



國立臺灣大學法律學院法律研究所

碩士論文

Department of Law

College of Law

National Taiwan University

Master Thesis

論臺灣私募股權基金之證券監管法制—

以公司型基金為中心

The Securities Regulation of Taiwan's Private Equity

Funds

— Focusing on Investment Company Funds

張學昌

Hsueh-Chang Chang

指導教授：楊岳平 博士

Yueh-Ping Yang S.J.D.

中華民國 108 年 7 月

July 2019



謝辭

謝謝爸、媽。你們給我一刻都不曾少過的生活、教育、關愛與照顧，讓我能夠豐衣足食又自信的學習與立足，是你們成就了今日的我，希望今日的我也能榮耀你們。

謝謝 Supernova 的朋友（猴哥、舒寶、舅公、胖虎...）。小時候的遺憾變成現在的緣分，不曾想過能有這樣的機會認識幽默又善良的你們，讓我在苦悶的研究所生涯裡仍舊能有動力面對每一天，這一切不是我的努力，而是我的運氣。有幸承蒙你們的照顧與關心，未來換我關心與照顧你們。

謝謝楊岳平教授。以前從不覺得學術領域有任何令人嚮往之處，但卻在您教學與研究的身影看到無比的熱情與光輝，在汗顏的同時默默地發起想要追尋您的念頭。還記得才在設想論文题目的自己有多害怕與顛頗，但到了現在，好像稍微能夠挺起胸膛說出：「這是我的論文」。是您的指導與鼓勵讓我能夠勇敢的踩穩步伐，能夠由您指導是我研究所最大的收穫，與驕傲。

最後，謝謝意蓉。從一次陌生的班聚，到現在每天互問晚餐吃什麼；從一趟巧遇的公車，到現在每天騎車一起東奔西跑；從大學畢業一起領畢業證書，到現研究所畢業又要領畢業證書，沒有想過我們能走到這裡，也沒想過我們能一起完成這麼多事情。求學的路途艱辛，這個世界又充滿了惡意與挑戰，但和妳一起努力就充滿了自信與力量。寫論文的過程，讓我不得不面對脆弱與無力的自己，但妳在我逃跑的時候，給我支持與擁抱；在我任性的時候，給我鼓舞與動力，讓我知道不論何時何地，妳會毫不保留地站在我這邊。這本論文的一點一滴，都是因為妳才能夠累積；也是看著妳寫論文時的聰明、堅毅與努力，追尋著妳的腳步，才讓我能夠完成這一切，謝謝妳。

期許自己不愧對有恩的一切，並將一切再傳遞給別人。



中文摘要



本文以臺灣私募股權基金為研究對象，並以我國有限合夥名錄及公司之登記資料為基礎，發現我國之私募股權基金主要以公司作為投資架構。本文認為，這種投資架構，使得同樣為基金投資活動的私募股權基金可不被視為證券投資信託及顧問法之基金—證券投資信託—管制；但另一方面，私募股權基金在解釋上仍可能構成全權委託投資及證券投資顧問業務，而受到嚴格的管制。此等結果顯示私募股權基金在臺灣面臨的高度法律風險，更突顯我國有「公司型基金」之管制漏洞。

本文以美國法作為比較研究之對象，並提出三種建議改善現存的法律問題。第一，增訂「投資公司法」，與證券投資信託及顧問法並列，藉此補足公司型基金規範不足之處。第二，修正證券投資信託及顧問法，以「行為」而非法律架構作為證投法的適用對象，重整現行法規中各業務之定義，藉此包納公司型與信託型兩種不同之基金模式，使兩種基金皆能受到法律規範，並配合適度的豁免規範與擴張反詐欺義務之適用範圍，使較不具保護必要性之私募基金得受到較低密度之規範，享有較自由的運作空間，但仍不得採取隱瞞或詐欺之行為，損害投資人之利益。另考量現實中立法上的困難性，因此本文亦提出第三種建議，僅修正證投法第 8 條反詐欺義務，使其得以擴張適用於私募股權基金，在整體法規不變動的情況下，使私募股權基金市場中的投資人仍能適用證投法的反詐欺規定，尋求最低限度的管制與保護。

關鍵字：私募股權基金、證券投資信託及顧問法、公司型基金

Abstract



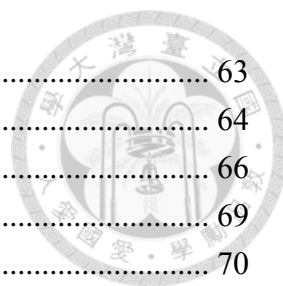
This article studies the activities of private equity funds (PE funds) in Taiwan, and discovers that PE funds are constructed in corporation structure based on the company and limited partnership information list. The author argues that such structure spare PE funds in Taiwan from being regulated as funds——investment trust——under Securities Investment Trust and Consulting Act (SITCA). Yet, on the other hand, PE funds may strictly regulated as securities investment consulting or full fiduciary discretionary investment. These results not only imply that PE funds are under high legal risks in Taiwan, but also highlight the lack of regulation of “Investment Companies”.

