

## 發展我國另類投資基金之研究

研究性質：「資產管理人才培育與產業發展基金」106 年度工作計畫

研究期間：106 年 4 月～106 年 11 月

報告摘要：

### 一、另類投資基金（AIF）簡介

另類投資又稱「替代投資」或「非主流投資」，具有非公開、非傳統（不從事普通股、債與現金投資）、流動性低等特性。另類投資基金（Alternative Investment Fund, AIF）為向符合一定資格或資產條件之投資人募集資金，運用傳統投資人無法取得之技術（如放空、控制部位、積極管理、私人所有權結構等）、工具（如衍生性商品、或混搭證券等方式）、市場（包括私人市場、直接投資房地產、直接控制公司經營權、商品交易與國外交易）、資本結構（如槓桿操作、融資借貸或操作衍生性商品等）所為之目標性投資。

AIF 組織架構採有限責任合夥（LLP）或有限責任公司（LLC），向特定人（應募人）以私募（Private Placement）方式籌措資金，成立資金池（Investment Pool）以進行商品投資交易與產業經營行為。與共同基金架構最大不同之處在於，AIF 之投資人為發起人（Sponsors），為有限責任合夥人，僅對其出資負有限責任；負責基金營運投資之經理人（或投資顧問）為普通合夥人，依其執行業務負無限責任。

### 二、美、英、中國大陸與香港制度比較

#### （一）美國

AIF 屬私募基金（Private fund）集資型態，亦有稱為私募投資公司（Private investment company），與募集發行共同基金之投資公司（Investment company）不同，依美國 1996 年全國證券市場改革法（National Securities Markets Improvement Act of 1996）Section 3（C）（7）規定，私募基金排除 1940 年投資公司法之適用。私募基金之投資人為 100 人以下，以私下接觸、交易之方式募集資金。投資人需為合格之投資人（qualified purchaser），限定具投資經驗之法人機構與擁有高資產淨值之客戶。利用 1933 年證券法 Section 4(2)的豁免規定，

以避免「任何公開招募」(Public offering)行為，以免違反 Regulation D 的「禁止對不特定人為廣泛之推銷或宣傳(solicitation or advertising)以招募或銷售有價證券」之規定。

## (二) 英國

依 FCA 「另類投資基金經理規則」(Alternative Investment Fund Manager Regulation) 規定，可為開放型或封閉型基金，得以任何法律形式，包括契約、信託或依法條規定成立之一種集合投資事業，且包括類似之投資承諾，其特色為：

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

英國境內大部分的 AIF 均註冊於盧森堡、開曼或馬爾他等地，屬境外基金。類型包括不動產基金 (Real Estate Investment Fund)、私募股權基金 (PE Fund)、對沖基金 (Hedge Fund)、另類投資組合型基金(AIF Fund of Funds)、商品基金及基礎建設基金等，目前歐洲市場占比最高者為前三種基金。

## (三) 中國

中國將 AIF 納入私募基金範疇，早期因無法律監管，擴張速度極快，致引發亂象。2013 年 6 月中國修訂「證券投資基金法」，正式將私募基金納入監管範圍，證監會並於 2014 年 8 月公布「私募投資基金監督管理暫行辦法」，將兩大類業務納入監管，依其組織型態分別為：

1. 公司型私募基金和合夥企業型私募基金，即陽光私募基金 (私募證券投資基金)、私募股權投資基金 (PE Fund) 等。
2. 契約型私募基金業務。

此外依據自律組織中國證券投資基金業協會發布之登記備案辦法，私募基金主要分為私募證券投資基金、私募股權、創業投資基金和其他私募投資基金 (包括投資於藝術品、紅酒等特定商品之私募基金)。

## (四) 香港

香港僅次於中國為亞洲第二大的私募基金中心，惟對沖基金最為盛行，故香港將對沖基金稱之為另類投資基金或絕對回報基金。私募基金並非主管機關監管範圍，其投資操作可豁免單位投資信託（即共同基金）法規之規範。比較特別的是，2002 年香港發布「對沖基金指引」，正式允許公開募集對沖基金，係少數針對對沖基金專法規範的國家。由於可公開募集，故對基金成立條件、資產總額門檻均有規定，並依據對沖基金之風險程度對其基金經理人訂定不同具體要求。

