

【國際證券暨期貨市場簡訊】

# 歐盟地區另類投資基金經理人指令 (Directive on Alternative Investment Fund Managers) 草案簡介

古坤榮 (證期局)  
科長

## 壹、前言

因應 2008 年全球金融海嘯及金融危機，世界各國主管機關已將金融改革列為國家層次之議題，並透過國際會議之溝通與對話機制，企圖將各國改革之方向及腳步予以統合一致。有鑒於金融商品之銷售造成投資人大量損失，配合 20 大工業國高峰會議 (G20) 及歐盟理事會對金融穩定之承諾，歐盟執行委員會爰於 2009 年 4 月 29 日發布另類投資基金經理人指令 (Directive on Alternative Investment Fund Managers) 草案，期加強監理歐盟地區基金之操作及銷售等業務，該指令並於 2010 年 5 月 18 日經過歐盟經濟暨財長委員會 (ECOFIN) 通過，全案將提報歐洲議會，規劃自 2010 年 5 月 31 日開始討論、7 月底前定案。由於該指令草案未來實施後勢將衝擊全球之基金業者，其中尤以歐盟地區目前適用 UCITS 指令 (Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities Directive) 之基金業者為甚。另類投資基金經理人指令 (Directive on Alternative Investment Fund Managers) 草案自發布徵詢各界之意見後，已引發歐盟地區資產管理業界之不同意見。

本篇文章將先就另類投資基金經理人指令 (Directive on Alternative Investment Fund Managers) 草案制訂之背景、適用範圍、架構及重點內容進行介紹，並就其草案內容進行簡要之解析，最後再就本指令實施之影響及市場提出之批評進行說明。

## 貳、另類投資基金經理人指令 (Directive on Alternative Investment Fund Managers) 草案訂定背景及適用範圍

(一) 另類投資基金 (Alternative Investment Fund) 之主要範圍及其特徵：

另類投資基金之範圍極廣，一般而言與適用 UCITS 之基金不同，依據歐盟地區之界定，包括不動產基金、私募股權基金、對沖基金、另類投資組合型基金、商品基金及基礎建設基金，內容如次：

1. 不動產基金 (Real Estate Funds)：不動產基金提供投資人投資廠房、土地等不動產資產之暴險，包括封閉型及開放型基金兩種，不動產目前並非 UCITS 基金允許之投資標的。
2. 私募股權基金 (Private Equity Funds)：私募股權基金提供投資人投資於未上市公司之機會，與一般投資於股權之 UCITS 基金相較，私募股權基金被允許參與被投資公司之經營。
3. 對沖基金 (Hedge Funds)：對沖基金追求絕對報酬，亦即透過市場價格之上漲或下跌獲利，可以投資各種資產，包括一般 UCITS 不能投資之範圍，如商品或不動產，以及運用非傳統型投資組合管理技術，如無券放空或超額融券等。
4. 另類投資組合型基金 (Fund of Alternative Investment Funds)：組合型基金之投資組合為其他基金，此類基金不直接從事投資，而是透過投資其他另類投資基金之方式達成分散目標，非 UCITS 之組合型基金主要包括對沖組合型基金、不動產組合型基金及私募股權組合型基金。
5. 商品基金 (Commodity Funds)：商品基金投資於股票或衍生性商品，其淨值變動與實體商品之價格具有高度相關，範圍包括石油、金屬、食品或農產品等。一般 UCITS 無法投資實體商品，但可以透過股票或衍生性商品取得商品暴險部位。
6. 基礎建設基金 (Infrastructure Funds)：基礎建設基金主要投資於支持經濟體系之資產，通常與地方或中央政府有關，例如投資於道路、鐵路、橋樑、港口、機場、電力資產、傳輸線路、管線、通訊網路等。一般而言 UCITS 不得投資此類無流動性之資產，惟可以投資從事於基礎建設計畫之公司。

(二) 另類投資基金經理人指令 (Directive on Alternative Investment Fund Managers) 草案內容訂定背景：

1. 制訂目的：目前另類投資基金經理人 (AIFM) 從事基金業務，主要受到歐盟各會員國金融法規及歐洲共同體法律 (Community Law) 中通則之規範，惟現行規範對於監理另類投資基金經理人 (AIFM) 之各種風險仍有不足，是以歐盟執行委員會為建立一致性監理架構，管理跨國界之風險，爰訂定另類投資基金經理人 (AIFM) 指令草案。
2. 制訂目標：建立安全性及一致性之歐盟監理架構，以加強監督與管理另類投資基金經理人 (AIFM) 對投資人、交易對手、其他金融市場參與者及