The author also studies laws of U.S. and suggests three possible ways to resolve the existing issues. First, the legislation of investment company act to regulate funds organized as corporation apart from SITCA. Second, the redirection of regulation orientation of SITCA and adoption of exemption and anti-fraud provision. As the regulation mechanism switch from contractual relationship to the substantial economic activity, both investment company and securities investment trust can be regulated under SITCA. Besides, the adoption of exemption and anti-fraud provision for private funds can reach the balance between investor protection and the development of funds. Last, considering the foreseeable difficulties of legislation, expand the application of section 8 of SITCA (anti-fraud provision) to include PE funds may be a feasible alternative to achieve an acceptable investor protection in the market.

Key words: private equity fund, investment company, securities investment trust and consulting act, investment company act, investment adviser act.

目錄

第一章 緒論.....	1
第一節 研究動機.....	1
第二節 研究範圍.....	2
第三節 研究方法.....	4
第四節 研究大綱.....	4
第二章 私募股權基金.....	6
第一節 私募股權基金概述.....	6
第一項 私募股權基金的概念與定義.....	6
第二項 概念上的區辨：以常見之基金類型為例.....	10
第三項 運作模式與法律架構.....	16
第二節 臺灣的私募股權基金.....	22
第一項 有限合夥形式的私募股權基金.....	22
第二項 公司形式的私募股權基金.....	26
第三項 信託形式的私募股權基金？.....	27
第四項 小結.....	28
第三章 臺灣私募股權基金的規範.....	31
第一節 臺灣私募股權基金的法律定位.....	31
第一項 基金的法律適用問題.....	33
第二項 管理者的法律適用問題.....	41
第三項 小結.....	42
第二節 問題與啟示.....	43
第一項 私募股權基金之管制漏洞.....	43
第二項 錯認投資信託、投資顧問之功能.....	48
第三項 全權委託投資的尷尬與誤用.....	49
第四項 公司型基金的管制漏洞.....	53
第五項 小結.....	56
第四章 美國私募股權基金的規範.....	57
第一節 歷史沿革.....	57
第一項 ICA 的制定.....	58
第二項 IAA 的制定.....	58
第三項 ICA 與 IAA 的重大修正：1970 年代與 2010 年代.....	61
第二節 美國基金的法律適用問題.....	63



第一項法定基金類型	63
第二項註冊規定 (registration)	64
第三項行為規範	66
第四項小結	69
第三節 管理者的法律適用問題	70
第一項註冊與豁免規定	70
第二項註冊內容與揭露規定 (disclosure)	74
第三項行為規範	82
第四項FSOC: Prudential Regulation	89
第四節 現行法的批評	91
第一項刪除豁免「人數導向」將生問題	91
第二項忽略私募基金的主體複雜性	92
第三項ICA 與 IAA 有疊床架屋之嫌	94
第五節 小結	94
第一項美國投資公司的管制	95
第二項美國私募股權基金的管制	96
第五章 我國證券投資法規的修正方向	97
第一節 繼受美國規範	97
第一項投資公司部分	97
第二項投資顧問部分	112
第二節 修正證券投資信託及顧問法	121
第一項以「資產管理權」作為區分標準，擴大證券投資行為定義	122
第二項以「募資方式」作為公司型、契約型投資公司的區分標準	124
第三項以「集合帳戶或個別帳戶」作為全權委託投資之區分標準	126
第四項新架構的內容補充與修正	127
第五項小結	128
第三節 修正或擴大適用證投法第 8 條反詐欺義務	129
第四節 小結：兼論管制目的	131
結論	133
參考文獻	135

