ul style="list-style-type: none"> Staggered withdrawals (months), with a delay 	<ul style="list-style-type: none"> Ability to withdraw all capital in a short period (days)
Investor constraints	<ul style="list-style-type: none"> Only wealthy individuals Institutional investors 	<ul style="list-style-type: none"> Only wealthy individuals Institutional investors 	<ul style="list-style-type: none"> Any individual Institutional investors
Performance metrics	<ul style="list-style-type: none"> Money weighted (internal rate of return) 	<ul style="list-style-type: none"> Money weighted (internal rate of return) 	<ul style="list-style-type: none"> Time weighted return

註 1：具例外情形，只作多意味此基金不為作空證券之行為。

● 採開放式架構之另類投資基金，其投資標的尚包括私募股權、創業投資、私募債權、房地產和基礎建設基金等。

資料來源：World Economic Forum Investors Industries

(一)另類投資基金大多由高資產客戶及機構投資人參與

普遍各國僅允許高資產客戶及機構投資人（如退休基金、主權基金或捐助基金等）進行另類投資，主因此類投資人具一定風險承受能力及專業性，得以因應較具複雜性、風險性和非流動性之另類投資行為。

(二)另類投資具投資生命週期

多數另類投資基金，係採取封閉式基金架構，設有一定投資期間，通常係 10 至 15 年，其中所有投資資產將於投資期限到期前返還投資人，從而投資人須另尋新的投資標的，以從事下一階段之投資。而其中對沖基金為例外，主因其多為開放式基金架構，與傳統基金結構相似，除非投資人要求贖回本金，否則投資人投入資金將自動進行再投資行為。

(三)另類投資之投資目標不同

相對傳統基金而言，另類投資基金所適用之法律架構相對具有彈性，投資人通常具廣泛投資目的，使基金得採取不同投資策略，以追求報酬極大化。另類投資基金較不受傳統基金法律架構限制，前述法律限制其在執行其投資策略時，所使用的槓桿操作、賣空證券、投資於非流動性證券或配置衍生性金融商品等限制。

(四)資金流不同

在承諾資本和投資間可能會有很長時間之延遲（如幾個月到幾年不等）。而承諾之全部資本將於一定期間內（通常是幾年）進行投資（資本調用）。對投資人之資本報酬（受益分配）同樣是不可預測的，故基金經理人不能事先預測資產期間或價格。故此類基金所產生的現金流模式亦被稱為「J型曲線」，如圖 2-19：

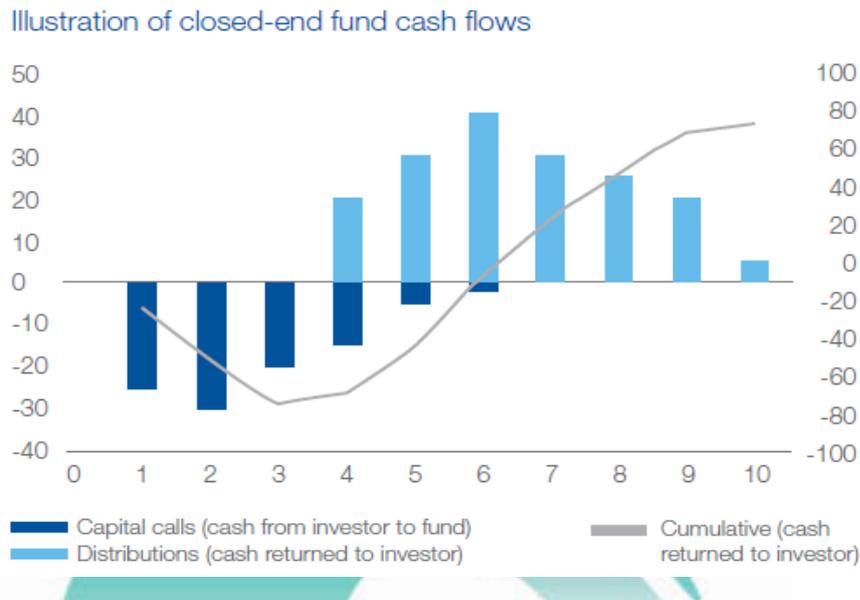


圖 2-19 封閉式基金現金流線圖

資料來源：World Economic Forum Investors Industries

(五) 投資人贖回期間及流動性限制

另類投資基金流動性較傳統共同基金差，而多數基金係採封閉式基金架構，故投資較不具流動性，不允許投資人任意自基金贖回其資金。然而，投資人可將其申購單位（股份），轉售給從事此類交易的次級市場基金。反之，開放式基金結構開放投資人得於任何時間請求贖回其資金。於傳統共同基金，基金經理人皆被要求在投資人請求贖回之日起之一定天數內返回資金，對沖基金通常亦採取開放式架構，惟其並無被要求須立即將資金返還給投資人。投資人須提前 1 至 12 個月前提出請求，此即反映另類投資基金較不具流動性之特性。

(六) 收費結構

另類投資基金對投資人將收取兩項費用，包括管理費及績效費。管理費性質與傳統基金商品之收費結構相似，惟績效費係另類投資基金所特有之費用，其費用收取之類型，包括：

1.管理費 (Management Fee)

實務上，基金經理人每年收取募集或投資資金之 1 到 2% 費用。此項費用係為支付基金之運營成本。超過營運成本的費用則由基金管理機構收取，藉以產生對外籌資動機。

2.績效費 (Performance Fee)

基金管理機構通常會收到基金在其生命週期內所產生淨利潤的 20%，亦即當基金達到「障礙率」，則基金管理機構通常會收到基金在其生命週期內所產生淨利潤的 20%，而此分潤作用在於使基金管理機構和投資人利益趨於一致。

3.基金管理機構收費門檻(Hurdle Fee, 亦稱高水位線或門檻回報率)

多數另類投資基金協議規定之門檻為 7~8%。基金管理機構於達到障礙率前不收取績效費用。由於障礙率係自基金整體生命週期內計算，故一年之次要回報需與隨後幾年之巨大回報相配。以此激勵基金管理機構以高絕對回報為目標，並採取長期投資觀點管理基金資產。

4.績效衡量標準

另類投資人使用之績效指標與傳統基金不同。此歧異反映前者可控制投資時間，但傳統基金管理機構卻無法控制，而係由投資人來決定。此外，傳統基金使用時間加權法來衡量回報，此方法忽略投資多少現金，只是依有價證券在兩時點間的價值來計算報酬。相形之下，另類投資人使用貨幣加權報酬法（即「內部報酬率」），此方法依一段期間內現金流入和流出的規模來加權報酬。反過來，另類投資基金通常係透過其在一段時間內能夠產生之報酬率和現金流倍數來衡量之，現金流倍數比較的是相對於投資人開始時有多少資金返還給投資人。

第三節 近期另類投資基金發展

一、新冠病毒(Covid-19)疫情間發展

近期，另類投資領域受惠於整體經濟結構性因素，如期間利率下

滑、傳統資產預期報酬偏低，及市場多元投資需求之上升，促進另類投資基金之發展。且隨著市場投資管道漸趨多元，使銀行與公開市場等資本市場重要性漸趨下滑，在在使另類投資更受投資人青睞。

自 2020 年開始，全球陷入新冠病毒 (Covid-19) 疫情影響，更強化另類投資發展機會，其中最明顯地是各國政府為盡力預防經濟發生災難性後果，遂採取貨幣寬鬆政策導致政策利率急跌。此外，股票市場因股利下滑，使得積極尋求投資報酬之投資人，更為迫切轉向其他高報酬之收益來源。最後，因疫情期間市場高度波動，亦促使投資人積極轉向另類投資。

另外，因全球籠罩 Covid-19 疫情之下，各國為防止疫情快速傳播，遂積極執行各項防控措施，致企業大規模地停工或轉為遠端辦公，世界經濟因而陷入泥淖，各地市場受嚴重衝擊，產業亦因此停擺，造成失業率急遽上升。

儘管市場劇烈波動和不確定因素持續存在，然另類投資基金績效表現卻備受矚目。依據安永顧問公司 (EY) 製作的「2020 年度全球另類投資基金調查報告」¹⁶顯示，投資人普遍認為在疫情期間，另類投資基金管理人績效超出預期，特別是私募股權基金績效方面；而對沖基金績效表現雖因策略而異，惟基金績效皆大幅贏過市場主要大盤指數。2020 年初，主要大盤指數降幅約為 15%至 20%，而許多對沖基金降幅則相對較低，顯示在經濟低迷時，仍具備保全資本價值，以及於混亂之市場中獲利之能力。

對沖基金經理人亦預估，Covid-19 疫情造成市場波動將大幅激發投資人對「主動管理型基金」(Active Management Fund) 之青睞。在在顯示，市場高度波動為另類投資基金創造發展機會，使其收益報酬贏過績效基準並超越其他「被動管理型基金」(Passive Management

¹⁶ 安永(Ernst & Young)，2020 年度全球另類投資基金調查報告，2021 年，資料來源：https://assets.ey.com/ey-com/zh_cn/topics。(最後瀏覽：2022 年 9 月 10 日)

Fund) 之表現。

另外就私募股權投資部分，除 2020 年初較為停滯外，Covid-19 疫情並無減緩產業發展（詳圖 2-20）。在總體經濟層面上，公開市場及私募投資之投資人，受惠於各國中央銀行，自 2020 年 3 月以來向全球投入數兆資金刺激市場經濟，以因應疫情所致消極影響。

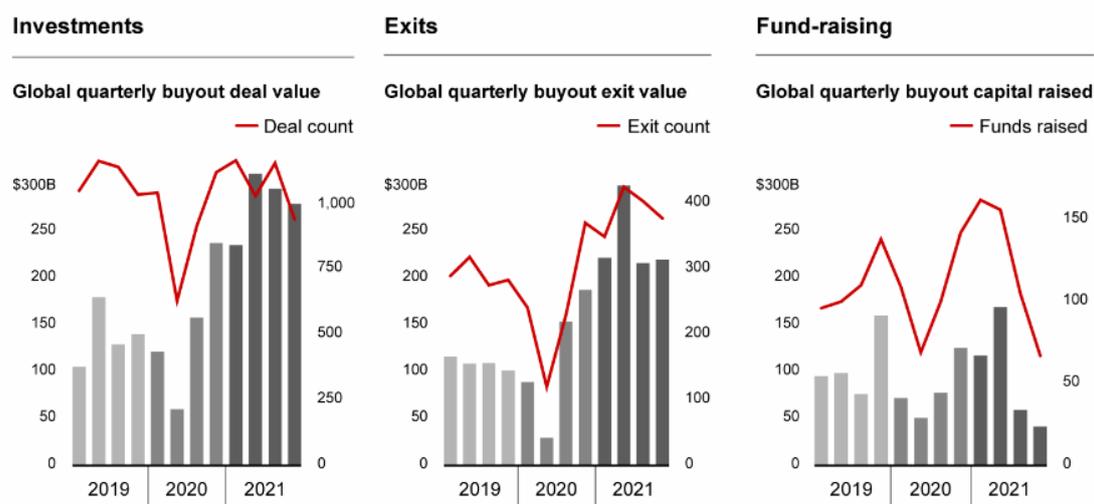


圖 2-20 2020 年第 2 季私募股權投資績效趨勢圖

資料來源：Dealogic、Preqin、Bain Analysis

預期 2022 年底時，利率將繼續提升並高於年初水準，並於現階段升息周期債券收益率將可能遭受抑制，而處於相對較低區間。據摩根大通 (J.P. Morgan) 製作的「2022 年長期資本市場假設」(2022 Long-Term Capital Market Assumptions) 報告顯示，在 10 至 15 年的投資期限內，美國投資級債券之年平均報酬率僅為 2.8%。在信貸風險較高之情況下，非投資等級債券的總報酬率每年僅上升至 3.9%¹⁷。減去 2.3% 的假設平均通脹率，則實際報酬前景似乎不太理想¹⁸。

¹⁷ J.P. Morgan Asset Management, 2022 Long-Term Capital Market Assumptions, 2021/12, available from URL : <https://am.jpmorgan.com/us/en/asset-management/institutional/insights/portfolio-insights/lcma/>.

¹⁸ Elyse Ausenbaugh, The case for alternative investments, available from URL : <https://privatebank.jpmorgan.com/gl/zh-hk/insights/investing/case-for-alternative-investments>

因此，對於期望提高收益率之投資人而言，直接借貸工具等另類資產投資將備受吸引。目前，約有 86% 的槓桿貸款係由非銀行實體所提供¹⁹，投資人可透過投資私募債權策略獲取報酬收益。另有超過 90% 直接借貸之投資組合係由浮動利率貸款所構成，此將有助於當前身處於

利率上升的環境中緩解長期之風險²⁰。而綜觀整體市場，其他另類資產有望提供高於公開市場股票及固定收益市場之收益率，有關各資產類別收益率分析圖，詳圖 2-21。

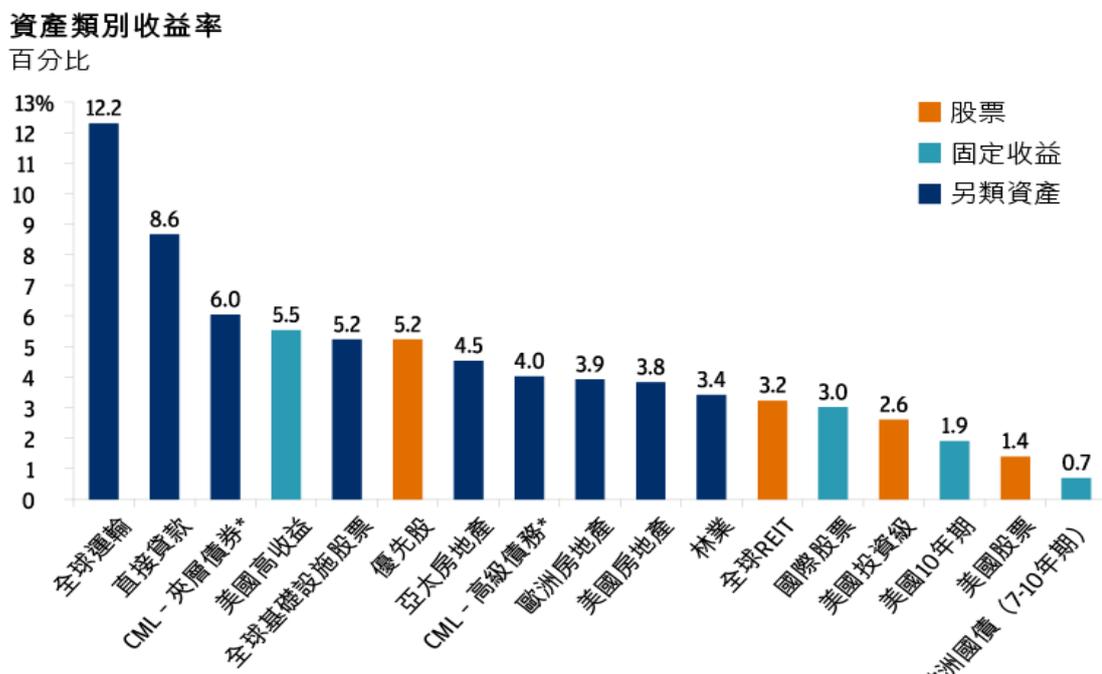


圖 2-21 各資產類別收益率分析圖 (截至 2021 年 12 月 31 日止)

註：此圖顯示截至 2021 年 12 月 31 日另類資產、股票和固定收益資產類別之資產收益率。全球運輸為 12.2%；直接貸款為 8.6%；CML-夾層債券為 6.0%；美國高收益為 5.5%；全球基礎設施股票為 5.2%；優先股為 5.2%；亞太房地產為 4.5%；歐洲房地產為 4.0%；美國房地產為 3.9%；SML - 高級債務為 3.8%；林業為 3.4%；全球 REIT 為 3.2%；美國投資級為 3.0%；國際股票為 2.6%；美國 10 年期為 1.9%；美國股票為 1.4%；歐洲國債（7-10 年期）為 0.7%。

資料來源：J.P. Morgan.

¹⁹ 參酌標普 LCD，全球高槓桿貸款供應商（L+225 及以上）。截至 2021 月 12 日。

²⁰ 詳 Cliffwater 直接貸款高級指數和 KWB 研究，BDC Primer 2021。

三、另類投資基金永續金融之發展

近期，另類投資基金資產管理規模不斷增長，主因全球產業永續發展意識快速提升、整體產業供應鏈供應與需求形成、相關中介機構成立及相關法規漸趨完善等綜合因素，使得另類投資基金生態圈逐漸成形。同時，「人才管理」作為資產管理產業的發展目標，同時另類投資基金經理人逐漸意識到 ESG 之重要性。針對 ESG 發展，另類投資基金之基金經理人正重新審酌內部管理及作業方式，並於對外投資過程中，增加納入 ESG 之評估因素；同時推出將 ESG 方針融入其投資策略的新興商品²¹。

因 Covid-19 疫情全球蔓延，ESG 議題亦成為 2020 年熱門議題，全球無論係個人、公司股東、政府及其他機構，皆對 ESG 維持高度關注，各行各業皆在評估如何將其商業活動和業務模式納入 ESG 因素。同樣地，另類投資基金經理人亦從兩方面思考增納 ESG 評估因素。首先，自商品開發及投資策略角度切入，基金經理人及其投資人，期望將投資理念與 ESG 相結合；再者，自商業組織角度思考，亦即股東、員工等利益關係人，期盼瞭解其另類投資基金經理人如何主動將 ESG 作為投資決策上位觀念。因此另類投資基金經理人不僅須維持或增進投資人資金收益，另外亦須滿足投資人對另類投資基金經理人日漸增價之 ESG 責任履行要求。

近半投資人預期未來 2 到 3 年內，基礎建設基金、私募股權基金和不動產基金方面之 ESG 投資將逐漸增加，此主要係另類投資基金經理人能夠透過其對被投資公司之投資，對公司施加重大影響力或因其公司具控股力，影響被投資公司之日常運營和管理，以符合 ESG 或相關責任投資要求。而各另類資產對 ESG 承諾程度亦有所不同，其中基礎設施基金對 ESG 承諾較為積極，其 ESG 相關資產之管理規模

²¹ PwC, Private equity's ESG journey : From compliance to value creation Global Private Equity Responsible Investment Survey 2021, available from URL : <https://www.pwc.com/gx/en/services/sustainability/publications/private-equity-and-the-responsible-investment-survey.html>.

達到 64%；而私募信貸則緊追在後，達到 59%，此係因為該類資產類別相對新穎，且其管理規模增長與對 ESG 議題關注度同步提升。惟另一方面，觀察私募股權基金就 ESG 承諾中之資產管理規模最高，為 2.3 兆美元，惟在各別資產類別之總體管理規模所占比例最低，僅為 34%，詳圖 2-22。



圖 2-22 各類別另類資產 ESG 承諾資產管理規模統計

資料來源：Preqin.

另外，受益於創業投資本在被投資公司中起 ESG 主導作用，影響力投資基金持續增長，其中又以創業投資基金在所有資產類別中所占比例最高，且絕大部分位於北美地區。同時，更廣泛之 ESG 議題正於歐洲私募資產類別中展開，歐洲地區經理人就基金投資所採用之 ESG 政策和操作最為透明。而亞太地區，受限於各國不斷制定或調整其 ESG 監管框架，不同標準亦導致基金管理複雜度提高，惟可以想見全球基金經理人皆感受來自投資人對 ESG 議題重視之壓力，詳圖

2-23。

Impact funds by asset class and region

Asset class	Region						
	North America	Europe	Asia	Australasia	Africa	Latin America & Caribbean	Middle East
Private equity	55	52	7	-	7	3	-
Venture capital	98	33	30	5	-	7	11
Private debt	19	16	12	1	2	-	-
Hedge funds	29	10	1	1	2	1	-
Real estate	30	14	-	6	1	-	-
Infrastructure	5	16	-	3	1	-	-
Natural resources	3	5	1	1	-	1	-
Multi	2	3	-	-	-	-	-

*All funds labeled as impact funds, including those fundraising and liquidated

Source: Preqin Pro

圖 2- 23 各別另類資產及地區積極性影響力基金統計

資料來源：Preqin



第三章、國際另類投資基金發展經驗與法制

第一節 盧森堡

盧森堡作為歐洲聯盟創始會員國，因其行政效率，及資產保管產業發展成熟，可協助資產管理機構辦理各項基金資產保管、會計及行政等中後台業務；而其基金監理法規亦受國際普遍認可，且歐盟境內機構投資人復因其內部公司治理、政策考量，或受限法令規範，普遍選擇投資於歐盟會員國註冊並遵循歐盟法規之基金商品。

於當前國際稅務發展下，主要各國稅務機關皆強化對投資人各項避稅安排之規範及監理。而盧森堡業與多國簽訂雙邊租稅協定，且租稅優惠待遇措施亦符合歐盟規範，若基金選擇在當地註冊，將可同步享有稅賦之優惠待遇，故在其稅賦及法制規範完善之多重優勢因素，盧森堡吸引眾多資產管理機構選擇於盧森堡註冊基金，截至 2022 年 10 月為止，計有 14,343 檔基金於當地註冊，管理資產總計已逾 5 兆 647 億歐元²²，有關盧森堡註冊基金管理資產統計，詳圖 3-1。

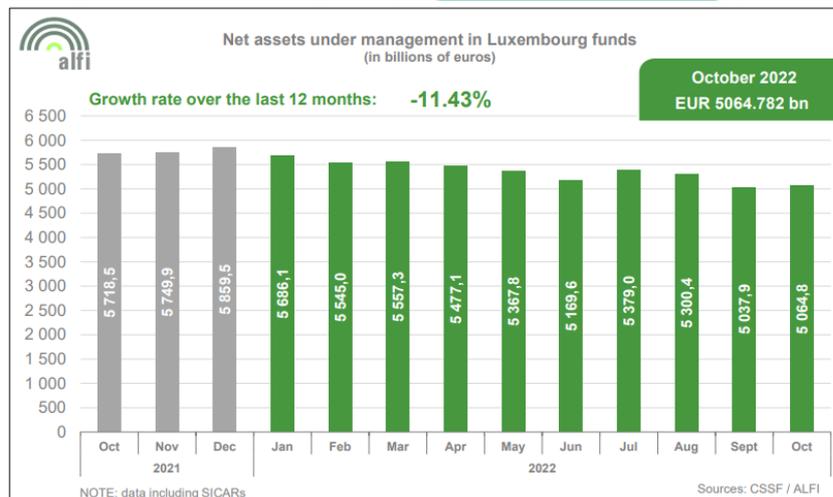


圖 3-1 盧森堡註冊基金管理資產統計

資料來源：CSSF/ALFI (數據統計截至 2022 年 10 月止)

²² Association of the Luxembourg Fund Industry, ALFI, available from URL : https://www.alfi.lu/alfi/media/statistics/luxembourg/ouverture_section_statistique_chiffres_du_mois.pdf (最後瀏覽：2022 年 12 月 19 日)

歐盟另類投資基金整體規模繼續增長，參酌 ESMA 統計數據，截至 2020 年底，整體歐盟基金資產淨值（Net Asset Value per Share, NAV）達 5.9 兆歐元，較 2019 年增加 8%²³，另以另類投資基金資產管理規模觀察，又集中於歐洲 5 個國家，而這 5 國即占基金淨資產值 90%。2020 年，德國持續為歐洲經濟區內另類投資基金資產規模最高的國家（占 37%），其次為盧森堡（占 16%）。與 2019 年相比，盧森堡另類投資基金成長約 14%，有關歐洲另類投資基金管理資產統計，詳圖 3-2。

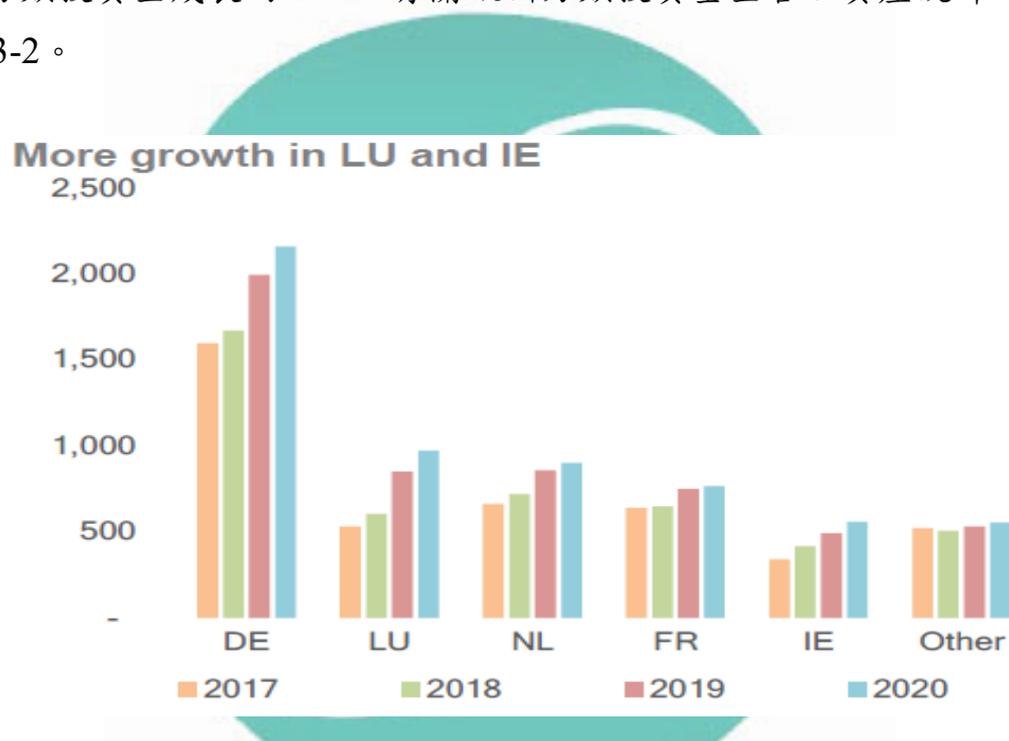


圖 3-2 歐洲另類投資基金成長統計圖

註：按核准另類投資基金經理人(AIFM)和僅在國家司法管轄區註冊之次級門檻經理人管理或銷售之另類投資基金類型劃分之資產淨值。；另外金額單位為 10 億歐元，並以歐洲經濟區 30 國數據統計之。

資料來源：AIFMD Database, National Competent Authorities, ESMA.

一、監理架構

盧森堡基金管理與保管機構係由其「金融監督管理委員會」

²³ ESMA, Annual Statistical Report on EU Alternative Investment Funds 2022, available from URL : <https://www.esma.europa.eu/document/eu-alternative-investment-funds-2022-statistical-report>，該報告使用歐洲經濟區 30 成員國(EEA 30)資料統計。

(Commission de Surveillance du Secteur Financier, CSSF) 負責監理。而盧森堡基金產業自律組織，係由成立於 1988 年之「盧森堡基金產業公會」(Association of the Luxembourg Fund Industry, ALFI) 辦理相關自律事項，其會員超過 1,500 家機構，涵蓋資產管理機構及基金相關服務事業，如保管機構、基金經理人、傳輸代理人、銷售機構、律師事務所、企業顧問、稅務顧問公司、會計師事務所、資訊服務商等周邊服務機構²⁴。

二、另類投資基金主要法制

(一)歐洲聯盟 (EU) 規範

另類投資基金管理人指令 (Directive 2011/61/EU, AIFMD)²⁵ 係由歐盟 ESMA 於 2011 年所訂定，其立法目的在於透過為歐盟「另類投資基金管理人」(Alternative Investment Fund Managers, AIFMs, 即「基金管理機構」) 建立一致性歐盟規範，來增進對投資人之保護並減少市場系統性風險之發生。AIFMD 規範 AIFMs 在其管理或於歐盟境內銷售之另類投資基金 (AIFs) 年報中，應透明揭露各項資訊。同時 AIFMD 亦透過歐盟執委會發布施行細則 (Level II Delegated Regulations, Level II Regs)²⁶ 來加以補充規範相關細節性規範。

而 AIFMD 指令須由各歐盟會員國予以內國法化，使指令規範內容成為會員國的國內規範，惟前述歐盟施行細則，則係直接適用於各會員國，而毋庸經過會員國之內國法化之立法程序。

透過 AIFMD 指令規範的制定，提供歐盟會員國監理「非 UCITS 基金」之管理機制，並規範此類基金跨境銷售的歐盟護照機制，亦即透過此歐盟護照可免除會員國發行基金，進入其他會員國銷售的障礙。

²⁴ Association of the Luxembourg Fund Industry, ALFI, available from URL : <https://www.alfi.lu/en-gb/pages/our-members/why-and-how-join-us> (最後瀏覽：2022 年 6 月 20 日)

²⁵ Directive 2011/61/EU was adopted in 2011. It is a “framework” Level 1 Directive which has been supplemented by delegated regulations.

²⁶ Commission Delegated Regulations (EU) No 231/2013, supplementing Directive 2011/61/EU.

前述 AIFMD 適用對象，包括以下主體，包括 (1) 適用於 UCITS 基金以外的基金經理人；(2) 所有另類投資基金經理人 (AIFM)，但下列兩者除外 (不適用者，除非自願申請準用，否則不得享有該指令所給權利)：如 (1) 所管理的投資組合資產未達 1 億歐元者；(2) 基金未運用槓桿方式經營且未給予投資人於基金成立後 5 年內得贖回基金投資資金的權利，或基金規模未達 5 億歐元者。

(二) 盧森堡國內法

盧森堡作為歐盟會員國，亦受歐盟法令約束，並有義務將歐盟相關金融監理指令 (Directive) 內國法化，使之受歐盟一體化規範，例如盧森堡主要基金法規「2010 年集合投資基金法」(Law of 17 December 2010 relating to Undertakings for Collective Investment, 下稱「2010 年基金法」)，便是將「歐盟可轉讓集合投資基金指令」(Directive 2009/65/EC, UCITS)²⁷內國法化所訂定。另外，盧森堡亦將將「歐盟另類投資基金經理人指令」(Directive 2011/61/EU, AIFMD)²⁸內國法化並訂定「2013 年另類投資經理人法」(Law of 12 July 2013 on Alternative Investment Fund Managers, 下稱「2013 年 AIFM 法」)，而該國對歐盟指令內國法化方面之安排，可謂相當積極。

盧森堡除訂有「一般集合投資基金」(UCI) 規範外，對於其他類型基金亦訂有相關專法，包括對於「專業投資基金」(Specialised Investment Fund, SIF)，訂有「2007 年專業投資基金法」(Law of 13 February 2007 relating to Specialised Investment Funds)；而另就「風險資本投資基金」(Investment Company in Risk Capital, SICAR)，則訂有「2004 年風險資本投資基金法」(Law of 15 June 2004 relating to the Investment Company in Risk Capital)；最後，就「保留型另類投資基

²⁷ Directive 2009/65/EC of the European Parliament and of the Council of 13 July 2009 on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS)

²⁸ Directive 2011/61/EU of the European Parliament and of the Council of 8 June 2011 on Alternative Investment Fund Managers and amending Directives 2003/41/EC and 2009/65/EC and Regulations (EC) No 1060/2009 and (EU) No 1095/2010 Text with EEA relevance (AIFMD)

金」(Reserved Alternative Investment Funds)，則係訂於「2016 年保留型另類投資基金法」(Law of 23 July 2016 on Reserved Alternative Investment Funds)，惟本研究僅就盧森堡 UCI Part II 基金進行介紹和說明，關於盧森堡各類型基金適用法規，詳表 3-1。

表 3-1 盧森堡各類基金適用法規分類表

基金類型	投資標的	適用法規
一般可轉讓 集合投資基金 (UCITS)	流動性 資產	Law of 17 December 2010 relating to Undertakings for Collective Investment
另類投資基金 (UCI Part II)	無限制	Part II of Law of 17 December 2010 relating to Undertakings for Collective Investment
		Law of 12 July 2013 on Alternative Investment Fund Managers
專業投資基金 (SIF)	無限制	Law of 13 February 2007 relating to Specialised Investment Funds
風險資本 投資基金 (SICAR)	無限制	Law of 15 June 2004 relating to the Investment Company in Risk Capital
保留型 另類投資基金 (RAIF)	無限制	Law of 23 July 2016 on Reserved Alternative Investment Funds

資料來源：本研究自行整理

三、另類投資基金組織型態

依盧森堡 2010 年基金法規定，成立集合投資基金 (UCI) 者，皆須經 CSSF 事前核准並受其持續監理，並依基金投資標的區分，若基金屬該法「第一部分集合投資基金」(UCI Part I) 者，僅可投資於可轉讓有價證券、投資基金、金融衍生性工具、現金和短期貨幣市場工具等具市場流動性之標的，而不得進行無擔保信用交易、貴金屬及其

相關衍生性商品交易；若基金屬「第二部分集合投資基金」(UCI Part II)者，則對於投資標的並無限制，故此類基金亦屬於盧森堡之「另類投資基金」²⁹。

前述基金無論係 Part I 或 Part II 基金，皆可採信託契約制成立「受管理之非法人集合資產基金」(Fonds commun de placement, FCP)，或可成立公司架構基金，並依公司資本是否可變動區分為「固定資本公司」(Société d'Investissement à Capital Fixe, SICAF) 及「可變動資本公司」(Société d'Investissement à Capital Variable, SICAV)，其中依盧森堡基金註冊統計觀察，係以 SICAV 公司基金架構最為普遍，截至 2022 年 10 月底止，占整體基金型態約為 79.63%，詳圖 3-3。

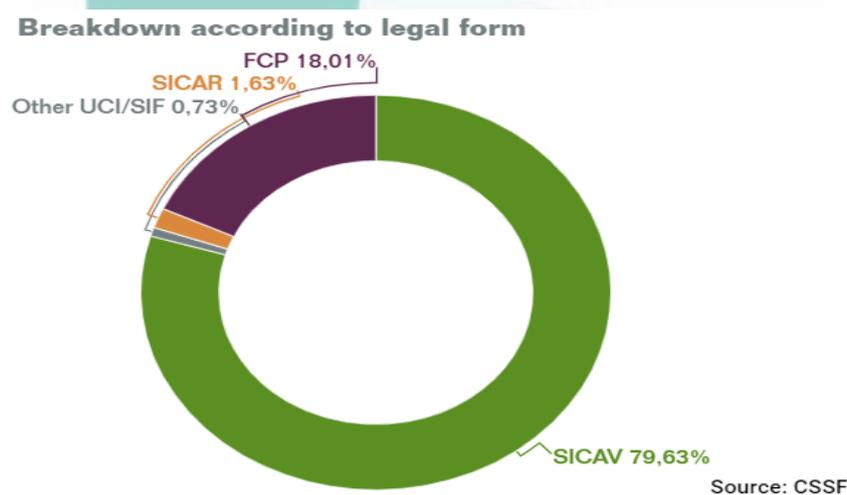


圖 3-3 盧森堡基金組織類型統計

資料來源：CSSF (截至 2022 年 10 月底止)

而 SICAV 架構，其公司型態為「有限公司」(Société Anonyme, SA)；而 SICAF 架構，其公司型態可為「有限公司」、「股份有限合夥」(Société en Commandite par Actions, SCA)、「私人股份有限公司」(Société à Responsabilité Limitée, Sarl)、「股份有限合夥」(Société en

²⁹ Law of 17 December 2010 relating to Undertakings for Collective Investment,

Commandite par Actions, SCS)、「不具法人格之有限合夥」(Société en Commandite Spéciale ,SCSp)，其中 SCS 及 SCSp 僅限於適用第二部份之另類投資基金，盧森堡各類 UCI 基金組成型態分類，詳圖 3-4。

2010年集合投資基金法 → UCI (Part I、II)



圖 3-4 盧森堡各類 UCI 基金組成型態分類

資料來源：本研究自行整理

截至 2022 年 10 月底止，盧森堡整體基金管理資產規模達 5 兆 647 億歐元，其中 UCIPart I 基金比最高逾 4 兆 1042 億歐元；UCIPart II 基金則逾 1,583 億歐元；專業投資基金 (SIF) 逾 7,202 億歐元；風險風險資本投資基金 (SICAR) 則逾 819 億歐元。此外，另從以下數據觀察，各類基金資管規模復以 SICAV 公司型態占比最高，詳圖 3-5：

Net assets of UCIs

Situation as at 31 October 2022

	FCP	SICAV	Other	SICAR	TOTAL
Part I (law 2010)	641.676	3.462.555	0.000	0.000	4.104.231
Part II (law 2010)	44.441	113.647	0.280	0.000	158.368
FIS	219.087	465.147	36.016	0.000	720.250
SICAR	0.000	0.000	0.000	81.933	81.933
TOTAL	905.204	4.041.349	36.296	81.933	5.064.782

圖 3-5 盧森堡各類基金資產管理規模統計

資料來源：CSSF (截至 2022 年 10 月底止)

四、基金投資組合類型

盧森堡 UCI Part I 基金，得採「開放式基金」(Open-end Funds) 或「封閉式基金」(Closed-end Funds) 架構，其募集所得資金主要投資於公開市場股票及債券、現金及貨幣市場工具等流通性佳之標的，且該基金管理業務得其自行管理(即自行管理型 SICAV) 或委外由盧森堡當地或歐盟成員國註冊之基金管理公司代執行管理業務。

而 UCI Part II 基金，其投資標的涵蓋公開市場股票、債券，亦可投資於另類資產，如房地產(Real Estate)、私募股權(Private Equity)、創業投資(Venture Capital)、對沖基金(Hedge Fund) 及私募債權(Private Debt) 等長期持有且較不具流動性的投資標的，此類基金須委由符合盧森堡 2013 年另類投資經理人法且經 CSSF 核准之「合格另類投資經理人」(Authorised AIFM) 進行管理，或其本身於符合另類投資經理人法規範下可自行管理之。

觀察 CSSF 提供的數據顯示，盧森堡基金涉及另類投資之投資資產類型，包括組合型基金、私募股權、創業投資、不動產、期貨與選擇權、夾層融資(即私募債權之一種類型) 及民間參與公共建設等類型，其基金資產管理規模復以組合型基金，其發行檔數最高有 2,059 檔，管理資產規模計逾 3,450 億歐元；其次，為不動產基金，其發行

檔數最高有 326 檔，管理資產規模計逾 1,329 億歐元；再者依序為其他資產與私募股權，分別發行檔數為 282 檔及 246 檔基金，管理資產規模計逾 822 億及 819 億歐元，有關盧森堡各類投資基金檔數與管理資產金額統計，詳圖 3-6。

Investment policy of UCIs

Situation as at 31 October 2022

Breakdown by investment policy	Net assets (in bn €)	Number of fund units
Fixed-Income Transferable Securities	1,202.145	3,155
Variable-Yield Transferable Securities	1,685.631	4,161
Mixed Transferable Securities	1,010.028	3,472
Funds of Funds	345.083	2,059
Money Market Instruments and Other Short-Term Securities	418.250	196
Cash	6.653	8
Private Equity	81.966	246
Venture Capital	4.200	30
Real Estate	132.900	326
Futures and/or Options	13.730	69
Other Assets	82.263	282
Public-to-Private	0.138	2
Mezzanine	0.952	10
Venture Capital (SICAR)	10.243	69
Private Equity (SICAR)	70.600	258
TOTAL	5,064.782	14,343

圖 3-6 盧森堡各類投資基金數量與管理資產金額統計

資料來源：CSSF (截至 2022 年 10 月底止)

五、設置及監理法制

(一) 另類投資基金申設條件

1. 基金最低募資金額要求

於盧森堡成立另類投資基金，依其成立型態，如契約制 (FCP) 或公司制 SICAV 或 SICAF 型態，其資本額分述如下 (詳表 3-2)：

(1) FCP：經 CSSF 獲准設立後 6 個月內募集達 125 萬歐元資本額³⁰。

(2) SICAV：SICAV 基金公司應於 CSSF 核准設立後 6 個月內，募集達最低實收資本額 125 萬歐元，如採自行管理者，經 CSSF

³⁰ §94 準用 §23, Law of 17 December 2010 relating to Undertakings for Collective Investment.

獲准設立日即須募達 30 萬歐元，並於 6 個月內募集達 125 萬歐元。而 CSSF 得例外予以提高最低實收資本額至 250 萬歐元³¹。

(3)SICAF: SICAF 基金其公司最低實收資本額不得少於 125 萬歐元，且應於 CSSF 核准設立後 6 個月內募達，如採自行管理者，經 CSSF 獲准設立日即須募達 30 萬歐元，並於 6 個月內募集達 125 萬歐元。而 CSSF 得例外予以提高最低實收資本額至 250 萬歐元³²。

表 3-2 盧森堡另類基金最低實收資本額條件

申請設立最低實收資本額		
SICAV (SA)	SICAF (SA, SCA, Sàrl, SCS, SCSp)	FCP
<ul style="list-style-type: none"> ● 經 CSSF 獲准成立後 6 個月內募集 125 萬歐元。 ● 自行管理型 SICAV/SICAF：獲准日即須募集 30 萬歐元，並於 6 個月內募達 125 萬歐元。 ● 採傘型架構者，募資標準適用整體架構。 		<ul style="list-style-type: none"> ● 經 CSSF 獲准成立後 6 個月內，完成募集 125 萬歐元。

資料來源：本研究整理

2.另類投資經理人 (AIFM) 要求：

原則上，另類投資基金應委由「另類基金經理人」(AIFM) 執行投資及管理業務，而 AIFM 可依盧森堡 2013 年 AIFM 法 (下同) 第 2 章規範於當地向 CSSF 申請核准設立；或依歐盟另類投資基金經理人指令 (AIFMD) 第 2 章規範，於其他歐盟會員國或歐盟以外第三國核准設立之，然若 AIF 係委由歐盟會員國以外之第三國成立之 AIFM 管理者，則該 AIFM 亦應遵循 AIFMD 第 66 條第 3 項之規定辦理³³。

³¹ §94, Law of 17 December 2010 relating to Undertakings for Collective Investment.

³² §98, Law of 17 December 2010 relating to Undertakings for Collective Investment.

³³ §88-2, Law of 17 December 2010 relating to Undertakings for Collective Investment.

AIF 亦得採自行管理模式，此時則 AIF 毋庸委由外部 AIFM 進行管理，而係由其自行管理之，惟相關管理業務，仍須遵循 2013 年 AIFM 法之規定辦理³⁴。

依 2013 年 AIFM 法第 3 條規定，若 AIFM 管理一個以上之 AIF，而 AIF 唯一投資人係 AIFM 本身或其母公司、子公司或同一母公司之其他子公司者，且前述唯一投資人本身非屬 AIF，則該 AIFM 不適用本法之規定³⁵。另外符合以下情形者：AIFM 則可透過 CSSF 簡易註冊程序辦理註冊³⁶：(1) 盧森堡註冊 AIFM，如透過與 AIFM 有共同管理或控制關係之公司，或透過直接或間接之實質控制力，直接或間接地管理 AIF 之投資組合，其管理資產（包括通過槓桿獲得之資產）總額不超過 1 億歐元者；或(2) 盧森堡註冊 AIFM，透過與 AIFM 有共同管理或控制關係之公司，或透過實質性之直接或間接控股，直接或間接管理資產總額不超過 5 億歐元之 AIF 投資組合，且 AIF 投資組合由無槓桿 AIF 所組成，則每檔 AIF 初始投資日後之 5 年內不得行使贖回權者。

依 2013 年 AIFM 法第 6 條規定³⁷，AIFM 須向 CSSF 申請核准 (Authorized)，其申請核准書件，應包含以下資訊：

- (1) 有效執行 AIFM 業務之從業人員資訊。
- (2) 其股東或合夥人資訊，含直（間）接之自然人（法人）股東，及其持股情形。
- (3) 檢附 AIFM 組織及營業計劃書，內容涵蓋如何履行同法第 2、3、4 章以及第 5、6、7 和 8 章（如適用者）規範義務等資訊。
- (4) 提供依同法第 12 條規定，有關薪酬政策及相關辦法資訊。
- (5) 提供依同法第 18 條規定，有關職能委外和複委託給第三人之相關資訊。

³⁴ §88-2(2)(b), Law of 17 December 2010 relating to Undertakings for Collective Investment.