金融市場之穩定所造成之風險，並允許另類投資基金經理人(AIFM)在遵守嚴格之規定下，跨國提供服務及銷售基金。

3. **制訂之基本邏輯**：雖然另類投資基金之範圍很大，惟另類投資基金經理人(AIFM)指令所規範之基金型態以對沖基金（Hedge Funds）及私募股權基金（Private Equity Funds）為主，並以該兩種基金所可能產生之系統風險為規範重點，其中涉及該兩種基金運用槓桿（Leverage）及放空（Short Sale）等操作策略，因此另類投資基金經理人指令（Directive on Alternative Investment Fund Managers）草案主要係採取一種概括性、綜合性方法（Comprehensive Approach），規範 UCITS 以外所有之基金業者及各種資產類型，並強調對於未上市公司之槓桿操作及控制影響程度，規範之重點包括基金（Fund）、經理人（Manager）及銷售通路（Distribution），並引進投資人保護機制。

（三）另類投資基金經理人指令（Directive on Alternative Investment Fund Managers）未來適用對象：

1. 適用於 UCITS（Undertakings for Collective Investment in Transferrable Securities）以外之基金經理人（即所稱之另類投資基金經理人（AIFM））。
2. 適用於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適用，否則亦不能享有指令給予之權利）：
  - (1) 管理之投資組合資產未達 1 億歐元。
  - (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 年內得贖回基金之權利，基金規模未達 5 億歐元。

### 參、另類投資基金經理人指令（Directive on Alternative Investment Fund Managers）草案架構

另類投資基金經理人指令（Directive on Alternative Investment Fund Managers）草案共分 9 章，計有條文 56 條，主要架構如下：

各章次序	內容
第 1 章	通則
第 2 章	另類投資基金經理人（AIFM）之核准
第 3 章	另類投資基金經理人（AIFM）經營之條件
第 4 章	透明度規範
第 5 章	另類投資基金經理人（AIFM）管理特定型態基金之義務
第 6 章	另類投資基金經理人（AIFM）之管理及銷售服務規範。
第 7 章	非歐盟會員國之特殊規定
第 8 章	主管機關
第 9 章	過渡時期及最終條文

此外，就另類投資基金經理人（AIFM）指令草案所規範之三項重點－基金（Fund）、經理人（Manager）及銷售通路（Distribution）分析，其主要架構如下：

重點項目	主要規範內容
基金 Fund	<ul style="list-style-type: none"> <li>●基金募集或銷售通知之規定（第 31 條）</li> <li>●投資證券化商品之規定（第 13 條）</li> <li>●保管機構（第 17 條）</li> <li>●獨立評價機構（第 16 條）</li> <li>●年報（第 19 條）、向主管機關申報之義務（第 27 條）</li> </ul>
經理人 Manager	<ul style="list-style-type: none"> <li>■申請核准之規定（第 4 條）</li> <li>■初始最低實收資本額為 125,000 歐元，隨 AUM 金額增加逐步增加最低實收資本額（第 14 條）</li> <li>■資格條件：誠實、具備足夠技能、公平及專業注意及勤勉（第 9 條）</li> <li>■身分、揭露及利益衝突管理（第 10 條）</li> <li>■風險管理（特別是放空）（第 11 條）</li> <li>■流動性管理（第 12 條）</li> </ul>
銷售通路 Distribution	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆申請核准之規定（第 4 條）</li> <li>◆僅限銷售予專業投資人（第 31 條）</li> <li>◆客戶投資前之揭露規範（第 20 條）</li> </ul>

#### 肆、另類投資基金經理人（AIFM）指令草案重點內容：

- （一）**範圍及定義**：適用於歐盟會員國地區從事另類投資基金業務，相關核准及監理事項。
- （二）**營運條件及初次申請**：於歐盟地區經營另類投資基金業務前須先取得其母國之經營核准，審核重點在於風險管理機制之健全性(其中以流動性、作業及交易對手風險為主)，並須符合最低實收資本額之要求。  
依據歐盟執委會發布 UCITS 指令，基金管理公司最低實收資本應為 125,000 歐元，並隨管理資產之規模擴大，須增加實收資本。
- （三）**對待客戶之方式**：另類投資基金經理人（AIFM）對於客戶初次及持續資訊之提供應符合一定之標準，內容包括須揭露投資政策、基金贖回政策、評價、保管、管理及風險控管程序以及相關之投資收費。
- （四）**對監理單位之揭露**：另類投資基金經理人（AIFM）需定期對主管機關陳報相關資訊，包括基金操作之主要市場及工具、主要曝險、績效資料、集中風險等。另類投資基金經理人（AIFM）亦必須通知其所註冊登記之母國有關基金之基本資料、基金主要投資之市場與資產、基金之組織運作架構及風險管理。
- （五）**經營槓桿式另類投資基金之特別規定**：指令賦與歐盟執行委員會得透過一定程序，對於另類投資基金運用槓桿予以設限，以確保金融體系之穩定與健全。指令亦賦與各歐盟會員國在特殊情況下，約束個別基金經理人或個別基金