圖表目錄



圖表 1 私募股權基金之投資流程	17
圖表 2 私募股權基金管理者與投資人之關係圖	21
圖表 3 以投資為目的之有限合夥	24
圖表 4 可能為私募股權基金之有限合夥	26
圖表 5 公司型私募股權基金登記資料—達勝	27
圖表 6 公司型私募股權基金登記資料—華威國際	27
圖表 7 臺灣創投事業整體發展概況（一）	46
圖表 8 臺灣創投事業整體發展概況（二）	46
圖表 9 現行證投法之規範架構	122
圖表 10 本文建議修正之證投法架構（一）	123
圖表 11 本文建議修正之證投法架構（二）	125
圖表 12 本文建議修正之證投法架構（三）	127



第一章 緒論

第一節 研究動機

我國壽險業單一年內有近 6 千億的保費資金閒置，卻苦無足夠的投資工具¹，另外在銀行方面，依金融監督管理委員會（下稱「金管會」）公布 2017 年本國銀行營運概況，本國銀行放款總額約 27 兆，存款餘額則約 37 兆，扣除準備金等相關用途，閒置資金有近 2.69 兆²，此些數據，彰顯國內金融業手握資金，卻似乎無法覓得良善的投資管道與方法，非常可惜。

對此，我國政府似乎將「私募基金」視作解決方法之一，於近年來不斷發展相關法規，期待能擴大投資。例如 2015 年我國訂定「有限合夥法」，有認為使臺灣得與國際間私募基金的有限合夥組織型態接軌，進而可促使我國私募基金發展³；2017 年 8 月，金管會更開放投信事業可以轉投資子公司設立「私募股權基金」、辦理受託管理或引介投資「PE Fund」相關業務，在在顯示我國欲推動私募基金的趨勢與行動力⁴。而從歷史政策上觀察，我國似不是只在最近幾年才發展私募基金產業，早在 2003 年，金管會即開放公務人員退休撫卹基金、勞工退休基金、勞工保險基金及中華郵政股份有限公司等國內重大資金池得以投資私募基金⁵。綜合上述法規與政策動向，私募基金一直為我國政府關注且重視之投資管道，其發展前景應值得期待。


¹ 中時電子報 (09/21/2017)，〈保險資金沒處去 杜英宗爆 3 不滿〉，<http://www.chinatimes.com/newspapers/20170921000102-260205>（最後瀏覽日：05/25/2019）。

² 蘋果日報 (11/27/2018)，〈銀行「錢滿為患」爛頭寸破 10 兆 央行罕見大力駁斥〉，<https://tw.appledaily.com/new/realtime/20181127/1474441>（最後瀏覽日：05/25/2019）。

³ 風傳媒 (10/23/2017)，〈銀行家觀點〉私募基金在台發展 乍現曙光〉，<http://www.storm.mg/article/347316>（最後瀏覽日：05/25/2019）。

⁴ 金管會 (106) 金管證投字第 10600091131 號令。

⁵ 金管會 (94) 金管證四字第 0940001262 號。嗣因金管會擴大專業機構之定義範圍，另以金管會 (107) 金管證投字第 10703038972 號廢止本函。



然而，實際上私募基金發展似乎不如預期。根據統計資料，截至 2018 年 4 月為止，我國私募基金數計 52 支，管理資產總額計 337 億元台幣，相較於 2016 年 5 月即達成 51 筆私募基金、規模 348 億的成績，不僅發展遲滯，更有規模下降的趨勢⁶。相較之下，國際上私募基金逐漸成為投資的新趨勢，根據波士頓顧問集團(BCG)公布的資料，截至 2018 年底全球的私募基金數量已經達到 2,296 筆，創下歷史新高紀錄，預計募資的金額高達 7,440 億美元，比起去年同期更是增加了 25%⁷。

在國內閒置資產過剩、國際私募基金興盛兩大情勢出現，使人不得不進行深思：如今獲得的成績是否符合當初立法支持國內發展私募基金的預期？若否，我國的私募基金發展，是否在法規上有不足之處？還是說，金管會當初開放引介投資所謂的 PE Fund (Private Equity Fund) 與「私募基金」並不相同呢？在此同時，因中美貿易戰、中國與台灣情勢的變化，境外資金不斷回流，除證券投資信託事業以外，亦有券商在爭取經營所謂的私募基金⁸，更加突顯私募股權基金的重要性。我們應如何評估此類私募基金的發展，其在我國又會面臨何等法制適用上的問題？以上議題，成為促使本文深入研究之動機。