³⁵ §3(1), Law of 12 July 2013 on Alternative Investment Fund Managers.

³⁶ §3(2), Law of 12 July 2013 on Alternative Investment Fund Managers.

³⁷ §6(1), Law of 12 July 2013 on Alternative Investment Fund Managers.

同時，AIFM 向 CSSF 申請核准時，應同時檢具有關 AIFM 所管理 AIF 之相關資訊³⁸，內容包括：

- (1) AIF 投資策略資訊，包括基礎（母）基金（Parent Fund）類型（若 AIF 係組合型基金（FoF）者），及 AIFM 槓桿操作政策，及其管理之基金風險情況及特徵，包括於其他歐盟會員國或其他第三國註冊 AIF 基金之成立或未來預計成立等資訊。
- (2) AIF 為連結基金者，其 AIF 主基金（Master Fund）註冊地資訊。
- (3) AIFM 管理 AIF 之相關辦法或其註冊文件。
- (4) 各檔 AIF 依同法第 19 條指定保管機構之相關資訊。
- (5) 有關 AIFM 依同法第 21（1）條已管理或預計管理之各檔 AIF 之相關補充資訊。

若已依 2010 年基金法第 15 章規定核准之 UCITS 基金管理公司，或依該法第 125-1 條核准之基金管理公司，向 CSSF 申請為 AIFM 者，則該基金管理公司毋須再提交依 2010 集體投資事業法申請核准時已向 CSSF 提供之公司相關資訊，僅須確保該資訊仍為最新資訊即可³⁹。

後續，CSSF 將依法審查申請人是否具備相關法定資格，其審查事項，如下⁴⁰：

- (1) 審查 AIFM 是否滿足前述法定資格。
- (2) AIFM 是否具備足額之初始實收資本額⁴¹和自有資金⁴²。
- (3) 執行 AIFM 業務人員是否具備足夠聲譽⁴³，並對 AIFM 管理 AIF

³⁸ §6(2), Law of 12 July 2013 on Alternative Investment Fund Managers.

³⁹ §3(4), Law of 12 July 2013 on Alternative Investment Fund Managers.

⁴⁰ §7(1), Law of 12 July 2013 on Alternative Investment Fund Managers.

⁴¹ §8(2), Law of 12 July 2013 on Alternative Investment Fund Managers.

(1) 依§4(1)(b)成立之自我管理型 AIFM，其實收資本額須達 30 萬歐元以上。

(2) 依§4(1)(a)，外部管理 AIFM，其實收資本額須達 12 萬 5,000 歐元以上。

⁴² §8(3), Law of 12 July 2013 on Alternative Investment Fund Managers.

若 AIFM 管之 AIF 投資組合資產價值超過 2 億 5,000 萬歐元者，AIFM 須增加額外之自有資金。該額外自有資金金額應相當於 AIFM 投資組合價值超過 2 億 5,000 萬歐元部分之 0.02%。惟初始實收資本額和額外自有資金之要求總額不超過 1,000 萬歐元。另外，由 AIFM 管理的 AIF，包括 AIFM 依第 18 條核准之 AIF，但不包括 AIFM 核准管理之 AIF 組合，應被視為 AIFM 之投資組合。

⁴³ 除 AIFM 本身有關的申請表格外，還須向 CSSF 提交擬為盧森堡 AIFM 執行受控職能之每位

之投資策略具充足經驗，執行業務人員及後續異動繼任人員之資訊亦應立即通知 CSSF；且 AIFM 業務須由兩名以上符合資格之人員辦理之。

(4)為健全 AIFM 管理，對於持有 AIFM 股份之股東或合夥人之適合性亦將進行審查。

(5)盧森堡註冊 AIFM，其營業總部和註冊辦事處須位於盧森堡境內。

若申請人有以下情形並與其他自然人或法人間存在密切關聯者，CSSF 審查 AIFM 資格時，應同時洽詢所涉之其他會員國金融主管機關，以利進行資格審查，並在前關係不妨礙其有效行使監督職能之情況下予以核准，相關密切關連情形說明如下⁴⁴：

(1)申請人為其他歐盟會員國核准設立之 AIFM、UCITS 基金管理公司、基金公司、信貸機構或保險公司之子公司者。

(2)申請人為其他歐盟會員國核准設立之 AIFM、UCITS 基金管理公司、投資公司、信貸機構或保險公司等其控制（母）公司之子公司者；

(3)申請人為其他歐盟會員國核准設立之 AIFM、UCITS 基金管理公司、投資公司、信貸機構或保險公司等，被同一自然人或法人所控制之公司。

CSSF 應於收到申請後 3 個月內進行審查，例外得延長 3 個月並以一次為限，申請人經 CSSF 審查合格者，將依法核准 AIFM 執照，而 CSSF 亦可發給申請人限制性執照（即對 AIF 投資策略予以限縮），後續 CSSF 亦將核准 AIFM 納入 CSSF 合格名單中，並對外公告之，而申請人經 CSSF 核准設立者，其效力及於所有歐洲經濟區會員國。

為協助 CSSF 進行 AIFM 資格審查，申請人應將其有關年度會計報告提交一位以上之「合格審計師」（Réviseurs D'entreprises Agréés，

人員證明文件（如榮譽聲明、學（經）歷、犯罪記錄摘要（良民證）、身份證明文件（或護照）副本）。

⁴⁴ §7(2), Law of 12 July 2013 on Alternative Investment Fund Managers.

下稱「會計師」)，協助簽證並確保其符合相關規範⁴⁵。

2.實收資本額及自有資金維持義務

AIFM 成立之初，即須符合法定實收資本額與自有資金要求，申請核准後若其管理的 AIF 投資組合管理金額達 2 億 5,000 萬歐元者，AIFM 須額外增提自有資金，而其增提數額係以 AIFM 投資組合價值超過 2 億 5,000 萬歐元之部分的 0.02% 計算，惟初始資本和自有資金數額合計不超過 1,000 萬歐元⁴⁶。其中由 AIFM 管理之 AIF 及 AIFM 依第 18 條受委任管理的 AIF，惟排除 AIFM 委外管理之 AIF，應被納入 AIFM 管理投資組合之計算數額⁴⁷。

此外，AIFM 自有資金數額不得低於「歐盟 2019 年 11 月 27 日關於投資公司審慎監理法」(Regulation (EU) 2019/2033 of the European Parliament and of the Council of 27 November 2019 on the Prudential Requirements of Investment Firms) 第 13 條所定標準。且若 AIFM 因受益於歐盟會員國或其他第三國之註冊信貸機構或保險公司提供相同數額之擔保者，且前述機構之監理機構經 CSSF 認定與歐盟法規具同等審慎規範者，則此時 AIFM 無須增提超過前述額外增提自有資金超過 50% 以上。前述自有資金，可轉投資於流動性資產或於短期內可隨時變現之資產，惟不得投資具投機性之資產部位⁴⁸。

另因應 AIFM 執行業務所可能發生之潛在責任風險，自行管理型 AIF 和外部 AIFM，均應維持適當自有資金，並投保與所承擔風險相當之責任保險，以應付因業務所生之潛在風險⁴⁹。

(二) 業務規則及管理措施

AIFM 應以誠信及勤勉原則，並以 AIF 及其投資人最佳利益執行

⁴⁵ §7a, Law of 12 July 2013 on Alternative Investment Fund Managers.

⁴⁶ §8(3), Law of 12 July 2013 on Alternative Investment Fund Managers.

⁴⁷ §8(4), Law of 12 July 2013 on Alternative Investment Fund Managers.

⁴⁸ §8, Law of 12 July 2013 on Alternative Investment Fund Managers.

⁴⁹ §8(7), Law of 12 July 2013 on Alternative Investment Fund Managers.

管理業務，並採取適當程序辦理之；同時，應採取合理措施避免利益衝突情形發生，例外於無法避免時，應予以進行識別及監督，同時適時揭露利益衝突資訊，以防對 AIF 投資人利益可能產生之不利影響，及保障投資人獲得公平對待，且除 AIF 管理規範或基金公開說明書另有規範或揭露外，始得給予特定投資人優惠待遇⁵⁰。

1. 業務執行範圍

採自行管理 AIF 者，則 AIF 管理機構不得從事 2013 年 AIFM 法附件一⁵¹所列管理事項以外之業務；外部 AIFM 則不得從事附件一所列及歐盟 UCITS 指令核准之 UCITS 額外管理業務，惟外部 AIFM 則可提供以下服務⁵²，如下：

- (1) 管理基金投資組合資產，含依「歐盟退休基金管理機構行為指令」(Directive 2003/41/EC，下稱「第 2003/41/EC 號指令」)⁵³ 第 19 條第 1 項規定，由退休基金和職業退休保障機構擁有之投資組合，並受投資人委託，為客戶辦理資產管理者。
- (2) 提供非核心服務，如投資顧問、基金股份或受益單位相關保管業務，及接收和傳輸與金融工具相關指示等。

2. AIFM 人員報酬揭露要求

AIFM 須為其管理 AIF 業務具重大風險影響之內部人員制定相關薪酬政策和作業辦法，而所涉人員涵蓋高階管理人員、風險承擔者、

⁵⁰ §11, Law of 12 July 2013 on Alternative Investment Fund Managers.

⁵¹ 2013 年 AIFM 法附件一所列職能：

1. AIFM 在管理 AIF 時至少須履行之投資管理職能：(a) 投資組合管理、(b) 風險管理
2. AIFM 在集體管理 AIF 之過程中得額外辦理之其他職能：
 - (a) 行政管理：(i) 基金管理之法律和會計服務；(ii) 客戶諮詢；(iii) 估值、定價及稅務；(iv) 監管遵循監測；(v) 維護受益單位/股東登記名冊；(vi) 收益分配；(vii) 受益單位/股票之發行及贖回；(viii) 契約紛爭解決，憑證寄送；(ix) 記錄保存。
 - (b) 廣告行銷；
 - (c) 與 AIF 資產相關活動，即為履行 AIFM 管理責任所需之服務、設施管理、房地產管理活動、向企業提供有關資本結構、產業策略和相關事項建議、與併購和收購企業相關之建議和服務，及與管理 AIF 及其投資公司和其他資產相關之其他服務。

⁵² §5, Law of 12 July 2013 on Alternative Investment Fund Managers.

⁵³ Directive 2003/41/EC of the European Parliament and of the Council of 3 June 2003 on the activities and supervision of institutions for occupational retirement provision.

內部控制部門及領取總額薪酬之人員，前述薪酬政策和辦法應達到健全管理和有效風險控管之效果，並須依 2013 年 AIFM 法附件二規定制定薪酬政策和辦法，以減少發生不符管理 AIF 風險情形、管理規範或其註冊文件之管理行為⁵⁴。

3.利害衝突防免規範

AIFM 應採取一切合理措施，防止於其管理過程中發生下列利益衝突之情事：

- (a) AIFM，包括其高階管理人員、職員或透過控制力與 AIFM 具直接或間接關係之人，或與管理之 AIF 及投資人間之利益衝突者。
- (b) AIF 及其投資人與另一 AIF 或其 AIF 投資人間。
- (c) AIF 或其投資人與 AIFM 之另一客戶間。
- (d) AIF 或其投資人與 AIFM 管理之 UCITS 基金或其投資人間；
- (e) AIFM 之兩客戶間。

另要求 AIFM 維持有效之組織架構和作業，採取一切合理措施來識別、預防、管理和監督有關利益衝突情形，以防止其對 AIF 及其投資人之利益產生不利影響。AIFM 須在其運營環境中，應將系統性利益衝突之業務與監督區隔，並應評估其經營狀況是否涉及任何其他重大利益衝突情形，並向投資人揭露之。而 AIFM 為識別、預防、管理和監督利益衝突所進行之組織安排，不足以確保投資人利益損害風險之預防者，則 AIFM 須在執行業務前向投資人明確揭露利益衝突之性質或來源，並制定適當政策及辦法予以避免之。

若 AIFM 為 AIF 委託銷售機構服務，則須在書面契約中列明相關條款，並於該契約中明訂轉讓和利用 AIF 資產之任何可能性，且須符合 AIF 管理條例或公開說明書所載要求，另應將該契約內容通知保管機構。同時，AIFM 在委任主銷售機構時，應盡勤勉監督之義務⁵⁵。

⁵⁴ §12, Law of 12 July 2013 on Alternative Investment Fund Managers.

⁵⁵ §13, Law of 12 July 2013 on Alternative Investment Fund Managers.

4. 風險管理

AIFM 應就業務與組織上將風險管理業務與營運業務區隔，包括將投資組合管理業務區隔。風險管理業務和組織區隔應由 CSSF 進行審查，其中 AIFM 於任何情形下，皆應證明其對利益衝突之防止措施得獨立進行，且風管業務執行符合法定要求並持續有效⁵⁶。

AIFM 應實施風險管理業務，應識別、衡量、管理和監控與各檔 AIF 投資策略相關或可能面臨之各項風險。AIFM 不得完全或機械式地倚賴信用評級機構所發布之信評資訊，並作為評估 AIF 資產之可能性，且 AIFM 應定期查核風險管理機制，原則每年至少一次，另得於必要時進行調整，CSSF 將監督 AIFM 信用評等評估程序是否完善⁵⁷。

AIFM 為 AIF 進行投資時，應執行風險管理評估，並依 AIF 之投資策略、目標和風險狀況，交易執行、執行紀錄、定期更新盡職調查程序；確保能持續適當地進行風險識別、衡量、管理和監測與 AIF 之各投資部位相關風險及其對 AIF 投資組合之整體影響，如透過適當壓力測試機制，及確保 AIF 風險情形符合監理法規或公司章程、公開說明書和相關銷售文件之要求。同時考量 AIF 投資業務性質、規模和其管理複雜性⁵⁸。

AIFM 須設定其代為管理之各檔 AIF 得採行之最高槓桿水準，並確立在此槓桿標準下可再利用擔保品或擔保權利之範圍，並應同時考量下列因素，如 AIF 類型、AIF 投資策略、AIF 槓桿來源、與其他金融服務機構系統性可能風險間之相互關係、單一交易對手方風險、槓桿擔保程度、資產負債率及 AIFM 在市場之規模等因素⁵⁹。

5. 流動性管理

AIFM 須為其管理之各檔 AIF（非槓桿封閉式 AIF 除外）採取適

⁵⁶ §14(1), Law of 12 July 2013 on Alternative Investment Fund Managers.

⁵⁷ §14(2), Law of 12 July 2013 on Alternative Investment Fund Managers.

⁵⁸ §14(3), Law of 12 July 2013 on Alternative Investment Fund Managers.

⁵⁹ §14(4), Law of 12 July 2013 on Alternative Investment Fund Managers.

當之流動性管理機制，並訂定監視 AIF 流動性風險之作業程序，確保 AIF 投資流動性狀況符合法定要求，其須於平常和特殊流動性條件下定期進行壓力測試，使其能夠評估及監測 AIF 之流動性風險情形。AIFM 亦須確保其管理之各檔 AIF 之投資策略、流動性情形與基金贖回政策相符⁶⁰。

5. 基金資產評價及淨值計算

AIFM 管理各檔 AIF 應制定適當資產評價及淨值計算作業程序，該程序須符合 2013 年 AIFM 法、其他基金註冊國準據法及或公開說明書之規範，以對 AIF 資產進行適當與獨立之淨值計算作業⁶¹。AIFM 應依前述程序進行資基金資產評價與淨值計算，且每年至少計算一次受益單位或股份之淨值，並向投資人揭露之⁶²。

若 AIF 係採開放式基金架構者，則該淨值計算頻率須與 AIF 持有資產及其發行和贖回頻率相符⁶³。如係採封閉式基金架構者，當 AIF 增加或減少資本情況下，則亦須進行資產評價和淨值計算。而投資人應被告知有關 AIF 之資產評價及淨值計算之方法。

AIFM 資產評價如係委由外部評價師進行者，則該評價師須獨立於 AIF、AIFM 及與前者具密切關聯之人⁶⁴。且若係委由外部評價師辦理者，AIFM 應證明該外部評價師具備法定資格並經註冊合格⁶⁵，能有效辦理資產評價業務，且相關委任符合法定要求⁶⁶，並通知 CSSF 有關其委任外部評價師等事宜

AIF 保管機構亦可受委託辦理保管 AIF 之資產評價業務，惟該保管機構須在業務與組織上將保管業務與資產評價業務相區隔，且須確

⁶⁰ §15, Law of 12 July 2013 on Alternative Investment Fund Managers.

⁶¹ §17(1), Law of 12 July 2013 on Alternative Investment Fund Managers.

⁶² §17(3), Law of 12 July 2013 on Alternative Investment Fund Managers.

⁶³ §17(3), Law of 12 July 2013 on Alternative Investment Fund Managers.

⁶⁴ §17(4), Law of 12 July 2013 on Alternative Investment Fund Managers.

⁶⁵ §17(5), Law of 12 July 2013 on Alternative Investment Fund Managers.

⁶⁶ Article 18(1) and (2) of this Law and the delegated acts adopted pursuant to Article 20(7) of Directive 2011/61/EU.

保潛在利益衝突已被適當識別、管理、監測並向 AIF 投資人進行揭露⁶⁷。外部評價師不得將評價業務再行委託第三人辦理，若前述外部評價師委任不符相關規定者，CSSF 將另行指定外部評價師辦理評價業務⁶⁸。

而資產評價亦可由 AIFM 自行辦理，惟相關評價業務應與投資管理業務區隔，且應透過適當薪酬政策和其他措施，以避免評價人員的利益衝突及可能對業務進行之不當影響。另外，CSSF 可要求 AIFM 將其評價程序和資產評價結果委由外部評價師進行查核，或委由會計師進行查核。

最後 AIFM 對 AIF 及其投資人之責任，不因 AIFM 已委任外部評價師而受影響⁶⁹，且不論評價委任契約是否另有約定，外部評價師應其故意或過失而未能履行資產評價業務，致 AIFM 受有損失者，亦應向 AIFM 負責。

6. 基金管理業務之委外規範

AIFM 得將其部分基金管理業務委外辦理，惟應於業務委外開始前通知 CSSF，且須滿足相關法定要求⁷⁰，包括：(1) AIFM 應客觀證明其委託架構之合理性；(2) 受託方具備充足資源執行管理業務，且業務人員具良好聲譽及經驗；(3) 委外業務涉及投資組合或風險管理者，須委託給以資產管理目的且經核准受監督機構，或雖未滿足前述要件，惟事先經 CSSF 核准者；(4) 委外業務涉及投資組合管理或風險管理，如係委託其他第三地註冊機構辦理者，除前述要求外，尚須確保 CSSF 與該受託機構之註冊地監理機關間之合作；(5) 業務委外不妨礙對 AIFM 之有效監督，特別係不得妨礙 AIFM 為其投資人最佳利益管理 AIF 之義務；(6) AIFM 須證明受託機構具相關資格和能力得承擔管理

⁶⁷ §17(4), Law of 12 July 2013 on Alternative Investment Fund Managers.

⁶⁸ §17(7), Law of 12 July 2013 on Alternative Investment Fund Managers.

⁶⁹ §17(10), Law of 12 July 2013 on Alternative Investment Fund Managers.

⁷⁰ §18(1), Law of 12 July 2013 on Alternative Investment Fund Managers.

業務之執行，且 AIFM 亦得隨時監督並指揮該受託機構業務執行，於符合投資人利益下亦可撤回委託。

AIFM 雖得將其管理業務委外辦理，惟不得將投資組合及風險管理業務，委由下列人員辦理：(1)保管機構或保管機構受託人；(2)其利益可能與 AIFM 或 AIF 投資人利益相衝突之實體，除非該實體已在業務或組織上將其投資組合管理及風險管理業務之執行與其他可能相衝突之業務區隔，並對潛在之利益衝突進行適當識別、管理、監督並向 AIF 投資人揭露，始得為之⁷¹。

AIFM 對 AIF 及其投資人之責任，不因 AIFM 將管理業務委由第三方辦理而受影響。而受委託管理者，於符合一定條件下，可再行委託他人進行管理業務，其條件包括：(1) 取得 AIFM 之同意；(b) AIFM 於管理業務再委外開始前，通知 CSSF 有關再委外之契約約定；(3) 前述有關對委外管理業務者之規定及義務，一併適用於再委託之人。委託人應持續監督再受託人所提供之服務，若再委託人進一步委託管理業務者，應比照前述規範辦理⁷²。

7. 保管機構規範：

AIFM 管理各檔 AIF，應指定保管機構辦理基金資產保管業務，且保管機構之委任應簽訂書面契約，且契約內容應符合基金管理法律之規範，確保其得為 AIF 履行其保管職責。而前述保管機構應為符合「1993 年 4 月 5 日金融業法」(Law of 5 April 1993 on the Financial Sector) 所定之信貸機構（銀行）或投資公司，惟投資公司須符合一定條件下⁷³，始得辦理 AIF 保管業務。另外，保管機構亦可為 1993 年

⁷¹ §18(2), Law of 12 July 2013 on Alternative Investment Fund Managers.

⁷² §18(4), Law of 12 July 2013 on Alternative Investment Fund Managers.

⁷³ §19, Law of 12 July 2013 on Alternative Investment Fund Managers.

(1) 投資公司核准業務涵蓋 1993 年 4 月 5 日金融業法附件二第 C 節第 1 點所指「為客戶保管和管理金融工具之輔助服務」。

(2) 該投資公司係一法人組織。

(3) 須具備全額繳足之最低實收資本額達 73 萬歐元。

(4) 須具備從事保管業務之完善內部控制制度。

(5) 符合第 2011/61/EU 號指令第 21 條第 3 款 (b) 項規定之自有資金標準。

4月5日金融業法第26條之1規定，所稱「金融工具以外資產專業保管機構」等實體。盧森堡註冊AIF，其在初始投資之日起5年內並無贖回權，並且依其核心投資策略，一般不投資於依第19條第8項第a款⁷⁴保管之資產，而可投資於未公開發行公司股份，以便依第24條得獲取對該公司之控制權⁷⁵。

為避免保管機構、AIFM、AIF及其投資人間發生利益衝突情事，AIFM及保管機構應遵循下列規範，包括：(1) AIFM不得擔任保管機構；(2) AIF交易對手方之主要銷售機構，不得擔任該AIF之保管機構，除非其在業務及組織上將保管業務與銷售業務予以區隔，並對潛在利益衝突情事進行識別、管理、監督並向AIF投資人揭露之，始得為之⁷⁶。而保管機構本身應符合一定資格：(1) 保管歐盟註冊AIF者，其保管機構應於AIF註冊地核准設立；(2) 保管非歐盟註冊AIF者，應於AIF註冊地或管理該AIF之AIFM註冊地核准設立⁷⁷。

於歐盟會員國以外第三地註冊之保管機構，亦應符合以下要件，始得辦理保管業務⁷⁸：(1) 非歐盟註冊AIF之受益單位或股份擬在其境內銷售之會員國主管機關，及CSSF（作為盧森堡註冊AIFM之主管機關）已與保管機構註冊地主管機關簽署合作和資訊交換協議者；(2) 保管機構受審慎監理，規範包括最低實收資本額，並受與歐盟法規具有同等程度並獲得有效執行之監督者；(3) 保管機構係註冊於歐盟會員國以外之第三地，非被列為「金融行動特別工作組」（the Financial Action Task Force, FATF）列為不合作國家和地區者；(4) 非

⁷⁴ §19(8)(a), Law of 12 July 2013 on Alternative Investment Fund Managers.

(8) AIF 或代表 AIF 的 AIFM 的資產須委託給保管機構保管，並考慮到以下因素。

(a) 對於可保管之金融工具。

(i) 保管機構須保管可於保管機構帳簿中開設之金融工具帳戶中登記的所有金融工具及可實際交付予保管機構之所有金融工具。

(ii) 保管機構須確保所有可於保管機構帳簿中開立之金融工具帳戶中登記的金融工具在保管機構帳簿中登記在以 AIF 或管理該 AIF 之 AIFM 名義開立之獨立帳戶內，以便依適用法律隨時明確識別為屬於 AIF 之資產。

⁷⁵ §19, Law of 12 July 2013 on Alternative Investment Fund Managers.

⁷⁶ §19(c), Law of 12 July 2013 on Alternative Investment Fund Managers.

⁷⁷ §19(5), Law of 12 July 2013 on Alternative Investment Fund Managers.

⁷⁸ §19(d), Law of 12 July 2013 on Alternative Investment Fund Managers.

歐盟 AIF 受益單位或股份擬在其境內銷售之會員國及盧森堡(作為盧森堡 AIFM 之註冊地)已與保管機構註冊之第三國簽署協定，且該協定符合「經濟合作組織—收入和資本稅收協定範本」(OECD Model Tax Convention on Income and on Capital)⁷⁹第 26 條規定，並確定在稅收方面得進行有效之資訊交換及各項多邊稅收協定者；(5)保管機構應透過契約對 AIF 或其投資人負責，並聲明同意遵循第 11 條之規定者⁸⁰。

保管機構應監測 AIF 現金流，並確保投資人於認購 AIF 受益單位或股份之對價款項均已收付，AIF 所有現金均已記入以 AIF 名義、管理該 AIF 之 AIFM 名義或以 AIF 保管機構名義在保管機構開設之保管帳戶，亦可於「歐盟投資服務指令」(2006/73/EC)⁸¹第 18 條第 1 項第 b 和 c 款所提實體，或在需要開立現金帳戶之相關市場中具有相同性質之另一實體，惟該實體須受有效之審監理，具有與歐盟法律相同的效力並得到有效執行，且符合前述指令第 16 條規定者。

AIF 或 AIFM 資產須委由保管機構進行保管，並在選擇保管機構時，考量下列因素⁸²：

(1)對於可保管之金融工具：

(a)保管機構須保管可於保管機構帳簿中開設之金融工具帳戶中登記所有金融工具及可實際交付給保管機構之所有金融工具。

(b)保管機構須確保所有可在保管機構帳簿中開立之金融工具帳戶中登記之金融工具在保管機構帳簿中登記以 AIF 或 AIF 之 AIFM 名義所設獨立帳戶內，以便依法隨時識別其屬 AIF。

(2)對於其他資產：

⁷⁹ 該租稅協定範本，係兩國協商制訂避免雙重課稅租稅協定的基礎。這些協定約定兩國放棄多少國內法賦予的課稅權以避免雙重課稅、防止稅基侵蝕和避稅以及鼓勵投資。

⁸⁰ §19(6), Law of 12 July 2013 on Alternative Investment Fund Managers.

⁸¹ Commission Directive 2006/73/EC of 10 August 2006 implementing Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council as regards organisational requirements and operating conditions for investment firms and defined terms for the purposes of that Directive (Text with EEA relevance)

⁸² §19(8), Law of 12 July 2013 on Alternative Investment Fund Managers.

- (a) 保管機構須核實 AIF 或其 AIFM 對此類資產之所有權，並應保持其確信 AIF 或其 AIFM 擁有此類資產所有權之資產記錄；
- (b) 評估 AIF 或其 AIFM 是否擁有所有權應係基於 AIF 或 AIFM 所提供之資訊或文件進行判斷，並在有條件之情況下基於外部證明予以驗證。
- (c) 保管機構須維護其最新相關記錄。

8. 年報編制事項：

盧森堡註冊 AIFM，應於每會計年度結束後 6 個月內將其管理 AIF 以及在歐盟銷售 AIF 之各檔基金年報，提交 CSSF、AIF 註冊地國，並提供投資人知悉⁸³，前述年報應包含以下資訊，包括：(1) AIF 之資產負債表；(2) 該會計年度收入和支出之帳戶資訊；(3) 該會計年度之業務報告；(4) 報告涵蓋之會計年度期間有關第 21 條應揭露與投資人之重大訊息；(5) 該會計年度 AIFM 向其員工支付之薪酬總額（含固定薪酬和浮動薪酬）和受益人數目，及在前述情形下，AIF 支付之結轉利息；(6) 依高階管理人員及其行為對 AIF 風險具重大影響之人員，應分別列舉其薪酬數額⁸⁴。

若係銷售非歐盟註冊 AIF 之 AIFM 可對該基金年度報告進行審計，以符合 AIF 註冊地國現行之審計標準。如 AIF 係依「歐盟證券發行人資訊透明度指令」（2004/109/EC 指令）⁸⁵被要求對外公告年報者，則須依指令規範向投資人提供相關資訊，並可採單獨提供或作為年報之補充部分揭露，且須於會計年度結束後 4 個月內公告前述資訊⁸⁶。

年報中提供之會計資訊須依 AIF 註冊地歐盟會員國國內會計準則、歐盟以外之第三國會計準則或公司章程（採合夥架構者）所定會

⁸³ §20(1), Law of 12 July 2013 on Alternative Investment Fund Managers.

⁸⁴ §20(2), Law of 12 July 2013 on Alternative Investment Fund Managers.

⁸⁵ Directive 2004/109/EC of the European Parliament and of the Council of 15 December 2004 on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market and amending Directive 2001/34/EC

⁸⁶ §20(3), Law of 12 July 2013 on Alternative Investment Fund Managers.

計準則編制之。有關年報中會計資訊須由一位以上會計師，依「歐盟法定審計指令」(第 2006/43/EC 號指令)⁸⁷進行審計，且相關會計師意見(含任何保留意見)，應於該會計年度年報中全文揭露之。

9.對 CSSF 報告義務

AIFM 應定期向 CSSF 履行各項申報義務，其申報內容，包括基金於主要市場及金融工具之操作情形、基金主要曝險、績效資料、風險集中情形等資訊。AIFM 亦應通知其註冊國有關基金之基本資料、主要投資之市場及投資資產、基金組織運作架構及風險管理等資訊。

AIFM 須就其管理之各檔歐盟註冊 AIF 和在歐盟銷售之 AIF，向 CSSF 申報以下資訊⁸⁸：(1) AIF 資產中因其非流動性而須遵循特殊安排之資產占比；(2) 為管理 AIF 流動性之任何新規劃；(3) AIF 目前風險情形及 AIFM 為管理市場風險、流動性風險、交易對手風險和其他風險(含操作風險)等所採取之風險管理機制；(4) AIF 投資之主要資產類別資訊；(5) 依第 14 條第 3 項第 b 款和第 15 條第 1 項第 2 款所進行壓力測試之結果。AIFM 亦須應 CSSF 要求，提供下列相關資訊，如(1) 依第 20 條第 1 項規定，AIFM 管理各檔歐盟註冊 AIF 及在歐盟銷售各檔 AIF 之每會計年度的年報資訊；(2) 每季季末，提交該 AIFM 管理之所有 AIF 清單資訊⁸⁹。

若 AIFM 係管理積極使用槓桿操作的 AIF，則 AIFM 應向 CSSF 提供有關其管理 AIF 操作之總體槓桿水位資訊、因借貸現金或有價證券所產生之槓桿和融入金融衍生性工具之分類資訊及 AIF 資產在槓桿安排再被利用之程度。前述資訊應包含 AIFM 管理之各檔 AIF 前 5 大資金或有價證券借貸來源等資訊，及各檔 AIF 從前述來源所獲取之槓桿金額，而例外若 CSSF 認為具有有效監測系統性風險為必要時，則

⁸⁷ Directive 2006/43/EC of the European Parliament and of the Council of 17 May 2006 on statutory audits of annual accounts and consolidated accounts, amending Council Directives 78/660/EEC and 83/349/EEC and repealing Council Directive 84/253/EEC (Text with EEA relevance)

⁸⁸ §22(2), Law of 12 July 2013 on Alternative Investment Fund Managers.

⁸⁹ §22(3), Law of 12 July 2013 on Alternative Investment Fund Managers.

CSSF 得命 AIFM 於前述資訊以外，定期或隨時進行溝通及瞭解⁹⁰。

10.AIFM 核准範圍之變更

AIFM 經 CSSF 核准設立後，若事後就第 6 條有關 CSSF 據以審酌核准執照事項發生重大變更時，應提前通知 CSSF，從而若 CSSF 對 AIFM 原核准條件進而予以限制時，應在 AIFM 通知 CSSF 後 1 個月內回覆。若 CSSF 認為因個案具體情況有必要延長審核者，可延長 1 個月回覆，如 CSSF 未於期限內提出反對意見者，則將依 AIFM 通知事項予以變更執照核准範圍⁹¹。

(三)撤銷核准資格及後續清算義務

AIFM 經核准設立後應依法辦理相關業務，惟 AIFM 有發生以下情形者，CSSF 將撤銷其核准資格，包括⁹²：(1) AIFM 於核准設立後 12 個月內未執行業務、經明確聲明放棄其核准資格或於過去 6 個月內停止營業者；(2) 以虛假陳述或任何其他非正當方式獲取核准資格者；(3) 不再符合核准之法定條件者；(4) 不符合 1993 年 4 月 5 日金融業法規範，如其核准項目涵蓋 2013 年 AIFM 法第 5 條第 4 項第 a 款中所定全權委託管理投資組合服務者；(5) 嚴重或系統性違反 2013 年 AIFM 法或其相關規定者；(6) 違反盧森堡就本法範圍以外其他法規者。

違反特定法規事項，盧森堡地區商業法院，應於檢察官主動要求或由 CSSF 通知，公告解散和清算盧森堡註冊 AIFM，CSSF 應將 AIFM 自名單剔除。CSSF 對於名單剔除決定，自其通知該 AIFM 起，自作成最終決定前，依法該 AIFM 將暫停任何付款，並禁止執行除保障措施以外之業務，除獲得 CSSF 同意外，其行為將被視為無效⁹³。

⁹⁰ §22(5), Law of 12 July 2013 on Alternative Investment Fund Managers.

⁹¹ §9, Law of 12 July 2013 on Alternative Investment Fund Managers.

⁹² §10(1), Law of 12 July 2013 on Alternative Investment Fund Managers.

⁹³ §10(2), Law of 12 July 2013 on Alternative Investment Fund Managers.

六、銷售規範

(一)銷售前資訊揭露

AIFM 銷售其管理歐盟註冊 AIF 及於歐盟銷售之各檔 AIF 前，應向投資人揭露基金資訊，後續資訊如有異動者亦同，有關相關揭露事項⁹⁴，如下：

- (1)AIF 投資策略和投資目標，AIF 主要基金註冊地或母基金註冊地（若 AIF 為組合型基金者）之資訊，AIF 可投資之資產類型，其可能採用之投資技術及相關風險、投資限制、槓桿操作情況、允許槓桿操作之類型、來源及風險、對槓桿操作限制及相關擔保和資產再利用安排；
- (2)AIF 改變其投資策略或投資政策之說明；
- (3)為 AIF 投資目的而簽訂契約之法律效果，如管轄權、準據法及是否存在 AIF 註冊地承認和執行判決之法律書件；
- (4)AIF 管理機構、保管機構、會計師和任何其他服務提供者之資訊，並陳明其職責與投資人之權利義務事項；
- (5)AIFM 遵循第 8 條有關防範潛在風險之執行情形；
- (6)AIFM 在附件一所提委外管理業務及由保管機構辦理之保管業務及委外所可能產生之利益衝突事項；
- (7)AIF 資產評價及其評價方法，包括依第 17 條對難以評價之資產所採取之評價方法等；
- (8)AIF 流動性風險管理，包括在正常和特殊情況下之投資人贖回權及其權利行使規範；
- (9)說明所有費用、開支及投資人直接或間接承擔數額之上限；
- (10)說明 AIFM 如何確保公平待客，並在投資人獲取優惠待遇時，說明該優惠待遇、及獲得優惠待遇投資人之類型，並說明前述情形下 AIF 或 AIFM 之法律或經濟關係；
- (11)最近會計年度之年報；

⁹⁴ §21(1), Law of 12 July 2013 on Alternative Investment Fund Managers.

- (12)基金受益單位或股份發行及銷售程序及相關之條件；
- (13)AIF 最新資產淨值及其受益單位或股份之最新市價；
- (14) AIF 歷史績效(如有則須揭露)；
- (15)主要銷售機構資訊，說明 AIF 與其銷售機構之任何重大安排及利益衝突管理方式，並說明與保管機構簽訂契約中有關 AIF 資產轉讓和再利用之規範，以及可能存在向主要銷售機構責任移轉等資訊；
- (16)說明前述第 4 點和第 5 點揭露資訊何時並以何種方式進行揭露。

投資人投資前，AIFM 應就保管機構依第 19 條第 13 項規定，以契約約定排除責任之安排通知投資人，若保管機構有相關責任變動事項，AIFM 應即時通知投資人。若 AIFM 依照「歐盟公開說明書指令」(Directive 2001/34/EC)⁹⁵ 或相關國家法律要求 AIF 發行公開說明書者，則須單獨揭露公開說明書之外之第 1 款和第 2 款中所提資訊或作為公開說明書之補充資訊⁹⁶。

後續 AIFM 應就管理之各檔歐盟註冊 AIF 和在歐盟銷售之 AIF，定期向投資人揭露相關資訊，包括：(1) AIF 基金資產中因非流動性而受到特殊安排之資產占比；(2) AIF 流動性安排；(3) AIF 目前風險情形及 AIFM 為管理該風險所採取之風險管理機制等資訊⁹⁷。另外，採用槓桿策略之歐盟 AIF 或於歐盟銷售 AIF 之 AIFM，亦須為各檔 AIF 定期揭露相關資訊，包括：(1) AIFM 為 AIF 操作最高槓桿水準之變動，及依槓桿操作准予再利用擔保品之權利及擔保事項；(2) AIF 採取的槓桿水位總額⁹⁸。

⁹⁵ Directive 2003/71/EC of the European Parliament and of the Council of 4 November 2003 on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading and amending Directive 2001/34/EC (Text with EEA relevance)

⁹⁶ §21(2), Law of 12 July 2013 on Alternative Investment Fund Managers.

⁹⁷ §21(4), Law of 12 July 2013 on Alternative Investment Fund Managers.

⁹⁸ §21(5), Law of 12 July 2013 on Alternative Investment Fund Managers.

(二)歐洲 UCI 基金護照制度

觀察盧森堡註冊基金，絕大部分並非在當地進行銷售，在符合歐盟 UCITS 指令規範之基金可受益於其指令架構下之「歐盟基金護照制度（EU Fund Passport），透過向特定歐盟會員國及歐洲經濟區（European Economic Area, EEA）成員國主管機關踐行「通知程序」（Notification Procedure），即可於其境內銷售基金。若非屬盧森堡及其他歐盟會員國註冊基金，則無法透過該機制，以簡易核准程序於歐盟會員國及歐洲經濟區成員國境內進行銷售，仍須依循當地法規向其主管機關進行核准後進行銷售。

(三)歐盟 AIF 基金護照

在盧森堡、歐盟會員國或非歐盟會員國之第三國註冊 AIFM，可依歐盟另類投資指令(Directive 2011/61/EU)，向盧森堡境內一般投資人銷售其管理 AIF 之受益單位或股份，且無論該 AIF 是否從事跨境銷售，亦無論其是否為歐盟註冊 AIF，僅須滿足以下要件時，即可向一般投資人銷售 AIF 基金⁹⁹，相關條件包括：(1) AIF 在其註冊地受該地監理機構長期監管，以保障對投資人之保護，就盧森堡註冊 AIF 而言，符合 2010 集合投資基金法 UCI Part II 基金，即被視為符合此項條件；(2) 於盧森堡以外歐盟會員國或其他第三國註冊 AIF，須在其註冊地受當地監理機關監管，並對投資人提供至少與盧森堡法律相同程度之投資人保護措施；而該 AIF 亦受 CSSF 監督，為此時須確保 CSSF 與 AIF 註冊地監管機構間之合作¹⁰⁰。

AIFM 符合歐盟 AIFMD 指令者，並經註冊國主管機關核准後，即可向其他特定歐盟會員國主管機關踐行「通知程序」，並於其境內向專業投資人銷售基金，惟是否可向一般投資人銷售，仍須依各會員國法令辦理，惟該會員國法令不得對其有差別待遇之情形。

⁹⁹ §46(1), Law of 12 July 2013 on Alternative Investment Fund Managers.

¹⁰⁰ §46(1)(a)、(b), Law of 12 July 2013 on Alternative Investment Fund Managers.

歐盟 AIFMD 指令亦開放，非屬歐盟會員國註冊之另類投資基金經理人 (AIFM)，在符合下列情形之一時，得於會員國境內進行基金銷售，包括 (1) 歐盟會員國與 AIFM 註冊地國雙方簽署「經濟合作與發展組織—所得與資本之租稅協定範本」(OECD Model Tax Convention) 第 26 條所定租稅協定；(2) 非屬歐盟會員國註冊之 AIFM，其註冊地國主管機關對金融業法制架構與監督機制與 AIFMD 指令規範相當者 (是否相當則由歐盟執委會決議之)。

有關 AIF 銷售方式係授權由 CSSF 訂定函令 (Law of 21 July 2021: A561) 予以規範¹⁰¹，在不違反「歐盟長期投資基金規則」(Regulation (EU) 2015/760)¹⁰² 第 26 條情形下，於盧森堡、歐盟會員國或其他第三地設核准設立的 AIFM，若在盧森堡境內向一般投資人銷售 AIF 受益單位或股份者，應依以下規範始得辦理銷售業務，如下：

- (1) 應依 AIF 公開說明書記載事項，處理投資人與 AIF 受益單位或股份相關之申購、付款、買賣及贖回等指令。
- (2) 向投資人揭露有關辦理前項行為之申購及贖回等資訊。
- (3) 辦理與投資人行使其在 AIF 投資所產生之權利資訊。
- (4) 提供投資人依 AIFMD 第 22 條和第 23 條規範之相關資訊和文件，供投資人查閱及獲得副本資訊。
- (5) 以 UCITS 指令第 2 條第 1 項第 m 款所定義之持續性媒介，向投資人提供前述資訊。
- (6) 與 CSSF 之聯絡資訊。

AIFM 執行前述業務，應遵循以下規範並可透過電子方式辦理：
(a) 使用盧森堡語、法語、德語或英語揭露。(b) 如係 AIFM 自行提供者，或由其服務提供商提供者，該廠商應接受對其所進行之監管措施，且若業務係由廠商執行者，則該廠商之委任應以書面契約為憑。

¹⁰¹ §46, Law of 21 July 2021: A561

¹⁰² Regulation (EU) 2015/760 of the European Parliament and of the Council of 29 April 2015 on European long-term investment funds (Text with EEA relevance)

(四) 歐盟以外地區跨境銷售

亞洲地區及美國投資人均可投資盧森堡註冊基金，惟考慮非歐盟投資人在其居住地稅賦之安排，通常基金管理人於盧森堡註冊基金時，將評估是否於美國（如德拉瓦州）設立「平行基金」(Parallel Fund)，以優化基金架構，或採取「連結基金」(Feeder Fund) 方式投資盧森堡另類投資基金。(詳圖 3-7) 原則上，其他屬 EU 或 EEA 以外地區，銷售 UCI 及 AIF 者，仍須遵循各地區基金跨境銷售法令辦理。

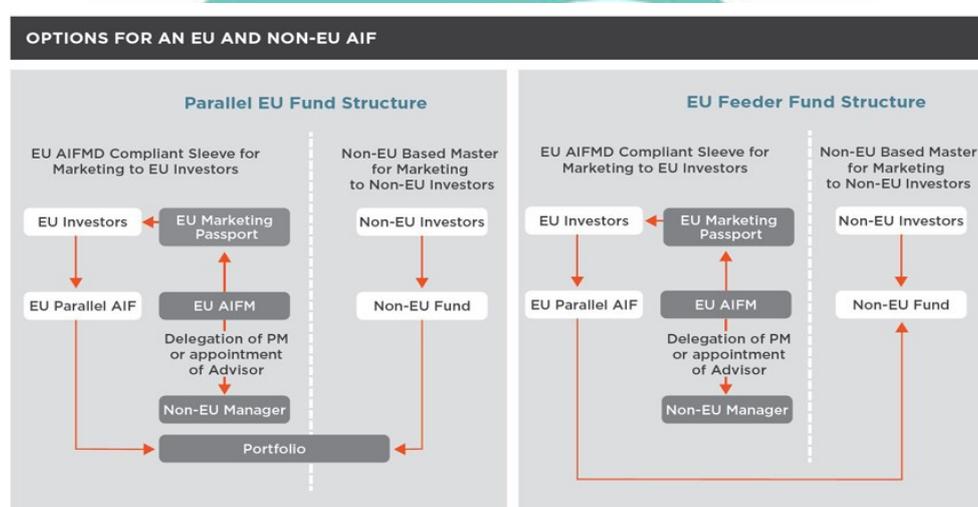


圖 3-7 歐盟 AIF 平行基金架構圖

資料來源：Alter Domus Luxembourg S.à rl.