使用槓桿之上限。此外，另類投資基金經理人（AIFM）亦須就整體槓桿運用之情形揭露給母國主管機關，母國主管機關取得該項訊息後須與其他歐盟會員國之主管機關交換資訊以加強監理另類投資基金經理人（AIFM）。

- （六）**另類投資基金經理人（AIFM）取得公司控制權時之特別規定：**針對私募股權基金或併購基金等屬於另類投資基金經理人（AIFM）類型之基金，如取得被投資公司之控制權時（單一基金或同一基金經理人管理之所有基金持有被投資公司股權達 30% 以上），必須於年報中揭露該基金之投資策略與目標，以及在取得控制權後該被投資公司之經營績效。但如被投資公司屬中小型企業（Small and Medium Enterprises；SME）則無須揭露。另上市公司股權被私募股權基金收購後可能下市，致減少資訊揭露，指令爰規定上市公司下市後須持續履行資訊揭露之義務 2 年。

依據歐盟之標準，員工人數在 50 人以下者屬小型企業；介於 50 人至 250 人間屬中型企業。

- （七）**新規定實施後另類投資基金經理人（AIFM）之權利：**為達成歐洲單一市場之發展目標，在新規範下，另類投資基金經理人（AIFM）經由母國主管機關核准後，得於歐盟任一會員國境內向專業投資人銷售基金。會員國不得另訂其他規定對其他會員國註冊登記之另類投資基金經理人（AIFM）業務限制。此外，另類投資基金經理人（AIFM）從事跨國基金銷售時僅須通知其所在地國主管機關即可，相關重要資訊之申報仍向其註冊登記之母國辦理。但指令規定，另類投資基金經理人（AIFM）如將基金銷售予零售投資人，各歐盟會員國可決定是否加以禁止或設限，惟不得有任何差別待遇。

- （八）**非歐盟會員國家之規定：**指令允許非於歐盟會員國註冊登記之另類投資基金經理人（AIFM），在符合下列情形之一時，得於歐盟會員國境內銷售基金：

1. 歐盟會員國與另類投資基金經理人（AIFM）註冊登記之國家雙方訂有依 OECD Model Tax Convention 第 26 條規定之協定。
2. 非於歐盟會員國註冊登記之另類投資基金經理人（AIFM），其主管機關對於金融業之法制架構與監督機制與本指令之規範內容相當（此部分認定由歐盟執行委員會決定）。

此部分預計於指令通過 3 年後實施，3 年過渡期間內歐盟會員國可自行決定是否允許銷售，以及訂定配套措施管理該基金之銷售。

- （九）**監理合作、資訊分享及調解：**指令規定歐盟會員國之主管機關必須合作以達成指令所訂之目標，因此另類投資基金經理人（AIFM）登記之母國之主管機關必須以適當之方式將資訊提供其他歐盟各會員國，另會員國之間如有爭議須先透過歐洲證券監理者委員會（CESR；Commission of European Securities Regulators）進行調解。

## 伍、另類投資基金經理人指令（Directive on Alternative Investment Fund Managers）草案解析

- （一）歐盟地區之另類投資基金型態雖極為多元，但另類投資基金經理人指令（Directive on Alternative Investment Fund Managers）所規範之對象，主要仍以對沖基金或私募股權基金為主，依據指令之規定，凡集合投資計畫業務中投資轉讓證券（Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities；UCITS）以外者，均為其規範之範疇。至於 UCITS 部分，歐盟執行委員會已於 2009 年發布相關指令管理此類基金業務。相較之下，國內證券投資信託基金以上市（櫃）有價證券之投資為主，性質上與 UCITS 基金較為接近。另國內之私募證券投資信託基金與期貨信託基金性質上則與國外對沖基金類似，國內期貨信託基金以從事國內外期貨交易契約為主，因此性質上與國外對沖基金中之管理期貨基金（Managed Futures）性質較為接近。
- （二）另類投資基金經理人指令（Directive on Alternative Investment Fund Managers）之規範目標，除期望降低歐盟地區因另類投資基金槓桿及放空操作所引發之系統風險之外，主要在於建立歐盟各會員國間一致性之標準，是以凡註冊登記於歐盟會員國或於歐盟會員國地區向專業投資人從事基金銷售等行為，均受相同規範。至如另類投資基金經理人（AIFM）向歐盟會員國之零售投資人(非專業投資人)銷售基金，則回歸由歐盟各會員國自訂規範管理。
- （三）為一致規範專業投資人之定義，依另類投資基金經理人（AIFM）指令規定，係指對其投資決策具有經驗、知識及專業，並適當評估潛在風險之投資人，包括經核准或受規管於金融市場營運之機構，以及從事一定金額以上金融交易之自然人等。國內目前對於私募之證券投資信託基金，或對符合一定資格條件之人募集之期貨信託基金之投資人亦有類似資格條件之限制，分別訂於國內證券投資信託及顧問法第 11 條及期貨信託基金管理辦法第 13 條等相關規定中，其規範之方式大致與另類投資基金經理人（AIFM）指令對專業投資人之規定方式相同。