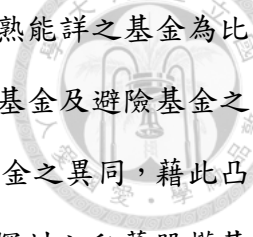
第二節 研究範圍

本文擬研究之對象為「私募股權基金」，亦即以「私募」為募資手段，且投資標的主要為「股權」，並以「介入投資標的經營」為特色之一種基金。由於實務上針對私募股權基金之定義眾說紛紜，本文將於第一章進行區辨與分析，並說明為何採取此一定義。

⁶ 中華民國證券投資暨顧問商業同業公會統計資料—境內外基金資產總額，<http://www.sitca.org.tw/ROC/Industry/IN1001.aspx?PGMID=FD01> (最後瀏覽日：04/27/2019)。

⁷ 中時電子報 (04/26/2018)，〈全球私募基金近 2,300 檔創新高〉，<http://www.chinatimes.com/newspapers/20180426000275-260203> (最後瀏覽日：05/25/2019)。

⁸ 聯合新聞網 (07/04/2019)，〈搶回流資金大餅 券商爭取經營私募基金〉，https://udn.com/news/story/7239/3910834?from=udn-catelist-news_ch2&fbclid=IwAR3xs8mtglf5rXAnaIu-T2u8LnjLQA1v2ZCqWyXXUYDJINSxOL-0InWkcb8 (最後瀏覽日：08/04/2019)。



第二，為了展現私募股權基金之特色，本文擬以幾種令人耳熟能詳之基金為比較對象，略為提及以共同基金、私募基金、創業投資基金、收購基金及避險基金之概念，並以募資方式與投資特色為觀察點，比較其與私募股權基金之異同，藉此凸顯私募股權基金與其他基金運作上與管制上的差異，確立本文探討之私募股權基金範圍。

第三，由於基金在實務上之投資架構不盡相同，有以「公司」作為投資架構者，亦有以「信託關係」成立者。前者之投資人乃以股東之身分參加投資，後者則以信託關係下之受益憑證持有人之身分參加投資，而我國現行法規，似乎僅規範了後者，而對前者置之不聞。因此，為了辨別兩種架構是否對於投資人保護、法律規範造成顯著的影響差異進而影響法規設計，本文亦將探討「公司型基金」與「契約型基金」兩種不同的基金架構。

第四，本文擬研究之國內法規，主要為臺灣之證券投資信託及顧問法（以下簡稱證投法）及相關授權法規命令（例如證券投資信託基金管理辦法、證券投資信託事業募集證券投資信託基金處理準則等），藉此理解我國針對基金的規範類型、標準與內容為何。由於私募股權基金在實務運作上常以有限合夥作為基金架構，本文在此將簡單說明有限合夥法之內容，並說明為何私募股權基金往往採取此一架構，同時，為了清楚呈現我國主管機關針對私募股權基金的管制，本文亦將以創業投資事業輔導辦法之發展歷史作為觀察對象，藉此分析我國針對私募股權基金的管制態度。

最後，本文以美國法作為比較法研究之對象，主要著力於美國針對基金的兩大主要規範——Investment Company Act 及 Investment Adviser Act，深入分析其註冊與資訊申報之規定，藉此理解其對私募股權基金之管制標準與態度，並略述此兩部法規中具體之行為規範。此外，因為私募股權基金的運作涉及有價證券之投資與買賣，本文在此亦會就 Securities Act 及 Securities Exchange Act 兩部針對有價證券之

管理規範進行分析與討論。



第三節 研究方法

本文以文獻回顧、指標案例及比較法研究法作為主要研究方法。

以學術文獻與實務工作者之文章為基礎，本文嘗試釐清私募股權基金之定義以及其運作特色。由於國內針對私募股權基金之研究較少，文獻上選擇與證券投資信託、證券投資顧問相關之文章為研究對象；而除了國內學者文章，本文尚集中於美國有關投資公司、私募基金相關之文獻回顧以及主管機關見解。

其次，本文以證投法為觀察標的，搜尋我國相關之實務判決，藉此分析我國私募股權基金之法律適用問題，而臺北地方法院刑事判決 104 年度金訴字第 6 號刑事判決似乎足以作為代表性之案例。本案事實與私募股權基金之運作模式類似，而法院判決認為構成非法經營全權委投資業務，本文認為此一指標性案例，足以彰顯我國私募股權基金可能面臨之高度法律風險，並凸顯現行法規可能存有漏洞之處。