第二節 韓 國

受限疫情期間，韓國經濟成長放緩及資本市場較為低迷，傳統共同基金市場發展較為低迷，其共同基金資產管理規模，從 2020 年底之 210.3 兆韓元（約為 4 兆 7,645 億新台幣）至 2021 年 6 月，僅成長至 285.9 兆韓元（約為 6 兆 4,772 億新台幣）¹⁰³。

相形之下，韓國另類投資之私募基金市場卻持續成長，其私募基金（排除「機構私募基金」Institutional Private Funds, IPF）之資產管理規模增加兩倍之多，自 2009 年 108.2 兆韓元（約為 2 兆 4,513 億新台幣）到 2021 年 6 月已成長至 465.1 兆韓元（約為 10 兆 5,371 億新台幣），成長幅度驚人。韓國另類投資基金投資策略，又以房地產、基礎建設基金和私募信貸發展最為快速。

另外，觀察韓國大型退休基金機構投資人「韓國國民年金管理局」（National Pension Service, NPS）¹⁰⁴統計數據顯示，截至 2021 年底，其承諾投入 204.4 兆韓元（約 4 兆 6,308 億新台幣）用於另類投資，比前年增長 32.7%。其中，按另類資產類別區分，其私募股權投資金額約 84.6 兆韓元（約 1 兆 9,166 億新台幣）位居第一，其次為房地產投資約 66.5 兆韓元（約 1 兆 5,066 億新台幣）及基礎設施投資約 47.1 兆韓元（約 1 兆 670 億新台幣）。退休基金就對沖基金和多元資產之資金投入較少，分別為 4.4 兆韓元（約 996 億新台幣）和 1.8 兆韓元（約 407 億新台幣），詳圖 3-8。

¹⁰³ Chambers and Partners, Alternative Funds 2021, available from URL : <https://practiceguides.chambers.com/practice-guides/alternative-funds-2021/south-korea> (Last viewed 2022/08/05)

¹⁰⁴ 為全球第三大退休基金，管理資產規模約 918 兆韓元(約 20 兆新台幣)資產。

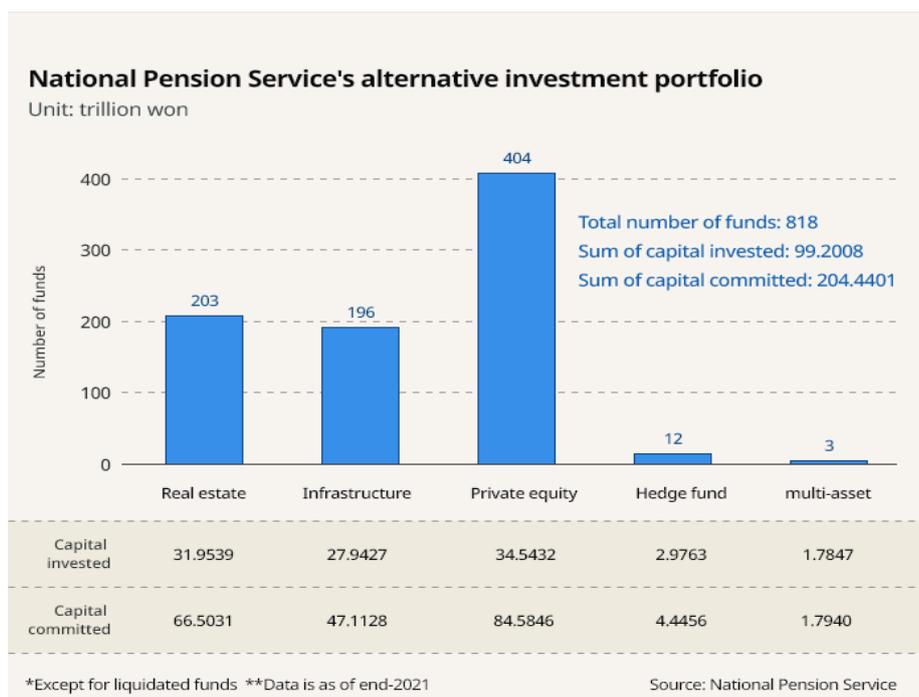


圖 3-8 2021 年底韓國退休基金另類投資組合統計

資料來源：National Pension Service, NPS

一、監理架構

2008 年 2 月，金融監督委員會與原財政經濟部金融政策局合併，成立「金融服務委員會」（Financial Services Commission, FSC）。因此，FSC 具有起草和修改金融法律法規以及向金融機構頒發監管執照之法定權力。其中 FSC 為金融主管機關，對金融政策和監管監督具有法定權力，而相關監理業務之執行機關則由「金融監管局」（Financial Supervisory Service, FSS）辦理。同時 FSC 亦負責監理韓國金融機構外匯交易等跨境業務，以確保其財務穩健。韓國金融情報局（KoFIU）亦被納入 FSC，主要從事洗錢和資恐防治等金融工作。

韓國基金產業自律組織，係「韓國金融投資協會」（Korea Financial Investment Association, KOFIA）為該國金融投資產業之唯一自律組織，

負責監管廣泛產業領域事務¹⁰⁵，以靈活履行其作為自律組織之市場角色功能。

二、主要法制

韓國政府於 2008 年完成資本市場法規整合工作，而該項法規整合工作可謂為韓國「金融大改革」（Big Bang），韓國國會廢止證券交易法、期貨交易法、間接投資資產運用業法、信託業法、綜合金融公司與韓國證券期貨交易所法等六項法規，並將前述法規合併訂於「投資服務暨資本市場法」（Capital Market and Financial Investment Business Act，下稱「資本市場法」）經國會通過後於 2009 年開始實施，該項法律整合規範相關金融業務範圍及監管機制、重新定義金融投資商品業務範圍、強化投資人保護機制等措施。而資產管理業，依資本市場法第 6 條規定，係統稱為「金融投資業務」（Financial Investment Business），包含投資交易業務、投資經紀業務、集合投資業務、投資顧問業務、全權委託投資業務及信託業務等連續或反覆營利之行為，而金融投資事業，依資本市場法第 7 條規定即為從事前述業務之實體，並開放准許事業相互間兼營不同業務，亦即開放成立經營投資買賣、投資仲介、投資集合、投資顧問、信託等所有金融投資業務之金融投資公司之設立。

依資本市場法第 182 條規定，投資信託或集體投資事業、投資公司、投資有限公司、投資有限合夥公司、投資有限責任公司或投資有限合夥公司（下稱「投資公司」）欲成立集體投資計畫，應向 FSC 申請核准並受其監管¹⁰⁶。而投資公司依資本市場法第 184 條規定，投資公司不得擔任保管機構，執行保管其管理基金之資產，應委託其他保管機構保管基金資產¹⁰⁷。

¹⁰⁵ Korea Financial Investment Association, available from URL : <https://www.kofia.or.kr>.

¹⁰⁶ §182 , Capital Market and Financial Investment Business Act.

¹⁰⁷ §184 , Capital Market and Financial Investment Business Act.

三、基金組織型態

依據資本市場法規定，集體投資計劃或基金分為「公募基金」及「私募基金」，其中兩者差別在於基金是否得公開募集方式銷售給一般投資人¹⁰⁸，或係以私募方式提供給特定合格投資人¹⁰⁹。目前韓國就投資另類資產之基金並無單獨分類，故實務上另類資產基金多以「私募基金」架構設立¹¹⁰。

於 2021 年 3 月，韓國就其資本市場法，增訂「私募股權基金」(Private Equity Funds, PEFs) 相關規則及強化投資人之保護規範放寬私募股權基金投資人限制由 49 人擴大至 100 人，其中機構投資人不予限制，而一般投資人仍維持限制在 49 人以內。這一變化將帶來促進專業投資者投資的效果。。，並於同年 10 月正式實施¹¹¹。原先韓國私募股權基金架構，係依其基金管理目的區分為「專業投資型」(Professional Investment Type)¹¹²及「管理參與型」(Management Participation Type) 私募股權基金，於 2021 年 10 月資本市場法修法實施後，其私募股權基金依投資人類型，區分為以下兩種類型：(1) 供所有投資人參與之之私募基金，即「一般私募基金」(General Private Funds, GPF)；(2) 僅提供機構投資人參與之私募股權基金，即「機構私募基金」(Institutional Private Funds, IPF) 等類型。透過前述法規修正，將原先兩種不同之私募股權基金監理架構予以統合至單一規範架構，藉此增進基金監理效率。

韓國另類投資 GPF 私募基金，可採不同架構成立，說明如下：

¹⁰⁸ §9 (7), Capital Market and Financial Investment Business Act.

¹⁰⁹ §9 (8), Capital Market and Financial Investment Business Act.

¹¹⁰ §9 (19), Capital Market and Financial Investment Business Act.

¹¹¹ Financial Services Commission, Revised Rules on PEFs and Improvements to Investor Protection Take Effect from October 21, available from URL : <https://www.fsc.go.kr/eng/pr010101/76711?srchCtgr=&curPage=2&srchKey=sj&srchText=&srchBeginDt=2021-10-01&srchEndDt=2021-11-30>. (Last viewed 2022/08/05)

¹¹² 如對沖基金等。

(一) 契約型 GPF

契約型架構（即「投資信託架構」）為最普遍之 GPF 架構，該架構具以下特色：(1)投資信託係由經核准之 GPF 管理實體（GPF 經理人）與獲准從事保管業務機構（多係銀行或投資公司）間簽訂協議所組成；(2)投資人透過基礎價格（即每受益單位之資產淨值）申購基金受益單位來投資基金；(3)GPF 經理人有義務依基金投資目標來管理基金；(4)保管機構有義務依經理人指示，執行基金資產之處分，並將基金資產保管在其名下，惟基金資產須和保管機構之自有資金相區隔。

(二) 公司型 GPF

GPF 亦得採公司架構成立，通常其公司組織為「投資公司」（Investment Company）¹¹³或「投資有限責任公司」（Investment Limited Liability Company）¹¹⁴，其特徵如下：

1. 投資公司(Investment Company)：

投資人藉其資金投入成為投資公司之股東，而該公司須向 FSC 申請核准成立「公司制基金」。而投資人係以基本價格（Base Price；每股資產淨值 Net Asset Value Per Share）認購投資公司股份來投資該基金¹¹⁵。基金相關權利義務受監理法規及該公司之章程（Articles of Incorporation, AOI）所規制。GPF 管理機構須為該公司之董事，負責管理和執行公司投資及管理業務，而投資公司須依法指定保管機構代為保管基金資產，另公司應聘任經理人進行各項基金管理業務之執行。

¹¹³ §194, Capital Market and Financial Investment Business Act.

¹¹⁴ §217-2, Capital Market and Financial Investment Business Act.

¹¹⁵ §196, Capital Market and Financial Investment Business Act.

2. 有限責任投資公司 (Investment Limited Liability Company)

投資人藉其資金投入成為有限責任投資公司之合夥人，該公司亦須向 FSC 申請核准成立「公司制基金」。而投資人係以基本價格 (Base Price) 認購公司股份來投資該基金，而基金相關權利義務受監理法規及公司章程所規制。GPF 經理機構須為該公司董事，負責管理和執行公司投資決策。而投資公司須依法指定保管機構代為保管基金資產，另公司應聘任經理人進行各項基金管理業務之執行。

而 IPF 須以「有限合夥投資公司」(Investment Limited Partnership Company) 組織架構成立，該公司合夥人由至少一名係對該公司之債權人負無限清償責任 (即無限責任合夥人) 和至少一名有限責任合夥人所組成。投資人作為該公司之有限責任合夥人參與公司，而 IPE 之經理機構須為公司之無限責任合夥人。

四、基金投資組合類型

韓國就另類投資之標的方面，允許投資於任何具貨幣價值之資產，其中法律雖並未明確禁止投資數位資產，惟韓國實務上，並無私募基金係為投資數位資產而設立，同時主管機關亦默認此一原則，亦即韓國基金經理人不得將基金資產投資於虛擬貨幣¹¹⁶。另外，私募基金對消費信貸和其他貸款組合或實質資產之投資亦無具體限制。

五、監理機制

FSC 負責主要金融政策及管理業務，惟相關監理執行業務係由「金融監管局」(Financial Supervisory Service, FSS)，辦理日常監管業務，管理事項包括基金之註冊、申報、定期和臨時性監管措施、證券登記報表之備查、基金經理人執照申請等監理業務。私募基金原則

¹¹⁶ Chambers and Partners, Alternative Funds 2021, available from URL : <https://practiceguides.chambers.com/practice-guides/alternative-funds-2021/south-korea> (Last viewed 2022/08/05)

無須事先取得監理機構核准，惟須自私募基金成立後之兩週內向 FSS 申報之。

(一)基金業務人員及營業處所限制

投資信託基金係契約型基金，故其非具備公司實體。若以公司型態成立之 GPF 和 IPF 基金則為法人組織，除公司董事或普通合夥人須為該 GPF 或 IPF 之基金管理機構外，禁止其擁有經常性員工。公司制 GPF 及 IPF 須有一主要營業處所且不得前述處所以外之其他營業處所。

(二)基金投資比率限制

在另類投資基金之投資資產，允許投資於任何具貨幣價值之資產。惟另類投資基金於投資房地產時，不得從事下列投資行為，包括：(1) 收購韓國不動產後之一年內處分該資產，例外得因特別緊急需要允許提前處分；(2) 在該土地上進行房地產開發前，處分無任何建築物或其他地上物之土地。

另就槓桿投資限制方面，私募基金在借貸、擔保和投資金融衍生性商品受到一定限制，亦即下列投資金額和其占 GPF 整體淨資產比率（即所謂槓桿率）須低於 400%¹¹⁷，相關投資資產包括：(1) 對衍生性商品曝險所致評估風險總額¹¹⁸；(2) 擔保總額和為第三方提供擔保之資產價值；(3) 借款總額；(4) 其他具槓桿效應之交易行為。

而管理股權之投資限制方面，私募基金透過收購 (1) 對投資組合公司進行投資取得投資組合公司已發行有表決權股份總數 10% 以上之股份，以參與其管理、組織調整或公司治理之改善（此類投資稱為「管理層參與投資」(Management Participation Investments)）；(2)

¹¹⁷ §249-7, Capital Market and Financial Investment Business Act.

¹¹⁸ §249-11, Capital Market and Financial Investment Business Act.

收購少於被投資公司已發行有表決權股份總數 10%之股份，使 IPF 能夠對被投資公司之主要業務行使實質控制力（如透過任命和解任董事等方式），惟私募基金須於被投資公司被收購後 15 年內，處置該具表決權之股份；私募基金須於投資後兩週內向 FSS 申報相關投資與參與管理之情形。

另類投資基金可透過私募信貸管道進行投資，惟須遵循以下限制：

- (1) 私募債權不得向自然人提供貸款；
- (2) 私募債權之投資人須限於機構投資人及金融機構。惟若係發起私募債權基金向借款人貸款者，其目的係為收購、開發、管理或改善房地產或特殊資產者（如證券和房地產資產以外資產者），上述限制將例外不予適用；
- (3) 私募債權基金（GPF）成立文件，其內容應包含資金貸放之百分比，以及對發起私募債權基金之投資人限制。

(三)保管機構

依資本市場法第 188 條規定，韓國投資公司應與保管機構簽訂信託契約，契約內容應涵蓋 (1) 投資公司、保管機構、基金名稱；(2) 基金資產和受益憑證單位總數之事項；(3) 關於基金資產之經營管理事項；(4) 有關收益分配和贖回之事項；(5) 關於投資公司和保管機構應享有報酬和其他費用之計算方法，及支付期限與方法等事項；惟契約應規定，在投資公司委託他人處理與計算基準價格相關事務時，計算基準價格費用由基金資產支付；(6) 基金受益人大會事項；(7) 有關公開揭露及報告事項，以及 (8) 主管機關制訂關於保護受益人之其他事項。如後續雙方信託契約，有部分增刪修訂時，除須向公眾揭露外，亦應再行通知基金受益人知悉¹¹⁹。

投資公司另應委託基金會計和後台管理公司，協助處理 (1) 發行投資公司的股票並轉讓其所有權；(2) 計算投資公司資產；(3)

¹¹⁹ §188 , Capital Market and Financial Investment Business Act.

依照相關法令或公司章程，發布公告與通知；（4）辦理召集董事會和股東會之事務，準備會議記錄等；以及（5）主管機關訂定關於投資公司之其他事項等業務。

(四)基金經理人資格

韓國當地成立之私募基金，須委由韓國註冊基金管理機構擔任基金經理人。GPF 私募基金須由一 GPF 基金管理機構擔任其基金經理人；IPF 私募基金則由一 IPF 基金管理機構作為其普通合夥人。

而 GPF 及 IPF 基金經理人皆向 FSC 申請核准，申請人須完備相關文件，並與 FSS 審查官員進行相關申請前諮詢作業。FSC 須在申請人提交申請後 2 個月內准駁申請，前述期間不含申請人被要求補件之期間；而 IPF 基金經理人註冊時，FSC 須於申請人提交完整書件後 1 個月內准駁申請，前述期間亦不含申請人被要求補件之期間。有關 GPF 及 IPF 基金經理人之申請條件，彙整如下：

1. GPF 基金經理人資格

- (1) 申請人須為韓國當地設立之：(a) 金融公司；(b) 股份有限公司；或 (c) 從事基金（集體投資計劃）管理業務之外國金融投資公司在韓國設立之分支機構。
- (2) 最低實收資本額：10 億韓元（約 86 萬美元）。
- (3) 業務人員：至少 3 名全職投資專業人士。
- (4) 設備：申請人須具備辦公空間和物理設施，包括足以從事對沖基金管理業務之安全及電腦設備。
- (5) 高階管理人員：申請人之高階管理人員（包括董事和法定審計師）必須符合「金融公司公司治法」第 5 條要求，且其在過去 5 年內不得有任何刑事或其他制裁紀錄。
- (6) 大股東資格：包括最大股東和持有申請人 10%或以上股份之大股東，且須達一定財務穩健性和社會信譽之標準。

- (7) 財務穩定和社會聲譽：須在財務上穩健且在社會上享有盛譽。
- (8) 利益衝突防止措施：申請人須具備防止利益衝突發生之系統。

2. IPF 基金經理人資格

- (1) 使否須為韓國當地註冊機構並無具體要求，惟監管機構要求 IPF 基金經理人須為韓國當地法人實體。實務上，當地 IPF 基金經理人多係成立為一股份有限公司或有限公司。
- (2) 最低實收資本額：1 億韓元（約為 8.6 萬美元）。
- (3) 業務人員：至少兩名全職投資專業人士。
- (4) 設施：無特定要求。
- (5) 高階管理層：與 GPF 基金經理人相同。
- (6) 大股東資格：無限制。
- (7) 財務穩定性和社會聲譽：與 GPF 基金經理人相同。
- (8) 利益衝突防止措施：與 GPF 基金經理人相同。

(五) 管理業務委外

GPF 基金管理機構可將其管理職能委外辦理，惟仍須遵循基金監理法規與相關限制，並事前向 FSS 報告之。GPF 經理人可藉 GPF 基金投資於其他司法管轄區之相關投資業務委託給境外投資經理人辦理，然境外投資經理人須在其司法管轄區獲核准從事基金管理業務，始能為之。而 IPF 基金經理人則不得將其基金管理業務委託給第三方辦理。

(六) 定期申報義務

1. GPF 申報義務

GPF 基金經理人須為其管理之各檔基金，向 FSS 提交每季監管報告，其內容包括以下資訊：(1) 基金衍生性商品交易現狀；(2) 基金擔保和提供基金資產作為擔保之情形；(3) 借款情形；(4) 基金資

產現況；(5) 基金資產風險管理之抵減措施；(6) 其他槓桿操作之交易情形。

而 GPF 基金如有以下情形，其基金經理人應於 3 個工作日內向 FSS 申報以下資訊：(1) 基金槓桿操作比率超過 400%；(2) 基金持有不良資產；(3) 就開放式基金作出贖回決定者（含延期贖回者）。最後，若 GPF 基金設立報告之事項發生變動者，基金經理人亦須於兩週內向 FSS 申報之。

2. IPF 申報義務

IPF 基金經理人須就其管理之各檔基金(基金資產管理規模達 100 億韓元以上者)向 FSS 提交監管報告，報告內容包括：(1) 基金衍生性商品交易現狀；(2) 基金擔保現況和基金資產作為擔保情形；(3) 借款現狀；(4) 基金資產現狀；(5) 其他槓桿操作之交易現況。

而 IPF 基金如有以下情形，其基金經理人須在 3 個工作日內，向 FSS 申報以下資訊：(1) 基金資金槓桿比率超過 400%；(2) 持有不良資產；(3) 開放式基金作出贖回決定（包括延期贖回者）。最後，若 IPF 基金設立報告之事項發生變動者，基金經理人亦須於兩週內向 FSS 申報之。

六、銷售規範

(一)境內基金銷售

韓國另投資基金銷售，原則須以私募方式向「合格投資人」銷售，非能以公開募集方式為之。資本市場法對 GPF 之銷售行為訂有相關規範，包括銷售前須對客戶進行適合性測試，判斷投資人類型和廣告相關行為規範。韓國另類投資基金，其投資人大多為當地機構投資人，如銀行、資產管理公司、法人機構、保險公司、政府機關、公共退休

基金和家族辦公室等。而非韓國註冊之基金經理人不得成立韓國註冊 AIF。

向一般投資人銷售 GPF 基金之銷售機構，與其他從事 GPF 對潛在一般投資者人招攬或銷售之人，銷售前須向一般投資人提供各檔 GPF 基金之基金資訊文件，內容包含：(1)基金基本資訊：如基金名稱、基金經理人姓名；銷售機構、保管機構和行政管理人資訊；最低投資金額和投資期限；基金分配、贖回和股息支付之時程表；(2)基金條款詳細資訊：基金投資策略；主要目標資產；投資結構和其他資產（於投資於其他基金情況下應揭露之）；槓桿利用限制；閒置資金管理；資產評價和淨值計算；費用和開支；(3)風險說明：基金風險等級；風險因素；流動性風險及其風險管理措施。

向一般投資人銷售 GPF 基金，須強制提供基金投資前揭露資訊和報告。若係向機構投資人銷售 GPF 和 IPF 基金者，則可例外毋庸對投資人進行相關強制性資訊揭露。實務上，基金經理人仍會為潛在機構投資人提供相關投資建議文件，其中即包括基金投資結構、策略和風險資訊，及經理人管理績效記錄等訊息。

而 GPF 基金經理人，須提供一般投資人各檔 GPF 每季資產管理報告，內容包括截至每季末基金基價資訊，和每季資產管理業務摘要等資訊。

有關韓國另類基金投資人類型及資格，彙整如下：

1. GPF 合格投資人，其資格條件包括：

- (1) 專業投資人：如金融機構、法人和達一定淨資產之自然人。
- (2) 非專業投資人：如自然人、法人、公共退休基金和集體投資工具，並按以下標準進行基金投資，基金槓桿率低於 200%時，3 億韓元以上；或者基金槓桿率 200%以上時，5 億韓元以上者。

2. IPF 合格投資人¹²⁰，其資格條件包括：

- (1) 機構投資者：包括金融機構、法人；
- (2) IPF 基金經理人之高階管理人員且為投資專業人者，可對該基金進行 1 億韓元以上之投資；
- (3) 其他 IPF 基金。

GPF 及 IPF 基金經理人得在未獲得額外核准之情況下，銷售其管理之基金。惟 GPF 基金經理人須聘請經認證之投資銷售招攬人員或聘請經 FSC 核准註冊之外部銷售招攬人員辦理，以便在不委託外部基金銷售機構之情況下，銷售其管理之基金。

而 GPF 和 IPF 基金經理人亦可選擇委託韓國當地合格投資經紀人或投資交易商作為其基金銷售機構，實務上多為銀行、證券商和保險公司。而多數 GPF 基金經理人可委託外部基金銷售機構，而 IPF 基金之銷售行為通常係由其自行銷售之。

自 2015 年 1 月 1 日起，韓國法規禁止設立單一投資人基金，除非其單一投資人係屬於特定類型之投資人，如依法設立之公共基金（國民年金基金）、韓國郵政基金、互助協會和互助合作社（韓國教師信用聯盟和軍事互助協會等）。實務上，另類投資基金之投資人多係大型機構投資人和金融機構，惟近期高資產客戶亦開始積極投資韓國另類投資基金。

(二) 境外基金銷售

依韓國 FSCMA 法規定，所有向韓國投資人銷售之境外基金須向 FSS 申請核准，且須透過當地銷售機構，如銀行和具基金產品銷售執照之證券公司進行銷售。而要在 FSS 註冊境外基金，基金及其基金管理機構須滿足一定資格，並依基金銷售對象，如專業投資人或一般投

¹²⁰ §249-2, Capital Market and Financial Investment Business Act.

資人發售而有所不同。絕大部分在韓國銷售之境外基金多係僅對專業投資人銷售之私募基金。

1. 向合格專業投資人銷售之境外私募基金資格要求，如下：

- (1) 該基金應依其註冊地母國法律合法成立，其章程檔不應包含任何違反韓國法律或法規或韓國投資人利益之條款。
- (2) 投資人將產生之費用和支出應在基金公開說明書中明確說明。
- (3) 基金管理機構於最近 3 年內不應受到韓國監管機構之任何停業或重大行政處罰，或被處以刑事處罰及罰金者。
- (4) 基金管理機構應具管理類似基金之記錄（可透過提交經審計之財務報表佐證）；
- (5) 基金管理機構、保管機構、銷售機構和行政管理機構不應有受停業處分者。

實務上，所有私募基金註冊申請人準備基金註冊申請和證明文件，內容應包括基金銷售文件和證明滿足上述資格要求之文件。爾後，申請人須與 FSS 主管機關人員進行申請前諮詢，並依 FSS 要求補充基金申請資料。若 FSS 認為其申請符合要求者，申請人將以電子方式正式提交 FSS，並於 4 到 5 個月內完成註冊。若基金註冊並開始運作後，該基金須遵循持續性遵法要求。此類要求包括向 FSS 提交基金銷售報告，讓投資人瞭解資產管理業績和權益基本價格（即每股或每單位淨值），申報有關基金之任何註冊資訊變動，並於每年支付註冊費用，有關韓國境外基金核准架構，詳圖 3-9。

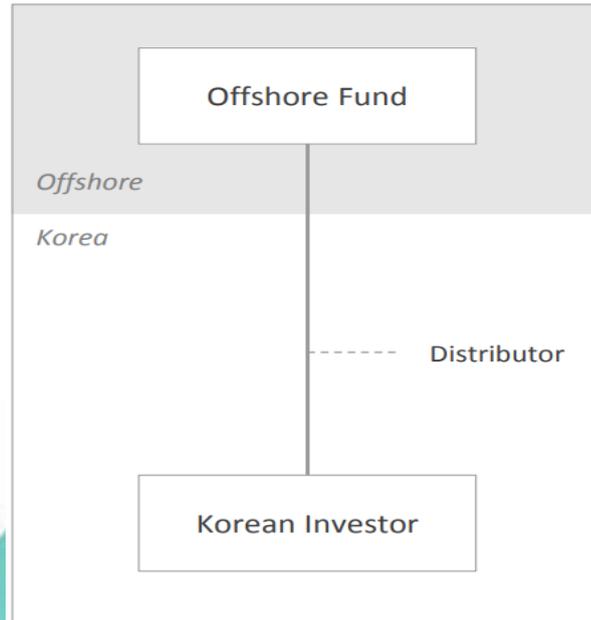


圖 3-9 韓國境外私募基金直接核准架構

資料來源：Kim&Chang Law Firm

2. 亞洲地區基金護照 (The Asia Region Funds Passport, ARFP)

2020 年 5 月 27 日，韓國實施「亞洲地區基金護照」，允許在任
 何一個 ARFP 成員國（如韓國、澳大利亞、紐西蘭、日本或泰國等）
 註冊 ARFP 基金透過簡化註冊程序，於其他 ARFP 會員國進行銷售。
 故在澳洲、紐西蘭、日本或泰國註冊之 ARFP 基金可透過簡便註冊程
 序在韓國公開銷售而無需進行資格審查。另外，無論基金是否在其本
 國註冊 ARFP，在韓國銷售之任何 ARFP 基金仍須遵循所有適用韓國
 法令規範，包括透過當地銷售機構銷售此類基金之義務，並滿足所有
 持續行合規要求。

(三) 連結基金架構 (Korean Feeder Fund Structures)

連結基金 (Master-Feeder Fund) 具規模經濟效益、簡化基金行政
 上手續，投資人欲從事多元化國際佈局，若其需要在各國進行開戶程
 序者；稅務優惠，部分連結基金之主基金會有稅務優惠或減免措施；

更緊密地連結基金與投資人，例如前面提到投資人想要多元的佈局，同時又偏好本地基金時，即可透過連結基金投資境外基金；使當地資產管理機構具發揮空間；係不同區域之連結基金可保有自身特性。如不同計價幣別、不同銷售選擇、不同收費標準，或不同子基金，日本、韓國即有連結基金基金架構，使境內投資人間接投資境外基金。

境外基金在韓國銷售須向 FSS 申請核准，過程需 2 個月時間，且需提交相當多資訊，且韓國政府亦要求境外基金註冊後，須等待一段時間才能審核通過，基本上一般銷售基金為 17 個日曆天，私募基金為 7 個日曆天。而韓國亦要求境外主基金不得投資於其他基金，亦即非能成立組合型基金。最後有關韓國的母子基金尚有兩個重點，首先為母子型基金若投資於境內基金時，可享有稅賦優惠，若將其反映於基金淨值時，投資人可享受投資上之稅賦減免，有關韓國連結基金架構，詳圖 3-10。

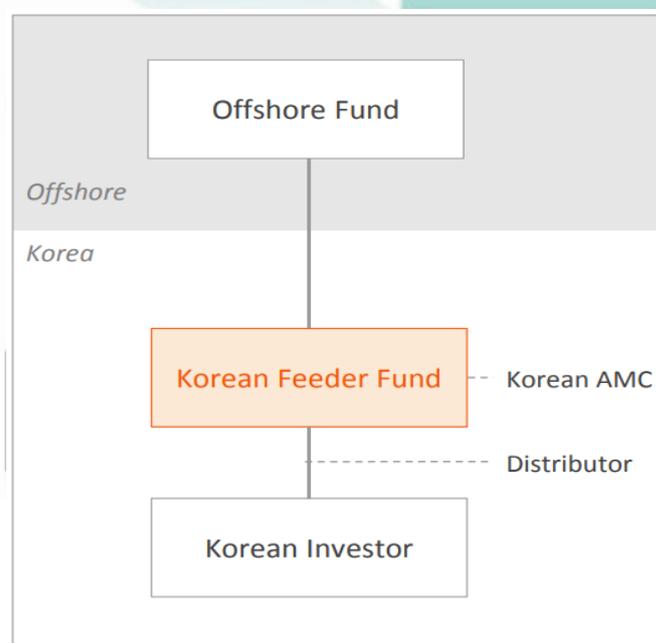


圖 3-10 韓國連結基金投資境外基金架構

資料來源：Kim&Chang Law Firm

第三節 香 港

據英國德勤會計師事務所（Deloitte Touche Tohmatsu Limited）公布之 2021 年「全球年度財富管理排名」（The Deloitte International Wealth Management Centre Ranking）報告指出，香港與新加坡為國際主要金融中心，並就財富管理業務上具有相當競爭力¹²¹。香港政府為持續站穩亞洲金融中心地位，近年來積極拓展財富管理業務，以吸引更多共同基金或私募基金至香港進行註冊。參酌香港「證券及期貨事務監察委員會」（The Securities and Futures Commission，下稱「證監會」）於 2022 年 7 月公布之「2021 年資產及財富管理活動調查」報告指出，香港境外投資人持續成為其資產及財富管理業務之主要資金來源，占其境內基金管理資產 65%¹²²，詳圖 3-11。



圖 3-11 香港資產管理統計

資料來源：香港證監會，2021 年資產及財富管理活動調查報告

¹ 資產及財富管理業務的管理資產不包括房地產投資信託基金（房地產基金）及歸屬於非持牌法團／註冊機構的信託持有資產。

¹²¹ 英國德勤會計師事務所，The Deloitte International Wealth Management Centre Ranking 2021，網址：<https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/ch/Documents/financial-services/deloitte-ch-en-international-wealth-management-centre-ranking-2021.pdf>（最後瀏覽日：2022 年 12 月 14 日）

¹²² 香港證監會，「2021 年資產及財富管理活動調查」報告，2022 年 7 月，網址：https://www.sfc.hk/-/media/TC/files/COM/Reports-and-surveys/AWMAS-2021_final_c.pdf（最後瀏覽日：2022 年 12 月 14 日）

觀察自 2017 年至 2021 年間之近 5 年香港市場數據顯示，香港境外投資人之資產占比均超過 60%¹²³，詳圖 3-12。顯見香港境外資金及境外投資人實為香港財富管理業務之重要資金來源，因此香港政府積極發展境外基金業務，引進類似盧森堡或愛爾蘭以公司架構型式組成之開放式基金，並為此制訂規範此類「開放式基金型公司」之規範，規範基金自註冊、發行至銷售服務等事項之監理依據，進而促進香港基金市場及管理機制之國際化。

資產及財富管理業務－按投資者資產根據地分析

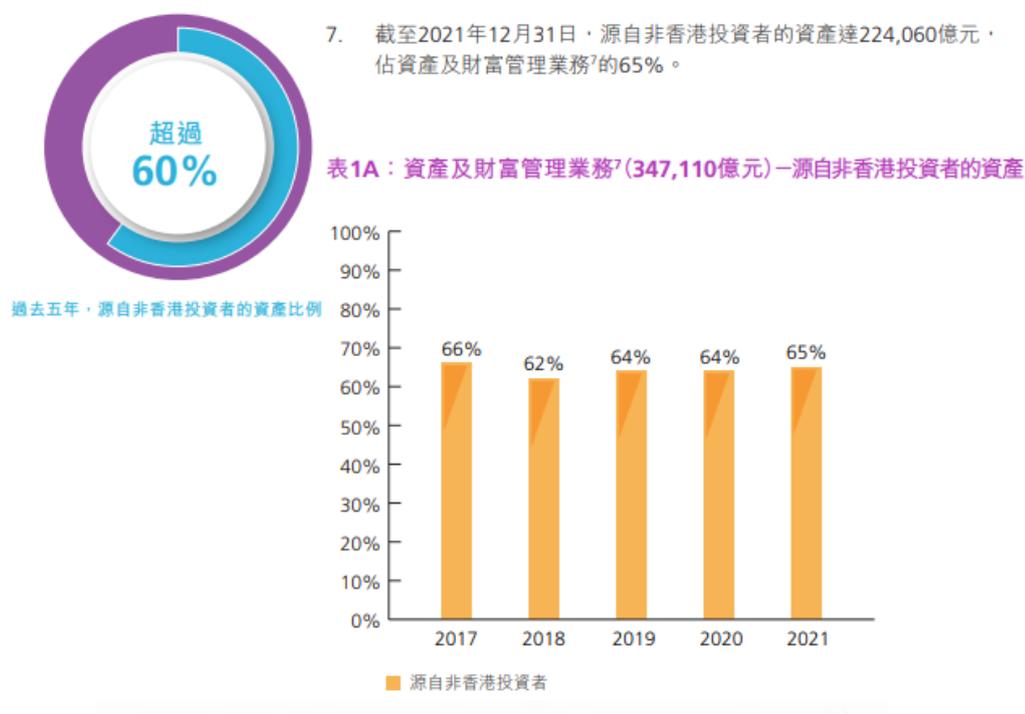


圖 3-12 香港資產管理統計圖

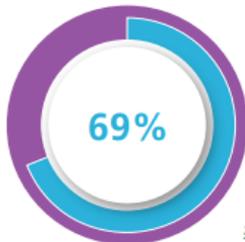
資料來源：香港證監會，2021 年資產及財富管理活動調查報告

有關香港資產管理及基金顧問業務，按其投資人性質以專業投資人與非專業投資人區分，據上開報告顯示，截至 2021 年 12 月 31 日為止，香港專業投資人占比高達 69%，其管理資產自 17 兆 1,360 億港幣，提升 3%至 17 兆 7,030 億港幣，而增長因素主要係來自於法團

¹²³ 同前註。

(即「公司法人」)¹²⁴、金融機構及基金之專業投資者人資產增長所致。故可觀察，香港資產管理市場之專業投資人占比較高，詳圖 3-13。

資產管理及基金顧問業務－按客戶及產品類別分析



14. 截至2021年12月31日，專業投資者¹⁰的投資在香港資產管理及基金顧問業務¹¹中佔69%。源自於專業投資者的管理資產由171,360億元按年上升3%至177,030億元，當中增長主要是由法團、金融機構及基金帶動。在資產管理及基金顧問業務中，源自於非專業投資者的管理資產的比例由去年的28%上升至31%。

源自專業投資者的資產管理及基金顧問業務比例

表4A：資產管理及基金顧問業務¹¹(256,560億元)－按客戶類別劃分

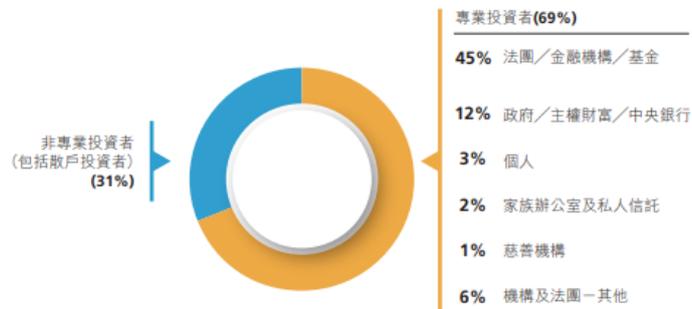


圖 3-13 香港資產管理客戶類別劃分統計

資料來源：香港證監會，2021年資產及財富管理活動調查報告

再行參酌前開報告顯示，香港基金商品類型區分，其公募基金於整體基金市場約占 37%，而私募基金則占 17%，至於退休基金則占 7%，顯見約有 1/3 基金商品係可向一般投資人銷售之公募基金類型¹²⁵，詳圖 3-14。

觀察 2020 至 2021 年各類基金商品資產管理規模統計顯示，香港公募基金管理資產於 2021 年較前年增長 3%，達 9 兆 3,370 億港幣；而私募基金管理資產，2021 年則較前年增長 8%，達 7 兆 9,540 億港幣。退休基金管理資產，2021 年則較前年增長 7%，達 1 兆 7,790 億港幣，有關 2020 至 2021 年香港各類基金商品資產管理規模統計¹²⁶，

¹²⁴ 法團，係指香港法人組織形式之一，概念類似有限公司及無限公司。

¹²⁵ 同註 119。

¹²⁶ 同註 119。

詳圖 3-15。

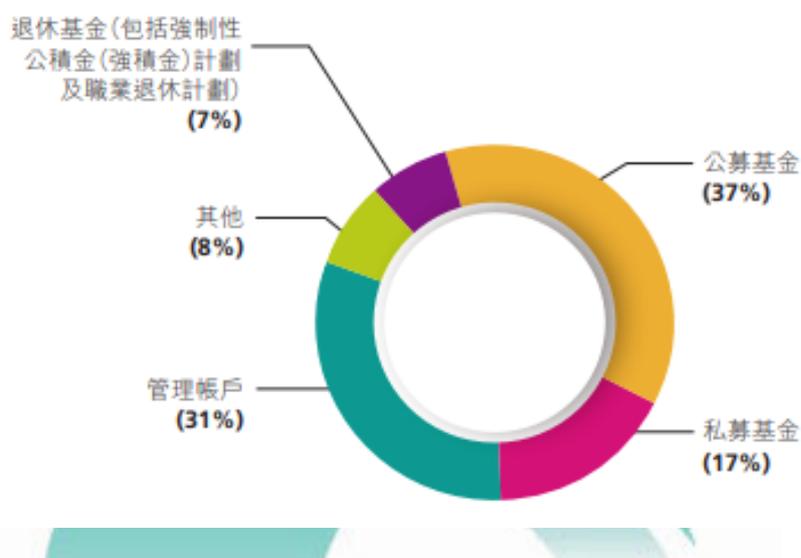


圖 3-14 香港公私募基金分類分布

資料來源：香港證監會，2021 年資產及財富管理活動調查報告

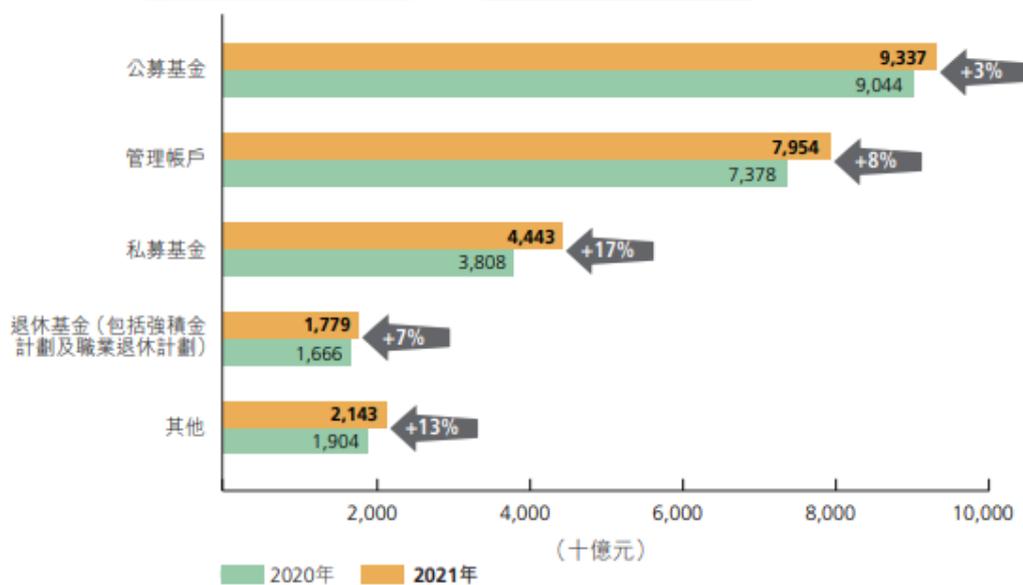


圖 3-15 2020 至 2021 年各類基金商品資產管理規模統計

資料來源：香港證監會，2021 年資產及財富管理活動調查報告

一、監理架構

香港證監會成立於 1989 年，為獨立法定機關，並作為香港證券及期貨市場監理之主管機關。證監會按「證券及期貨條例」¹²⁷及附屬法例授權，致力證券暨期貨產業之公平、效率、競爭力、透明度及市場秩序之維持，並為投資人提供相關保護及教育機制¹²⁸。

而「香港投資基金公會」(The Hong Kong Investment Funds Association, HKIFA, 下稱「香港基金公會」)，係香港資產管理業成立的非營利同業公會，屬資產管理產業之自律組織。該公會於 1986 年成立，其會員分為 4 類，包括：(1) 基金公司會員，香港註冊基金管理機構，若基金管理機構係於海外註冊者，但於香港設有辦事處，亦可成為公會基金公司會員；(2) 海外會員，於香港以外地方註冊之基金管理機構；(3) 附屬會員，領有香港證監會發出之第 9 類規管活動執照，或是於中國大陸註冊成立之基金管理公司，而該公司基本業務須從事基金管理業務；(4) 聯席會員，為基金管理機構提供會計、法律、信託、保管、行政、銀行及銷售等服務機構¹²⁹。