茲將美國、英國、中國大陸與香港之另類投資基金制度，彙整比較於表一。

表一 各國另類投資基金制度比較

	美國	英國	中國大陸、香港
法律規範	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 1940 年投資公司</li> <li>● 1940 年投資顧問法</li> <li>● 發行與銷售 AIF 受益憑證之行為受「1933 年證券法」與「1934 年證券交易法」管轄。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 1907 年有限合夥法及合夥帳戶條例規定，FCA 可要求有限合夥之普通合夥人提供合夥企業帳戶備查。</li> <li>● 另類投資基金規則：AIF 經理人應向 FCA 定期申報。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 中國大陸 <ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 中華人民共和國證券投資基金法(2015.4 修訂)</li> <li>✓ 私募投資基金監督管理暫行辦法(2014.8)</li> <li>✓ 私募投資基金管理人登記與基金備案辦法(試行)(2014.2)</li> <li>✓ 私募投資基金資訊披露管理辦法(2016.2)</li> <li>✓ 私募投資基金募集行為管理辦法(2016.4)</li> </ul> </li> <li>● 香港 <ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 證券及期貨條例</li> <li>✓ 單位信託和互惠基金守則§8.7</li> </ul> </li> </ul>
設立方式	申報登記/豁免登記	資產達一定規模者應申請授權登記	登記備案制
資本門檻限制	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 無成立資本額限制。</li> <li>● 一定規模以上基金應向 SEC 登記。</li> <li>● 投資顧問依管理資產規模分別向 SEC 申請登記或向各州主管機關登記。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 無成立資本額限制。</li> <li>● 歐盟 AIFMD 指令允許總資產管理規模不超過一定數額豁免登記。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● LLP 無成立資本額限制。</li> <li>● 集合資產管理計畫募集金額不低於 3000 萬元，並限 50 億元人民幣以下。</li> </ul>
對沖基金	○	○	○
PE 基金	○	○	○
不動產基金	○	○	○

<b>投資人限制</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 1933 年證券法 Regulation D 定義之「合格投資人」可豁免登記，非「合格投資人」者，以 35 人為限。</li> <li>● 1940 年投資公司法： <ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 受益人不超過 100 人；</li> <li>✓ 股份轉讓限定專業投資人為轉讓對象，</li> <li>✓ 未從事也無意從事公開招募。</li> </ul> </li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 依 FCA 商業行為規則對合格投資人之定義。發行人必須對投資人進行適合性評估，以確保這些投資適合潛在投資人。</li> <li>● 未限制 AIF 經理人向公共機構（如：政府退休基金）銷售，對於中介機構募資所獲之金額與運用方式亦無特殊限制。</li> </ul>	證券投資基金法§88：私募基金合併計算直接和間接投資者人數累計不得超過 200 人，並且應向「合格投資者」募集。
<b>投資標的範圍</b>	無法律限制，依契約規定。	無法律限制，依契約規定。	股票、股、債、期貨、期權、基金份額及契約中約定其他投資。

資料來源：本研究整理

### 三、發展我國 AIF 之契機

我國長期以來無有限合夥契約架構，民法債編僅訂有合夥契約（負無限責任）且條文簡略，法制上對中大型公司有利。104 年 6 月 24 日公布「有限合夥法」，立法目的為增加事業組織之多元性及經營方式之彈性。明訂普通合夥人提供創意或技術，是實際經營業務者，對有限合夥的債務負無限責任；有限合夥人提供資金，但不實際參與經營，僅就出資額負有限責任。同法第 8 條更開放「公司法」規範之所有公司種類均可擔任有限合夥契約中之普通合夥人，且原本不得以現金外方式出資擔任其他公司股東之有限責任公司，在有限合夥法架構下，可採用現金外方式（如勞務）出資，以執行業務。

我國不乏創業投資公司或一般投資公司，但金融業受限於股份有限公司架構及相關投資限制，法律變革為有意經營私人投資業務之金融業者開啟管道。106 年 8 月 1 日證期局以金管證投字第 106009113 號令開放投信公司得轉投資設立有限合夥公司，擔任私募股權基金（PE Fund）之普通合夥人，並受託管理基金。而 PE Fund 本屬另類投資基金（AIF）之一種投資型態，其組織架構與經營管理模式類似，故開放投信事業從事 AIF 業務，發展私人投資市場已成為可行選項。

再者，投信事業轉投資之子公司非公開發行公司，雖以投資為業，但主管機關為發展產業之經濟部，而非金管會證期局。資金來源為高資產淨值之自然人或法人，並非一般投資大眾，符合低度監理原則。

主管機關僅須掌握此類公司於市場投資狀況、資金進出，持有部位與要求其對投資人為資訊揭露等，不須對其營運績效進行監管。

惟「有限合夥法」通過後，稅法並未配合檢討，對有限合夥仍課徵營利事業所得稅，再加上合夥人自己亦需負擔個人綜合所得稅，稅賦過重。合夥事業有以勞務等非資金方式入股，應衡量使可以依狀況繳納營業所得稅或個人綜所稅，方符合有限合夥之精神。另如 PE Fund 常以槓桿方式收購上市企業的公開股權，但依企業併購法的租稅措施，得免徵證券交易稅或營利事業所得稅者仍僅適用於公司或商業登記之事業，有限合夥目前無法適用，宜思考修訂。

鑑於新修訂「產業創新條例」第 23 條之 1 與第 23 條之 2 有關符合一定條件之創投有限合夥可採穿透個體課稅之規定。符合投資相關產業之 AIF 亦得援引，避免在投資人階段及被投資事業階段之重複課稅，解決原應免稅之證券交易所得反因事業主體存在而轉變為應稅之營利所得問題。

#### 四、發展我國另類投資基金之配套措施

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

治理需求，投信公司必須要在董事會的位階充分督導並了解自己的子公司業務。而金融主管機關核准投信公司從事此業務，則需要獲得統計資料，包括在國內外設立情形、業務規模等，以確保其資訊透明度。

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

## 五、結論與建議

以簡表列示我國發展 AIF 之建議如下：

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

### 開放我國 AIF 具體措施簡表

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

資料來源：本研究整理。

S - F - I