有關專業投資人之定義，另類投資基金經理人指令草案主要係引用歐盟執行委員會於 2004 年所發布之指令。國內亦有類似規範，**依據證券投資信託及顧問法第 11 條及相關規定，包括：**

1. 銀行、票券、信託、保險及證券業等。
2. 本人淨資產達新臺幣 1 千萬元或與配偶合計 1 千 5 百萬元；或最近 2 年度本人年平均所得達新臺幣 150 萬元或與配偶年平均所得合計達 200 萬元。
3. 法人、基金總資產或信託財產達新臺幣 5 千萬元。

另依據期貨信託基金管理辦法第 13 條及相關規定，包括：

1. 銀行、票券、信託、保險、證券業及期貨業等。
2. 該自然人、法人或基金於申購期貨信託基金金額至少達新臺幣 250 萬元。

- (四) 另類投資基金經理人 (AIFM) 指令規範之基金須具一定規模，管理之投資組合資產未達 1 億歐元者不適用本指令，投資組合達 1 億歐元但未達 5 億歐元者，如該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 年內得贖回基金之權利者亦不適用。據歐盟之估計，約有 30% 之對沖基金經理人適用本指令，所管理之資產約佔整個對沖基金資產規模之 90%。
- (五) 另類投資基金經理人指令 (Directive on Alternative Investment Fund Managers) 之特色在於賦予基金跨國銷售之權利，其規範重點包括資格條件、銷售對象限制、資訊揭露、監理資訊分享等項目，使經核准之另類投資基金得以在歐盟地區暢行無阻 (EU Passport)。

## 陸、結論

另類投資基金經理人指令 (Directive on Alternative Investment Fund Managers) 草案自公布對外徵詢意見之後，已引發歐盟地區資產管理業者熱烈之討論，並提出許多批評，可預見的，本指令在未來實施之後對於歐盟地區乃至全球基金業務發展將產生劃時代之影響，並將對非歐盟地區之各國主管機關形成重大壓力，各國主管機關應審慎評估因應，以確保各國資產管理業務在金融監理、投資人權益保障及市場競爭力之間取得一平衡。

目前歐盟地區對於另類投資基金經理人指令 (Directive on Alternative Investment Fund Managers) 草案之批評，主要內容如下：

- (一) 指令草案禁止未經核准之歐盟地區另類投資基金經理人於歐盟地區從事基金募集或銷售等資產管理服務之活動，至於非歐盟地區之另類投資基金經理人，亦無法透過申請核准之方式於歐盟地區從事募集或銷售基金等資產管理服務之活動，此種限制對於投資人之利益及提升歐盟地區另類投資基金經理人之競爭力並無實質助益。
- (二) 指令草案原則上禁止另類投資基金經理人將部分投資組合及風險管理功能委託其他另類投資基金經理人執行，除非該被委任之另類投資基金經理人本身亦經核准管理類似型態基金。此亦限制非歐盟地區註冊之另類投資基金經理人及其他全球各地之另類投資基金經理人無法接受歐盟地區基金經理人之委託操作基金，此限制相較之下，比 UCITS 之規範更嚴格。
- (三) 指令草案規定，在投資人進行投資前須將所有交易之附約 (Side Letter) 向投資人進行內容之揭露，無論交易附約內容重要與否，重點包括附約存在性、內容及相關投資人身分等。但市場上認為，揭露不重要之附約內容對於投資人並無效益，且將基金投資人之身分揭露給其他基金投資人並不適當。

資料來源：

[http://ec.europa.eu/internal\\_market/investment/docs/alternative\\_investments/fund\\_managers\\_proposal\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/investment/docs/alternative_investments/fund_managers_proposal_en.pdf)