二、另類投資基金主要法制

(一)香港基金法規

香港作為國際重要資產管理及基金銷售中心，其基金主要係規範於「證券及期貨條例」(Securities and Futures Ordinance, SFO)，而相關細節性規範，則係依 SFO 規範，授權由香港證監會訂定之「證監會有關單位信託及互惠基金、與投資有關的人壽保險計劃及非上市結構性投資產品的手冊」(SFC Handbook for Unit Trusts and Mutual Funds, Investment-Linked Assurance Schemes and Unlisted Structured Investment Products, 下稱「產品手冊」)¹³⁰、「單位信託及互惠基金守

¹²⁷ 香港法例第 571 章：「證券暨期貨條例」第 4 條規定。

¹²⁸ 香港投資者及理財教育委員會，錢家有道「認識香港金融制度和服務」文。

¹²⁹ 香港投資基金公會，網站。

¹³⁰ 該手冊係依「證券及期貨條例」(SFO)第 399 條規定授權訂定，規範內容涵蓋商品及其銷售文

則」(Code on Unit Trusts and Mutual Funds，下稱「單位信託守則」)及「開放式基金型公司守則」(Code on Open-ended Fund Companies，下稱「OFC 守則」)¹³¹等主管機關授權規範進行監理。

而香港註冊基金可採契約型態「單位信託」(Unit Trusts)或公司型態「開放式基金公司」(Open-ended Fund Companies, OFC)等方式成立；此外，自 2020 年 8 月起，香港證監會亦開放基金得採「有限合夥」(Limited Partnerships, LPE)型態設立，香港基金類型及適用法規彙整，詳表 3-3。

表 3-3 香港基金類型及適用法規彙整

編號	基金類型	基金適用法規		
		條例	證監會手冊	證監會守則
1	單位信託	證券及期貨條例	證監會有關單位信託及互惠基金、與投資有關的人壽保險計劃及非上市結構性投資產品的手冊	單位信託及互惠基金守則
2	開放式基金公司			開放式基金型公司守則
3	有限合夥	有限合夥基金條例		—

資料來源：本研究整理

香港於「開放式基金型公司守則」(Code on Open-ended Fund Companies)實施前，公司型態基金受限於香港「公司(清盤及雜項條文)條例」(Companies (Winding Up and Miscellaneous Provisions) Ordinance)，對公司減資設有嚴格限制，故實務上香港公司型註冊基金，多在境外地區(如開曼群島 Cayman Islands)註冊成立，惟證監會於 2018 年開放基金採「開放式基金型公司」(OFC)申設後，預期將吸引資產管理機構前往香港註冊基金。復於 2020 年 9 月，證監會

件、廣告認可等事宜。

¹³¹ 開放式基金型公司守則，係依據「證券及期貨條例」(SFO)第 112ZR 條所制訂，並就與開放式基金型公司(OFC)的註冊、管理和運作以及其業務相關的事宜訂立指引。

復就私募 OFC，取消其可投資資產類別之限制，並開放取得第 1 類執照的中介機構可擔任其保管機構，藉以吸引私募基金於香港註冊及辦理募資。

OFC 可依資金募集對象係一般投資人(公募)或向合格投資人私募兩類。成立私募 OFC 之程序較為便利，其募集文件之發布無須獲證監會核准。惟像一般投資人銷售之公募 OFC 基金，其成立及募集文件則須取得證監會核准始能銷售，且其運作亦須遵循「單位信託守則」的規定。有關 OFC 主要特點，詳表 3-4：

表 3-4 OFC 基金特點

項目	OFC 基金特點	
設立目的	OFC 係為股東利益管理之基金投資工具，股東享有 OFC 投資所產生的收益。	
法律地位	法團(法人)。	
基金結構	<ul style="list-style-type: none"> ■ OFC 可為單一獨立基金，亦可為設有不同子基金之傘型基金。 ■ 各子基金責任彼此獨立，故各子基金資產僅屬於該特定子基金。 ■ 即使子基金清算，子基金以外的人士亦無法接管其資產。 	
投資範圍	<ul style="list-style-type: none"> ■ 私募 OFC：可投資於任何資產類別，但須遵守 OFC 發售文件所訂限制。 ■ 公募 OFC：須獲證監會核准，並遵循「單位信託守則」規定。 	
相關人士服務機構	董事	<ul style="list-style-type: none"> ■ 須擁有至少有 2 名個人董事，當中至少 1 人為獨立董事，該董事不得為保管機構的董事或僱員 ■ 不可委任法人為董事。 ■ 居於香港境外的董事須委任 1 名法律程序文件代理人，以接收法律程序文件或通知。 ■ 董事對 OFC 負有受信責任，及以合理的謹慎、技能及勤勉態度行事的責任。
	基金管理機構	<ul style="list-style-type: none"> ■ OFC 董事會須授予投資經理投資管理職能。 ■ 基金管理機構須已就第 9 類受規管活動(資產管理)獲註冊或取得執照。 ■ 投資經理負責 OFC 的日常投資管理活動。

項目	OFC 基金特點	
	會計師審計	<ul style="list-style-type: none"> ■ OFC 須委任 1 位會計師，就每會計年度財務報表進行審計。 ■ 須獨立於 OFC 基金管理機構、保管機構及董事。
	保管機構	<ul style="list-style-type: none"> ■ OFC 應委任保管機構保管其基金資產。 ■ 公募 OFC 保管機構資格規定與「單位信託守則」所載規範相同。 ■ 私募 OFC，除「單位信託守則」下符合資格的保管機構外，已就第 1 類受規管活動（證券交易）獲發牌或註冊的中介人，亦符合資格擔任其保管機構。 ■ 保管機構可將其保管責任轉授予次保管機構。私募 OFC 保管機構應妥為監督次保管機構，後者須在妥善保管私募 OFC 的任何基金資產方面具備適當資格及專業能力。

資料來源：香港 ONC 柯伍陳律師事務所

證監會核准 OFC 前，申請機構須遵循 SFO 規範，包括須任命至少 2 位董事，其中 1 位應持續管理相關投資業務，亦即至少有 1 位董事居住於香港。有關香港 OFC 設立條件及發展優勢，詳表 3-5。

表 3-5 有關香港 OFC 設立條件及發展優勢

項目	香港 OFC
成立所需時間	在符合註冊要求之前提下，私募 OFC 申請處理時間一般為證監會受理申請後 1 至 2 個月。公募 OFC 則與獲證監會核准基金相同，申請處理時間視乎其複雜程度為證監會受理申請後的 1 至 3 個月不等。
管理成本	私募 OFC 無需向香港政府繳付年費。公募 OFC 與其他經證監會核准基金相同，需向證監會繳付年費。
監管機構	受證監會持續監理。
稅賦優惠	對絕大部分交易利潤免徵利得稅（根據自 2019 年 4 月 1 日起生效的「香港統一利得稅豁免制度，OFC 較其他形式的基金享有更多稅賦優惠」）。

項目	香港 OFC
分隔法律責任	經證監會核准下可設置子基金，採取傘型架構，各子基金資產負債均彼此區隔。

資料來源：香港何耀棟律師事務所。

(二)香港另類投資基金規範

香港另類投資基金，多係以開放式基金型公司、有限合夥方式成立，較少採單位信託架構成立。有關香港另類投資基金，說明如下：

1. 單位信託基金（Unit Trusts，即「契約型基金」）—對沖基金

(1) 香港單位信託類型

香港「單位信託」（契約型基金）規範，主要係訂「證券及期貨條例」（SFO）授權香港證監會訂定之「證監會有關單位信託及互惠基金、與投資有關的人壽保險計劃及非上市結構性投資產品的手冊」（SFC Handbook for Unit Trusts and Mutual Funds, Investment-Linked Assurance Schemes and Unlisted Structured Investment Products，下稱「產品手冊」），並適用於其中第 1 節「重要通則部分」（Overarching Principles Section）及第 2 節「單位信託及互惠基金守則」（Code on Unit Trusts and Mutual Funds，下稱「單位信託守則」）項下規範。

證監會依 SFO 第 104 (1)條規定授權，得辦理集體投資計劃核准及註冊事宜，證監會得對於基金之核准附加適當條件。而對於已註冊之集體投資計劃經核准後，證監會得隨時檢視，並於其認為適當之情況下修訂或增加核准條件或註銷核准。若集體投資計劃未經證監會核准，於香港刊登廣告或向公眾募資時，將可能構成 SFO 第 103 條所列刑事犯罪行為。

復依照單位信託守則，法規將單位信託分為兩類，包括「普通基金」及「專門性計畫」，說明如表 3-6。

表 3-6 香港單位信託基金類型及說明

編號	守則 基金分類	基金類型	投資標的	規範出處
1		普通基金	股票、債券或其他基金	單位信託守則 第 7 章
2	專門性計劃	貨幣市場基金	投資於短期及優質貨幣市場投資項目並尋求提供與貨幣市場利率一致的回報的計劃。	單位信託守則 第 8 章(8.2)
3	專門性計劃	非上市指數基金	係指主要目標是要跟蹤、模擬或對應某項金融指數或基準，從而提供或取得與有關指數的表現吻合或相應的投資結果或回報之基金。	單位信託守則 第 8 章(8.6)
		追蹤指數交易所買賣基金(ETF)	<ul style="list-style-type: none"> ■ 跟蹤指數交易所買賣基金係指第 8.6(a)條所定之指數基金，其單位/股份在證券交易所上市及買賣。 ■ 獲證監會核准之跟蹤指數交易所買賣基金在「單位信託守則」稱為「被動型交易所買賣基金」(被動型 ETF)。 	
4		對沖基金	<ul style="list-style-type: none"> ■ 對沖基金(或另類投資基金或絕對回報基金)的集體投資計劃。 ■ 對沖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。 	單位信託守則 第 8 章(8.7)
5		結構性基金	係指主要透過投資金融衍	單位信託守則

編號	守則 基金分類	基金類型	投資標的	規範出處
			生性工具，如期貨、利率交換契約或市場延拓商品等或訂立類似安排，來達致投資目標。結構性基金採用被動方式管理，通常在跟蹤指數的表現及符合若干預設條件之情況下提供結構性回報，而其衍生性工具風險承擔淨額超逾其總資產淨值的 50%。第 7 章核心規定將予以適用。	第 8 章(8.8)
6	專門性計劃	廣泛投資於金融衍生工具的基金	主要目標係投資於金融衍生工具或擬取得金融衍生工具作廣泛投資用途，但未能符合第 7 章有關條文並以積極方式管理的計劃。	單位信託守則 第 8 章(8.9)
7		上市開放式基金（主動型交易所買賣基金/主動型 ETF）	上市開放式基金／主動型交易所買賣基金（主動型 ETF）屬於在聯交所上市及買賣的計劃，但不包括單位信託守則第 8.6 節所指「被動型交易所買賣基金」及第 8.11 節所指「封閉式基金」。	單位信託守則 第 8 章(8.10)
8		封閉式基金	以下準則適用於一般被視為封閉式基金的計劃。尋求認可的封閉式基金須同時遵從單位信託守則之其他適用條文，包括第 7 章或第 8 章之相關投資限制。	單位信託守則 第 8 章(8.11)

資料來源：本研究整理

而向一般投資人銷售之對沖基金亦須遵循前述守則第 8.7 條規定限制。對沖基金雖可採公開募集，惟實務上較為少見，截至 2022 年 11 月底，香港註冊基金共計 1,915 檔，而其中目前僅有 1 檔對沖基金，有關證監會核准之單位信託及互惠基金的數目及資產淨值統計，詳表 3-7。

表 3-7 證監會核准之單位信託及互惠基金檔數及資產淨值統計

基金類別	數目	%	*資產淨值 (百萬美元)	%
債券基金	465	24.3	600,639	35.8
股票基金	945	49.3	736,578	43.9
混合基金	184	9.6	169,628	10.1
貨幣市場基金	43	2.2	19,773	1.2
基金的基金	104	5.4	23,479	1.4
指數基金	170	8.9	127,457	7.6
保證基金	3	0.2	67	0.0
對沖基金	1	0.1	-	-
其他特別基金	-	-	145	0.0
合計	1,915	100	1,677,766	100
傘子結構	220			
認可基金總數	2,135			

資料來源：香港投資基金公會（截至 2022 年 11 月 30 日）

(2) 對沖基金

香港對沖基金規範，原訂有「對沖（避險）基金指引」，於 2002 年 5 月 26 日，併入單位信託守則第 8 章第 7 節（單位信託守則 8.7），其中開放得向一般投資人公開銷售對沖基金，惟此類基金須獲證監會核准，以確保此類基金架構及資訊揭露方面，皆符合法令要求，並就基金管理機構或保管機構資格要求。¹³² 依前述規範，所謂對沖基金

¹³² 參香港證監會 2002 年 11 月「對沖基金匯報規定」諮詢總結。

係指「對沖基金(或另類投資基金或絕對回報基金)之集體投資計劃,其被視為非傳統型基金,具備不同特色及使用不同之投資策略。

A. 註冊申請

對沖基金,於香港申請註冊時,香港證監會將評估以下事項,包括:(1)有關基金所選擇之資產類別;(2)其所採用的另類投資策略,如持有多單/空單倉位、槓桿借貸比率、及對沖或套利技巧等事項¹³³。

此外,由於可被歸納為此類別的投資計畫眾多,香港證監會將視個別情況於適當時,就申請之個別基金施加額外條件。若某基金將所有非現金資產投資於其他對沖基金時,將可能獲證監會核准為對沖基金的基金(即「對沖基金之組合基金」)。

B. 基金管理公司

除非其他規範外,有關對沖基金之管理公司(即「基金管理機構」)須符合單位信託守則第5章規定,且為避免發生疑義,香港證監會於評估管理機構是否可被認可時,將再行評估多項因素,包括:(1)管理公司須具備所需能力、專業知識及適當風險管理及內部監控系統,且管理公司須備有足夠且合適之人員,從而妥善地管理與其對沖基金業務有關之風險及運作事宜;(2)管理公司及獲尤其委外辦理投資職能者之關鍵人員¹³⁴在管理對沖基金方面之經驗。

C. 管理資產數額;

香港證監會通常要求按照對沖基金策略進行投資管理之資產總額最少須達1億美元。雖然管理資產可包括管理公司自身的資金,但

¹³³ §8.7, Code on Unit Trusts and Mutual Funds

¹³⁴ 單一對沖基金或對沖組合式基金管理公司之關鍵人員,需為專責全職人員,並在管理對沖基金方面具可認證之良好紀錄或績效。此外,證監會於評估該基金之關鍵人員是否可被認可時,將考慮各種不同因素,且相關因素可能會按單一對沖基金或對沖組合式基金的情況有所不同,當中會考量該等基金採用之不同策略及運作上的差異。管理公司須設有最少2位關鍵人員,且該人員每人須具備最少5年相關經驗。管理公司須顯示出在該2位關鍵人員的該5年相關經驗中,每人有最少2年之專門經驗。

證監會期望相關之管理公司應具備管理第三者資金的經驗。

D. 管理公司應具備風險管理概況及內部監控系統

管理公司須設有與公司業務及風險狀況相稱的適當內部監控及風險管理系統，包括明確的風險管理政策及書面監控程序。管理公司亦須持續調動所需資源及維持警覺，以確保按照該基金之投資策略妥善地監察和控制與管理該計劃有關的所有相關風險。管理公司須顯示出其委任之代表及代理人（如管理機構、保管機構、經紀商、評價代理人）具備處理對沖基金之足夠知識及經驗¹³⁵。

此外，管理對沖組合式基金方面，管理公司須具備相關能力，包括：(1) 針對揀選及維持監察其所投資組合式基金的活動，設立審慎查證程序；(2) 顯示出其有能力評估及監察其所投資之組合式基金經理機構的表現，以及有能力在有需要時更換所投資之基金，以保障基金受益人權益；(3) 提交計劃書，闡釋其審慎查證及持續性監視的程序¹³⁶，並在該基金銷售文件上檢附該計劃書的摘要內容。

管理公司須確保其風險管理程序能夠處理正常及特殊情況，包括極端的市場情形。管理公司於選擇從事對沖基金的銷售機構時，須採取所有合理謹慎之措施，並為銷售該基金目的，向前述銷售機構提供一切必要資訊及教育訓練。該計劃的投資管理營運總部，須設於其監理制度獲香港證監會接納之司法管轄區內。

E. 主要經紀商

若基金有委任主要經紀商時，此時該經紀商須符合以下規範，包括：(1) 該主要經紀須為一家具規模之財務機構；(2) 若為取得融資而將該基金資產抵押予該名主要經紀商者，前開資產在任何時候皆不得超過該基金對該名主要經紀商的債務；(3) 抵押予主要經紀商之資產須

¹³⁵ §8.7(a)(iv), Code on Unit Trusts and Mutual Funds

¹³⁶ 其中載有多項資料，包括就所投資的基金作出匯報及評估的頻密程度，以及管理公司為確保能分析和控制所投資的基金的投資及運作風險而採納的措施。

以保管機構名義或以記入保管機構帳戶下之方式，存放在獨立保管帳戶內；以及(4)該基金銷售文件須揭露主要經紀商資訊摘要及其與該基金之關係¹³⁷。

F. 最低認購金額

每位投資人就每檔對沖基金內之最低首次認購金額不得少於 5 萬美元（或等值外幣），而對於對沖組合式基金最低首次認購金額不得少於 1 萬美元（或等值外幣）。最低首次認購金額之規定不適用於提供最少 100%之資本保證基金。

G. 基金受益人為有限責任

基金受益人的責任，係以其在該基金內之投資金額為限，且須在銷售文件內清楚載明。若該基金係傘型基金之成分基金者，則該基金須向香港證監會書說明其有可依法執行之規範，以便將該基金資產與其他成分基金之負債予以區隔¹³⁸，且須在銷售文件中摘要說明。

H. 投資及借款限制

對沖基金之組成與銷售文件中須載明投資及借款規定，銷售文件須清楚說明基金將會投資之金融工具類別、分散或集中投資的程度或策略、槓桿借貸之程度及基準（包括最高槓桿借貸比率），以及有關投資及借款規定的相關風險影響。且單位信託守則除第 7.12(a)、(b)、(c)及(d)、7.14、7.17、7.18、7.40 及 7.41 節外，第 7 章核心規範將不予以適用。

I. 基金名稱

若基金名稱顯示某個特定目標、投資策略、地區或市場，則該基金在一般試場情況下最少須將其總資產淨值之 70%，用於可貫徹該基金所代表之特定目標、投資策略、地區或市場的目的。

¹³⁷ §8.7(b), Code on Unit Trusts and Mutual Funds

¹³⁸ 證監會可能要求該計劃就執行分隔條文的可行性提供獨立法律意見或監理機構之確認。

J. 績效表現費用

若收取績效表現費用，則該基金須遵循單位信託守則第 6 章第 17 節（單位信託守則 6.17）規定。銷售文件須完整明確揭露相關計算方法，惟前規範不適用於對沖組合式基金所投資之基金，則其基金銷售文件須揭露會否同時在該基金及其所投資之基金層面收取績效表現費用，且銷售文件須概述其所投資基金在計算及支付績效表現費用方面的基準。銷售文件須載明適當警告，述明可能會在對沖組合式基金不同層面收取績效表現費用及此舉對投資人之影響。

K. 對沖基金的基金（Hedge Fund of Fund，對沖組合式基金）

對沖組合式基金，須遵循以下規範，包括：(1) 對沖組合式基金須最少投資於 5 檔基金，且任何 1 檔基金之投資額度，均不可超過該組合式基金本身總資產淨值之 30%¹³⁹；(2) 對沖組合式基金不得投資於另 1 檔對沖組合式基金。

對沖組合式基金的管理公司須確保，包括：(1) 所投資之基金管理公司的每位關鍵人員，都對相關對沖基金投資策略具備最少 2 年經驗，惟對沖組合式基金最多可將其資產淨值之 10%，投資在由資淺的投資人員負責管理之基金上；(2) 所投資之基金設有獨立保管機構，負責妥善保管有關資產；(3) 凡對沖組合式基金投資於由同一管理公司或其關連人士管理之基金上，就所投資的基金收取之首次及贖回費用須全部獲得寬免；(4) 對沖組合式基金之管理公司或其關連人士，均不得就該等所投資之基金、其管理公司或任何關連人士所收取之費用或收費退佣（不論是現金或以實物形式收取者）；(5) 對沖組合式基金之銷售文件須清楚揭露對沖組合式基金及其每項所投資之基金所

¹³⁹ 有關對沖組合式基金之其中一種態樣，係對沖組合式基金，可透過投資於一系列採用不同投資策略或使用不同的基金管理技巧的基金而達到分散風險效果。申請獲核准為對沖組合式基金之任何計劃應在銷售文件內清楚解釋其分散風險策略。香港證監會要求依「單位信託守則」核准之對沖組合式基金透過所投資之基金績效表現而非透過自營交易或管理帳戶直接投資於證券、期貨、選擇權、金融衍生性工具、貨幣或其他投資工具之績效表現，從而取得投資報酬。故對沖組合式基金直接或透過使用管理帳戶進行自營交易一般來說是不被允許的。

有費用及收費總額，或就有關費用及收費提供一個指示性幅度；及(6)如對沖組合式基金投資於並非獲香港證監會核准之基金，便須在銷售文件中揭露該事實，並須加入風險警語，述明該對沖組合式基金所投資部分或所有基金，以及其基金管理機構，都未受證監會監理，以及該等基金未必受到類似證監會為保障投資人權益而設計的規則所規制。

L. 交易機制

每月最少須有 1 個定期交易日（單位信託守則 8.11 獲核准之封閉式基金除外）。由基金受益人遞交附有適當文件之贖回單位要求（無論是否需要給予通知期），至將贖回金額發放給基金受益人之最長期限，不可超過 90 個日曆日。

而基金僅可於取得個別贖回投資之基金受益人事先同意下，以實物方式進行贖回，且銷售文件須揭露以實物方式贖回投資之可能性及有必要取得來自個別持有人就作出該等贖回之事先同意說明。

基金不可進行強制贖回，除非管理公司合理地確信此舉將符合該基金之整體利益時，才例外允許之。管理公司可進行強制贖回之情形，包括：如某特定受益人繼續持有該基金權益，將導致該基金違反規管該基金之任何法規，或導致對該基金的不利財政後果（如稅務罰款等）。除非出現上述情況，否則銷售文件須揭露在何種情形下，才可進行強制贖回及該等贖回請求之通知期應為多久。該基金銷售文件須加入警語，述明贖回價格可能會受到相關投資之價值於提出贖回請求到計算出贖回價格當日間之波動所影響。

M. 基金評價

該基金之投資須定期獲得獨立而公正的評值，且適當情況下，國際認可之會計準則及業內最佳實務方式應得加以適用。該基金投資進行評價的評率程度及方法、評價代理人身分及資歷、評價代理人在評

估對沖基金資產方面之經驗，以及該代理人與該基金管理公司或集團公司及主要經紀間之關係都須在銷售文件內詳細揭露。基金銷售文件須加警語，說明該基金部分相關投資可能並不活躍，以致該等投資的評值可能涉及不明性因素，同時亦須提醒有意投資者，在此情況下，該基金資產淨值可能會受到不利之影響等說明。

N. 資訊揭露

以下警語應顯示於銷售文件封面明顯處¹⁴⁰，內容包括：(1)本基金採用另類投資策略，同時本基金固有風險通常不同於傳統基金；(2)本基金承受特殊風險可能導致投資人損失大部分或全部投資金額，故並不適合無法承擔相關風險之投資者；(3)投資人應考量自身財務狀況及是否適宜將本基金作為其投資組合的一部；及(4)投資人應該仔細閱讀本銷售文件，及在申購本基金前聽取專業意見。

有關單位信託守則 6.1 而言，銷售文件須揭露所有關乎該基金之投資運作及風險管理之各方面事宜¹⁴¹，並須清晰地解釋該基金之投資策略及其固有風險等資訊。而基金管理公司須揭露已採取何種措施及保障設施，以管理涉及計劃的營運之利益衝突資訊。基金所有廣告須在明顯處展示單位信託守則 8.7(r)所提警語。

O. 申請表格

基金所有申請表格均須在明顯處述明該基金係對沖基金及投資在該基金所涉及之特殊風險，且須引導投資人仔細閱讀銷售文件。

¹⁴⁰ 上述警語行文可有不同，但所傳達的訊息須明確且不含糊。有關單位信託守則 6.1 而言，銷售文件須揭露所有關乎該基金之投資運作及風險管理各面事宜，並須清晰地解釋該基金之投資策略及其固有風險等資訊。

¹⁴¹ 如銷售文件應闡述該計劃的性質、所涵蓋的市場、所使用的投資工具、有關策略的風險及回報特質、該計劃在何種情況下會取得最佳表現及何種情況將不利於該計劃之績效表現、風險管理及內部監控機制（包括訂立投資及借款限制以控制風險）、銷售條款、對該計劃的投資及資產分配程序及該計劃的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的持續監察及更換該等服務提供者之程序，以及各有關人士責任。銷售文件應以淺白語言撰寫。證監會特別鼓勵銷售文件以技術性詞彙解釋表解釋有關詞彙的涵義。未獲認可的基金的詳情不得在銷售文件內列出。如提及這些基金的名稱，必須清楚指明這些基金未獲認可及並非提供予香港公眾投資。

P. 財務報告

基金管理公司須最少每季定期向基金受益人發出有關該基金業務之報告。有關報告須遵循「對沖基金匯報規定指引」(the Guidelines on Hedge Funds Reporting Requirements) 規範並揭露。

此外，鑑於香港過去就對沖基金或高槓桿金融機構等經驗，考量對沖基金業在全球已迅速發展，香港作為亞洲國際金融中心自居，遂於 2002 年開放向一般投資人銷售對沖基金，並強化監理對沖基金之透明度、保障措施與限制規範，要求獲證監會核准之對沖基金運作特定範疇應有額外之揭露，如對沖基金管理機構收取績效表現費用之計算標準、風險管理程序及有關基金與其銷售機構間關係，證監會亦要求所有證監會核准之對沖基金進行獨立評價，要求也同樣適用於另類投資基金。



2. 開放式基金公司 (Open-ended Fund Companies, OFC)

香港開放式基金公司 (OFC) 細節性規範，訂於「證券及期貨條例」(SFO)¹⁴²授權香港證監會訂定之「開放式基金型公司守則」(Code on Open-ended Fund Companies，下稱「OFC 守則」)，並就 OFC 相關註冊、管理、營運與業務等事宜，訂立指引規範。

香港證監會復依 SFO 規定¹⁴³被授予管理及註冊 OFC 的權限，得辦理 OFC 申請准駁業務，亦可對 OFC 申請案件施加適當條件，後續 OFC 經核准設立後，亦應持續遵循 SFO、「開放式基金型公司規則」(下稱「OFC 規則」)及「OFC 守則」等規範，證監會得隨時查核 OFC 註冊事宜，並在特定情形下，得註銷 OFC 註冊或修訂、撤銷或增加對其所施加之條件。

有關 OFC 守則，其中第 I 節適用於公募 OFC 及私募 OFC；而第 II 節則僅適用私募 OFC。公募 OFC 及其主要管理者，亦須遵循證監會「產品手冊」及「單位信託守則」之規定。OFC 守則條文亦適用於「傘子開放式基金型公司」(Umbrella OFC，亦稱為「傘型 OFC」)¹⁴⁴項下每檔子基金，如每檔子基金於適用範圍內為一間 OFC 公司，有關各類型 OFC 基金守則適用說明，詳表 3-8。

表 3-8 各類型 OFC 基金守則適用說明

OFC 類型	適用法規		
	產品手冊、 單位信託守則	OFC 守則第 I 節	OFC 守則第 II 節
公募 OFC	●	●	—
私募 OFC	—	●	●
傘型 OFC(公募) 項下各檔子基金	●	●	—

資料來源：本研究整理

¹⁴² 證券及期貨條例」(SFO) 第 112 ZR 條規定。

¹⁴³ 證券及期貨條例」(SFO) 第 112 D 條規定。

¹⁴⁴ 傘子開放式基金型公司 (Umbrella OFC)，係指具有子基金的開放式基金型公司。

目前香港公募 OFC 基金檔數，截至 2023 年 3 月 31 日指，計有為 41 檔且皆為交易所上市 ETF 基金並得向一般投資人銷售，私募 OFC 基金則有 352 檔¹⁴⁵，有關香港公募 OFC 基金列表，詳表 3-9。

表 3-9 香港公募 OFC 基金列表

編號	基金名稱	子基金	成立日期
1	博時全球交易所買賣基金開放式基金型公司 (BSH783)	—	9/11/2022
2	博時全球交易所買賣基金開放式基金型公司 (BSH783)	博時港元貨幣市場 ETF (BTE097)	8/2/2023
3	博時全球交易所買賣基金開放式基金型公司 (BSH783)	博時人民幣貨幣市場 ETF (BSH785)	9/11/2022
4	南方東英交易所買賣基金系列開放式基金型公司 (BQO857)	—	5/2/2021
5	南方東英交易所買賣基金系列開放式基金型公司 (BQO857)	南方東英中國醫療健康革新指數 ETF (BRF769)	14/7/2021
6	南方東英交易所買賣基金系列開放式基金型公司 (BQO857)	南方東英富時越南 30 ETF (BSQ482)	6/9/2022
7	南方東英交易所買賣基金系列開放式基金型公司 (BQO857)	南方東英全球雲計算科技指數 ETF (BQV970)	6/5/2021
8	南方東英交易所買賣基金系列開放式基金型公司 (BQO857)	南方東英全球智能駕駛指數 ETF (BRH785)	5/8/2021
9	南方東英交易所買賣基金系列開放式基金型公司 (BQO857)	南方東英華泰柏瑞中證太陽能產業 ETF (BQW960)	24/5/2021
10	南方東英交易所買賣基金系列開放式基金型公司 (BQO857)	南方東英元宇宙概念 ETF (BSC884)	15/2/2022
11	南方東英交易所買賣基金系列開放式基金型公司 (BQO857)	南方東英 MSCI 中國 A 50 互聯互通 ETF (BRX123)	7/12/2021
12	南方東英交易所買賣基金系列開放式基金型公司 (BQO857)	南方東英科創板 50 指數 ETF (BQO858)	5/2/2021
13	易方達交易所買賣基金系列開放式基金型公司 (BSG238)	—	5/10/2022
14	易方達交易所買賣基金系列開	易方達香港恆指 ESG 增	5/10/2022

¹⁴⁵ 開放式基金型公司，證監會，網站：<https://apps.sfc.hk/productlistWeb/searchProduct/OFCL.do?isUnlist=N&lang=TC>

編號	基金名稱	子基金	成立日期
	放式基金型公司 (BSG238)	強指數 ETF (BSG239)	
15	富邦交易所買賣基金系列開放式基金型公司 (BRQ760)	—	31/12/2021
16	富邦交易所買賣基金系列開放式基金型公司 (BRQ760)	富邦富時台灣 RIC 權重上限指數 ETF (BRQ762)	31/12/2021
17	富邦交易所買賣基金系列開放式基金型公司 (BRQ760)	富邦恒生滬深港(特選企業)高股息率指數 ETF (BSJ397)	24/6/2022
18	富邦交易所買賣基金系列開放式基金型公司 (BRQ760)	富邦 ICE FactSet 台灣核心半導體指數 ETF (BRQ761)	31/12/2021
19	Global X Exchange Traded Funds Series OFC (BOW993)	—	13/1/2020
20	Global X Exchange Traded Funds Series OFC (BOW993)	Global X 亞洲創新者主動型 ETF (BRT445)	3/12/2021
21	Global X Exchange Traded Funds Series OFC (BOW993)	Global X 亞洲半導體 ETF (BRF260)	15/7/2021
22	Global X Exchange Traded Funds Series OFC (BOW993)	Global X 自動駕駛及電動車 ETF (BRT443)	3/12/2021
23	Global X Exchange Traded Funds Series OFC (BOW993)	Global X 中國潔淨能源 ETF (BOW996)	13/1/2020
24	Global X Exchange Traded Funds Series OFC (BOW993)	Global X 中國消費龍頭品牌 ETF (BOW994)	13/1/2020
25	Global X Exchange Traded Funds Series OFC (BOW993)	Global X 中國電子商及物流 ETF (BRF259)	15/7/2021
26	Global X Exchange Traded Funds Series OFC (BOW993)	Global X 中國電動車及電池 ETF (BOW995)	13/1/2020
27	Global X Exchange Traded Funds Series OFC (BOW993)	Global X 中國遊戲及娛樂 ETF (BRF258)	15/7/2021
28	Global X Exchange Traded Funds Series OFC (BOW993)	Global X 中國全球領導 ETF (BQP693)	4/3/2021
29	Global X Exchange Traded Funds Series OFC (BOW993)	Global X 中國創新者主動型 ETF (BQP692)	4/3/2021
30	Global X Exchange Traded Funds Series OFC (BOW993)	Global X 中國機械人及人工智能 ETF (BPT301)	3/8/2020
31	Global X Exchange Traded Funds Series OFC (BOW993)	Global X 中國半導體 ETF (BPT300)	3/8/2020

編號	基金名稱	子基金	成立日期
32	Global X Exchange Traded Funds Series OFC (BOW993)	Global X 金融科技 ETF (BRT444)	3/12/2021
33	嘉實基金系列（香港）交易所買賣基金開放式基金型公司 (BSI534)	—	13/9/2022
34	嘉實基金系列（香港）交易所買賣基金開放式基金型公司 (BSI534)	嘉實中國可持續生活科技主動型 ETF (BSI535)	13/9/2022
35	潘渡交易所買賣基金系列開放式基金型公司 (BSW109)	—	30/11/2022
36	潘渡交易所買賣基金系列開放式基金型公司 (BSW109)	潘渡區塊鏈主題 ETF (BSW111)	30/11/2022
37	潘渡交易所買賣基金系列開放式基金型公司 (BSW109)	潘渡創新主題 ETF (BSW110)	30/11/2022
38	輝立交易所買賣基金系列開放式基金型公司 (BSR896)	—	9/11/2022
39	輝立交易所買賣基金系列開放式基金型公司 (BSR896)	輝立香港新股指數 ETF (BSR897)	9/11/2022
40	惠理交易所買賣基金系列開放式基金型公司 (BRS728)	—	12/7/2022
41	惠理交易所買賣基金系列開放式基金型公司 (BRS728)	惠理 EMQQ 新興市場網絡與電商 ETF (BRS729)	12/7/2022

資料來源：證監會、本研究整理

(1) 第 I 節：適用於所有 OFC 基金之規範

A. OFC 一般性規範 (General Principles)

香港證監會參酌「國際證券事務監察委員會組織」(International Organization of Securities Commissions, IOSCO) 所訂定原則，及其認為對 OFC 形式之集體投資計劃的監理之其他重要原則。OFC 及其主要管理者於執行、管理或處理與營運 OFC 相關事宜時，須遵循相關原則，說明如表 3-10。

表 3-10 OFC 守則一般性規範

編號	原則	說明	法規依據
1	公平處事	主要經營者必須以誠實、公平及專業的態度行事。	OFC 守則第 3 章 GP 1。
2	勤勉盡責及勝任能力	主要經營者必須以適當的技能、小心審慎和勤勉盡責的態度履行職能。若主要經營者轉授職能予第三方，則須以審慎態度揀選、委任及持續監督獲轉授職能者。	OFC 守則第 3 章 GP 2。
3	妥善保障資產	開放式基金型公司的所有計劃財產必須託付予保管機構，及必須獲得妥善保障。	OFC 守則第 3 章 GP 3。
4	管理利益衝突	主要經營者必須避免可能產生利益衝突的情況，包括各方之間可能就開放式基金型公司而產生的任何實際或潛在衝突。如利益衝突無法避免，便應在投資者的利益可獲充分保障的前提下，透過適當的保障設施、措施及產品結構來管理和盡量減少衝突，並應向投資者作出相應妥善揭露。開放式基金型公司的董事局須就其進行的有關開放式基金型公司的活動，維護良好的企業管治原則和標準。	OFC 守則第 3 章 GP 4。
5	披露（揭露）	揭露應為清晰、簡明及有效，並且應載有能夠讓投資者作出有根據的投資判斷的資料，及有關資料應不時作出更新。如須持續揭露資料，必須適時及有效率地發布相關資料。	OFC 守則第 3 章 GP 5。
6	遵守法規	開放式基金型公司及其主要經營者必須確保適用監管規定獲得遵從，並以開放和合作的態度回應監管機構的查詢。若出現重大違反《開放式基金型公司守則》的情況，他們必須即時通知證監會。	OFC 守則第 3 章 GP 6。
7	遵循組成文件	開放式基金型公司及有關的主要經營者應遵循開放式基金型公司的法團成立文書及要約文件。	OFC 守則第 3 章 GP 7。

資料來源：本研究自行整理

B. 註冊事宜

OFC 註冊申請須以制式申請表向證監會提出，並連同於證監會網站登載依「開放式基金型公司費用規則」(OFC Fees Rules) 所訂金額繳交規費，並提交以下文件資料，包括：(1)OFC 法團(法人)成立文件；(2)主要經營者簡介；(3)OFC 註冊辦事處地址；(4)保管機構同意接受委任之信件及保管機構最近期經審計財務報告等。

此外，OFC 名稱須遵循 OFC 守則規範，包括：(1)不可屬於證監會認定具誤導性或因其他理由而不適宜者；(2)不得與另一家現有 OFC 名稱相同；及(3) 須以「開放式基金型公司」作結尾。

C. OFC 董事局 (Board of Directors, 即董事會) 規範

OFC 須具備 2 位董事，且董事須為滿 18 歲以上之自然人，且不得為未獲法院解除破產之破產人。此外，OFC 董事須具良好聲譽、合適資格和經驗，及為適當人員以經營 OFC 業務，證監會將評估下列事項：(1) 該人士是否具相關資格及或經驗；(2)該人士或其曾涉及之任何業務是否曾被任何法院或具有合法裁判權之當局裁定違反任何公司、證券或金融市場法律及規例，或曾被裁定犯有詐騙或其他不當行為；或曾被任何專業機構判處紀律處分或撤銷資格。

公募 OFC 董事會須具備 1 位獨立董事，該董事不得為保管機構董事或員工。OFC 各董事應以合理、謹慎地監督投資經理及保管機構業務。而 OFC 法人成立文件，應載明並揭露 OFC 董事停止職務及被解任程序。OFC 應於合理範圍內制訂適當措施，藉以遵循 OFC 相關監理規範。

而董事會須委由符合資格的資產管理機構來履行基金投資管理職能，其中基金管理機構須具備第 9 類(提供資產管理)受規管活動獲發牌或註冊。而 OFC 基金資產須予分隔，並託付予保管機構作妥善保管，有關香港 OFC 運作架構，詳圖 3-16。

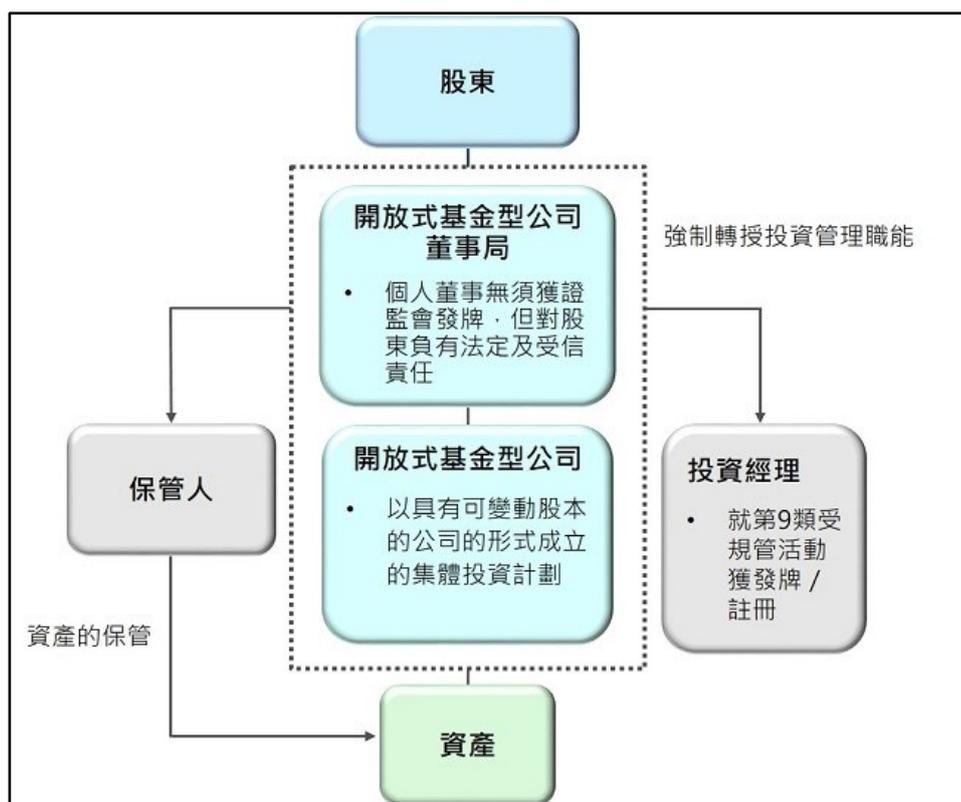


圖 3-16 香港 OFC 運作架構

資料來源：證監會

D. 投資經理（Investment Manager，即「基金管理機構」）

OFC 投資經理，於 OFC 註冊後仍需維持適當資格，證監會因 OFC 申請註冊而評估投資經理機構是否可獲接納時，將參酌其發布之「發出、與持牌及/或註冊中介人的適當人選有關的相關指引」。

投資經理，須依 OFC 法團（即「法人」）成立文件及投資管理協議，針對維護 OFC 及其股東最佳利益之情形下履行其投資管理職能。投資管理機構辦理 OFC 投資管理職能時，應遵循證基會發布的「基金經理操守準則」（the Fund Manager Code of Conduct）、「適用於證券及期貨事務監察委員會持牌人或註冊人的管理、監督及內部監控指引」（the Management, Supervision and Internal Control Guidelines for Persons Licensed by or Registered with the Securities and Futures

Commission)、「打擊洗錢及恐怖分子資金籌集指引(適用於持牌法團)」(the Guideline on Anti-Money Laundering and Counter-Financing of Terrorism (For Licensed Corporations) 及「打擊洗錢及恐怖分子資金籌集指引(認可機構適用)」(the Guideline on Anti-Money Laundering and CounterFinancing of Terrorism (For Authorized Institutions))，而 OFC 所有投資管理職能，皆由投資管理機構進行，並依證監會發牌(即頒發執照)或經核准第 9 類受監理業務之程序辦理。

投資經理，於進行 OFC 投資管理職能時，應備備存相關紀錄，包括：(1)交易、會計及其他紀錄，且此類紀錄足以解釋和反映投資管理機構之財務及業務運作情形，如保存由投資管理機構所執行之所有交易及所訂定契約之審計線索，由投資管機構主動作出所有命令或投資管機構所收到之指示細節內容，投資管理機構收到所有收益知詳情(無論該等收益，是否係關於投資管理機構就 OFC 所提供服務而收取的費用)，與 OFC 帳務所有相關資料及第三方提供之交易紀錄和所有相關內部報告，會計/證券分類帳、證券登記名冊，以及投資經理採納之投資程序等紀錄；(2) 將會使審計得以便利地和妥善地進行的該等紀錄。

屬於持有執照的投資管理機構，應將與其進行 OFC 投資管理職能業務相關的紀錄或文件，保存在依「證券及期貨條例」第 130(1)條規定獲證監會核准，作為存放有關紀錄或文件之處所。投資經理應保存相關紀錄或文件資訊，至少 7 年以上。

此外，投資經理之停止職務及被解任程序，應載明於投資管理協議中，並於 OFC 要約文件中予以揭露。OFC 應於合理範圍內制訂適當措施，以遵循 OFC 相關監理規範，且 OFC 應具備至少 1 位就第 9 類受監理業務獲核准或註冊的投資經理。此外，投資經理須在以下情形予以解任，包括：(1) 不再符合監理規範之資格認定者；或(2) OFC 法人成立文件或與 OFC 訂定的投資管理協議所載之其他情形發生時。

E. 保管人及資產保管 (Custodian and Custody of Assets, 即「保管機構及資產保管」)

OFC 保管機構資格，依其為何種基金類型進行保管業務而有不同，有關公司募 OFC 基金保管機構篩選原則，詳如表 3-11：

表 3-11 公司募 OFC 基金保管機構篩選原則

OFC 基金類型	保管機構資格	
公募 OFC	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 符合「單位信託守則」所載適用於證監會核准基金保管機構之資格相符者。 	
私募 OFC	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 符合「單位信託守則」所載適用於證監會核准基金保管機構之資格相符者。 	擇一
	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 應為就第 1 類受規管業務獲證監會發牌或註冊持牌法人或註冊機構，並符合以下條件： <ol style="list-style-type: none"> (1) 其依該條例第 116(1)條或第 119(1)條獲核准之執照或註冊（視屬何情況而定）不受不得持有客戶資產之條件所規範。 (2) 屬持牌法人的保管機構，其無論何時均須維持不少於 1,000 萬港幣之繳足股本和不少於 300 萬港幣之流動性資金。 (3) 該私募 OFC 為（及無論何時均為）該持牌法人或註冊機構之第 1 類受規管業務客戶¹⁴⁶。 (4) 擁有具備 1 位負責人員或主管人員負責其保管職能之整體管理及監督工作及獨立於投資管理機構¹⁴⁷。 	

資料來源：本研究整理

保管機構，須包括：(1)確保其在妥善保管 OFC 所投資的資產類別，具備足夠經驗、專門知識及能力；(2)維持充分且具備與 OFC 所

¹⁴⁶ 如某私募 OFC 將相當可能不再成為或已經非該持牌法人或註冊機構客戶，則該持牌法人或註冊機構應於該私募 OFC 不再成為其客戶前或後在切實可行之範圍內，盡快通知證監會。該持牌法人或註冊機構將獲給予 6 個月寬限期，可繼續作為該私募 OFC 之保管機構。該持牌法人或註冊機構應於切實可行範圍內盡快作出安排，以將該私募 OFC 之計劃財產轉移至獲委任以取代該持牌法人或註冊機構的另一保管機構（須獲證監會批准）。寬限期在特殊情況下可獲延長。務請盡早諮詢證監會。

¹⁴⁷ 雖保管機構及投資管理機構可能屬於相同最終控股公司等法人團體，惟保管機構須在職能上獨立於投資管理機構。除其他事項外，應設有系統及監控措施以確保履行保管職能／保管 OFC 計劃財產之人士，在職能上獨立於履行該開放式基金型公司的投資管理職能的人士。

投資資產的類別和性質涉及的特定保管風險相稱之內部控制制度。

若保管機構屬香港以外之實體及且非香港註冊公司者，其無論何時皆須在香港設有法律程序文件代理人，以代其接收香港送達的各項通知及文件資料¹⁴⁸。

保管機構須辦理以下事宜，包括：(1)保管所有可供持有之基金財產，無論係透過交付實物資產或所有權文件，或在該 OFC 帳戶名下以簿記形式登記之資產；(2) OFC 所有其他基於其性質而不能持有以作保管之基金財產，於保管機構簿冊內在該 OFC 帳戶名下備存妥善紀錄。

而在保管機構帳戶內，就所有屬於 OFC 基金財產（包括不能以持有方式作保管之現金及基金財產）備存妥善及最新紀錄，當中應包括頻繁地辦理對帳作業¹⁴⁹；制訂適當措施，核實該 OFC 基金資產的所有權；將該 OFC 基金資產與保管機構資產分別管理。

將該 OFC 基金財產與以下資產分別保管，除非該 OFC 基金財產由綜合客戶帳戶所持有，而該帳戶已依國際標準及最佳實務設有充分保障措施者，從而確保該 OFC 基金資產得以妥善地記錄及進行頻繁對帳，則不再此限：(1) 該 OFC 的投資管理機構及其關係人資產；(2) 次保管機構（如有）的資產（適用於整個保管安排過程）；(3) 保管機構其他客戶資產（適用於整個保管安排過程）。

未經該 OFC 事先同意，不得重用其基金財產；制訂充分之風險管理措施，確保可妥善地履行前述職能；及就私募 OFC 保管機構，遵循附錄 A 所載有關保管 OFC 基金資產之規範。

該 OFC 資產保管安排及該等安排所涉之任何重大風險，應於其

¹⁴⁸ 依據 OFC 規則，以下自然人或實體可作為法律程序文件代理人：(1)其通常住址在香港之自然人；(2)依據「公司條例」在香港組成及註冊之公司；或(3)香港律師事務所或執業會計師事務所。若保管機構是非香港註冊公司，有關法律程序文件應送達予依「公司條例」委任之公司授權代表。

¹⁴⁹ 通常而言，應定期與由其他財務機構提供之戶口結單進行對帳。

要約文件內揭露。保管機構須停止職務之情況及被解任之程序應載於保管協議內，並於該 OFC 要約文件中揭露。該 OFC 應於合理範圍內制訂適當措施，藉以遵循相關監理規範，且該 OFC 至少應有 1 家保管機構¹⁵⁰代為保管其資產。

F. 公司法人行政事宜

OFC 法人成立文件須就法人行政事宜，載有包括（但不限於）以下事項：(1)召開股東大會及董事會議之程序及通知、表決權行使、法定人數要求、需獲同意等事項，以及同意門檻及方式和紀錄備查；(2)股份及股份類別（如有）的設立、股份所附帶權利、股份發行及註銷等條款¹⁵¹。

OFC 法人成立文件，須載明以下事項，包括：(1) 最少有 2 位親自或委任代表出席股東構成該公司股東大會的法定人數¹⁵²；(2)如 OFC 在其法人成立文件內訂明，將召開股東年度大會，且其召開通知期應最少為 21 日。

股東可取得 OFC 相關資料及向其查詢之方式，應於 OFC 要約文件中揭露。若企業文件存檔涉及須獲證監會核准事宜，OFC 應將文件送交證監會，待其核准該事宜後將該文件轉交公司註冊處¹⁵³。

G. 會計師及會計規範

OFC 委任之會計師，須獨立於該 OFC 的投資管理機構、保管機構及董事¹⁵⁴。OFC 財務報告編制，須符合「香港財務報告準則」(Hong Kong Financial Reporting Standards) 或「國際財務報告準則」

¹⁵⁰ 例如，應規定在終止職務前給予足夠的通知期，讓該 OFC 能夠落實替任人選，以符合適用之監理規範。該公司亦應設立適當程序，以便就任何保管機構退任或解除委任之情況做好準備，及選任替任保管機構。若更改或擬更改保管機構，應盡早諮詢證監會。

¹⁵¹ OFC 法人成立文件之參考範本載於證監會網站，其載明強制及選擇性內容。

¹⁵² 公眾開放式基金型公司應符合《單位信託守則》內有關法定人數的其他規定。

¹⁵³ 有關應通過證監會向公司註冊處送交的文件存檔種類，開放式基金型公司應參考載於證監會網站上的進一步指引。

¹⁵⁴ 委任及免任某人作為核數師的程序及規定須載於開放式基金型公司的法團成立文書，並必須遵守適用監管規定。

(International Financial Reporting Standards) 等標準。證監會可按個別情況評估其他會計準則之可接受性¹⁵⁵。

H. 基金年報：

OFC 年報應載有該公司的投資組合、資產、負債、收益及支出资訊，使股東可就該公司業務發展及績效表現做出判斷。而 OFC 年報須按適用的會計準則，揭露相關資訊，包括（但不限於以下）資訊，包括：(1) 截至會計年度結束時的投資總額、銀行結餘、股息及其他應收款項；(2) 該 OFC 於會計年度所產生的收益，包括投資收益、利息收益及股息收益等；(3) 該 OFC 所承擔之支出，包括在會計年度給付予董事、投資管理機構及保管機構的費用；(4) 分別在會計年度初期及期終時已發行股份數目及每股資產淨值；(5) 在會計年度內宣布或支付分派詳情應載於帳目之附註；(6) 在會計年度內子基金交叉投資等資訊。

OFC 於中期報告內，應用的會計政策及計算方法須與在年報內載明所應用之方法相同，並須在中期報告內揭露就此作出聲明，或說明該等政策或方法的任何改動的性質及影響。如 OFC 係以傘子結構成立者，有關財務報表須顯示該傘子 OFC 及其每檔子基金各自之財務狀況及績效情形。

年報須於 OFC 的會計年度結束後 4 個月內提交；期中報告則須於有關報告期結束後 2 個月內提出。OFC 出具之所有財務報告均須於前述期限內送交香港證監會備查。

I. 會計師報告

年報內所載會計師報告須列名其是否認為就該期間編製之帳目已依循 OFC 法人成立文件相關內容、載明適用的財務準則、適用監

¹⁵⁵ 證監會可根據以下舉例的因素，考慮接納該等其他會計準則：(a) 該等準則是否屬於高水平及嚴格，以及其國際認受性；及(b) 制訂該等準則的過程是否具問責性並經適當的諮詢，以及該等會計準則的制訂者是否獨立。

理規定及「OFC 守則」妥善編製。

(2) 終止營運及核准廢止

A. 一般事項

本規範係依循 SFO 第 112ZH 條規定訂定，申請 OFC 停止營運及註銷 OFC 註冊等事宜¹⁵⁶。任何終止 OFC 運作的決定都應妥為顧及其股東之最佳利益。董事及投資管理機構應確保其終止程序，係以有序的方式執行，並公平對待 OFC 股東。

OFC 須依循 OFC 守則第 10 章規範辦理 OFC 終止營運事宜，建議可提交證監會，其提交內容包括以下內容：(1) 第 10.4 條項下償付能力之陳述；(2) 終止 OFC 營運之原因；(3) 就該項終止營運而建議的主要程序；(4) 終止營運之後果；以及(5) 對其股東之影響。OFC 提交前述建議前，董事會須對該 OFC 事務進行充分調查，以確保可否發出確認書，確認該公司將能夠在確認書發出日起 12 個月內償還所有債務（即「償付能力之陳述」）。

此償付能力陳述須說明，包括：(1) 有關該 OFC 在向證監會提交終止運作建議之日前緊接 5 個星期內事務；(2) 獲董事會同意，並由 1 位董事代為簽署；及(3) 有關償付能力之陳述的確認書。

B. 終止運作之程序及通知事宜

OFC 法人成立文件須明確揭露在何種情形下，得終止營運及應遵循的程序，以及向股東分派資產的措施，包括向股東作出合理通知，且該通知須載明與終止營運相關及重要詳細資訊與程序，及終止營運對股東之影響。終止運作程序應以適當方式及時向投資人作出同步及充分揭露。

OFC 其向股東就建議終止運作而發出通知之日起：(1) 不得再被

¹⁵⁶ 傘子 OFC 的子基金可同樣依本章申請終止運作；下文凡對股東、決議、計劃財產、資產及負債之提述，均應視為對該子基金的提述。

推廣，亦不得接受新投資人認購；(2) OFC 法人權力及董事權力之持續僅限於為結束該公司業務而作出之必要業務行為。

於終止程序期間，以及在評估終止營運 OFC 資產時，董事聯同投資管理機構須確保對資產進行公平評價及設法處理可能發生之利害衝突情形。OFC 要約文件須揭露：(1)OFC 可被終止營運的情況摘要；(2)可申請終止 OFC 營運者；及(3) OFC 須獲何等程度股東之同意方能進行終止運作。

C. 註銷註冊

當 OFC 資產被全部變現，所有負債獲清償，且相關收益已分派予股東後，董事會便可連同以下文件，依循 SFO 條例第 112ZH 條規定，向證監會申請註銷核准：(1)OFC 附有會計師報告之最終帳目；(2)由董事會和投資管理機構簽署的聲明書，確認已依 OFC 法人成立文書完成資產變現及分派款項，而該 OFC 未有未清償負債；及(3)撤銷核准之申請（僅限公募 OFC）。在取消註冊前及取消註冊時，須向投資人發出書面通知，且內容須說明 OFC 終止營運及註銷註冊之原因。

D. 清算事宜

若 OFC 以法定清算方式終止營運，OFC 須依照「OFC 規則」規定完成清算後，OFC 核准資格將被自動註銷。OFC 須及時通知證監會有關清算的重大進度，並配合證監會就清算提出之資料要求，並向證監會進行通知。

(3) 私募 OFC 適用規範

A. 投資範圍

私募 OFC 並無投資限制，亦即私募 OFC 可投資於所有資產類別，而無任何限制。

私募 OFC 非能作為一般商業或工業目的而營運的事業機構，若

私募 OFC 從事以下活動，將被可能被視為係一般商業或工業目的營運事業機構，包括：(1)從事購買、銷售或交換貨物或商品，以及提供服務的商業活動者；(2)從事貨物生產或興建物業的工業活動者。此外，私募 OFC 投資管理機構採取之投資範圍及策略，須在私募 OFC 要約文件中清楚揭露之。

B. 投資計劃之變更

未經私募 OFC 股東同意，不得對 OFC 法人成立文件從事重大變更¹⁵⁷，原則上不得對 OFC 法人成立文書作出其他修訂，除非符合以下情形始能修訂，說明如表 3-12

表 3-12 私募 OFC 得修正成立文件之條件

編號	私募 OFC 得修正成立文件之條件說明
1	<ul style="list-style-type: none"> ■ 該項修訂獲得按照法人成立文件所指定決議通過比率，獲得大多數股東通過決議同意者。
2	<ul style="list-style-type: none"> ■ 董事以書面證明其認為該項建議修訂屬於以下性質，及保管機構並不反對該項修訂者： <ul style="list-style-type: none"> ➢ 就遵守財政或其他法定、監理或官方規定而言，有必要時。 ➢ 不會重大地損害股東利益，及不會大幅度免除董事、投資經理或任何其他人士對股東須負上的責任，而且亦不會增加該基金財產應付費用及收費。 ➢ 就糾正某項明顯的錯誤而言，有必要時。

資料來源：本研究整理

應就任何可能影響投資者的投資決定或重大地影響股東權利的重大更改，向股東發出合理事前通知。就計劃更改而作出之通知應按要約文件¹⁵⁸或法人成立文書向股東發出通知。

¹⁵⁷ 所指更改，應包括以下各項：(1) 開放式基金型公司的投資目標及政策的重大更改；或(2) 其他可能重大地損害股東利益的更改。

¹⁵⁸ 基金更改在何種情況下及須經過哪些程序方能生效應在要約文件內明確載明。

C. 基金運作及揭露

- (a) **基金運作**：私募 OFC 基金運作事宜，包括定價、交易、股份發行和贖回、評價、分派政策、槓桿使用、費用及收費等，應明確載明於私募 OFC 法人成立文件或要約文件內。
- (b) **私募 OFC 皆須遵循以下原則**：(1) 一般原則；(2) 應定期真誠地對計劃財產進行估值；(3) 資產估值、定價和股份贖回應按照適當和已揭露的方式基準進行；及(4) 發售價及贖回價應以遠期價格執行。
- (c) **揭露資訊**：OFC 要約文件及其他揭露須符合一般原則，包括確保要約文件清晰揭露因 OFC 所投資資產的類別和性質而涉及其所特有之所有重大風險，特別是當 OFC 將其 10%以上資產總值投資於非金融或其他較為少見的資產類別時。此外，要約文件須：(1)在確實可行範圍內，盡快於 OFC 發出要約文件後；(2)若有更改，則自經修訂要約文件發出日起 7 日內，送交證監會存查。

(三) 銷售規範

SFO 係管理香港集體投資計劃募集及銷售資料和使用等主要規範。作為公司架構之另類投資基金，尚須遵循公司條例有關認購另類投資基金之要約。若屬 OFC 架構類投資基金，則須遵循 OFC 守則規範。

就私募基金而言，FMCC 規範基金管理機構應確保銷售資訊，符合以下標準，包括 (1) 無虛假、不具偏見、誤導或欺騙性；(2) 清晰易懂、公平，以充分揭露呈現基金風險情況；(3) 及時且維持與基金公開說明書一致的資訊；(4) 僅含可驗證之績效結果。

若採公募基金者其銷售材料或公開說明書，應事先獲得證監會核准才得對外使用。如前所述，認購私募基金（私募 OFC 除外）權益

要約之資訊備忘錄或其他說明書，若該基金是於專業投資人提供者，則無需遵循公司條例有關公開說明書之要求，或於發行前獲證監會核准。對私募 OFC 須向證監會提交基金相關資訊。

私募資金可在未經證監會事先授權下進行基金銷售，但僅在基金獲證監會核准後，才能向香港一般投資人進行銷售。若向香港潛在投資人銷售基金屬「證券交易」（即屬第 1 類受監理業務）之定義，僅由獲證監會核准或註冊從事第 1 類受監理業務之進行。而持有第 9 類（即屬資產管理業務）監理業務許可之基金管理機構可於「意外交易」豁免範圍內銷售資金。

復依「行為守則」規定，向潛在投資人銷售基金之執照持牌者須確保其銷售之商品是否係具複雜性之商品。如是，則除非持牌人確信該商品適合投資人，否則持牌人不能將產品出售給個人投資者，無論是否是專業人士。於確定商品是否是複雜產品時，持牌人需行使應有的技能、謹慎和勤奮，並可量各種因素，包括但不限於投資商品是否是衍生性產品，商品是否以公開價格提供次級市場交易，及商品任何功能或條款是否會從根本上改變投資支付概況之性質或風險。

再依 FMCC，若基金管理機構負責基金整體運營者，其應該充分揭露基金相關資訊，及對基金投資人能夠對其基金投資從事出知情決策所需之重要資訊。

在香港對一般投資人銷售基金，除境內（外）基金應經核准或認可外，基金管理公司應取得證監會執照，或由註冊持有第 9 類資產管理之基金經理為銷售活動，同時遵循「產品手冊」所訂適用的投資限制，及「產品手冊」第 3.4 條規定的揭露原則，亦即基金銷售須有全面、準確及公正的揭露，並以清晰、簡明、及有效，使投資大眾容易明白的方式撰寫及呈述有關資料；所提供的資料不得虛假或具誤導成分，亦不能以欺騙或不公正的手法呈述。如須持續揭露資料，必須適時及有效率地發布相關資料。如有不實陳述，將依 SFO 第 107 及 108

條處罰。有關香港基金對外銷售流程，詳圖 3-17。

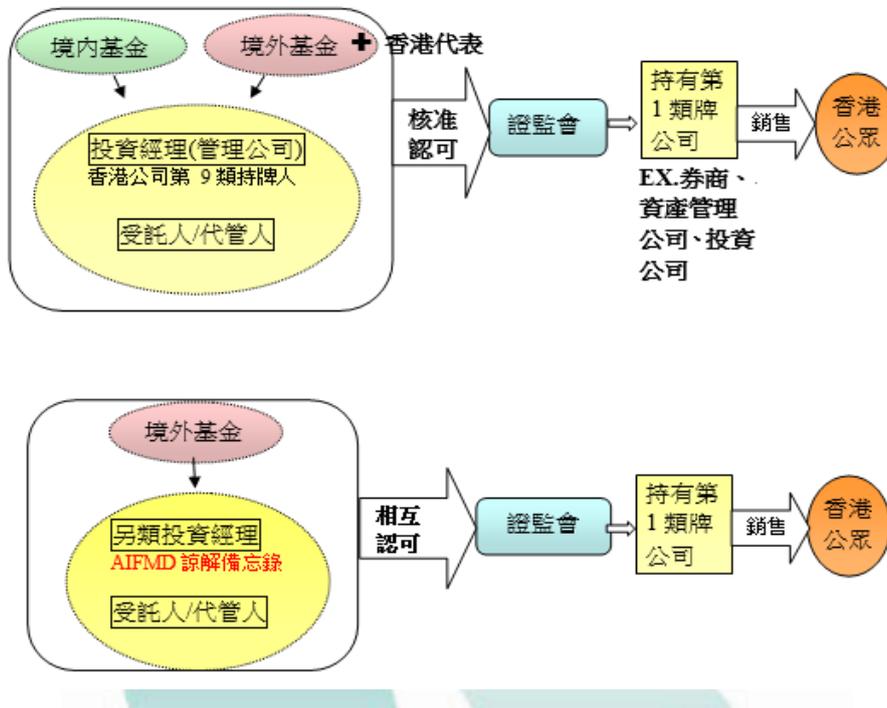


圖 3-17 香港基金對外銷售流程

資料來源：本研究整理

依循「產品守冊」第 6.3 條規定，銷售文件須附有近期經審計之年報。如銷售文件是在年報出版後公布，則應附期中報告。另有關費用揭露部分，守則第 8.7 條 (i) 規範，如收取績效表現費用，應遵守第 6.17 條規定。銷售文件並應完整及清楚地揭露相關費用的計算方法，然而第 6.17 條不適用於對沖基金（含另類投資基金）的基金所投資的基金，而應於銷售文件敘明，其所投資的基金在計算及支付績效表現費用的基準，並應有適當警告，說明可能會在對沖基金(含另類投資基金)的基金不同層面收取績效表現費用，而此舉可能對投資者的影響。

依香港證監會「單位信託守則」規定，境外基金註冊地如於香港認可之司法管轄區註冊成立，若其基金架構、投資限制等符合該守則第 7 章規範者；境外基金管理機構註冊地對該管理機構之監管方式亦符合香港相關規定，且雙方簽訂資訊交換協定，以便及時交換有關

該管理機構相關資訊者，通常即會獲得香港證監會之核准，事實上，香港對於境內或境外註冊基金、基金管理機構所設定之要求及資格條件相近，屬較為開放彈性的模式。

而境外基金發行人或管理機構應在香港境內委任總代理人（Representative），代理該境外機構受理申購、買回及轉換基金，將訴訟通知轉送境外基金管理機構，向主管機關申報相關等事宜。

任何公司在香港經營證券相關業務，均須獲證監會核發執照或進行註冊登記始可為之。經營基金銷售機構，須取得第 1 類證券交易執照。而香港基金分銷主要由銀行業主導，據估算有 78% 的零售基金透過該途徑進行銷售。



第四章 新加坡

新加坡政自 2001 年起擬定其金融政策目標，並以資產管理為其業務發展主軸，積極拓展各項業務，使其獲取「東方瑞士」的美名。據新加坡金融管理局（Monetary Authority of Singapore, MAS）於 2022 年 11 月發布之「2021 年新加坡資產管理調查」（2021 Singapore Asset Management Survey）報告指出，即使全球遭受新冠疫情影響，2021 年資產管理規模較去（2020）年有 12% 漲幅，管理規模以至 112 兆美元，該國資產管理產業亦持續發展，較去（2020）年成長約 17%，已逾 5.3 兆新幣（約為 4 兆美元）¹⁵⁹，如圖 3-18。

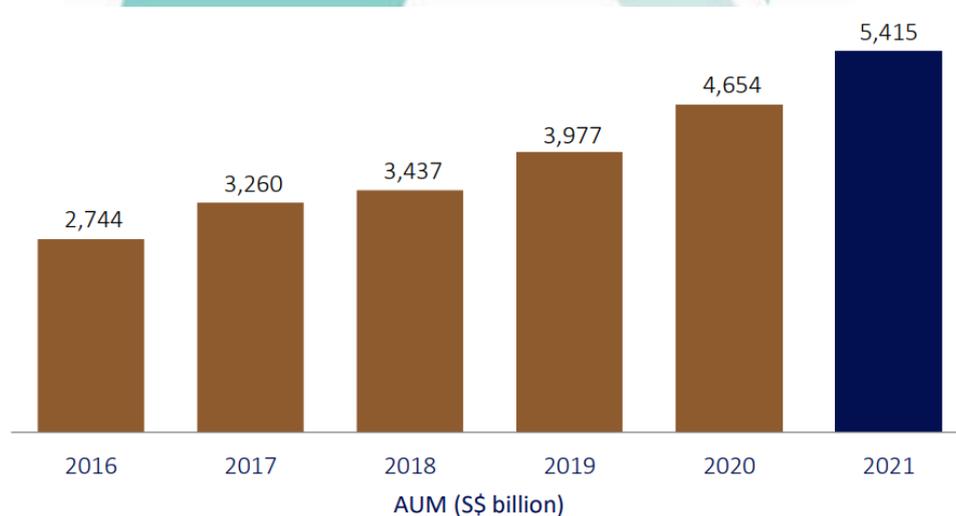


圖 3-18 2016-2021 年新加坡資產管理規模統計

資料來源：新加坡金融管理局，2021 Singapore Asset Management Survey.

新加坡作為資產管理機構與投資人投入區域成長機會之門戶，其中有 78% 資產管理規模來自新加坡以外地區，其中亞太地區（排除新加坡）占比 34%；北美地區占 22%；歐洲地區占 16%。另就新加坡資產管理規模中有 90%，係投資於新加坡以外地區資產，亞太地區占

¹⁵⁹ 新加坡金融管理局，2021 Singapore Asset Management Survey，2021 年 11 月。

45%；北美地區占 21%；歐洲地區占 13%¹⁶⁰，顯現該國在區域及跨國投資上擔任重要角色，有關新加坡資產管理資金來源及投資地區統計，詳圖 3-19。

Chart 1: Singapore's AUM – Sources of Funds

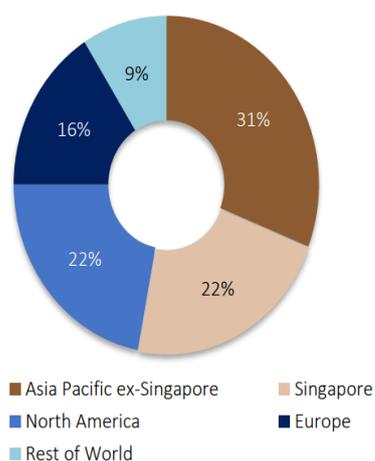


Chart 2: Singapore's AUM – Investments of Funds

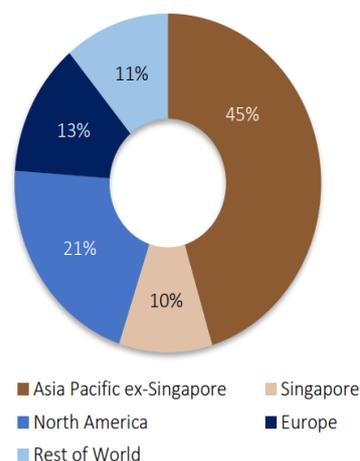


圖 3-19 2021 年新加坡資產管理資金來源及投資地區統計

資料來源：新加坡金融管理局，2021 Singapore Asset Management Survey

新加坡註冊資產管理機構家數亦有所成長，漲幅達 15%，據統計截至 2021 年 12 月底止，共計有 1,108 家資產管理機構。而另類投資業務亦為整體管理規模成長之主要動力，2021 年較前年成長約 30%，已達 1.23 兆新幣。(約 9,000 億美元)。有關 2016-2021 年新加坡另類投資資產管理規模統計，詳圖 3-20。

¹⁶⁰ 同前註。

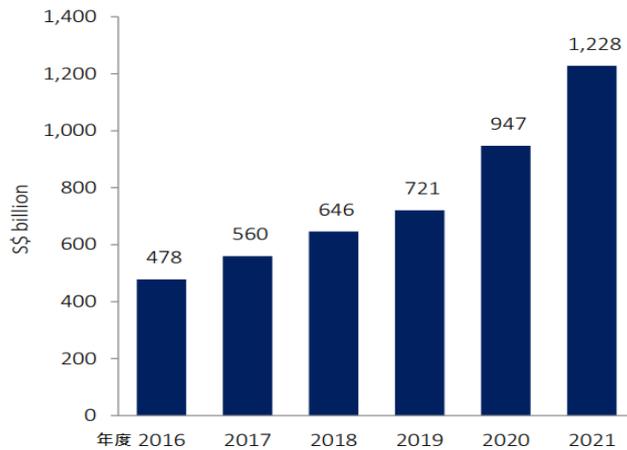


圖 3-20 2016-2021 年新加坡另類投資資產管理規模統計

資料來源：新加坡金融管理局，2021 Singapore Asset Management Survey.

而在另類投資領域，私募股權（PE）和創業投資（VC）資產管理規模亦持續成長，分別漲幅為 42% 和 48%。而有關 PE 和 VC 投資領域尚有 900 億新幣和 50 億新幣「乾粉末」（Dry Powder）¹⁶¹ 資金規模。參酌 MAS 發布的「2025 年金融服務業轉型路徑圖」指出，新加坡發展策略為發展私人債權（Private Debt）以作為 PE 和 VC 投資之補充資金，並擴大新加坡私募市場生態系。

據 MAS 報告顯示，新加坡 2021 年私募股權資產管理規模約為 5,310 新幣；對沖基金約為 2,570 億新幣；不動產投資信託約為 1,430 億新幣；不動產約為 2,740 億新幣；最後，創業投資為 240 億新幣，有關新加坡 2020 至 2021 年各項另類投資管理規模統計，詳圖 3-21。

¹⁶¹ 乾粉末，係指依投資契約承諾投入而尚未投資之資金金額。

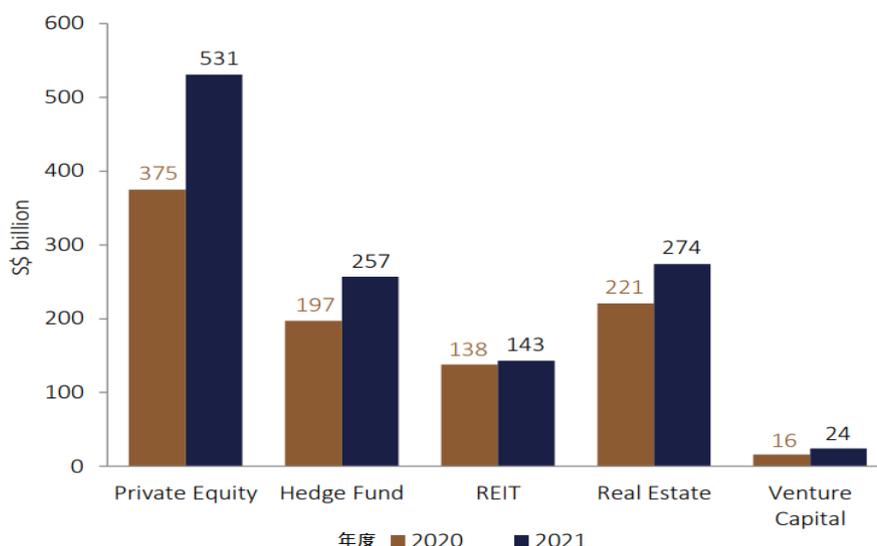


圖 3-21 2020 及 2021 年度新加坡各類另類投資標的投資金額

資料來源：新加坡金融管理局，2021 Singapore Asset Management Survey

一、監理架構

新加坡金融管理局（Monetary Authority of Singapore, MAS）於 1971 年依新加坡金融管理局法設立，並作為新加坡中央銀行，負責推動適當之貨幣、金融及外匯政策，以追求穩定經濟成長，同時 MAS 亦為所有金融機構之監理機關，如銀行機構、保險公司、資本市場中介機構、財務顧問及證券交易所等，維持健全之金融制度。

新加坡資產管理產業自律組織為「新加坡投資管理協會」（The Investment Management Association of Singapore, IMAS），其創立於 1997 年，成立目的旨在強化資本市場參與者之專業性、致力產業議題發展與研究，並與主管機關密切配合，提出議題政策或策略，以促進新加坡資產管理產業發展，故該會扮演資產管理生態圈之關鍵角色，提供投資人、基金管理機構、服務提供者、法規制定者及主管機關間之溝通平台，同時促進新加坡與國際接軌。目前會員機構已逾 150 家，並於其平台中提供超過 9,600 檔基金資訊¹⁶²。

¹⁶² 新加坡投資管理協會（The Investment Management Industry of Singapore, IMAS），網址：<https://imas.org.sg/about-imas/about/>（最後瀏覽：2022 年 7 月 22 日）

二、主要法制

新加坡資產管理業發展始於 1988 年，透過 MAS 相關行政措施之發布，使其成為亞洲區域重要資產管理中心，並陸續接軌國際開放成立「客製化基金管理公司」(Boutique Fund Management Firms, BFMs)、並開放政府基金可委由資產管理業者進行管理、推動集合投資計畫 (Collective Investment Schemes, 即「開放式共同基金」) 等措施，推動該國資產管理業之發展。

新加坡「集合投資計畫」(Collective Investment Schemes)，係由 MAS 辦理監理業務，而其主要監理法規係該國「證券期貨法」(Securities and Futures Act, SFA)，復依 SFA 第 321 條規定授權 MAS 制定「集合投資計畫守則」(the Code on Collective Investment Schemes)，以規範其「境內基金核准」(Authorized Schemes) 及「境外基金認可」(Recognized Schemes) 等事宜，其中亦對保管機構與基金經理人(即「基金管理機構」)之權利義務、基金財務報告、評價及交易等事項予以規範。而前述準則附件，則規範基金共同事項，如投資範圍、投資分散原則、信用交易、財務及業務資訊揭露等事項；對各基金類型的定義和規範，涵蓋貨幣市場型、對沖型、指數型和不動產基金等，MAS 透過前述規範，以完善整體基金商品監理業務，亦提升整體基金業務及市場資訊揭露品質，協助投資人知悉各類基金商品費用、手續費、基金風險和報酬等資訊，使得投資人得透過分析相關資訊後進行投資決策。

另外，新加坡對於另類投資基金 (Alternative Investment Fund, AIF) 設立及監理法制，則依據其基金型態而異，常見 AIF 基金型態有「私人有限公司」(Private Limited Company)、「有限合夥企業」(Private Limited Company)、「單位信託基金」(Unit Trust) 及「可變動資本公司」(Variable Capital Companies, VCC) 等。AIF 型態採私人有限公司者，則適用新加坡「1967 年公司法」(The Companies Act 1967)；

採有限合夥者，則適用「2008年有限合夥法」(The Limited Partnerships Act 2008)；採可變動資本公司型態者，則適用「2018年可變動資本公司法」(The Variable Capital Companies Act 2018)。

新加坡目前並無規範另類投資基金專法，若採單位信託型態者，AIF 將依 AIF 投資信託契約及 SFA 規範辦理之。而單位信託如係向一般投資人銷售者，須依循 SFA 第 289 章規範辦理，有關新加坡另類投資基金組織類型及適用法規，詳表 3-7。

表 3-13 新加坡另類投資基金組織類型及適用法規

編號	另類投資基金組織類型	適用法規
1	私人有限公司 Private Limited Company	1967 年公司法 The Companies Act 1967
2	有限合夥 Limited Partnerships	2008 年有限合夥法 The Limited Partnerships Act 2008
3	可變動資本公司 Variable Capital Companies	2018 年可變動資本公司法 The Variable Capital Companies Act 2018
4	投資信託契約 Unit Trust	2001 年證券暨期貨法 Securities and Futures Act 2001

資料來源：本研究整理

(一) 2001 年證券暨期貨法 (Securities and Futures Act 2001, SFA)

「證券暨期貨法」第 287 條，係規範基金於新加坡境內向一般投資大眾銷售或行銷之活動規範，如屬境內基金須先經新加坡金管局核准 (Authorised)，如為境外基金則應經 MAS 認可 (Recognized)，及其他應遵循揭露與法律遵循原則。

MAS 於 2002 年 7 月 1 日依 SFA (第 289 章) 第 321 條訂之「集合投資計劃守則」(The Code on Collective Investment Schemes, CIS Code)，以取代以往「單位信託手冊」(Handbook on Unit Trusts)，而 CIS Code 規範集合投資計畫之管理、運作和銷售方面之最佳實踐作

法，即基金經理人員、合格保管機構、VCC 董事和 VCC 或其子基金的保管機構皆應遵循，並要求投資計畫應充分揭露相關資訊，使投資人得適當地知悉其基金投資的各項費用、風險及報酬等資訊，以判斷不同投資計畫間之差異，以進行投資決策。

(二) 2018 年可變動資本公司法 (Variable Capital Companies Act 2018, VCC Act)

2018 年 10 月新加坡國會通過由 MAS 及新加坡「會計與企業管理局」(The Accounting and Corporate Regulatory Authority, ACRA) 共同提出之「2018 年可變動資本公司法」(Variable Capital Companies Act 2018, 下稱「VCC 法」)，MAS 復於 2020 年 1 月開放「可變動資本公司」(Variable Capital Companies, VCC) 型基金設立，同時現行 SFA 投資基金相關規定亦可適用於 VCC 基金。

這種結構可用於廣泛的投資基金，涵蓋多元化的資產類別或行業主題，並為基金經理提供更大的運營靈活性。基金經理在股票發行/贖回和股息支付方面將更具靈活性，基金經理將能夠將多個基金納入一個傘型 VCC 架構下，且基金經理還將能夠將 VCC 基金進行跨傳統和另類投資策略，並作為開放式或封閉式基金。

而新加坡 VCC 類似前述盧森堡 SICAV 公司制基金架構，並與一般公司型態不同。新加坡透過引進 VCC 公司型基金，不僅接軌國際，更吸引更多基金管理機構在該國註冊，亦強化其資產管理業務的國際競爭力¹⁶³。同時，MAS 還辦理「VCC 補助計劃」(Extended Variable Capital Companies Grant Scheme)，鼓勵資產管理業者採取此種公司型基金架構，若採行者，MAS 將補助 VCC 給付新加坡服務提供商費用的 30%，惟每項申請補助金額上限為 3 萬新幣。VCC 作為新加坡新型態基金架構受市場參與者所期待，主因 VCC 具管理靈

¹⁶³ 「Extended Variable Capital Companies Grant Scheme」，MAS，<https://www.mas.gov.sg/schemes-and-initiatives/variable-capital-companies-grant-scheme>.

活性，關於 VCC 基金優勢茲分述如下：

(1) 基金架構具靈活性：

VCC 資本為可變動結構，故對公司股份(似投「受益單位」概念)發行和贖回具靈活性。VCC 可自其資本支付股息，而基金管理機構可靈活地履行股息給付義務。同時，VCC 基金架構主要優勢，係可用於一系列傳統和新興另類投資標的，如房地產基金、對沖基金和私募股權基金等。此外，VCC 可應用於開放式和封閉式基金，此將靈活性也適用於外部關係人，因其為股東進入和退出基金提供靈活性。而 VCC 基金管理機構亦可新設創業投資公司，或將其現有海外投資基金以類似架構遷移至新加坡當地註冊 VCC，有關新加坡 VCC 運作架構詳圖 3-22。

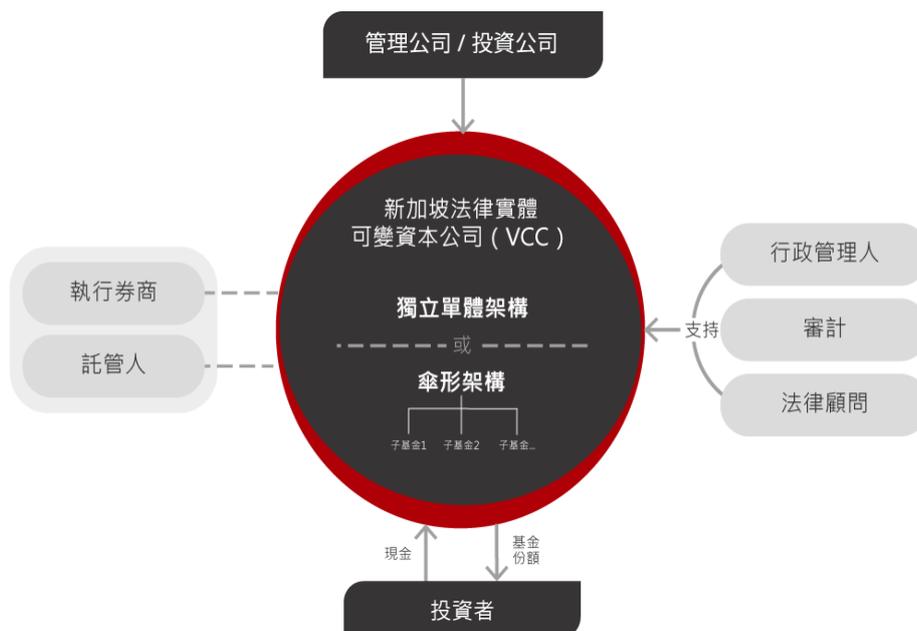


圖 3-22 新加坡 VCC 基金架構圖

資料來源：東英亞洲證券有限公司

(2) 風險分散：

VCC 可設立為單一基金¹⁶⁴，投資人作為 VCC 股東及持有 VCC 股份，透過 VCC 公司制基金進行投資行為，惟此單一基金架構僅投入單一投資組合（詳圖 3-23）；亦得成立持有兩個以上子基金之傘形基金架構（詳圖 3-24），傘型架構 VCC 基金為獨立公司實體，旗下設有多個子基金，子基金不具法人資格，惟各子基金股東或投資人可有不同，而其投資目標和組合各異，且附屬基金可採開放式及封閉式基金架構，故可在一定程度上強化基金風險管理及提升效益。

此外，VCC 法規範 VCC 其子基金資產和負債的區隔，其子基金所生之負債須僅從該子基金資產中清償，而 VCC 各子基金資產不能用於清償其他之子基金。而傘型 VCC 章程或任何協議之規定，若與子基金的資產和負債未予分離，則為無效¹⁶⁵。再者，傘型 VCC 在其協議中必須披揭露子基金之註冊編號和名稱，以及子基金已將資產和負債區隔之說明¹⁶⁶。

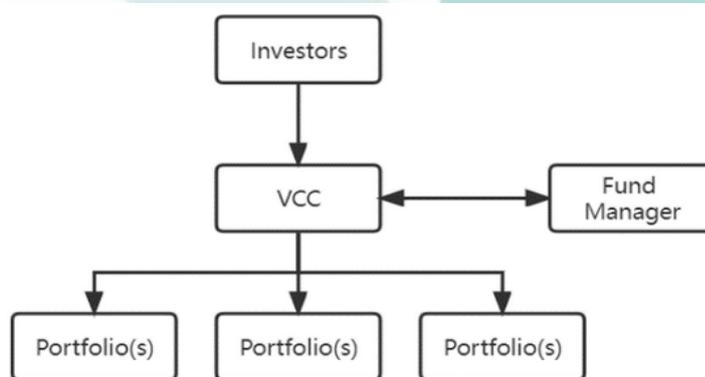


圖 3-23 獨立（單一基金）VCC

資料來源：德恒律師事務所

¹⁶⁴ §15, Variable Capital Companies Act 2018

¹⁶⁵ §29(2), Variable Capital Companies Act 2018

¹⁶⁶ §30, Variable Capital Companies Act 2018

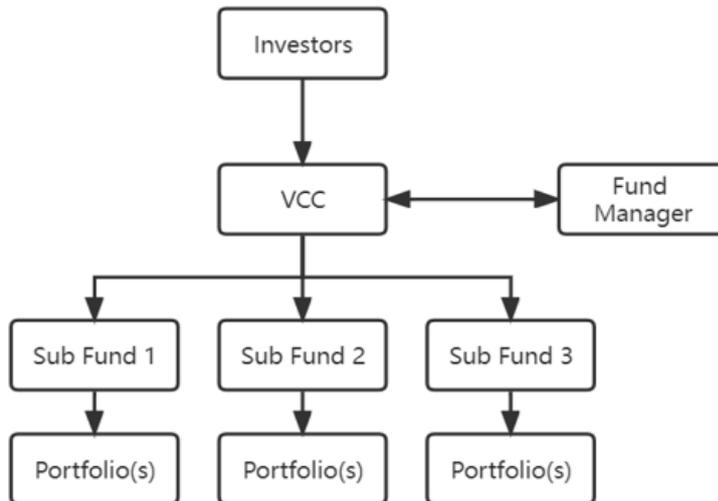


圖 3-24 傘型（多個附屬基金）VCC

資料來源：德恒律師事務所

(3) 隱密性高：

VCC 須持有股東名冊，惟股東名冊無須公開（且註冊資訊無法直接自 ACRA 獲得）。但受限基金監理需求，仍須向主管機關揭露股東名冊。

2. VCC 各類基金檔數及資產規模：

截至 2022 年 10 月中旬為止，新加坡共計超過 660 檔 VCC 基金於該國註冊，欲於不同之投資策略，其中私募股權策略占 33%；獨立資管經理（External Asset Manager, EAM）占 28%；對沖基金策略占 20%；傳統資產策略占 14%；其他策略則為 5%，有關新加坡 VCC 各類投資策略基金占比，詳圖 3-25。

傘型架構或獨立 VCCs，代表著 1300 多檔子基金，並委由 420 家受 MAS 監理基金管理機構辦理基金管理業務，且受 220 多個基金服務提供者的支持，如律師、稅務顧問、公司秘書和基金管理人等¹⁶⁷。

¹⁶⁷ Singapore Asset Management Survey 2021, MAS, <https://www.mas.gov.sg/-/media/mas/news-and-publications/surveys/asset-management/singapore-asset-management-survey-2021-1.pdf>.

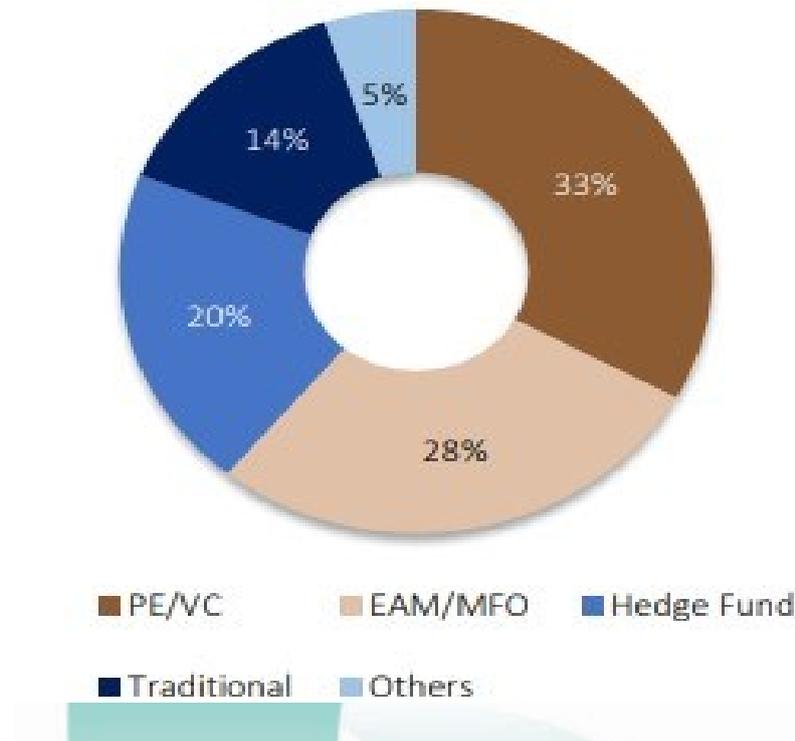


圖 3-25 新加坡 VCC 各類投資策略基金占比

資料來源：MAS (截至 2022 年 10 月)

3. 設立及相關管理措施

(1) VCC 設置要求

於新加坡成立 VCC 須向 MAS 申請核准，而 VCC 公司資本額即為其淨資產，同時成立 VCC 除須遵循 VCC 法外，尚須委由 1 家新加坡註冊並領有執照之基金管理機構管理基金資產。VCC 的註冊辦事處必須在新加坡¹⁶⁸，並且 VCC 的命名要求與新加坡公司條例中之規範相似¹⁶⁹。

(2) VCC 董事會

VCC 董事會至少須設置 3 位董事且至少 1 位係常住新加坡者，且至少有 1 位董事（可與前述為相同之人），係 VCC 董事或管理機構

¹⁶⁸ §39(2)b, Variable Capital Companies Act 2018

¹⁶⁹ §21, Variable Capital Companies Act 2018

之合格代表¹⁷⁰。而 VCC 註冊辦事處須設於新加坡，並委任 1 名常駐新加坡的公司秘書（即「公司治理人員」）辦理相關事務¹⁷¹。

(4) VCC 股東架構

VCC 其排除不受新加坡公司法有關重整和合併之規範，其乃受其 VCC 章程規定所約束¹⁷²。VCC 章程提供多種結構功能，同時保留創業投資有限合夥常見的特色。

(5) VCC 股東名冊

VCC 無須公開揭露股東名冊及其財務報表，但若係出於管理和執行目的，則須向 MAS、ACRA 和其他政府機關揭露之¹⁷³。

(6) VCC 須委任基金管理機構代為管理

VCC 不能成為自身的基金經理¹⁷⁴，VCC 須成立另一家單獨公司來申請基金管理執照，或與一家擁有基金管理執照的公司達成協議，此舉將有助於將基金管理活動委由其他司法管轄區作為基金經理受到監管之子經理，惟 VCC 註冊基金經理保留關於委託職責及緩解任何衝突之最終責任。VCC 子基金可共享董事會和服務提供商，使其成為一項具有成本效益之基金架構。

MAS 要求在新加坡從事資產管理活動之基金管理機構，除非是用特殊豁免規定者外，皆須持有「資本市場服務執照」(Capital Markets Services Licence, CMS Licence) 及基金管理公司執照 (Licence Fund Management Companies, LFMC)，或向 MAS 登記為基金管理機構 (Registered Fund Management Companies, RFMC)。近期 MAS 亦為封閉式創業投資基金開放創業投資基金經理 (VCFM) 形式，即屬簡化的 CMS 管理機構類型。

¹⁷⁰ §48(1)(a)、(b)、48(5), Variable Capital Companies Act 2018

¹⁷¹ §45, Variable Capital Companies Act 2018

¹⁷² §13(f)(3), Variable Capital Companies Act 2018

¹⁷³ §82, Variable Capital Companies Act 2018

¹⁷⁴ §16(3), Variable Capital Companies Act 2018

據 SFA 相關規範，以資金管理活動為主要經營活動的公司稱為基金管理公司（Fund Management Companies, FMCs）。因此，新加坡基金管理公司可分為 LFMC（Licensed FMC，許可基金管理公司）和 RFMC（Registered FMC，註冊基金管理公司）兩類。

依照 VCC 法規定，VCC 非能由其自身辦理基金管理業務，其須委由 1 家基金經理人（即「基金管理公司」）來管理其基金資產，而基金管理機構須符合以下資格之一，包括：(1) 具 SFA 第 2 條第 1 項「資本市場服務執照」（CMS Licence）資格者¹⁷⁵；(2) 具「證券暨期貨（執照及行為守則）規則」（The Securities and Futures (Licensing and Conduct of Business) Regulations）第 2 條「註冊基金管理公司」（RFMCs）資格者；(三) SFA 第 99(1)(a)、(b)、(c) 或 (d) 項，依證券及期貨法，某些金融機構免於持有資本市場服務許可證¹⁷⁶。

VCC 須自身或透過委託授權之註冊合格之人，向主管機關提交以下資料，包括：(1) 一份符合規定格式的聲明，表明該人已同意擔任 VCC 的經理；和(2) 一份符合規定格式的聲明，說明該人係符合 VCC 第 46 (2) 條所訂之人。

(A) 資本市場服務執照（Capital Markets Services Licence, CMS Licence）

新加坡係採功能性之管理方式，任何一個企業個體只要從事：證券交易、期貨契約交易、槓桿式外匯交易、企業財務顧問、資產管理、不動產投資管理、證券金融、證券保管機構、信評公司等行業，均須取得「資本市場服務執照（CMS Licence）後營業，並受 MAS 管理監督，並受 SFA 及其相關法令規範。申請 CMS 基金管理許可證或註冊為 RFMC 之機構須向 MAS 提交正式表格及相關文件，內容包括商業計劃、持股架構和申請機構之組織圖等。MAS 還需申請機構經審計

¹⁷⁵ 為避免疑慮，有關取得資本市場服務許可證持有人不包括被吊銷執照之人。

¹⁷⁶ §46, Variable Capital Companies Act 2018

之財務報表資訊。申請機構透過企業電子提交系統向 MAS 提交申請後，MAS 通常需要 4 到 6 個月期間來審查。

(B) 註冊基金管理公司 (Registered Fund Management Company, RFMC)

資產管理規模若低於 2.5 億新幣，僅須獲 MAS 註冊，而無庸取得 CMS 執照。此類基金管理公司受監理程度低，且僅能向 30 位以下「合格投資人」(Qualified Investors)和機構投資人，提供基金管理服務，惟於前述 30 位合格投資人中，不得超過 15 名為投資基金或類似基金結構之有限合夥企業。

此類型基金管理公司應取得 CMS 執照，復因投資人對象不同而予以區分，為一般投資人型 LFMC，以及向合格投資人提供基金服務者，為合格投資人型 LFMC，茲分述如下：

(1) 零售 (一般投資人) 型 LFMC (Retail LFMC)

能為一般投資人提供基金管理服務，亦可提供混和式資產管理服務，主要服務對象係一般投資人，並設有最低資本額限制，如提供集合投資計畫，最低資本額為 100 萬新幣者。

(2) 認可/機構 (合格投資人) 型 LFMC (Accredited/Institutional LFMC, A/I LFMC)

僅對合格投資人提供基金管理服務，且服務人數無限制，亦無投資資產限制，而該公司最低資本額，如係為提供集合投資計畫者為 25 萬新幣。

(1) 創業投資基金管理機構 VCFM (Venture Capital Fund Management, VCFM)

管理創業投資基金之管理機構，此類基金須滿足某些基金資格標準，如主要係投資於新創企業等標的。MAS 頒佈專門適用於創業投

資基金管理機構（VCFM）制度，其可簡化執照申請流程，且不再要求 VCFM 的董事及代表具備至少 5 年資產管理之相關工作經驗，且無最低基準資本和管理資產規模之要求。此外，VCFM 就 LFMC 及 RFMC 監理不同，將無需遵守有關基金資產獨立評值、內部遵循職能、內部稽核等義務，一般僅須遵守下列持續性要求，

於 VCFM 制度下，基金管理人僅能管理滿足以下條件之基金，包括：(1)將至少 80% 承諾資本投資於在初始投資時成立不超過 10 年之非上市企業；(2) 將最多 20% 承諾資本投資於不符合子標準 (i) 之未上市企業，即在初始投資時成立超過 10 年或透過從其他投資人自次級市場收購；(3)基金不得由投資人自行決定贖回，也不得持續申購；(4) 此類資金僅提供給合格投資人或機構投資人。有關新加坡各類型基金管理機構財務及人員編製，詳表 3-14：

表 3-14 新加坡各類型基金管理機構財務及人員編製表

基金管理機構類型	LFMC	LFMC (A/I LFMC)	VCFM	RFMC
財務要求	<ul style="list-style-type: none"> ●最低基本資本為 500,000 新幣或高。 ●需要維持超過其總風險要求的財務資源。 	<ul style="list-style-type: none"> ●最低基本資本為 250,000 新幣。 ●需維持超過其總風險要求的財務資源。 	<ul style="list-style-type: none"> ●最低基本資本為 0 新幣。 	<ul style="list-style-type: none"> ●最低基本資本為 250,000 新幣。

基金管理機構類型	LFMC	LFMC (A/I LFMC)	VCFM	RFMC
人員編制	<ul style="list-style-type: none"> ●至少 3 名全職新加坡員工，每名員工至少有 5 年相關經驗。 ●擬議首席執行長須至少有 10 年的相關經驗。 ●新加坡需要獨立和專門的合規職能。 	<ul style="list-style-type: none"> ●至少 2 名全職新加坡員工，每名員工至少 5 年相關經驗。 ●如果 AUM 至少為 10 億新元，則新加坡需要獨立和專門的合規職能。 	<ul style="list-style-type: none"> ●至少 2 名全職新加坡員工。 	<ul style="list-style-type: none"> ●至少 2 名全職新加坡籍員工，每名員工至少 5 年相關經驗。

資料來源：MAS

(7) 資訊揭露

VCC 成立之另類投資基金，須向 ACRA 提交年度申報表，及提交 VCC 全部財務和子基金之個別財務報表。若另類投資基金由持牌管理機構或豁免經核准者，其有限合夥人詳細資訊則可不向外界揭露。

MAS 註冊 VCC 向一般投資人銷售者，應於公開說明書中負有廣泛揭露義務。VCC 持續揭露義務，其須揭露其實質受益人（即持有 VCC 5%或以上之投資人）、VCC 董事、管理人員及其財務業績等資訊。

(8) 財務報告

年度財務報告編制，新加坡單位信託¹⁷⁷及公募 VCC 基金，應採用新加坡特許會計師協會公布的 RAP 7 框架編製財務報告，VCC 基金之財務報告，應於股東會召開前 14 天，或當年未舉行股東會者，於財務年度結束後 5 個月內向所有股東提交財務報告¹⁷⁸，並於財務年度結束後 7 個月內向主管機關申報財務報告。

VCC 公司財務報告須由新加坡註冊會計師，辦理財務報告審計及查核¹⁷⁹，並可按「國際財務報告準則」(International Financial Reporting Standards, IFRS)、**「新加坡財務報告準則」**(Singapore Financial Reporting Standards, SFRS) 或「美國公認會計原則」(US Generally Accepted Accounting Principles, US GAAP) 來編製其財務報告。

(9) 基金投資組合類型

VCC 就基金投資標的未有限制。參酌 SFA 第 2 部分規範，集合投資計畫亦未限制基金採封閉型或開放型基金，而係依投資人屬性訂定監管程度寬嚴不一之監理規範。目前，就 AIF 可進行之投資類型並無法定或監管限制，實務上多係以契約方式規範投資限制。

現行新加坡可採 VCC 公司架構成立亦傳統一般基金、對沖基金、私募股權、房地產基金(私募)及創業基金等，有關 VCC 架構

¹⁷⁷ Securities and Futures (Offers of Investments) (Collective Investment Schemes) Regulations 2005，第 2 部第 31 條以下規範。

¹⁷⁸ §105, Variable Capital Companies Act 2018。

¹⁷⁹ §105, Variable Capital Companies Act 2018。

之各類投資資標的說明，詳圖 3-26。

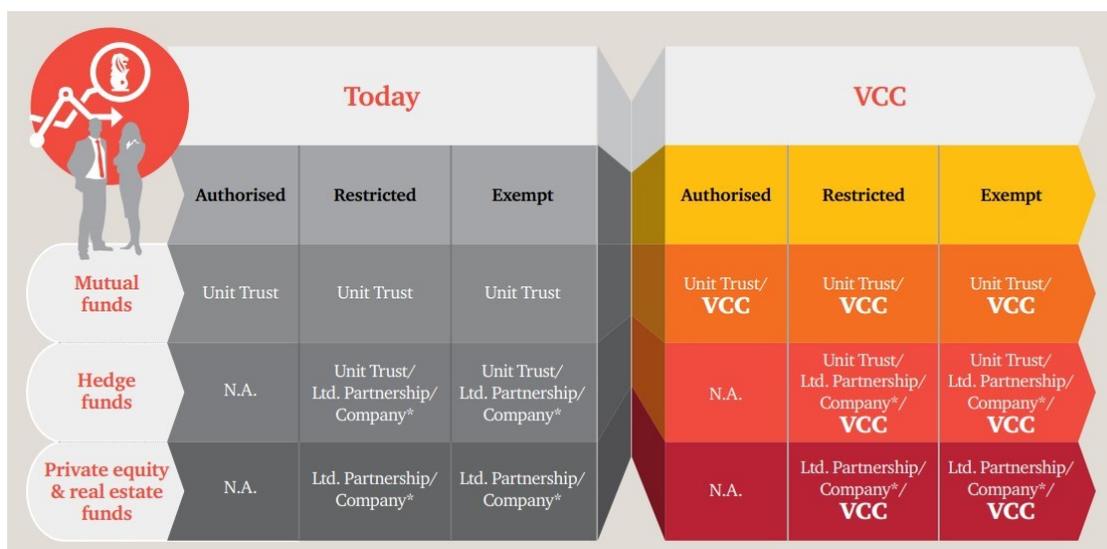


圖 3-26 單位信託與 VCC 架構可投資標的類型

資料來源：PwC

有關 VCC 各類投資策略基金，其基金管理機構、投資人類型、是否遵循集合投資計畫守則(CIS)、行政管理人、董事會席次及獨立董事席次、財務報告標準，以及保管機構要求等相關成立要件，綜合整理如表 3-15：

表 3-15 VCC 各類投資策略基金成立要件綜合比較

項目	共同基金	對沖基金	私募股權	不動產基金(私募)	創投基金
基金管理機構類型	CMSL (零售)	RFMC/ CMSL(A/I)	RFMC/ CMSL(A/I)	RFMC/ CMSL(A/I)	VCFM /RFMC/ CMSL(A/I)
投資人類型	一般投資人	合格投資人	合格投資人	合格投資人	合格投資人
遵循集合投資計畫守則(CIS)	●	—	—	—	—

項目	共同基金	對沖基金	私募股權	不動產基金(私募)	創投基金
當地行政管理人	●	●	●	●	●
董事會席次	3	1	1	1	1
董事會獨立董事席次	1	—	—	—	—
董事會中新加坡國籍資格者	1	1	1	1	1
財務報告遵循標準	CIS Code-RAP 7	IFRS/SFRS /US GAAP	IFRS/SFRS /US GAAP	IFRS/SFRS /US GAAP	IFRS/SFRS /US GAAP
保管機構要求	● 僅限 MAS 核准保管機構	○ 限符合法定標準之保管機構 ¹⁸⁰	—	—	—

資料來源：PwC、本研究整理

(10) 監理機制

雖然 MAS 對新加坡基金管理機構和投資顧問事業進行監理，惟對於另類投資基金，本身毋須取得監理機構之核准。然而，若 AIF 註冊為新加坡私人有限公司者，則須由向新加坡公司註冊單位進行註

¹⁸⁰ 法定保管機構，包括(i) 依新加坡《銀行法》(第 19 章) 獲得許可之銀行；(ii) 依《新加坡金融管理局法》(第 186 章) 被核准為金融機構之商業銀行；(iii) 依《金融公司法》(第 108 章) 獲得許可之財務公司；(iv) 根據《新加坡金融管理局》第 81SF 條的規定，負責保管在新加坡交易所上市或報價證券之存款代理人。(iii) 根據《金融公司法》(第 108 章) 獲得許可的金融公司；(iv) 新加坡金融管理局第 81SF 條規範之集中保管代理人，負責保管在新加坡交易所上市報價或報價的證券或存放在新加坡交易所之證券。(v) 認可受託人；(vi) 根據新加坡金融管理局獲准提供證券保管服務之人士；或 (vii) 在帳戶所在國家或地區獲得許可、註冊或授權開展銀行業務或擔任保管機構的外國保管機構。

冊，並遵循該國「1967年公司法」規範。若 AIF 結構係屬新加坡有限合夥企業者，則須向新加坡有限合夥企業註冊單位進行註冊，並遵循「有限合夥企業法」並受其規則和條例之拘束。

採 VCC 架構者，則須向 VCC 註冊單位進行註冊，並遵循 VCC 法及其規則。實務上，若係依 SFA 第 305 條規定而豁免公開說明書者，此類另類投資基金須向 MAS 進行簡易通知程序。若 VCC 欲向一般投資人銷售者，其須取得 MAS 核准，並遵循集合投資計畫守則規範。

(11) 清算程序

當 VCC 子基金無力償債時，各檔子基金可能被清算，如同獨立法人實體一樣，且在清算期間各子基金資產和負債將被予以區隔。VCC 可透過以下方式辦理清算，如(1)其成員透過特別清算決議自願清算；(2) 法院命令 VCC 辦理清算，前提係符合 VCC 法規條件¹⁸¹，而子基金於清算時，投資人將贖回其子基金股份¹⁸²。

(12) 減資與股利分派

VCC 實收資本應等同於公司資產淨值 (NAV)¹⁸³；另依 VCC 章程規定之費用和收費調整，VCC 股份發行、贖回或贖回之價格應等於每股所代表 VCC 資產淨值之比例。VCC 可自由贖回股票並使用其資本。

(13) 股份回購

若 VCC 已按照其章程規定之方式贖回或購回其自身股份（須全額支付）¹⁸⁴，此時該股份將被註銷，且已發行股本須減去已支付之對價金額。相比之下，一般公司依《公司法》，公司通常只能在下屆

¹⁸¹ §105, Variable Capital Companies Act 2018。

¹⁸² §121, Variable Capital Companies Act 2018。

¹⁸³ §105, Variable Capital Companies Act 2018。

¹⁸⁴ §135, Variable Capital Companies Act 2018。

年度股東大會前之任何期間內購回其 20% 股份。

六、銷售規範

(一) 一般規定：

依據 SFA 第 286 條之規定，在新加坡境內組成之集合投資計畫應經新加坡金管局授權、第 287 條規範，境外基金如在新加坡境內向一般散戶投資大眾為銷售或行銷者，須先經新加坡金管局認可，並符合以下條件：

1. 核准境外基金之外國主管機關當地國會給予新加坡投資人相當於 SFA 下所給之保護；
2. 如境外基金組織型態為公司型基金，則須依新加坡公司法註冊成為當地分公司（如為單位信託，則由其基金經理人註冊成為分公司或持有資本市場服務證照—CMS License）；
3. 境外基金成立當地主事務所須有經理人；
4. 境外基金於新加坡境內須設有一自然人之代表人來負責行政事務。
5. 經新加坡金融局認可並核發許可，境外基金須指派銷售機構（Distributor）來作行銷及銷售。如基金經理公司自行行銷，則須另外取得「金融顧問服務執照」(Financial Advisor's License)。

有關基金銷售，除向特定投資人或機構投資人銷售外，依 SFA 第 298 條規定，相關基金公開說明書應向 MAS 登記註冊(Registered)，發行人並應確保公開說明書內容與申報內容一致，且揭露足以供投資人做出合理投資判斷之資訊。

另外，在新加坡境外設立的投資基金可以轉變成為 VCC。通過提交簡單的轉讓申請，通知外國監管機構取消註冊，可以使得與 VCC 具有類似結構的現有海外基金（具有至少一個或多個集合投資工具）在新加坡重新註冊。此外，基金經理也可以在新加坡設立新的 VCC，

並將原有基金的資產和負債轉移到 VCC。

(二) 其他銷售保護規定

依循新加坡「證券期貨法」(Securities and Futures Act)之規定，對境外註冊基金採認可制(Recognized)，且對於境外基金及基金管理機構之要求，與其境內成立之基金及資產管理機構相近，但境外資產管理機構及銷售機構均應取得相關執照後，始得從事基金管理或銷售業務，其立法精神與模式和香港較為接近，屬較自由之模式，且亦須在新加坡境內委任總代理人辦理相關事宜。

第五章 小結

本研究蒐集盧森堡、韓國、香港及新加坡等四國另類投資相關架構及法令規範，其中盧森堡、香港及新加坡具公開募集型公司制另類投資基金架構，而韓國另類投資基金仍屬私募型基金架構。

另外，盧森堡、香港及新加坡公募型公司制基金，可向一般投資人銷售，惟韓國另類投資基金受限屬於私募基金，僅限合格投資人始能參與投資，各國法規彙整，詳表 3-16。



表 3-16 各國另類投資法規彙整表

類型		盧森堡			韓國			香港		新加坡	
基金類型		UCITS (Part II) with authorised AIFM (AIFM Law)			General Private Funds Institutional Private Funds			Open-Ended Fund Companies, OFC		Variable Capital Companies, VCC	
組織型態		SICAV (SA)	SICAF (SA, SCA, Sàrl, SCS, SCSp)	FCP	契約型 (投資信託)	Investment Company	Investment Limited Liability Company	私募基金 公基金OFC	公基金OFC	公基金VCC 限制(私基金)VCC	限制(私基金)VCC
設立 階段	設立依據	Part II of the law of 17 December 2010			Capital Markets and Financial Investment Business Act			Code on Open-Ended Fund Companies		Variable Capital Companies Act 2018	
	是否須經主管機關許可	● CSSF	● CSSF	● CSSF	○事後報備 (私基金型) FSC			● SFC		● MAS	
	最低基金金額	原則於獲准成立後於6個月內基達125萬 歐元/自行管理型 SICAV/SICAF：獲准日 即須基達30萬歐元，並於6個月內基達 125萬歐元/採委託新購者，基資標準適 用整個架構		獲准成立後於6個月內 基達125萬歐元	N/A			N/A		N/A	
	持續監理單位	CSSF	CSSF	CSSF	FSC /FSS			SFC		MAS/ACRA	
	開放式基金		●		×			●		●	
	封閉式基金		●		●			●		●	
	投資標的		無限制		無限制			私基金OFC：無限制 公基金OFC：遵循《單位信託守則》規範		私基金VCC：無限制 公基金VCC：遵循《集合投資計畫守則》規範	
銷售 階段	可銷售投資人類型	所有投資人			限合格投資人			私基金OFC：合格投資人 公基金OFC：一般投資人		私基金VCC：合格投資人 公基金VCC：一般投資人	
	發行單位	發行新設不需修改章 程/結構係由NAV除 以流通股數而定/現 有股東於發行新設時 並無優先認購權，除 非於章程中另有規 定。	發行新設需修改章 程/結構係由NAV除 以流通股數而定/當 SICAF以 SA 或 SCA 型態組織時，原股 東於發行新設時享 有優先認購權，除 非於章程中另有規 定。	將NAV計算受益單位/ 原受益人對新發行單位 並無優先認購權	受益單位/股份			股份		股份	
	保管機構	符合AIFM指令條件之保管機構			應委託符合資本市場法之保管機構保管			公基金OFC的保管人資格規定與「單位信託守則」所載的規定 相同(私基金OFC，除「單位信託守則」；下符合資格的保管人 外，已就第1類受規管活動(證券交易)獲發牌或註冊的中 介人符合資格擔任其保管機構。		符合「集合投資計畫守則」條件者	
基金管理機構	由AIFM為其基金管理公司或採自行管理		依基金法第15章，第 16章第125-2條，第 125-1條於盧森堡設立之 基金管理公司(須為 FCP所訂定AIFM)。	須由韓國註冊基金管理機構擔任基金經理人， GPF須由一GPF基金管理機構擔任其基金經理人；IFP則 由一IFP基金管理機構擔任其管理合夥人。			OFC董事會須授予基金管理機構投資管理職能，其基金管理機 構須就第9類受規管活動(資產管理)獲註冊或取得執照，並 負責OFC的日常投資管理活動。		持有資本市場服務執照(Capital Markets Services Licence, CMS Licence)；基金管理公司執照(Licence Fund Management Companies, LFMC)，或向 MAS登記為基金管理機構(Registered Fund Management Companies, RFMC)。		

資料來源：本研究整理

第四章、我國優化公募型另類投資基金之可行性分析

第一節 我國另類投資基金法制及發展情形

一、我國現行基金分類及分析

(一) 公開募集與私募基金（以銷售對象是否特定區分）

公募及私募基金之差異，係以基金銷售對象為特定或非特定人來區分，公募基金亦稱「共同基金」(Mutual Fund)，其特色在於向非特定人公開募集資金，故其資金來源為一般投資人且投資門檻較低，另為保障投資人權益對此類基金之資訊揭露要求較高，故基金資訊相對透明且公開。

而「私募基金」係指基金管理機構採洽特定人方式私下募集資金，通常這類基金資訊較不透明且投資門檻較高，參與申購之投資人大多係屬高資產客戶或具投資專業之人。

(二) 具證券投資性質及未具證券投資性質基金（以投資標的區分）

參酌主管機關依證券投資信託及顧問法授權訂定之「證券投資信託基金管理辦法」(下稱「證投信基金管理辦法」)第8條規定，我國證券投信事業募集基金，應依其基金種類及性質投資有價證券，其投資國內有價證券之種類及範圍以下列為限：包括(1)上市有價證券；(2)經金管會公告於證券商營業處所買賣之有價證券(下稱「上櫃有價證券」)；(3)經金管會核准或申報生效承銷有價證券；(4)政府債券及募集發行之公司債或金融債券；(5)證券投信事業發行之基金受益憑證；(6)經金管會核准之國際金融組織債券；(7)其他經金管會核准得投資項目(如非投資等級債券等)¹⁸⁵。若證券投信事業於國

¹⁸⁵ 參酌金管會 111 年 1 月 28 日金管證投字第 11003656981 號令，證投信基金管理辦法第 8 條第 1 項第 7 款規定，證投信事業得募集證投信基金，可投資非投資等級債券，其相關規範事

內募集基金投資外國有價證券者，則其可投資之種類及範圍亦由金管會定之¹⁸⁶。

項如下：

(一) 非投資等級債券係指下列債券：

1. 中央政府債券：發行國家主權評等未達附表所列信用評等機構評定等級。
2. 前目以外之債券：該債券之債務發行評等未達附表所列信用評等等級或未經信用評等機構評等。但轉換公司債、未經信用評等機構評等之債券，其債券保證人之長期債務信用評等符合附表所列信用評等機構評定達一定等級以上或其屬具優先受償順位債券且債券發行人之長期債務信用評等符合附表所列信用評等機構評定達一定等級以上者，不在此限。
3. 金融資產證券化之受益證券或資產基礎證券、不動產資產信託受益證券 (REATs)：該受益證券或基礎證券之債務發行評等未達附表所列信用評等機構評定等級或未經信用評等機構評等。

(二) 證券投資信託事業募集債券型基金（不包括第三款及第四款之基金）投資非投資等級債券者，應符合下列規定：

1. 投資總金額不得超過基金淨資產價值之 20%。
2. 投資於符合美國 Rule 144A 規定之債券（以下簡稱 Rule 144A 債券）不受證券投資信託基金管理辦法第 10 條第 1 項第 1 款不得投資於私募之有價證券之限制。但該債券應附有自買進日起 1 年內將公開募集銷售之轉換權。
3. 投資於前目 Rule 144A 債券總金額不得超過基金淨資產價值之 10%。

(三) 證券投資信託事業募集非投資等級債券型證券投資信託基金（下稱非投資等級債券基金）投資於非投資等級債券，應符合下列規定：

1. 投資於非投資等級債券總金額應達基金淨資產價值之 60% 以上。
2. 投資所在國之國家主權評等未達附表所列信用評等機構評定等級者，投資該國之政府債券及其他債券總金額，不得超過基金淨資產價值之 30%。
3. 投資於 Rule 144A 債券總金額不得超過基金淨資產價值之 30%。
4. 非投資等級債券基金應於基金名稱中標明主要投資標的之文字。

(四) 證券投資信託事業募集基金投資新興市場國家之債券達基金淨資產價值之 60% 以上者，投資非投資等級債券應符合下列規定：

1. 新興市場國家之定義應以證券投資信託契約所載範圍為限。
2. 投資非投資等級債券以新興市場國家之債券為限，且投資總金額不得超過基金淨資產價值之 40%。
3. 適用前款第二目規定。
4. 投資於 Rule 144A 債券總金額不得超過基金淨資產價值之 15%。

(五) 證券投資信託事業募集平衡型基金、多重資產型基金及不動產證券化型基金者，投資非投資等級債券應符合下列規定：

1. 投資總金額不得超過基金淨資產價值之 30%。
2. 適用第三款第二目及前款第四目規定。

(六) 證券投資信託事業募集以追蹤、模擬或複製標的指數表現之指數股票型基金及指數型基金，為投資於標的指數之成分證券或因應標的指數複製策略所需，得投資非投資等級債券及 Rule 144A 債券。

(七) 投資非投資等級債券之基金公開說明書封面及相關銷售文件，應以顯著顏色及字體方式載明下列事項：

1. 適合之投資人屬性，以及投資人投資第二款至前款之基金不宜占其投資組合過高之比重。
2. 風險警語。
3. 投資 Rule 144A 債券相關風險。

(八) 證券投資信託事業應充分考量投資非投資等級債券之基金之特性、風險及投資人屬性，訂定是類基金之投資人最低申購金額。

¹⁸⁶ 參酌金管會 111 年 1 月 28 日金管證投字第 1100365698 號令，依據證券投信基金管理辦法第

而此可知，我國證券投信事業所發行之證券投資信託基金，即為所稱「具證券投資信託性質之基金」，並依其投資有價證券標的不同分為若干類型，如表 4-1：

表 4-1 證券投資信託基金類型表

編號	證券投資基金類型	投資標的
1	股票型基金	投資股票為主。
2	債券型基金	投資債券，復因債券發行人有按期支付利息給投資人之特性，故此亦被稱為「固定收益型基金」。
3	平衡型基金	投資標的同時包含股票跟債券，故平衡型基金風險和收益，大致介於股票型基金和債券型基金之間。
4	貨幣型基金	投資到期日在 1 年以內之貨幣市場金融工具為主要標的，如國庫券、商業票據、銀行存款等，流動性極佳且風險低之商品。

8 條第 2 項規定，證券投信事業於國內募集證券投資信託基金投資外國有價證券之種類及範圍：

(一) 證券投資信託基金投資之外國有價證券，以下列各目為限：

1. 於外國證券集中交易市場、美國店頭市場 (NASDAQ)、英國另類投資市場 (AIM)、日本店頭市場 (JASDAQ) 及韓國店頭市場 (KOSDAQ) 交易之股票 (含承銷股票)、存託憑證 (Depository Receipts)、認購 (售) 權證或認股權憑證 (Warrants)、參與憑證 (Participatory Notes)、不動產投資信託受益證券 (REITs) 及封閉式基金受益憑證、基金股份、投資單位及追蹤、模擬或複製標的指數表現之指數股票型基金 (ETF，包括反向型 ETF、商品 ETF 及槓桿型 ETF)。
2. 符合下列任一信用評等規定，由國家或機構所保證或發行之債券：
 - (1) 外國中央政府債券：發行國家主權評等應符合附表一信用評等機構評定達一定等級以上。
 - (2) 前開(1)以外之外國債券：該外國債券之債務發行評等應符合附表一信用評等機構評定達一定等級以上；未經信用評等機構評等之外國債券得以債券保證人之長期債務信用評等為準；具優先受償順位之債券，若無債券保證人者，並得以債券發行人之長期債務信用評等為準。但轉換公司債者，不在此限。
 - (3) 外國金融資產證券化之受益證券或資產基礎證券、不動產資產信託受益證券 (REATs)：該受益證券或基礎證券之債務發行評等應符合附表一信用評等機構評定達一定等級以上。但美國聯邦國民抵押貸款協會 (FNMA)、聯邦住宅抵押貸款公司 (FHLMC) 及美國政府國民抵押貸款協會 (GNMA) 等機構發行或保證之住宅不動產抵押貸款債券，得以發行人或保證人之信用評等為準。
3. 非投資等級債券：國家主權評等、債務發行評等、債券保證人或債券發行人之長期債務信用評等未達前目規定等級，或未經信用評等機構評等之外國債券，但應符合金管會中華民國 111 年 1 月 28 日金管證投字第 11003656981 號令規定。
4. 經本會核准或生效得募集及銷售之外國基金管理機構所發行或經理之基金受益憑證、基金股份或投資單位。

編號	證券投資基金類型	投資標的
5	組合型基金 (Fund of Fund, FoF)	投資於其他共同基金，故又稱基金中的基金。

資料來源：本研究整理

從而，**未具證券投資信託性質之基金**，即係指不以前述「有價證券」為投資標的，而係以投資股票、債券等有價證券以外之其他商品，舉凡黃金、衍生性金融商品或不動產等投資標的，故第一章所稱「另類投資基金」即屬此類基金。同時，這類基金相對於具證券投資信託性質之基金而言，其流動性及透明度較低且投資門檻較高，適合具一定專業、經驗及財力，且願意承擔相關投資風險並以長期投資為主之投資人。

二、現行我國另類投資基金法制與現況

本研究係以探究我國另類投資基金之發展可能，而如前述所謂另類投資基金，係指投資股票債券等有價證券以外之基金，即所謂未具證券投資信託性質之基金，於目前我國法制架構下有「期貨信託基金」、「私募股權基金」、「創業投資基金」及主管機關未來研擬開放之「不動產投資信託基金（基金架構）」等，茲說明各項另類投資基金法制及發展現況，如下：

（一）期貨信託基金

我國「期貨信託基金」（下稱「期貨基金」），其性質類似國外發展多年的「管理期貨基金」（Managed Futures；Commodity Trading Advisors, CTAs），該基金係由專業期貨經理人，以期貨與選擇權等工具為主要投資標的，並為投資人管理資產的共同基金。

有別於傳統共同基金多僅侷限投資於股票或債券標的，且僅能做多，當面臨市場反轉下跌則績效亦將大幅滑落。惟期貨基金投資範圍則更為廣泛，其投資範圍不限於商品類期貨，舉凡股權類、利率類、匯率類期貨及選擇權商品等，都是 CTA 的投資範圍。因此相較於一

般股票型基金，CTA 投資範圍更廣泛，而且可以利用期貨及選擇權商品之高槓桿與多空皆宜特性，進行複製市場多倍、反向績效或維持市場風險中立，交易彈性更大、策略更多元。

期貨基金之發行，非為取代原先證券投信基金；而係提供投資人有別於證券投信基金的投資選擇，因期貨基金，係追求絕對報酬和傳統證券投信基金可互補搭配，讓投資人之投資組合，更為分散而達降低風險之益處。

1. 主要規範

我國主管機關於 2007 年 7 月公布「期貨信託事業設置標準」、「期貨信託事業管理規則」、「期貨信託基金管理辦法」及「期貨信託事業募集期貨信託基金公開說明書應行記載事項準則」，作為我國從事期貨信託基金業務之監理規範。主管機關盼藉由期貨信託基金業務的開放，為國內資本市場導入新產品，提升國內資產管理事業之效能，並促進國內金融市場之發展，有關主管機關依期貨交易法（下稱「期交法」）授權訂定之期貨信託基金相關監理規範，如表 4-2：

表 4-2 金管會授權訂定期貨信託基金相關監理規範

編號	授權依據	規範事項	主管機關授權訂定之法規名稱
1	期交法§82	事業設置	期貨信託事業設置標準
2	期交法 §82、88、61	事業管理	期貨信託事業管理規則
3	期交法§85	基金管理	期貨信託基金管理辦法
4	期交法§84	公開說明書 應記載事項	期貨信託事業募集期貨信託基金公開說明書應行記載事項準則

資料來源：本研究整理

主管機關復於 2014 年 4 月發布修正「期貨信託基金管理辦法」及「期貨信託事業募集期貨信託基金公開說明書應行記載事項準則」等規範及相關函令，開放期貨信託事業得募集發行「指數股票型期貨

信託基金」(下稱「期貨ETF」)，並於2016年5月16日修正「期貨信託基金管理辦法」部分規範，再行開放期貨信託事業得發行「槓桿型與反向型期貨ETF」。爾後，期貨信託事業已可發行包含商品類、利率類或匯率類等一般型、槓桿型與反向型期貨ETF商品，以增進我國證券及期貨市場多元化之避險及策略交易工具。

「中華民國期貨業商業同業公會」(下稱「期貨商公會」)，作為我國期貨基金業務之自律組織，對該業務亦訂有若干自律規範，規範事項包含以信用卡申購基金，以及基金相關風險評量、募集、發行、銷售、申購買回、宣傳資料及廣告管理與從事店頭衍生性商品之總風險暴露計算等事項，有關期貨基金訂定期貨基金相關自律規範，如表4-3：

表 4-3 期貨商公會訂定期貨基金相關自律規範

編號	規範事項	期貨商公會訂定自律規範名稱
1	信用卡申購	期貨信託事業辦理申購人以信用卡申購期貨信託基金應行注意事項
2	基金風險評量	期貨信託事業運用期貨信託基金風險評量作業要點
3	基金募集、發行、銷售及申購買回作業	期貨信託基金之募集、發行、銷售及申購買回作業程序
4	基金宣傳資料及廣告管理	期貨信託基金宣傳資料及廣告管理辦法
5	從事店頭衍生性商品之總風險暴露計算	期貨信託基金從事店頭衍生性商品之總風險暴露計算標準

資料來源：本研究整理

2. 監理措施

我國期貨基金管理規範，主要訂於「期貨信託基金管理辦法」，其中規範期貨信託基金之募集、銷售、基金運用範圍、限制及操作、

受益憑證、基金保管及買回、基金會計、基金變更、存續、終止、清算、基金合併和受益人會議等事項，有關期貨信託基金相關監理事項如表 4-4：

表 4-4 我國期貨信託基金監理事項表

項目		期貨信託基金	規範依據
洽特定人募集(私募)	核准方式	可對符合一定資格條件之人募集，但仍須先經主管機關核准。	期貨基金管理辦法 §5、12
	特定對象與人數限制	1.應募人可為銀行業、票券業、信託業、保險業、證券業、期貨業或其他經主管機關核准之法人或機構；或符合主管機關所定條件之自然人、法人或基金。 2.應募人數上限為 99 人，且申購金額至少新臺幣 250 萬元。	期貨基金管理辦法 §13
對不特定人募集(公募)	核准方式	對不特定人募集募集期貨信託基金，須經主管機關核准。	期貨基金管理辦法 §5、11
	銷售機構	對不特定人募集期貨信託基金，得委任期貨經紀商、期貨顧問事業、銀行、信託業、證券經紀商、證券投資顧問事業、人身保險業及其他經主管機關核定之機構，擔任基金銷售機構。	期貨基金管理辦法 §24
交易投資範圍	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。	期貨基金管理辦法 §38
	有價證券投資比率限制	基金投資有價證券比率不得超過基金淨資產價值 (NAV) 之 40% ¹⁸⁷ 。	期貨基金管理辦法 §42、43；主管機關函令 ¹⁸⁸

¹⁸⁷ 參酌「證券投資信託事業運用證券投資信託基金從事證券相關商品交易應行注意事項」第五點規定，證券投資信託基金以增進投資效率為目的者，除槓桿型 ETF 及反向型 ETF 外，從事證券相關商品交易風險暴露值不得超過基金淨值之 40%，另依「證券投資信託基金管理辦法」第 9 條規定，證券投資信託事業經金管會核准兼營「期貨信託事業」者，其運用基金從事證券相關商品交易之比率，得向金管會申請核准不受前揭比率限制，其風險暴露不得超過本基金淨資產價值之 100%。至於槓桿型 ETF 及反向型 ETF，為因應標的指數之正向倍數或反向倍數表現之複製策略所需，從事證券相關商品交易之比率，不得超過該基金淨資產價值之正向倍數或反向倍數之 110%。

¹⁸⁸ 參酌金管會 97 年 1 月 17 日「金管證七字第 09600711933 號令」規定，期貨信託基金持有有價證券總市值占基金淨值不得超過 40%。另依證券投資信託事業設置標準第 29 條之規定，

項目	期貨信託基金	規範依據
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.如係對不特定人募集，最低成立金額為新台幣 5 億元。	期貨基金管理辦法 §15
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。	期貨基金管理辦法 §8、9、10
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。	期貨基金管理辦法 §10
禁止投資範圍	不得投資於本期貨信託事業或與本期貨信託事業有利害關係之公司 ¹⁸⁹ 所發行基金受益憑證、基金股份及投資單位以外之證券。	期貨基金管理辦法 §49
基金全權委託(代操)	期貨信託事業得依規定全權委託其他專業機構運用期貨信託基金從事交易或投資。	期貨基金管理辦法 §57
基金受益憑證	皆採無實體方式發行。	期貨基金管理辦法 §59
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。	期貨基金管理辦法 §37

資料來源：金管會期貨信託基金問答集、本研究整理

3.投資人限制

我國期貨基金投資人依其募集方式而有不同，如採公開募集（即「公募」）者，該基金可透過銷售機構可向我國一般投資人進行銷售；但若採洽特定人募集者（即「私募」）者，則依期貨基金管理辦法第 19 條規定，該特定人得為銀行業、票券業、信託業、保險業、證券業、

期貨信託事業運用期貨信託基金持有有價證券總市值占該期貨信託基金淨資產價值 40%以上者，應依金管會規定先申請兼營證券投資信託業務。但募集發行組合型及保本型期貨信託基金，不在此限。

¹⁸⁹ 依「期貨信託管理辦法」第 51 條規定，所稱利害關係之公司，指有下列情事之一者：

- 一、與期貨信託事業具有公司法第六章之一所定關係。
- 二、期貨信託事業之董事、監察人或綜合持股達 5%以上之股東。
- 三、前款人員或期貨信託事業經理人與該公司之董事、監察人、經理人或持有已發行股份 10%以上股東為同一人或具有配偶關係。

前項第二款所稱綜合持股，指事業對期貨信託事業之持股加計事業之董事、監察人、經理人及事業直接或間接控制之事業對同一期貨信託事業之持股總數。

董事、監察人為法人者，其代表人或指定代表行使職務者，準用第一項規定。

期貨業或其他經主管機關核准之法人或機構；或係符合主管機關所定條件之自然人、法人或基金。而前述應募人數上限為 99 人，且申購金額至少新臺幣 250 萬元¹⁹⁰。

主管機關亦開放境外華僑及外國人，得投資期貨信託基金受益憑證，惟其募集期貨基金受益憑證時應依期貨信託基金管理辦法規定辦理，保管機構應詳予登載並按月申報之¹⁹¹。

4.經理費收取

我國期貨信託基金除一般共同基金常見的基金管理費與保管費外，尚會收取「績效報酬費」(Performance Fee)，依期貨信託基金管理辦法第 4 條第 1 項第 10 款及期貨信託事業募集期貨信託基金公開說明書應行記載事項準則第 12 條第 17 款所稱「經理費」，包括期貨信託基金「績效報酬」，國內期貨信託事業得於經理費項下，收取期貨信託基金績效報酬，惟當期貨信託基金之每受益權單位淨資產價值，低於基金成立時或先前所有計算期間之每受益權單位淨資產價值時，則不得收取績效報酬費，且績效報酬不得為負數或以獲利金額拆帳之方式計收，並應有一定之限額，且就實際經營績效超過所定衡量標準（即「績效門檻」）時，始能提撥一定比率或金額作為獎勵，不宜有績效即予獎勵之情事。另外，若該期貨信託基金係屬被動式追蹤指數績效之期貨 ETF 者（如各類原型、槓桿或反向期貨 ETF），亦不收取績效報酬費¹⁹²。從而，我國期貨信託基金申購人，可透過臺灣集中保

¹⁹⁰ 參酌金管會 97 年 1 月 17 日「金管證七字第 09600711931 號令」規定，期貨信託基金管理辦法第 13 條第 1 項第 2 款所稱「符合主管機關所定條件」者，指該自然人、法人或基金，於申購期貨信託基金之金額至少達新臺幣 250 萬元。

¹⁹¹ 參酌金管會 98 年 6 月 9 日「金管證券字第 0980025539 號令」規定，金管會依「華僑及外國人投資證券管理辦法」第 4 條第 1 項第 6 款規定，核定「期貨信託基金受益憑證」為境外華僑及外國人得投資之證券範圍。境外華僑及外國人申購、轉讓或受讓對符合一定資格條件之人募集之期貨信託基金受益憑證時，應依期貨信託基金管理辦法第 13 條、第 64 條及金管會 97 年 1 月 17 日「金管證七字第 09600711931 號令」等相關規定辦理。另外，保管機構應依華僑及外國人投資證券管理辦法第 22 條規定，對境外華僑及外國人投資期貨信託基金受益憑證，詳予登載，並按月向金管會及中央銀行外匯局申報庫存資產總額表、證券買賣及庫存明細表等資料。

¹⁹² 參酌金管會 104 年 8 月 24 日「金管證期字第 1040033403 號令」規定。

管結算所股份有限公司（下稱「集保結算所」）基金資訊觀測站查詢相關資訊。

5. 發展現況

(1) 期貨信託業務申請情形

我國除可依「期貨信託事業設置標準」申請設置專營「期貨信託事業」外，另該設置標準第 19、25 及 33 條規定，「期貨經理事業」、「證券投資信託事業」及「信託業」亦得申請兼營期貨信託事業，依據期貨商公會數據顯示，截至 2022 年 11 月底，我國期貨信託事業計有 9 家，且皆係其他事業兼營而無專營者¹⁹³，業者名單如表 4-5。另外，登記有案之期貨信託基金銷售人員，截至 2022 年 11 月底止，計有 560 名¹⁹⁴。

表 4-5 我國經核准從事期貨信託事業列表

編號	專/兼營	所屬產業性質	事業名稱
1	兼營	證券投資信託事業	復華證券投資信託股份有限公司
2	兼營	證券投資信託事業	國泰證券投資信託股份有限公司
3	兼營	證券投資信託事業	元大證券投資信託股份有限公司
4	兼營	證券投資信託事業	新光證券投資信託股份有限公司
5	兼營	證券投資信託事業	統一證券投資信託股份有限公司
6	兼營	證券投資信託事業	永豐證券投資信託股份有限公司
7	兼營	證券投資信託事業	富邦證券投資信託股份有限公司
8	兼營	證券投資信託事業	街口證券投資信託股份有限公司
9	兼營	證券投資信託事業	中國信託證券投資信託股份有限公司

資料來源：期貨商公會、本研究整理

(2) 期貨信託基金募集情形

我國初期開放期貨信託基金募集時，首檔期貨信託基金，係由「國泰證券投資信託股份有限公司」（下稱「國泰投信」）跟全球大型 CTA

¹⁹³ 中華民國期貨業商業同業公會，2022 年 11 月期貨業統計資料，網址：<https://www.futures.org.tw/stats/listFuture> (最後瀏覽：2022 年 12 月 8 日)

¹⁹⁴ 同前註。

管理公司－「英仕曼期貨管理機構」(Man AHL Diversified Futures Ltd, Man AHL) 合作，並於 2009 年募集成立「國泰 Man AHL 組合期貨信託基金」，爾後亦有業者陸續募集數檔 CTA 基金，如「元大多元策略期貨信託基金」及「康和多空成長期貨信託基金」等基金。

而 CTA 基金與傳統證券投信基金最大差異，在於其多空趨勢係以程式操作，特別在空頭環境能逆勢突圍，訴求給予投資人更多元的投資選擇，然而受限法規架構及投資標的等限制，CTA 基金績效表現較難突顯，同時也因投資人較不熟悉此類基金商品，於國內市場較難有共鳴，遂前述 CTA 基金已於 2017 年後陸續清算下市。

爾後募集之期貨信託基金多屬期貨 ETF，據集保算所基金資訊觀測站資訊顯示，截至 2022 年 11 月底為止，國內目前計有 2 家期貨信託事業持續募集期貨信託基金，且均採取向不特定人公開募集方式辦理，募集共計 15 檔期貨信託基金，詳表 4-6：

表 4-6 截至 2022 年 11 月底我國期貨信託基金列表

編號	發行業者	基金名稱	基金類型	成立日期 (年/月/日)	基金規模* (新臺幣；百萬)
1	元大投信	元大標普高盛黃金 ER 指數股票型期貨信託基金	一般指數股票型期貨信託基金	2015/04/01	1,054.88
2	元大投信	元大標普高盛原油 ER 指數股票型期貨信託基金	一般指數股票型期貨信託基金	2015/08/27	2,631.02
3	元大投信	元大標普油金傘型期貨信託基金之元大標普高盛原油 ER 單日反向 1 倍指數股票型期貨信託基	反向型指數股票型期貨信託基金	2016/09/30	7,114.61

編號	發行業者	基金名稱	基金類型	成立日期 (年/月/日)	基金規模* (新臺幣；百萬)
		金			
4	元大投信	元大標普油 金傘型期貨 信託基金之 元大標普高 盛黃金ER單 日反向1倍 指數股票型 期貨信託基 金	反向型指 數股票型 期貨信託 基金	2016/09/30	803.61
5	元大投信	元大標普美 元指數傘型 期貨信託基 金之元大標 普美元ER指 數股票型期 貨信託基金	一般指數 股票型期 貨信託基 金	2017/03/06	252.76
6	元大投信	元大標普美 元指數傘型 期貨信託基 金之元大標 普美元ER單 日正向2倍 指數股票型 期貨信託基 金	槓桿型指 數股票型 期貨信託 基金	2017/03/06	1,059.37
7	元大投信	元大標普美 元指數傘型 期貨信託基 金之元大標 普美元ER單 日反向1倍 指數股票型 期貨信託基 金	反向型指 數股票型 期貨信託 基金	2017/03/06	91.33
8	元大投信	元大標普金	槓桿型指	2017/08/23	755.8

編號	發行業者	基金名稱	基金類型	成立日期 (年/月/日)	基金規模* (新臺幣；百萬)
		日傘型期貨 信託基金之 元大標普日 圓ER單日正 向2倍指數 股票型期貨 信託基金	數股票型 期貨信託 基金		
9	元大投信	元大標普金 日傘型期貨 信託基金之 元大標普日 圓ER單日反 向1倍指數 股票型期貨 信託基金	反向型指 數股票型 期貨信託 基金	2017/08/23	107.15
10	元大投信	元大標普金 日傘型期貨 信託基金之 元大標普高 盛黃金ER單 日正向2倍 指數股票型 期貨信託基 金	槓桿型指 數股票型 期貨信託 基金	2017/08/23	1,244.62
11	元大投信	元大道瓊白 銀ER指數股 票型期貨信 託基金	一般指數 股票型期 貨信託基 金	2018/05/23	1,605.3
12	元大投信	元大黃金期 貨信託基金	一般指數 股票型期 貨信託基 金	2010/11/04	116.61
13	街口投信	街口標普高 盛黃豆ER指 數股票型期 貨信託基金	一般指數 股票型期 貨信託基 金	2017/04/17	470.26

編號	發行業者	基金名稱	基金類型	成立日期 (年/月/日)	基金規模* (新臺幣；百萬)
14	街口投信	街口標普高盛布蘭特原油ER單日正向2倍指數股票型期貨信託基金	槓桿型指數股票型期貨信託基金	2017/11/08	5,640.28
15	街口投信	街口道瓊銅ER指數股票型期貨信託基金	一般指數股票型期貨信託基金	2018/12/12	138.48

資料來源：集保結算所基金觀測站 (*係以 2022 年 12 月 8 日基金規模呈現)

其中投資標的涵蓋能源、金屬、農產品及外匯等商品。而上述 15 檔期貨信託基金之基金規模介於新臺幣 1 億元及 71 億元之間，整體資金規模約為 237 億元。

從前述目前募集之期貨信託基金檔數及類型觀察，我國期貨信託基金從原先 CTA 基金逐漸轉型為期貨 ETF，惟從交易人之交易成本觀察，期貨 ETF 經理費用較 CTA 基金低，亦較傳統股票型基金¹⁹⁵低，透過證券帳戶即可交易，手續費與股票相同，在 0.1425% 的範圍內由證券商自行訂定，證券交易稅僅在賣出時課徵，交易稅率為 0.1%，比股票 0.3% 來的便宜，已受到部分投資人青睞，未來將有繼續發展空間。此外，投資人也可利用各式期貨 ETF 作為資產配置元件，達到資產多元化、投資組合風險分散的效果。

另外，在多頭的投資環境，追求絕對報酬的 CTA 基金績效或較難彰顯，但若市場走向空頭、獲利不易時，具有多空操作特性的 CTA 基金仍可能逆勢成長、有所表現。倘未來我國 CTA 市場逐漸成熟、規模持續擴大時，仍有機會發展該類基金。

¹⁹⁵ 付給經理股票型基金之投信事業，以作為管理資產之服務費用，每年約為 1%~2.5%。

(二) 私募股權基金

和傳統共同基金相比，私募股權基金（Private Equity Fund, PE Fund）於基金架構、投入門檻、運作機制、獲利分配等面向均有所不同，而此類基金資訊亦不透明，且被外界所聽聞，即國際知名私募股權基金參與或主導某些知名且鉅額的企業併購案件。

PE Fund 係由專業基金管理公司向特定人募集資金，交由該專業基金管理公司用以進行長期投資，投資人不參與投資標的之選擇、投資後之管理、出場時機及方式等重要議題之決策，而是完全信賴由專業基金管理公司來決定，而基金管理機構之成員多係對投資具豐富經驗之專業人士所組成，且多半出身投資銀行、其他私募股權基金或資產管理機構。專業基金管理公司會定期向投資人收取管理費，並從其投資獲利中收取一定比例的「績效獎金」(Carried Interest)，而剩餘獲利將歸投資人所有。

PE Fund 在募資時，通常會告知投資人該基金預計投資之標的類型，如未公開發行公司、經營不善而面臨重整之企業、其他 PE Fund、不動產等投資標的。而早期 PE Fund 多屬「併購基金」，透過收購標的公司 100% 股權（即 Buy-Out 方式），並進行重整、輔導，爾後再行透過上市或轉售第三人等方式移轉公司經營權而脫手獲利；惟現今私募股權基金投資標的漸趨多元化，包括投資於具潛力且處於起步階段之新創企業（又稱為「天使基金」），投資標的相當廣泛。而基金存續期間有限，通常係 8 至 12 年不等。

茲說明，我國 PE Fund 之組織架構及經營模式，以揭示 PE Fund 在我國之法制及發展。

1. 主要規範

我國經濟部，於 2015 年制定「有限合夥法」，此法參考美國、英國、新加坡等國家有限合夥法立法經驗，為提供單純投資者與積極經

營者共同從事商業活動之新選擇樣態，故創設具有法人格之「有限合夥」營利事業組織型態，且賦予投資人與經營者不同權責透過該法係區分「普通合夥人」與「有限合夥人」，由普通合夥人負責處理該有限合夥法人之營運，並對其債務負連帶清償之責，而有限合夥人則基於有限合夥契約內容，僅以出資額為限負責，故此法即有 PE Fund 基本架構特色，藉以促進我國產業發展，並提升國際競爭力。

觀察有限合夥法第 4 條第 4 款規定，所謂「有限合夥負責人」原則上係指有限合夥中之普通合夥人，並未包含有限合夥人在內，可見有限合夥人與合夥組織之關係，以及在合夥組織負責之程度，並不如普通合夥人高。

2. 監理措施

相較對一般投資人公開銷售之公募基金而言，因 PE Fund 係向特定人以私募方式辦理募集，且參與者多屬高資產客戶或具投資經驗之人，因此我國主管機關對 PE Fund 係採低度管理。

因 PE Fund 非屬金管會主管之特許業務，而此類基金包括「創業投資」(Venture Capital)、「企業購併或財務協助」(Corporate Finance)、「實質資產」(Real Assets) 等類型，而我國現行創投事業，即屬私募股權基金業務之一種類型，故金管會並未增訂有關 PE Fund 之定義、投資限制等管理規範。

4. 發展現況

(1) 公私部門多積極參與私募股權基金投資

2021 年我國私募股權市場持續熱絡，本土 PE Fund 積極參與全球市場，投資金額創下新高，如中華開發資本、之初創投、心元資本、和利資本 (CTC Capital) 等投資人均表現活耀。本土投資標的則有多

件科技大廠子公司 Pre-IPO 案件，受到市場及投資人矚目¹⁹⁶。

財政部於 2020 年 7 月亦推出「百億創投」振興方案，率領旗下 6 家公股行庫，包括合庫金、兆豐金、第一金、華南金、台企銀及彰銀等，進行直接投資和創投資金募集。預計至 2022 年底，將募得新臺幣 150 億元，未來將主要瞄準六大策略性產業，包括生物、資安、醫療、國防、綠能以及民生戰略物資，為資本市場注入活水，望能達成拋磚引玉的效果，進一步帶動民間資金的投入，擴大新創投資市場熱潮¹⁹⁷。

(2) 金管會開放我國投信事業參與私募股權基金相關業務

我國投信事業管理資產(含證券投信基金及全權委託投資資產)，主要投資於上市(櫃)有價證券，管理資產種類及範圍皆未如國外資產管理公司廣泛。

中華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會(下稱「投信投顧公會」)於 2017 年 3 月間，向金管會建議開放投信事業辦理 PE Fund 相關業務，並表示資產管理事業可擔任資金提供者與資金需求者間之整合管理角色，在雙方間搭建整合管理平台，提供工程契約管理、執行監督與財務管理等服務，將原本複雜度高、涉及跨領域專業的實體事業籌融資案件結合財務工程，設計為具穩定現金回報或不同目標報酬率的 PE Fund 產品，引進機構投資人參與。

因此，若能開放我國投信事業經營 PE Fund，將可引導國內民間資金投入國內實體產業發展，協助實體事業成長並擴大投信事業資產管理規模。金管會遂於 2017 年 8 月 3 日開放投信事業得經申請核

¹⁹⁶ 2022 台灣私募股權基金白皮書，勤業眾信會計師事務所，2022 年。網站：<https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/tw/Documents/finance/2022-private-equity-whitepaper.pdf> (最後瀏覽：2022 年 12 月 2 日)

¹⁹⁷ 「公股攜手，百億創投」投資方案，財政部，網站：<https://www.mof.gov.tw/covid19/single.html/fa73d6c3f7154050a27f8a23b3d80568?cntId=81a96c960ec54d7e8dc637d95333c142> (最後瀏覽：2022 年 12 月 2 日)

准透過子公司設立 PE Fund、受託管理 PE Fund 以及就所受託管理之 PE Fund 引介專業投資機構參與投資，以期擴大投信事業業務項目、增加資產管理規模並促進我國實體經濟發展。

金管會 2017 年 8 月 3 日發布金管證投字第 1060009113 號令及第 10600091131 號令，開放投信事業得經申請核准透過子公司設立 PE Fund、受託管理 PE Fund 以及就所受託管理之 PE Fund 引介專業投資機構參與投資，茲就開放內容與配套措施說明，詳圖如 4-1：

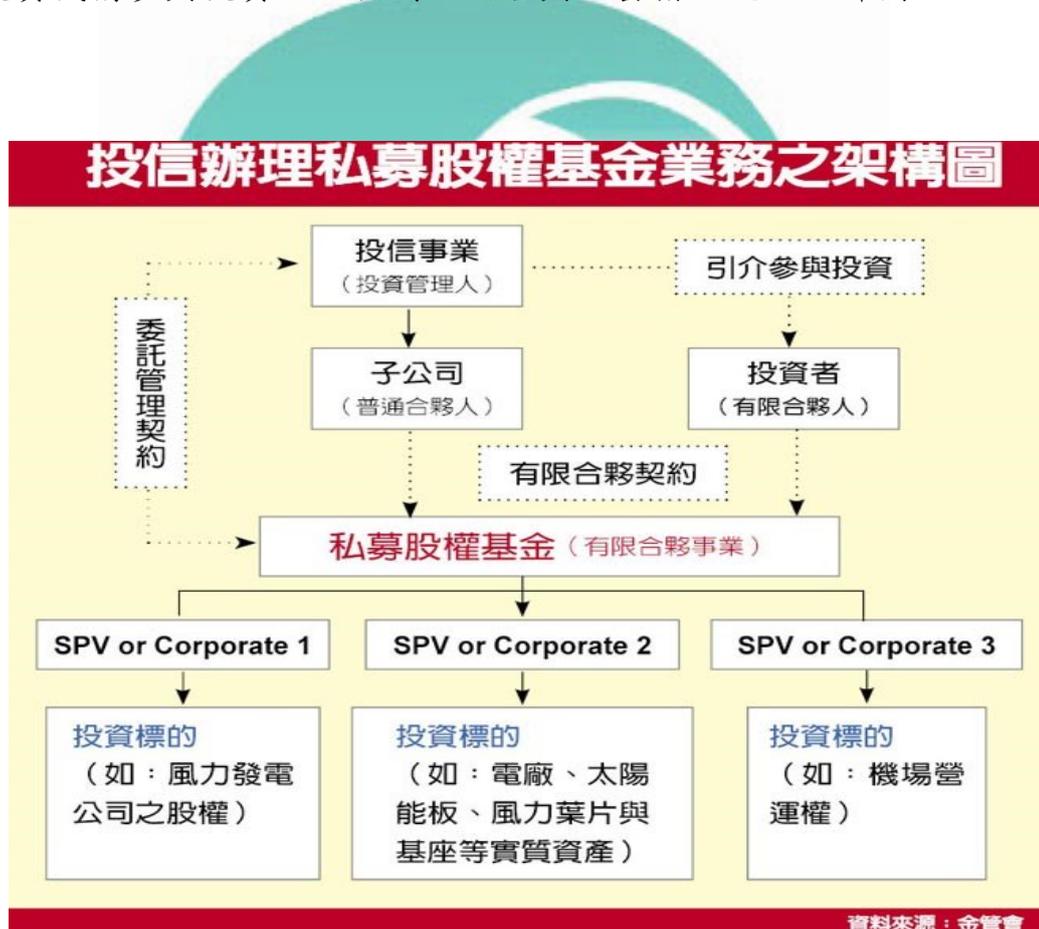


圖 4-1 投信辦理私募股權基金業務之架構圖

資料來源：金管會

(A) 開放投信事業轉投資子公司擔任 PE Fund 之普通合夥人(GP)

投信事業子公司應為有限責任法人。如轉投資國外子公司，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。所稱「子公司」，應依國際財務報導準則第十號

規定認定之。

另外，投信事業運用投信基金及全權委託投資資產，不得與該子公司擔任普通合夥人之 PE Fund 間，為證券或證券相關商品交易行為。但經由集中交易市場或證券商營業處所委託買賣成交，且非故意發生相對交易之結果者，不在此限。就相關投資業務或交易行為，應本於公平合理之原則，並避免利益衝突之發生，及應以受益人或客戶之利益為優先考量，以達禁止相互交易，以避免利益衝突之原則。

投信事業應就轉投資子公司擔任 PE Fund 普通合夥人所可能衍生之利益衝突，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。

(B) 開放投信事業辦理 PE Fund 相關業務

➤ 投信事業得受託管理 PE Fund：

PE Fund 主要投資實體產業等非公開發行公司，且涉入投資標的事業之經營管理，而投信基金及全權委託投資資產主要投資於上市櫃有價證券且依規定不得直接或間接參與被投資公司經營，故與投信事業既有資產管理業務相較，PE Fund 投資範圍較大且投資決策與管理性質亦有所不同，爰規定投信事業辦理 PE Fund 管理業務應設置專責部門。

考量 PE Fund 投資標的之非公開資訊，仍可能對相關上市櫃有價證券等產生影響，故要求投信事業針對 PE Fund 管理業務與既有投信業務可能衍生之利益衝突，應於內部控制制度中訂定相關防範措施，例如：增訂對非公開資訊之管理，包括關鍵非公開資訊（例如涉及上市櫃事業之競爭、併購、上市申請等）、其產生時點（被投資標的事業董事會議或交易端）、可能傳遞路徑（例如媒體採訪、內部會議等）之辨別、管理及監控措施等。

➤ 投信事業得就受託管理之 PE Fund，引介專業投資機構參

與投資及提供相關服務：

專業投資機構係指符合「金融消費者保護法」第 4 條規定者，依據 105 年 2 月 2 日金管法字第 10400555610 號令，包括國內外之銀行業、證券業、期貨業、保險業、基金管理公司及政府投資機構，國內外之政府基金、退休基金、共同基金、單位信託及金融服務業依「證券投資信託及顧問法」、「期貨交易法」或「信託業法」經理之基金或接受金融消費者委任交付或信託移轉之委託投資資產，及其他經主管機關認定之機構。

投信事業應就辦理上開業務之充分瞭解商品 (KYP)、充分瞭解客戶 (KYC)、防制洗錢及打擊資恐、糾紛處理、與既有業務之區隔及利益衝突防範等事項，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。

投信事業引介專業投資機構參與投資 PE Fund 及提供相關服務，不得為一般性廣告或公開勸誘之行為。

(三)不動產投資信託基金（研擬開放基金架構）

我國金管會於 2003 年制定「不動產證券化條例」，允許不動產投資信託基金(REIT)採信託架構發行，由信託業擔任發行主體，引進不動產投資信託 (Real Estate Investment Trusts, REITs) 與「不動產資產信託」(Real Estate Asset Trusts, REATs) 等商品。

不動產投資信託，係指由「受託機構」(即信託業，多係我國銀行機構)向不特定人募集發行或向特定人私募交付不動產投資信託受益證券，以投資不動產、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而成立的信託，且該不動產投資信託契約之信託財產，則為「不動產投資信託基金」。而不動產投資信託基金，係由受託機構擬具不動產投資信託計畫，主管機關核准或向主管機關申報生效後，據以募集發行或私募交付受益證券，透過許多投資人的

資金集資，使沒有龐大資本的一般投資人也能小額參與不動產市場，獲得不動產市場交易、租金、與增值所帶來的獲利，同時又不需要實質持有不動產標的。除經主管機關核准外，原則上以封閉型基金為限。

我國目前上市（櫃）發行封閉型不動產投資信託基金，截至 2022 年 11 月底，我國目前累計有 10 檔基金，惟其中「三鼎」、「基泰之星」及「駿馬一號」等 3 檔基金均已清算下市（櫃），剩餘 7 檔基金發起規模，合計亦僅有新臺幣 590.62 億元。由於基金規模較小，更換標的不易，流動性普遍較低，市場發展處於相對停滯狀態，有關目前封閉型不動產投資信託基金，詳表 4-7：

表 4-7 我國不動產投資信託基金列表

證券代號	證券名稱	受託機構或特殊目的公司	市場別	備註
01001T	京城樂富 R1	L2809--京城銀	上市	
01009T	王道圓滿 R1	L2897--王道銀行	上市	
01003T	兆豐新光 R1	L5843--兆豐銀行	上市	
01007T	兆豐國泰 R2	L5843--兆豐銀行	上市	
01008T	駿馬 R1	L5843--兆豐銀行	上市	已下市
01005T	三鼎	L5848--台新銀行	上市	已下市
01001T	土銀富邦 R1	L5857--土地銀行	上市	
01002T	土銀國泰 R1	L5857--土地銀行	上市	
01004T	土銀富邦 R2	L5857--土地銀行	上市	
01006T	基泰之星	L5857--土地銀行	上櫃	已下櫃

資料來源：公開資訊觀測站、本研究整理

而不動產資產信託，亦屬不動產證券化型態的一種，指委託人移轉其不動產或不動產相關權利予受託機構，並由受託機構向不特定人募集發行或向特定人私募交付不動產資產信託受益證券，以表彰受益人對該信託之不動產、不動產相關權利或其所生利益、孳息及其他收益之權利而成立的信託。

截至 2022 年 11 月底，我國不動產資產信託計有 19 檔基金，有關不動產投資信託基金，詳表 4-8：

表 4-8 我國不動產資產信託列表

證券代號	證券名稱	受託機構或特殊目的公司	市場別
01011P	新光松江 A	L5843--兆豐銀行	上櫃
01012P	新光松江 B	L5843--兆豐銀行	上櫃
01013P	新光松江 C	L5843--兆豐銀行	上櫃
01014P	國泰敦南 A	L5843--兆豐銀行	上櫃
01015P	國泰敦南 B	L5843--兆豐銀行	上櫃
01016P	國泰敦南 C	L5843--兆豐銀行	上櫃
01001P	嘉新萬國 A	L5849--永豐銀行	上櫃
01002P	嘉新萬國 B	L5849--永豐銀行	上櫃
01003P	宏泰世紀 A	L5849--永豐銀行	上櫃
01004P	宏泰世紀 B	L5849--永豐銀行	上櫃
01005P	新光中山 A	L5857--土地銀行	上櫃
01006P	新光中山 B	L5857--土地銀行	上櫃
01007P	新光中山 C	L5857--土地銀行	上櫃
01008P	新光敦南 A	L5857--土地銀行	上櫃
01009P	新光敦南 B	L5857--土地銀行	上櫃
01010P	新光敦南 C	L5857--土地銀行	上櫃

資料來源：公開資訊觀測站、本研究整理

金管會考量目前我國信託架構 REIT 發展未如預期，為提供投資人多元投資管道、提升資產管理產業競爭力，活絡我國不動產證券化市場，並協助總體經濟發展，參考日本、新加坡及香港等國家(地區)之不動產投資信託制度，於 2021 年 1 月發布新聞稿研擬開放 REIT 採「基金架構」發行，新增「不動產投資信託事業」得募集及私募不動產投資信託基金，並與現行信託架構 REIT 併行，未來業者可選擇透過基金架構或信託架構發行 REIT，營運架構將更具彈性¹⁹⁸。

1. 主要規範

¹⁹⁸ 金管會研議修正「證券投資信託及顧問法」部分條文，開放不動產投資信託採基金架構發行，金管會 2021 年 1 月 12 日新聞稿，網址：https://www.fsc.gov.tw/ch/home.jsp?id=96&parentpath=0,2&mcustomize=news_view.jsp&dataserno=202101120004&dttable=News (最後瀏覽：2022 年 12 月 8 日)

依據金管會所提法規修正草案，預計修正「證券投資信託及顧問法」部分之條文，並依應納入有價證券以外之投資標的，遂將該法律名稱修正為「投資信託及證券投資顧問法」。

而基金架構 REIT 為契約型基金，係指不動產投資信託契約之信託財產，包括因受益憑證募集或私募所取得之申購價款、所生孳息及以之購入之各項資產或權利；由委託人（即「不動產投資信託事業」）與受託人（即「基金保管機構」）簽訂信託契約，REIT 投資人為該信託契約之受益人。另考量投信事業業務性質亦係以從事投資管理為主，爰開放投信事業得兼營不動產投資信託事業¹⁹⁹。另訂定有關不動產投資信託事業設立資格條件²⁰⁰，要求具不動產投資管理經驗之機構擔任專業股東，且其所認股份，合計不得少於第一次發行股份之 50%。參考國外制度暨考量現行證投信事業最低實收資本額，擬授權金管會訂定不動產投資信託事業最低實收資本額等資格條件。要求不動產投資信託事業(含專營及兼營)應設置獨立董事及審計委員會，並以審計委員會替代監察人。

不動產投資信託基金管理規範部分，REIT 投資標的範圍主要包括不動產、不動產相關權利、不動產相關有價證券等項目；明定 REIT 應至少有一定比率投資於有穩定收入之不動產或不動產相關權利，且每年分配收益應達可分配收益之一定比率。此外，參酌國外模式允許 REIT 進行關係人交易，並輔以相關配套管理措施²⁰¹，另參考國外規範並兼顧 REIT 之借款現況與財務風險，授權金管會訂定 REIT 借款比率上限、公告方式及其他相關事項²⁰²，有關信託架構與基金架構之不動產投資信託基金比較，詳表 4-9：

¹⁹⁹ 投資信託及證券投資顧問法（草案）第 3 條之 1 及第 66 條。

²⁰⁰ 投資信託及證券投資顧問法（草案）第 67 條、第 82 條之 1 及第 82 條之 4。

²⁰¹ 投資信託及證券投資顧問法（草案）第 49 條之 3。

²⁰² 投資信託及證券投資顧問法（草案）第 49 條之 5。

表 4-9 不動產投資信託基金信託架構與基金架構比較表

編號	事項	不動產投資信託基金	
		信託架構	基金架構
1	法源依據	不動產證券化條例	投資信託及證券投資顧問法 (草案)
2	主管機關	銀行局	證券期貨局
3	商品架構	信託	基金
4	管理機構	信託業(銀行)	不動產投資信託機構
5	保管機構	信託機構(銀行)	信託機構(銀行)
6	追加募集	依新設程序辦理	簡化程序
7	不動產 管理運用	受託不動產管理機構	不動產投資信託機構
8	借款規定	依據信評 (比率 25-50%)	基金淨資產 40%
9	海外投資	最高 49%	預計開放到 100%
10	特殊交易	—	可關係人交易、有優先權

資料來源：本研究整理

2. 監理措施

配合不動產投資信託業務納入投資信託及證券投資顧問法規範，新增不動產投資信託基金，對於由不動產投資信託事業募集或私募的不動產投資信託基金，原則上採取與證券投資信託基金相似的監理架構。例如對於不動產投資信託事業募集或私募不動產投資信託基金，亦採取核准制或申報生效制，且應編製及交付公開說明書或投資說明書，並設有相對應之民刑事責任；至於對於投資標的的範圍、資金運用及借入款項之限制，大體上則與不動產證券化條例的不動產投資信託基金相當。惟因其投資標的畢竟具有特殊性，因此在監理架構上仍增設若干特別規範，以保障投資人的權益。相關監理事項規範(草案)，詳如表 4-10：

表 4-10 投資信託及證券投資顧問法不動產投資信託基金監理事項

項目		不動產投資信託基金	規範(草案)依據
洽特定人募集(私募)	核准方式	<p>不動產投資信託基金私募，應經主管機關核准或向主管機關申報生效後，始得為之，主管機關於審核時應洽商相關業務主管機關出具意見書。</p> <p>2.不動產投資信託基金，以封閉型基金為限。但經主管機關核准者，得私募附買回時間、數量或其他限制之開放型基金。</p>	投資信託及證券投資顧問法(草案) §49-1
對不特定人募集(公募)	核准方式	<p>1.不動產投資信託基金募集，應經主管機關核准或向主管機關申報生效後，始得為之，主管機關於審核時應洽商相關業務主管機關出具意見書。</p> <p>2.不動產投資信託基金，以封閉型基金為限。但經主管機關核准者，得募集附買回時間、數量或其他限制之開放型基金。</p>	投資信託及證券投資顧問法(草案) §49-1
交易投資範圍	標的項目	<p>不動產投資信託基金，以投資或運用於下列標的為限：</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 開發型或已有穩定收入之不動產。 2. 開發型或已有穩定收入之不動產相關權利。 3. 不動產相關有價證券。 4. 閒置資金之運用。 5. 其他經主管機關核准投資或運用之標的。 6. 不動產投資信託基金投資於開發型之不動產或不動產相關權利²⁰³時，如須 	投資信託及證券投資顧問法(草案) §49-3

²⁰³ 投資信託及證券投資顧問法(草案)第49條之3第3項至第9項。

募集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，以下列各款標的為限：

一、都市更新條例核定之都市更新事業計畫範圍內之土地、建築物及不動產相關權利。

二、促進民間參與公共建設法所稱公共建設。

三、經中央目的事業主管機關核准參與之公共建設。

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，不得超過該基金淨資產價值之一定比率；其一定比率，由主管機關會同相關業務主管機關分別定之。惟採募集方式者，該比率不得超過百分之三十。

前二項之開發型不動產或不動產相關權利，不得為下列標的：

一、政府、公股占百分之二十以上事業、政府直接或間接控制之基金或法人參與投資比率合

項目	不動產投資信託基金	規範(草案)依據
	取得建造執照者，應於該不動產或不動產相關權利領得建造執照後，始得動用該基金款項。	
基金保管	不動產投資信託事業運用不動產投資信託基金所持有之資產，除下列情形外，應以基金保管機構之基金專戶名義登記： 1. 不動產或不動產相關權利，依土地登記規則辦理登記。 2. 國外之資產，依資產所在地法令或基金保管機構與國外受託保管機構所訂契約辦理登記。	投資信託及證券投資顧問法 (草案) §49-7
辦理借款	不動產投資信託事業經營不動產投資信託業務，得依不動產投資信託契約之約定，指示基金保管機構以基金專戶名義向金融機構辦理借款。但借款之目的，以不動產或不動產相關權利之取得、開發、營運，或以配發孳息所必需，或其他經主管機關同意者為限。	投資信託及證券投資顧問法 (草案) §49-5
資產評估	不動產投資信託事業應至少每 3 個月評審不動產投資信託基金之信託財產 1 次，於必要時或依不動產投資信託契約之約定，並得洽請專業估價者或專家出具相關估價報告書或意見，作為評審信託財產之參考。評審結果於報告董事會後，應	投資信託及證券投資顧問法 (草案) §49-9

計超過百分之十者。

二、政府承諾承擔其債務或保證其營運收益者。

前項所定標的，不含下列事項：

一、依促進民間參與公共建設法第二十九條規定由主辦機關就公共建設非自償部分補貼其所需貸款利息或按營運績效給予補貼，並於投資契約中訂明。

二、提供不動產參與都市更新。

不動產投資信託基金應至少有一定比率投資於有穩定收入之不動產或不動產相關權利，且每年分配收益應達可分配收益之一定比率。

第一項及前項不動產投資信託基金投資範圍及限制、收益分配比率、閒置資金運用之辦法，由主管機關定之。

不動產投資信託基金向關係人取得或處分資產，應依規定辦理相關決議程序、評估交易條件之合理性及取得專業估價者出具之估價報告或會計師意見，並應於事實發生之日起二日內公告其內容。

前項所稱關係人之範圍、決議程序、交易條件之評估方式、公告方式、估價報告或會計師意見之出具方式及其他相關事項，由主管機關定之。

項目	不動產投資信託基金	規範(草案) 依據
	予以公告之。	
基金淨值揭露	<p>1.不動產投資信託事業應於每一營業日計算不動產投資信託基金之淨資產價值。</p> <p>2.不動產投資信託事業應於每一營業日公告前 1 營業日不動產投資信託基金每受益權單位之淨資產價值。但不動產或其他信託財產之資產價值於公告期間內無重大變更，且對基金之淨資產價值無重大影響者，得依不動產投資信託契約之約定，以附註揭露方式替代對該不動產或信託財產資產價值重新估價計算。</p>	投資信託及證券投資顧問法 (草案) §49-10
不動產 資產出租	不動產投資信託基金之信託財產，其全部或一部依信託契約之約定出租時，其租金得不受土地法第 97 條第 1 項規定之限制；租賃期限不受民法第 449 條第 1 項規定 20 年之限制。但最長不得超過信託契約之存續期間。	投資信託及證券投資顧問法 (草案) §49-12
證券交易稅 免徵	不動產投資信託基金受益憑證，其買賣或經不動產投資信託事業依信託契約之約定買回者，免徵證券交易稅。	投資信託及證券投資顧問法 (草案) §49-13
收益分配	<p>1.不動產投資信託基金投資所得之收益應至少每年分配 1 次，並應於不動產投資信託契約內明定分配日期。</p> <p>2.依前收益分配，為受益人之所得，按利息所得課稅，不計入不動產投資信託事業之營利事業所得額。</p>	投資信託及證券投資顧問法 (草案) §49-14
基金合併	不動產投資信託事業得為不動產投資信託基金之合併；依本法發行之不動產投資信託基金得與依不動產證券化條例發行之不動產投資信託基金合併。	投資信託及證券投資顧問法 (草案) §49-17

資料來源：本研究整理

3.發展現況

因我國現行不動產資產信託基金規模較小，更換標的不易，流動性普遍較低，市場發展處於相對停滯狀態，遂主管機關透過證券投資信託及顧問法之修法，引進新種型態的不動產投資信託基金，開放具有經營及管理不動產專業能力的不動產投資信託事業設立，鑒於國內投資人多已瞭解證券投資信託及顧問法下基金發行及管理架構，應無導入的實質障礙，容易為投資大眾所接受。

此外，透過雙軌制的不動產投資信託基金，因所建置的法律規範密度及監理架構相當，不僅可促進信託業與不動產投資信託事業間的良好競爭，亦可替不動產投資基金市場引入更豐沛資金。

(四) 境外基金管理辦法

我國「境外基金總代理」制度業於 2006 年開始實施，而總代理制的實施對境外基金投資人、國內代理境外基金的業者及國內投信事業皆產生重大影響。境外基金總代理制是指引進境外基金，皆須在台設有「唯一」總代理人，總代理人可由發行境外基金的之基金管理機構在台成立之分公司或子公司來擔任，亦可由基金管理機構授權國內投信事業、投顧事業、證券經紀商或其他金融機構擔任。總代理人須將基金訊息公開，如基金每日淨值、申購與贖回淨額、基金的投資組合與規模等，總代理人亦可透過廣告行銷來促銷其所代理之境外基金，且如投資人如遇有投資爭議，亦可藉由總代理人負責處理。換言之，境外基金總代理制實施後，將吸引投資人購買，境外基金不但申購管道變多，資訊也更趨透明且保障也不少。

依「境外基金管理辦法」第 23 條規定，境外基金除境外指數股票型基金外，須符合一定條件者，得經金管會核准或申報生效在國內募集及銷售，如表 4-11。

表 4-11 境外基金申請在我國募集及銷售之資格條件

編號	資格條件	法源依據
1	境外基金從事衍生性商品交易之比率，不得超過金管會所訂定之比率。	境外基金管理辦法§23 I ①
2	境外基金不得投資於黃金、商品現貨及不動產。	境外基金管理辦法§23 I ②
3	境外基金投資大陸地區證券市場之有價證券占該境外基金總投資之比率，不得超過金管會所訂定之比率。	境外基金管理辦法§23 I ③
4	國內投資人投資金額占個別境外基金比率，不得超過金管會規定之一定限額。	境外基金管理辦法§23 I ④
5	境外基金之投資組合不得以中華民國證券市場為主要的投資地區，該投資比率由金管會定之。	境外基金管理辦法§23 I ⑤
6	該境外基金不得以新臺幣或人民幣計價。	境外基金管理辦法§23 I ⑥
7	境外基金必須成立滿 1 年。	境外基金管理辦法§23 I ⑦
8	境外基金已經基金註冊地主管機關核准向不特定人募集者。	境外基金管理辦法§23 I ⑧
9	其他經金管會規定之事項。	境外基金管理辦法§23 I ⑨
例外	境外基金經金管會專案核准或基金註冊地經我國承認並公告者，得免受上述第 1 款及第 7 款之限制。	境外基金管理辦法§23 II

資料來源：本研究整理

觀察前述境外基金管理辦法規定，其中第 23 條第 1 項第 2 項規定境外基金不得投資於黃金、商品現貨及不動產，惟期貨信託基金其投資標的涵蓋集中市場之期貨交易、店頭衍生性商品、有價證券及商品現貨等，故若期貨基金係投資於黃金、商品現貨者，即未符合現行境外基金之資格條件，而現行境外基金總代理引進之商品僅限於「具證券投資信託性質基金」。

此外，主管機關業於 2021 年 5 月開放投信事業及投顧事業就「未具證投信基金性質」之境外基金，對高資產客戶進行銷售及諮詢²⁰⁴，

²⁰⁴ 參酌金管會 110 年 5 月 31 日金管證投字第 1090147633 號令。

惟客戶人數總數不得超過 99 人；復於同年 8 月 13 日開放證券商得以複委託方式，受託買賣「未具證投信基金性質」之境外基金²⁰⁵。而為持續推動我國高資產客戶財富管理業務，主管機關亦於 2022 年 8 月開放獲准辦理高資產客戶財富管理業務之銀行²⁰⁶，得依銀行辦理高資產客戶²⁰⁷適用之「金融商品及服務管理辦法」第 5 條第 1 項第 8 款規定，以信託方式受託投資「未具證投信基金性質」之境外基金，提供高資產客戶更多元之金融商品及服務，且於完備相關內部規範後即可逕行開辦，而無須另為申請²⁰⁸。

未具證投信基金性質之境外基金，因其流動性或透明度一般不若具證投信基金性質之境外基金，且其投資門檻較高，適合具一定專業、經驗及財力，且願意承擔相關投資風險，並以長期投資為主之投資人參與且參照金管會 110 年 5 月 31 日令及 110 年 8 月 13 日令規定，明定委託人總數不得超過 99 人。而主管機關之所以會開放，主要係考量國內高資產客戶過去可能曾透過境外管道接觸或投資避險基金或私募股權基金等另類投資金融商品，故增加以信託方式提供此類境外基金投資之管道。同時，為利掌握「未具證投信基金性質」之境外基金於國內銷售情形，主管機關亦規範銀行受託投資該類基金應向投信投顧公會申報受託投資狀況資料。



²⁰⁵ 參酌金管會 110 年 8 月 13 日金管證券字第 1100362907 號令。

²⁰⁶ 金管會 2020 年推出財管 2.0 方案，開放銀行申請辦理資產超過億元高資產客戶財管業務，目前共 7 家銀行開辦高資產財管業務，分別為中信銀、兆豐銀、上海商銀、國泰世華銀、一銀、合庫、瑞士銀行台北分行。

²⁰⁷ 委託人以「專業機構投資人」、「高淨值投資法人」及「高資產客戶」為限，並參照前開金管會 110 年 5 月 31 日令及 110 年 8 月 13 日令規定，明定委託人總數不得超過 99 人。

²⁰⁸ 參酌金管會 111 年 8 月 15 日金管銀外字第 11102721131 號令。

第二節 我國優化公募型另類投資基金之可行性分析

一、法制面分析

(一)鬆綁現行期貨信託基金規範

我國期貨信託基金，係屬國外另類投資基金—對沖基金之其中一種操作策略類型，惟我國期貨信託基金與國外對沖基金仍有部分差異，參考國外對沖基金監理經驗，其對沖基金除透過衍生性商品槓桿操作外，亦利用放空操作或參與私募股權基金之運作提高絕對報酬，故為降低監理限制，國外對沖基金多以私募方式特定人進行募集，且大多無須經主管機關之核准。

惟我國期貨信託基金，在現行規範下無論採對不特定人（公募）方式募集或對特定人（私募）方式募集，均須向主管機關申請核准並受其持續性監理，惟考量採私募者已對投資人類型有所限制，故建議鬆綁現行期貨信託基金若採私募辦理者，無須採事前核准制而調整為採事後申報制。

(二)觀察國外發展情形再行評估發展其他另類投資基金

我國基金類型之規範，係以正面表列方式規範，目前我國基金類型有證券投資信託基金、期貨信託基金、不動產投資信託基金（信託架構），以及預計研擬開放之基金架構不動產投資信託基金。而我國私募股權基金，目前仍係以私募方式洽特定人募集，故多屬具有一定資力及財力之人參與，一般投資人較難參與此類投資。

另自香港及新加坡基金市場實務角度觀察，目前香港公募型另類投資基金，實際僅有 1 檔對沖基金，而新加坡另類投資基金則多屬私募基金，故從香港及新加坡發展經驗觀察，一般投資人參與情形並未普遍。建議我國可先持續觀察國外公募型另類投資基金發展情形，後

續再行研議是否開放除現行期貨及將來預計開放之不動產投資信託基金以外之其他資產類別公募型另類投資基金。

(三) 主管機關已鬆綁法規開放合格投資人參與境內外另類投資基金

依照我國現行境內基金法制架構，無論係證券投資信託基金、期貨信託基金及將來研議開放之不基金架構不動產投資信託基金，皆可遵循相關規範採公募方式向所有投資人進行銷售，若採私募方式辦理者，則可洽符合一定資格之合格投資人進行銷售。

此外，主管機關業於 2021 年 5 月，開放我國投信事業及投顧事業就「未具證投信基金性質」之境外基金，對高資產客戶進行銷售及諮詢²⁰⁹，惟客戶人數總數不得超過 99 人；復於同年 8 月 13 日開放證券商得以複委託方式，受託買賣「未具證投信基金性質」之境外基金²¹⁰。另為持續推動我國高資產客戶財富管理業務，主管機關於 2022 年 8 月開放獲准辦理高資產客戶財富管理業務之銀行²¹¹，得依銀行辦理高資產客戶²¹²適用之「金融商品及服務管理辦法」第 5 條第 1 項第 8 款規定，以信託方式受託投資「未具證投信基金性質」之境外基金，提供高資產客戶更多元之金融商品及服務，且於完備相關內部規範後即可逕行開辦，而無須另為申請²¹³。

未具證投信基金性質之境外基金，因其流動性或透明度一般不若具證投信基金性質之境外基金，且其投資門檻較高，適合具一定專業、經驗及財力，且願意承擔相關投資風險，並以長期投資為主之投資人參與且參照金管會 110 年 5 月 31 日令及 110 年 8 月 13 日令規定，明

²⁰⁹ 參酌金管會 110 年 5 月 31 日金管證投字第 1090147633 號令。

²¹⁰ 參酌金管會 110 年 8 月 13 日金管證券字第 1100362907 號令。

²¹¹ 金管會 2020 年推出財管 2.0 方案，開放銀行申請辦理資產超過億元高資產客戶財管業務，目前共 7 家銀行開辦高資產財管業務，分別為中信銀、兆豐銀、上海商銀、國泰世華銀、一銀、合庫、瑞士銀行台北分行。

²¹² 委託人以「專業機構投資人」、「高淨值投資法人」及「高資產客戶」為限，並參照前開金管會 110 年 5 月 31 日令及 110 年 8 月 13 日令規定，明定委託人總數不得超過 99 人。

²¹³ 參酌金管會 111 年 8 月 15 日金管銀外字第 11102721131 號令。

定委託人總數不得超過 99 人。而主管機關之所以開放，主要係考量國內高資產客戶過去可能曾透過境外管道接觸或投資避險基金或私募股權基金等另類投資金融商品，故增加以信託方式提供此類境外基金投資之管道。

同時，為利掌握「未具證投信基金性質」之境外基金於國內銷售情形，主管機關亦規範銀行受託投資該類基金應向投信投顧公會申報受託投資狀況資料。是故，我國符合一定資格之合格投資人，目前已可投資境內外各類基金，即包括未具證券投資信託性質之基金。

(四)透過政策推動吸引業者發展另類投資基金

我國投信事業傳統上對於股票及債券等投資標的較為熟悉，若將來開放投信事業可兼營或管理有價證券以外之標的，如私募股權與創業投資時，則將從產業供應鏈角度衍變成價值鏈提供者。

主管機關正研議修訂「投資信託及顧問法」，並增訂有關基金架構之不動產投資信託基金，如此將使投信事業從原先之有價證券進入到實體不動產領域，而該新商品的開放係新商機亦為新挑戰，如在投資標的選擇方面，以新加坡而言高達 70% 的 REITs 係購買國外標的，觀察目前修法方向，似可排除利害關係人交易，即開放不動產投信事業得交易同一集團關係人之不動產，另外亦開放海外投資標的，若透過前述法規鬆綁即政策開放，將使我國與國際接軌。

主管機關訂有「鼓勵境外基金深耕計畫」，藉以鼓勵其直接來臺設立據點或協助總代理人強化人員配置，擴大對臺人力、技術及資金等資源之投入，並透過優惠措施給予境外基金機構誘因，導引境外基金機構將集團所管理之資金或自有資金投入臺灣。建議若境外基金管理機構符合一定條件者，於符合我國現行基金法令規範下，引進「未具證投信基金性質」之境外基金。另一方面，主管機關對於我國之投信事業亦訂有「鼓勵投信躍進計畫」，期能透過該政策，提升國內資

產管理人才與技術、擴大我國投信事業資產管理規模，並鼓勵我國投信事業朝向國際化發展，於符合一定條件之投信事業得簡化特殊類型基金之申請程序，或在符合相關法令規範下提供其他優惠或便利措施，以便利及鼓勵我國投信事業從事另類投資基金之募集銷售業務，建議可參酌國外發展經驗與實務後，再為評估是否開放我國投信事業可成立境內平行基金（Parallel Fund）或連結基金（Feeder Fund），間接參與投資境外另類投資基金，如此不僅可擴大我境內基金商品線，且主管機關亦可於境內直接監理，且我國投資人亦可在較為熟悉基金銷售管道進行申購，已達境內外基金平衡發展，亦使我國投資人亦能間接參與境外另類投資機會。

二、產業面分析

（一）透過境外基金代理及引進機制強化合作

我國「境外基金總代理」制度業於 2006 年開始實施，而總代理制的實施對境外基金投資人、國內代理境外基金的業者及國內投信事業皆產生重大影響。境外基金總代理制是指引進境外基金，皆須在台設有「唯一」總代理人，總代理人可由發行境外基金的之基金管理機構在台成立之分公司或子公司來擔任，亦可由基金管理機構授權國內投信事業、投顧事業、證券經紀商或其他金融機構擔任。總代理人須將基金訊息公開，如基金每日淨值、申購與贖回淨額、基金的投資組合與規模等，總代理人亦可透過廣告行銷來促銷其所代理之境外基金，且如投資人如遇有投資爭議，亦可藉由總代理人負責處理。換言之，境外基金總代理制實施後，將吸引投資人購買，境外基金不但申購管道變多，資訊也更趨透明且保障也不少。

考量「未具證投信基金性質」境外基金，其投資風險及基金操作策略未如傳統證投信基金，採取階段性及差異監理有其必要性，故初期就現行「未具證投信基金性質」境外基金相關引進機制實為已足，

我國主管機關，現階段已開放投信事業及投顧事業就「未具證投信基金性質」之境外基金，對高資產客戶進行銷售及諮詢，考量此類境外基金機構多屬跨國資產管理業者，期望藉由國內外機構初期發展及合作，進行國際資產管理知識與技術交流，持續培植我國資產管理人才及促進產業發展，並可對此類基金商品的投資人及通路端教育訓練，產生初期培養效果，同時希望在臺營業規模之提升，能促使境外基金機構投入更多管理資源，共同參與發展我國資產管理市場，強化在地服務的質與量，為我國投資人提供更完善之服務與更多樣化之基金商品，並促進人才之培育與發展。

（二）專業人才培育

由於另類投資基金，有別於傳統共同基金之股票及債券等有價證券操作，其係對私募股權及不動產等另類商品進行投資，故其在投資管理及決方面亦較傳統基金複雜，故其在管理專業上亦具有一定門檻，因此對於資產管理機構而言，相關管理人才之專業上亦有所需求。故若能鼓勵引進國際專業人才或相關證照，培育更多專業人才則能使我們有更多業務能推行，建議未來政府與證券周邊單位能提供或發展更多之考試類型，如導入「另類投資分析師」(Chartered Alternative Investment Analyst Association, CAIA) 證照²¹⁴，或透過課程培養專業人才，以促進本土另類投資人才之培育，在資金充沛報酬可期又人才培養與法規突破與整合之下，將之引進並與國際接軌，如此可為既有資產管理行業帶來突破性的產業與發展。

三、配套面分析

（一）投資人教育

知識係投資人的重要資產之一，投資人參與市場應自行承擔投資

²¹⁴ 係指全球另類投資分析師證照考試，自 2003 年起舉辦之全球性考試，考試內容包括避險基金、原物料投資、房地產投資、私募基金(創投等)、以及結構型商品。

風險及投資結果，故如何加強投資人教育及風險觀念，實為重要。雖另類投資基金，有別於傳統投資人較熟悉之股票及債券等有價證券操作，係以前述股債以外之另類投資標的進行投資，故一般投資人可能對此類基金商品之概念、商品特性及申購贖回機制等事項較不熟悉，故建議似可透過證券周邊單位之力量和各級校園等平台，針對另類投資基金政策制度與商品，以及國內外另類投資基金之發展等事項加強宣導及教育，另在基金銷售端亦強化基金銷售人員這類商品特性之說明義務，使得一般投資人得對於相關議題具備基本知識，並可作為我國開放另類投資基金之配套措施。

(二)投資人保護

鑒於一般大眾購買金融服務業所提供之金融商品及服務，日益普遍，而金融服務業所提供之金融商品及服務型態日趨複雜專業，金融消費者與金融服務業在財力、資訊及專業面實質不對等，致易發生交易糾紛，一旦發生相關爭議時，若循司法途徑救濟所耗費之成本不符經濟效益，故需透過於訴訟途徑以外之方式，提供金融消費者一具金融專業且能公平合理、迅速有效處理相關爭議之機制。

為保護金融消費者權益，公平合理、專業迅速地處理金融消費爭議，增進金融消費者對市場之信心，主管機關已制定「金融消費者保護法」與相關子法，並成立「財團法人金融消費評議中心」，藉此建立金融消費爭議處理機制，落實強化金融消費者保護各項措施。

因此，我國若開放另類投資基金向一般投資人銷售，如基金投資人與基金銷售機構發生爭議，亦應先依各基金銷售機構之有關申訴處理程序辦理，於必要時亦可建議透過評議中心等機構尋求協助，以期達成保護金融消費者權益及促進金融市場健全發展之目標。

第五章、結論與建議

第一節 研究結論

一、另類投資逐漸受到投資人青睞

參酌 UBS 報告顯示，截至 2020 年 6 月為止，全球公開市場股票和債券市場，其規模估計達 53 兆及 62.9 兆美元，共計約有 116 兆美元。另估計 2019 年 12 月為止，直接房地產投資資產為 9.55 兆美元，貴金屬（黃金）約達 3 兆美元。而全球增加約 4.8 兆美元之私募資產（含私募股權、私募信貸、基礎設施和自然資源資產）等封閉式基金規模，故前述基礎市場之公共資產、直接房地產投資和封閉式基金之總和，約為 134 兆美元。可見全球另類投資持續成長，且逐漸受到重視。

另外，受益於全球產業永續發展意識快速提升、整體產業供應鏈供應與需求形成、相關中介機構成立及另類投資基金監理規範漸趨完善等綜合因素影響，使得另類投資基金生態圈逐漸成形，促進另類投資基金資產管理規模持續成長。

二、盧森堡作為另類投資基金重鎮有賴其法制架構完善

歐盟另類投資基金整體規模繼續增長，至 2020 年底統計整體基金資產淨值（Net Asset Value per Share, NAV）達 5.9 兆歐元，較 2019 年增加 8%，另以另類投資基金註冊地觀察，其主要集中於歐洲 5 個國家，而這 5 國即占基金淨資產值 90%。2020 年盧森堡持續為歐洲另類投資基金註冊之大國。

盧森堡作為歐盟會員國，亦受歐盟法令約束，並有義務將歐盟相關金融監理指令（Directive）內國法化，使之受歐盟一體化規範，故該國將「歐盟另類投資基金經理人指令」（Directive 2011/61/EU, AIFMD）內國法化所制定之「2013 年另類投資經理人法」（Law of 12 July 2013 on Alternative Investment Fund Managers, 下稱 2013 年

AIFM 法)，而盧森堡對於歐盟指令內國法化上之安排，可謂相當積極。另依盧森堡 2010 年基金法規定，成立集合投資基金 (UCI) 者，皆須經 CSSF 事前核准並受其持續監理，另依基金投資標的類型區分，若基金屬該法「第一部分集合投資基金」(UCI Part I) 者，僅可投資於可轉讓有價證券、投資基金、金融衍生性工具、現金和短期貨幣市場工具等流動性佳之標的，而不得進行無擔保信用交易、貴金屬及其相關衍生性商品交易；若基金屬「第二部分集合投資基金」(UCI Part II) 則可視為「另類投資基金」，可投資各類投資標的。有關盧森堡 UCI Part I、II 規範比較，詳圖 5-1。

基金類型		UCITS (Part I)			UCITS (Part II) with authorised AIFM		
組織型態		SICAV (SA)	SICAF (SA, SCA)	FCP	SICAV (SA)	SICAF (SA, SCA, Sàrl, SCS, SCSp)	FCP
設立階段	開放式基金	●			●		
	封閉式基金	×			●		
	投資標的	僅能投資可轉讓證券、投資基金、金融衍生性工具、現金和貨幣市場工具；不得進行無擔保之賣空和信用交易；亦不得交易貴金屬及其相關權證。			無限制		
	投組管理機構	投組管理職能受歐盟UCITS指令及2010/43/EU指令監理。 若管理職能採委外辦理時，則受託基金管理機構應依當地法令辦理。			投組管理職能受歐盟AIFMD及231/2013號指令監理。 此為AIFM核心職能，亦可由非歐盟AIFM依特定合作國家規範進行。		
銷售	可銷售投資人類型	所有投資人			所有投資人		

圖 5-1 盧森堡 UCI Part I、II 規範比較

資料來源：本研究整理

三、亞洲主要國家積極拓展公司型態基金發展機會

香港為吸引境外機構至香港註冊基金，於 2018 年正式提出「開放式基金型公司」架構 (OFC)，在原境外開放式基金及香港基金市場普遍適用之「單位信託基金」(Unit Trust) 外提供更為符合開放式基金業務需求的選擇，提升基金投資之靈活性。為鞏固香港作為國際資產及財富管理中心的地位，2021 年 5 月香港證監會推出資助計畫

容許外地投資基金遷冊來港，並註冊為開放式基金型公司或有限合夥基金，供多種類型的投資基金使用。

新加坡亦鑑於其另類投資商品每年管理規模持續增長，且為持續確立其亞洲資產管理中心地位，遂其參酌盧森堡與香港等國家(地區)發展經驗，於2020年1月訂定「可變資本公司法」(Variable Capital Companies Act 2018, VCC)，以滿足全球與區域基金資產管理公司制基金架構之發展趨勢與需求，關於香港 OFC 及新加坡 VCC 比較，詳表 5-1。

表 5-1 香港 OFC 及新加坡 VCC 比較

事項		香港		新加坡	
整體 架構	基金	公募型 OFC	私募 OFC	核准 可變資本公司 (Authorised VCC)	限制(豁免) 可變資本公司 (Restricted VCC)
	法規	證券及期貨條例 開放式基金型公司守則		2018 年可變資本公司法	
	主管 機關	香港證監會		金融管理局(MAS) 會計與企業管理局(ACRA)	
公司 治理 事項	董事會 董事席次	2		3	1
	董事是否 須獨立於 基金管理 機構	至少須 1 名董事 須獨立於保管機構		須有 1 名 獨立董事	N
	是否須要 基金管理 機構董事	需要		需要	至少 1 位董事
	董事是否 須係該國 籍居民	不需要，董事將需要獲得 證監會核准，故須符合其 適當人選標準，但無居住 規定。非當地居民董事須 委任 1 位香港當地之法律 程序代理人。		須有一位董事為 新加坡籍居民	

事項	香港		新加坡	
基金管理機構所在地	香港		新加坡	
最低資本額	N.A.		N.A.	
保管機構	Y，應符合「單位信託和互惠基金守則」中規定的相同資格要求		Y，應符合「集體投資計劃守則」中規定相同資格要求	Y，新加坡註冊的保管機構；惟私募股權基金及不動產基金無要求須委任保管機構
發行單位	股份		股份 / 債券憑證	
傘型基金架構	Y	Y	Y	Y

資料來源：本研究整理

四、我國已逐步擴大發展另類投資基金

我國自 2007 年開放期貨信託基金業務以來，初期有業者陸續募集數檔 CTA 基金，惟受限法規架構及投資標的等限制，CTA 基金績效表現較難突顯，同時也因投資人較不熟悉此類基金商品，於國內市場較難有共鳴，遂前述 CTA 基金已於 2017 年後陸續清算下市。爾後募集之期貨信託基金多屬期貨 ETF，且國內目前計有 2 家期貨信託事業持續募集期貨信託基金，共計 15 檔期貨信託基金。

另外，我國經濟部亦於 2015 年制定「有限合夥法」，創設具有法人人格的「有限合夥」營利事業組織型態；而金管會亦逐步開放我國投信事業經營 PE Fund，引導國內民間資金投入國內實體產業發展，協助實體事業成長並擴大投信事業資產管理規模。金管會復於 2017 年開放投信事業得經申請核准透過子公司設立 PE Fund、受託管理 PE Fund 以及就所受託管理之 PE Fund 引介專業投資機構參與投資，以期擴大投信事業業務項目、增加資產管理規模並促進我國實體經濟發展。

再者，主管機關另參考日本、新加坡及香港等國家（地區）之不動產投資信託制度，於 2021 年 1 月發布新聞稿研擬開放 REIT 採「基金架構」發行，新增「不動產投資信託事業」得募集及私募不動產投資信託基金，並與現行信託架構 REIT 併行，故我國主管機關已逐步擴大另類投資基金發展機會。

第二節 研究建議

一、建議鬆綁現行私募基金採事後報備制

我國期貨信託基金係屬國外另類投資基金——對沖基金之其中一種操作策略類型，惟我國期貨信託基金與國外對沖基金仍有差異，我國期貨信託基金在期貨商品交易之操作上，並未針對多空部位另行規範限制，即未依買進期貨或賣出期貨之部位分別訂定上限，故在現行規範下，期貨信託基金可在規定額度內買進或賣出期貨，與國外對沖基金操作相同。

參考國外對沖基金監理經驗，其對沖基金除透過衍生性商品槓桿操作外，亦利用放空操作或參與私募股權基金之運作提高絕對報酬，故為降低監理限制，國外對沖基金多以私募方式洽特定人進行募集，且大多不須經主管機關事前核准。惟我國期貨信託基金，在現行規範下無論採對不特定人（公募）方式募集或洽特定人（私募）方式募集，均須向主管機關事先申請核准並受其持續性監理，惟參考香港及新加坡法制，成立私募基金無須經主管機關事前核准，遂建議可開放我國私募期貨信託基金，可毋庸採主管機關事前核准方式設立，以增進其運作效率。

二、參考國外發展經驗再行評估發展我國另類投資基金

觀察國外發展經驗，另類投資可使資本市場完整度、流動性更佳，且透過基金架構方式，使無論係公開或私人市場皆可進行投資。另自

盧森堡 UCIPart II 規範經驗可知，此類基金可投資各類投資標的，故其規範相對具彈性且多元。惟我國基金類型之規範，係以正面表列方式規範，目前我國基金類型有證券投資信託基金、期貨信託基金、不動產投資信託基金（信託架構）。

為提供投資人多元投資管道，主管機關業已參考日本、新加坡及香港等國家（地區）之不動產投資信託制度，於 2021 年 1 月發布新聞稿研擬開放 REIT 採「基金架構」發行，新增「不動產投資信託事業」得募集及私募不動產投資信託基金，並與現行信託架構 REIT 併行，且該不動產投資信託基金規劃將來亦得採公募方式辦理，並向一般投資人進行銷售，故我國對於另類投資基金之發展實屬積極。

復觀察亞洲主要國家（地區），如香港及新加坡等發展經驗，雖皆積極開放並拓展似盧森堡可變動資本公司（SICAV）基金架構，如香港開放式基金型公司（Open-ended Fund Companies, OFC）及新加坡可變動資本公司（Variable Capital Companies, VCC）等架構，且兩者皆可採公募方式向一般投資人進行銷售，惟仍須遵循其單位信託基金規範，如香港公募型 OFC 仍須遵循當地「單位信託及互惠基金守則」（Code on Unit Trusts and Mutual Funds）規定，而新加坡則公募型 VCC，仍須遵循當地「集合投資計劃守則」（The Code on Collective Investment Schemes）等規範。

此外，自香港及新加坡基金市場實務角度觀察，目前香港公募型另類投資基金，實際僅有 1 檔對沖基金，而新加坡另類投資基金則多屬私募基金，故從基金註冊檔數分析，此類公募型另類投資基金檔數實屬不多，而一般投資人參與情形亦未普遍。因此，建議我國可先持續觀察國外公募型另類投資基金發展情形，後續再行研議是否開放除現行期貨及將來預計開放之不動產投資信託基金以外之其他資產類別公募型另類投資基金。

三、透過現有未具證投性質境外基金引進機制培養專業人才及經驗

現階段主管機關業已開放投信事業及投顧事業就「未具證投信基金性質」之境外基金，對高資產客戶進行銷售及諮詢；開放證券商得以複委託方式，受託買賣「未具證投信基金性質」之境外基金；開放獲准辦理高資產客戶財富管理業務之銀行，得以信託方式受託投資「未具證投信基金性質」境外基金。

因此，針對我國高資產客戶，參與「未具證投信基金性質」境外基金，主管機關業已開放相關管道辦理。另評估此類「未具證投信基金性質」境外基金，其投資風險及基金操作策略未如傳統證投信基金，採取階段性及差異監理仍有其必要，故初期就現行「未具證投信基金性質」境外基金相關引進機制實為已足，且考量此類境外基金機構多屬跨國資產管理業者，期望藉由國內外機構初期發展及合作，進行國際資產管理知識與技術交流，持續培植我國資產管理人才及促進產業發展，並可對此類基金商品的投資人及通路端教育訓練，產生初期培養效果，故建議仍可依現有運作架構辦理。

四、建議強化對投資人之教育及保護

我國現行境內基金相關規範中，無論係證券投資信託基金、期貨信託基金及將來研議開放之不基金架構不動產投資信託基金，可遵循現有規範採公募方式向所有投資人銷售，若採私募者則可對符合一定資格之合格投資人銷售。另就「未具證券投資信託性質」之境外基金，現已開放我國高資產客戶可透過投信投顧事業、證券商及獲准辦理高資產客戶財富管理業務之銀行等管道參與投資。

考量投資人對「未具證投信基金性質」基金，其相關風險及基金操作策略之認識，可能未如傳統證投信基金熟悉，故如何強化投資人對此類商品的認識及教育，實為至關重要。建議可先行透過證券暨期

貨周邊單位力量和各級校園等平台，針對「未具證投信基金性質」基金（即另類投資基金）政策法制與商品，以及國內外發展情形等事項進行教育及宣導，促進一般投資人對此類基金的認識，並可作為我國後續發展另類投資基金的先行配套。

後續若開放相關另類投資基金向一般投資人銷售者，當基金投資人與基金銷售機構發生爭議，則建議可依各基金銷售機構相關申訴處理程序辦理，必要時建議可再透過評議中心等機構尋求協助，以期達成保護金融消費者權益及促進金融市場健全發展之目標。



參考資料

一、中文資料

1. 史綱，另類投資：新興金融商品與投資策略，財信出版，初版，2008年。
2. 黃泓智、楊曉文，強化退撫基金另類資產投資之研究，考試院委託研究案，2019年12月。
3. 香港證監會，「2020年資產及財富管理活動調查」，2021年7月。
4. 香港投資者及理財教育委員會，錢家有道「認識香港金融制度和服務」文。
5. ONC Lawyers，「盧森堡與香港達成基金互認安排」。
6. 安永(Ernst & Young)，2020年度全球另類投資基金調查報告，2021年。

二、英文資料

1. Deloitte, “The Deloitte International Wealth Management Centre Ranking 2021”。
2. Elyse Ausenbaugh, The case for alternative investments, available from URL : <https://privatebank>.
3. ESMA, Annual Statistical Report on EU Alternative Investment Funds 2022, available from URL : <https://www.esma.europa.eu/document/eu-alternative-investment-funds-2022-statistical-report>
4. J.P. Morgan Asset Management , 2022 Long-Term Capital Market Assumptions, 2021/12, available from URL : <https://am.jpmorgan.com/us/en/asset-management/institutional/insights/portfolio-insights/lcma/>.
5. Louis D. Finney, Michele Gambera, Alternative Investments Report, UBS, December 2020. , available from URL : <https://www.ubs.com/global/en/assetmanagement/insights/asset-class-perspectives/asset-allocation/articles/alternative-investments.html>
6. Mercer, Infrastructure investing - A primer, 2021. , available from URL : <https://www.mercer.com/our-thinking/wealth/infrastructure-investing-a-primer.html>.
7. Olver Wyman, Domiciles of Alternative Investment Fund, 2014. <http://www.oliverwyman.com/our-expertise/insights/2014/dec/domiciles-of-alternative-investment-funds.html>
8. Singapore MAS ,「2020 Singapore Asset Management Survey」, 2021年11月。
9. WFE, Alternative Investments 2020: An Introduction to Alternative Investments , available from URL : https://www3.weforum.org/docs/WEF_Alternative_Investments_2020_An_Introduction_to_AI.pdf

三、網站資料

1. Association of the Luxembourg Fund Industry, ALFI, available from URL :

- <https://www.alfi.lu>.
2. Chambers and Partners, Alternative Funds 2021 , available from URL : <https://practiceguides.chambers.com/practice-guides/alternative-funds-2021/south-korea>
 3. Financial Services Commission, Revised Rules on PEFs and Improvements to Investor Protection Take Effect from October 21, available from URL : <https://www.fsc.go.kr/eng/pr010101/76711?chCtgr=&curPage=2&srchKey=sj&srchText=&srchBeginDt=2021-10-01&srchEndDt=2021-11-30>.
 4. PwC, Private equity' s ESG journey : From compliance to value creation Global Private Equity Responsible Investment Survey 2021, available from URL : <https://www.pwc.com/gx/en/services/sustainability/publications/private-equity-and-the-responsible-investment-survey.html>.
 5. Korea Financial Investment Association, available from URL : [https:// www.kofia.or.kr](https://www.kofia.or.kr).
 6. 香港投資基金公會，網站：<https://www.hkifa.org.hk/chi/>
 7. 香港證監會 2019 年 1 月 15 日公布 Mutual Recognition of Funds (MRF) between Luxembourg and Hong Kong，網站：<https://apps.sfc.hk/edistributionWeb/gateway/EN/circular/doc?refNo=20EC18>.
 8. 香港證監會 2018 年 5 月，《證券及期貨(開放式基金型公司)規則》及《開放式基金型公司守則》的諮詢總結，網站：<https://apps.sfc.hk/edistributionWeb/gateway/TC/news-and-announcements/news/doc?refNo=18PR53>
 9. 香港證監會，「規則及標準」網站，網站：<https://www.sfc.hk/TC/Rules-and-standards>.
 10. 香港證監會，2002 年 11 月「對沖基金匯報規定」諮詢總結，網站：<https://apps.sfc.hk/edistributionWeb/api/consultation/conclusion?lang=TC&refNo=02CP26>
 11. 新加坡投資管理協會 (IMAS)，網站：<https://imas.org.sg/>

附錄一

財團法人中華民國證券暨期貨市場發展基金會召開 「另類商品相關規範(SICAV Part II)之研究」 期末諮詢會議紀錄

時間：111年12月14日（星期三）下午2時

地點：Webex 視訊會議

主席：施羅德投信	巫董事長慧燕
出席：金管會證期局投信投顧組	葉科長信成
期貨管理組	黃科長佩佩
投信投顧公會業務組	羅組長雪慧
	林專員宜靜
貝萊德投信	洪執行副總經理雅慧
永豐投信	林投資長永祥
列席：本基金會研究處	葉處長淑玲
	陳副處長恩儀
	林助理研究員聖傑
	劉助理研究員大溶

紀錄：劉大溶

壹、主席致詞：(略)

貳、引言簡報：(略)

參、與會人員發言摘錄

● 主持人 巫董事長慧燕

請教各位與會長官及先進對報告內容是否有任何建議或要垂詢之處？

- **證期局 葉科長信成**

- 一、 研究團隊目前的論述邏輯是先由歐盟 SICAV Part II 的實務經驗出發，再提及部分亞洲國家已開放另類商品給一般投資人投資，接著導引出結論。
- 二、 研究團隊目前的建議是將所有的另類基金都向一般投資人進一步開放，而不僅限於專業投資人及高資產族群，但由香港及新加坡的施行經驗來看，若要將另類基金轉為公募，其實都需要經過註冊，且註冊的基金皆要揭露其概況。就香港來看，香港證監會所認可的 1915 支基金中，公募的對沖基金僅有 1 檔。因此，儘管研究團隊目前所呈現的論述係外國相當開放，但實情是存在相當的落差，故若將所有的私募股權基金、不動產及其他種類的另類基金都開放給一般投資人，如此結論似乎跳得太快了。

- **證基會 陳副處長恩儀**

誠如長官所言，本團隊所蒐集之香港資料尚未完整，致使提出的結論不夠嚴謹，本團隊會再加強蒐集相關資料，並重新檢視建議的合理性與適當性。

- **主持人 巫董事長慧燕**

- 一、 在此就個人所了解的國外經驗補充說明。事實上，外國在另類商品的開放速度上並沒有那麼快，儘管盧森堡是幾乎開放一般投資大眾可以投資另類商品，但大多數國家是採取兩階段的開放策略，第一階段主要針對專業投資人或高資產族群進行開放，等到民間熟悉度較高後，第二階段再將特定類型的基金產品開放給一般投資大眾。

- 二、我國目前對於不具備證投信性質之產品的規管已相當完善，惟對於投資人數設定了 99 人的限制。就國外市場來看，私募股權(PE)的普通合夥人(GP)與有限合夥人(LP)即屬於此種有投資人數限制的產品。然而，若是透過集合投資、開放式產品的方式投資另類商品，便不受限於最多 99 人的限制。
- 三、若我們放寬允許採取集合投資方式的另類產品，此種產品便已經具備基金的性質，包含計價方式、評價(Valuation)的透明度等。若是在 SICAV Part II 下，不僅這些規範一應俱全，甚至還會要求該產品必須有保管銀行，且對於保管銀行也有完整的資格條件要求。至於流通性的問題，以國外經驗而言，另類產品每一季都是可以贖回的，每個月也都會作評價。是故，儘管一般在投資私募股權時往往必須面對淨值呈現所謂「J-Curve」的變動趨勢，使投資人通常要投資長達 10 年、12 年或更久才能獲利出場；但當投資人能透過集合投資的方式，就不必面臨此種問題，因為他們的投資已經到了 J-Curve 的後端。
- 四、對於如何讓另類商品能夠「落地」，個人的第一項建議是將開放範圍限縮在 SICAV Part II 的產品，而非所有的另類商品，因為前者在規管上不論是申報、透明度或對投資人的保護上都較為完整。
- 五、個人的第二項建議則是，若我國針對另類產品的投資人類型有所限制，那麼投資人數 99 人的上限是可以取消的。就不具備投信性質的商品而言，不論是銀行端或證券期貨端都面臨以下幾項問題。第一個問題是哪一單位作為主管機關，這方面若參考國外經驗，應為金管會或證期局。第二個

問題則是將此類產品引進台灣時，境內與境外基金發展方向應如何定位？如何持平發展？對此，研究團隊的報告參考國外案例，整理出引進至國內的方式不外乎透過平行基金、連結基金(Feeder Funds)、組合型基金(Fund of Funds)，或甚至自己去做一些整合，若可能以共同投資的方式去做，個人認為在使另類產品落地的方式上，這些都是可以參考的做法。至於境外基金的部分，香港與新加坡的作法是將其變成更廣泛的 SICAV Part II 方面的產品，所限制的是投資人的類型，而非投資人人數，而其主管機關也是類似我國金管會或證期局的單位，因此在整體的投資人保護或相關境外基金機構上的規範要求就較為具體。

● **證期局投信投顧組 葉科長信成**

- 一、 希望研究團隊能在簡報第 48~49 頁「各國基金法規架構彙整」的部分，針對韓國、香港與新加坡對於引入私募及公募型另類商品在當地銷售，再增補其所對應的相關法規以及實際上所核准的公募基金檔數與資產管理規模。
- 二、 簡報第 70 頁對於另類基金的相關建議，由於歐盟的另類商品實際上包含對沖、期貨、貸款、黃金、不動產與創投等相當多種類，如果研究團隊將這些不同性質的種類都用一個名詞概括建議未盡妥適，因為每一種商品都有不同的性質，且也要端視歐盟與亞洲各國的引進狀況究竟如何，才能在政策上做討論。因此，建議研究團隊在第 70 頁所作的建議，可以再做調整。
- 三、 建議研究團隊再對於另類投資保護機制與避免不當銷售的配套措施增加相關建議。目前研究團隊在報告中提到的建

議配套措施與一般公募基金並無太大差異，但國外對於高風險的另類商品應該是有不同的作法，以有效保障一般投資大眾。建議研究團隊能蒐集更多的資訊。

● **證期局期貨商管理組 黃科長佩佩**

- 一、 在研究報告第 150~151 頁，研究團隊對於期貨基金的部分做了兩個建議，第一個是建議信用交易部分也可以開放讓期信基金可做信用交易，但這一點我們持較保留態度，因為期貨交易已具高槓桿性質，只要交保證金就可以進行操作，且目前的證投信基金也未允許信用交易。因此在這些考量下，對於期信基金部分開放信用交易，建議研究報告能審酌是否刪除這項建議。另外，研究團隊也建議期信私募基金可以採取事後報備，不用經過事先核准，不過其實實務上業者來申請期信私募基金實際也不多，故實務上也較無需求。
- 二、 關於研究團隊所一直推廣的期貨 CTA，事實上市場自然有其選擇，從 CTA 基金（如元大多元策略資產）的申請狀況來看，雖然最主要是投資人的選擇，自然會走向投資人所喜歡的基金。
- 三、 另類投資基金的投資標的包含實體與非實體，可能有不動產、古董、美術品等非主流資產，或其他非主流資產，因此如同研究團隊在報告第 10 頁所指出的，另類投資信用基金有流動性低、風險較高、具投資門檻等特性。在我們已知此類商品的風險較高的情況下，若投資人的保護上僅引用舊的機制，也未加強相關宣導，商品的鑑價方面亦缺乏公允市價，同時這又是一個場外交易(Over the Counter, OTC)的市場，這些因素都會造成爭議產生時，將難以解決。因此，若

我國要對一般投資人開放的話，宜採取逐步開放為宜，並針對另類商品的特性詳加考量開放作法，建議研究團隊再針對投資人保護及教育方面研提更多相關作法。此外，其實國人投資特性與歐美國家並不相同，但目前的報告也未論及此一因素，建議研究團隊也多加考量此點。

四、關於期貨交易，事實上期貨交易只是另類投資基金的一種交易工具而非商品。此點在報告第 7 頁上也有提及，建議研究團隊重新思考第 150~151 頁對期貨的相關建議。

● **主持人 巫董事長慧燕**

一、誠如長官所言，本研究目前的結論可能尚未周全，而建議開放的幅度也可能過大。以盧森堡第二類基金為例，對期貨槓桿操作的比率其實是有限制的。

二、其實本研究一開始的研究範圍是比較全方位的另類商品，但後來聚焦在探討 SICAV Part II 的產品，因此研究團隊其實應該針對台灣如何與 SICAV Part II 的產品接軌提出更聚焦的論述。

三、事實上，由於第二類商品已經變成類似基金的形式，因此國外在推動上也有如同長官們前述的種種擔憂；對於這些問題，國外對於投資人的保護、流動性、風險等各個面向，也形成了相當完整的規範。在報告第 111 頁其實已針對第二類商品內具有哪一些限縮性的規定，做出了資訊彙整。

● **證基會 林助理研究員聖傑**

一、本研究會再持續蒐集與補充相關資訊，不過目前本研究蒐集到的資訊顯示 SICAV Part II 並沒有對投資標的進行限制。

- **主持人 巫董事長慧燕**

- 一、 SICAV Part II 對於投資標的方面確實並無限制，不過它在規範上會限制基金本身的運用。
- 二、 另類投資基金可分為「開放型」與「封閉型」兩種，對於我們所探討的 SICAV Part II，可以將開放範圍限縮在開放型的產品，如此便不會一下子把門開得太大。

- **貝萊德投信 洪執行副總經理雅慧：**

- 一、 謝謝證基會團隊詳盡的研究報告。針對證期局投信投顧組長官提到簡報第 48~49 頁可以強化部分，個人認為可再加入香港及新加坡已發行的公募另類產品名稱、檔數，由於另類產品有很多類型，因此建議研究團隊也可以分析目前香港與新加坡的公募產品主要屬於哪一種類型的公募產品，以及其資產管理規模(AUM)目前狀況與逐年的變化趨勢。另外，也建議可以分析購買公募產品的主要是哪類的投資人，因為雖然這些產品已經開放給一般投資人購買，但或許可能主要的購買者都是專業投資人。例如，研究團隊的報告也指出韓國公募另類產品在近年 AUM 成長迅速，其主要的購買者即為政府退休基金。
- 二、 在此呼應證期局期貨商管理組長官的說法，其實另類產品是一個很小眾的市場，且教育投資人並不是一件容易的事情。目前境內或境外基金也常常接到客訴及抱怨，依另類產品係屬長期投資產品且其淨值並不會每天都更新公告，可能導致投資人亦會有所客訴。若我們能夠多了解其他亞洲國家市場開放後的狀況，對我們也會較有幫助。

- **主持人 巫董事長慧燕**

- 一、目前的報告提到韓國是先開放給專業投資人，但近期韓國又體認到有必要進一步開放，因此 2021 年法規又作了更進一步的開放，因此趨勢上確實是朝著更開放的角度。如果另類投資產品係採取基金的形式，那麼在規範上就還需要再納入一些內容，例如盧森堡在 2013 年針對另類投資的基金管理(Fund Management)的規範。
- 二、我們常將另類股權與另類基金、私募股權或私募基金，這些私募(Private placement)的概念概括起來討論，但在國外會明確區分每個種類，並制定不同的規管方式。
- 三、近期的國外趨勢是透過組合型基金的形式投資「基礎建設」或「房地產」相關的標的，透過多一層基金的投資架構，使標的能更具分散性、流動性。對於投資人而言，若擔心標的太集中造成的風險，此一投資架構就可以作為一個很好的解決方案。
- 四、請研究團隊更聚焦於探討這方面的資訊，同時針對長官與先進們所指出的面向予以補強。

- **投信投顧公會業務組 羅組長雪慧、林專員宜靜**

- 一、本會沒有意見，謝謝主持人與研究團隊。

- **證期局投信投顧組 葉科長信成**

- 一、關於結論處提到專業人才培育的議題，個人認為發展境內基金在人才培育上比較有可能性，但引進境外另類投資產品的部分較難進行人才養成，畢竟引進境外產品僅能間接地學到技術，沒有辦法直接操作。因此，對於引進另類商品

(尤其是引進境外另類商品)與人才培育之間的關係,研究團隊應該要再加強相關論述邏輯。

● 主持人 巫董事長慧燕

- 一、誠然,另類商品的相關人才在培育方向上確實相當不同。就前、中、後臺所需的人才為例,傳統的第一類基金通常需要的是了解整個公開募集(上市櫃及基金)的人才,但另類基金所需要的相關人才範圍更加廣泛,必須要對資本市場上的創業投資、私募股權,乃至於永續金融相關的商品有相當程度的了解,尤其是要能夠掌握許多以私募形式先推出的商品。因此相關人才的培育並不見得是針對投資標的本身進行,而是可能針對中後臺的建構、對投資人及通路的教育等其他面向。尤其,教育這方面將需要更多的量能,因為必須讓投資人及通路更為了解另類商品。
- 二、舉例而言,我們現在針對不具證投信性質之基金商品上,銀行在財富管理業務部分其實已有開放,可是目前僅能採取獨家辦理或一對一的形式辦理。個人其實聽過許多銀行業先進表示他們非常期待境外基金公司協助,因為境外基金機構本身無論是具備證投信或不具證投信的產品都有,因此銀行界相當希望境外基金可以採取總代理的形式,這樣對於中後臺而言,便能夠透過更加了解境外基金,進而清楚整體架構、法規規範、投資人保護作法等各個面向,同時也有益於通路人才的培育。
- 三、本研究的結論將盡可能同時考慮境外及境內產品人才培育的可能方向及作法,以提出更全方位的思考及建議。

- 四、 謝謝長官與先進們與我們分享許多非常好的建議與方向，針對長官希望探討的面向，以及相關作法如何在台灣「落地(生根)」的可能作法，研究團隊後續會再做進一步的聚焦與補充。
- 五、 針對目前另類投資在全球的趨勢，其實另類投資逐漸扮演愈來愈重要的角色，尤其是在永續轉型、影響力投資領域。目前國外在發展私募資產的成長速度其實比傳統式的基金更快速，而私募產品在扮演資金提供者的角色與帶動產業升級上也扮演非常重要角色，但相關配套的到位是必要條件。我們非常期待透過這次的研究案，在未來促成更多元的籌資選項，使我國產業升級與永續發展能獲得更充足的資金量能。目前國外也有兩個重要趨勢，第一個是公私協力(Public-private partnership, PPP)，旨在透過政府與民間合作，創造出市場，使資金能導入到具影響力、開創性與永續性的產業；另一個則是混合金融(blended finance)，透過將資本市場上光譜多元的產品都包進來，這方面的好處是增加報酬性，且也可以讓種類上更多元，較不會受到景氣循環的影響，另一個部分則是透過基金形式較好的規管，不論是評價、透明度、流通性或整體的規範上能夠更多元，達到在犧牲某部分流通性下，可以達到更好的報酬或做到影響力投資。
- 六、 報告論述上在這方面還能強化，以及在「落地」方面，國外到底是如何引進境外產品或落地，強化對國內的幫助，或者結合境內外產品優勢怎麼去做，再請研究團隊做更多的論述。

散會（下午 3 時 30 分）