最後，本文以美國法作為比較對象，研究私募股權基金在美國的管制方式、標準與內容，並與我國之法規進行比較，發現美國主要以註冊制與資訊申報作為私募股權基金之規範標準，並以反詐欺義務作為規範主軸。以比較法研究為基礎，本文針對我國現行法規可能存有漏洞之處，提出兩種我國現行法規修正之建議。

第四節 研究大綱

本文將於第二章介紹何謂私募股權基金。由於私募股權基金的定義眾說紛紜，因此本文首先將於此章整理、比較各方定義，藉此劃定本文之討論範圍，並簡要分析私募股權基金運作模式與法律架構，並說明其特別之處。除此之外，本章亦將整理我國有限合夥、公司登記以及證券投資信託的公開資料，嘗試羅列我國可能存在

之私募股權基金列表，以認識我國私募股權基金可能之發展狀況。

第三章則是以我國證投法之規範為主軸，分析私募股權基金的運作可能構成全權委託投資與證券投資顧問行為，因此須受證投法之嚴格管制，並以實務判決為基礎，提出我國具指標性之判決，進一步論證私募股權基金在臺灣面臨的法律風險確實存在。本文認為，現行法規並不適合管制私募股權基金，而我國證投法亦有公司型基金之管制漏洞。

第四章將以美國為比較法研究對象，介紹美國對於私募股權基金的管制歷史至現行規範，分析 Investment Company Act 及 Investment Adviser Act 兩部針對私募股權基金的規範，發現美國針對基金的資訊申報規範與反詐欺義務，似乎足以補充我國之法律漏洞，有值得效法之處。

最後，本文以前述比較法研究之結果為基礎，於第五章提出兩種建議，藉以改善臺灣私募股權基金之管制問題。第一，仿效美國增設投資公司法，藉此補足公司型基金的管制不足；第二，重整現行的證投法規範，調整法規針對證券投資管理行為之定義方式，藉此讓公司型基金亦可容納於證投法之內。上述兩種建議皆須搭配豁免規範與反詐欺義務之設計，使私募股權基金能夠在現行法制下獲得自由的運作空間，又能兼顧投資人之保護。並於第六章總結本文。



第二章 私募股權基金

何謂私募股權基金？此為本文所欲探討之首要問題。在進行定義之前，首須辨明者係私募股權基金並非一種法律名詞，而是一種投資策略、投資工具的代名詞。本章將由私募股權之概念出發，回顧文獻上對於私募股權基金之定義，其次介紹私募股權基金之運作模式與法律架構，以作為下一章探討私募股權基金法律適用之基礎。

第一節 私募股權基金概述

第一項 私募股權基金的概念與定義

私募股權基金之定義似乎眾說紛紜，學說或實務上，有著重以「投資標的」作為判斷標準者，亦有著重「投資特性」作為判斷標準者。以下列舉實務、主管機關以及學術文獻上之各方定義，並嘗試為私募股權基金尋找一個合適定義。

第一款 臺灣實務之定義

臺灣併購與私募協會認為私募股權基金係指「以私募的方式募集主要以股權(Equity)投資為主的基金」。如廣義理解這個定義，私募股權基金可以依據投資期間與投資手段略分為投資於種子期(Seed Money)和成長期(Growth capital)企業的創業投資基金(Venture capital)、投資擴展期企業的直接投資基金(Direct investment)、以併購為主要投資手段的併購投資基金(Buy-out)以及投資過度期(Mezzanine/Bridge)企業或上市前(Pre-IPO)的過橋基金(Bridge Fund)；如以狹義解釋，私募股權基金係指上述基金中創業投資基金以外的其他基金⁹。實務上另有認為，私募股權基金指具有「消極投資人與專業經理人」、「投資門檻金額高」、「投資

⁹ 臺灣併購與私募協會網站，http://www.mapect.com/knowledge_about_industry01.php (最後瀏覽日：05/25/2019)。

目標明確」、「有限存續期間」等特色的基金¹⁰。



第二款 美國投資協會之定義

在國際間，以美國為例，美國投資協會（American Investment Council）將私募股權（Private Equity）定義為投資於有成長潛力標的、協助投資標的拓展與改善其營業、由大型機構投資人注資、基金管理人通常在三至七年內藉著上市或出售公司（exit）獲利的基金¹¹。

第三款 金管會之定義

搜尋金管會歷年函釋，我國金管會並無任何針對何謂私募股權基金進行解釋或說明，而在金管會於 2017 年開放投信事業參與私募股權基金相關業務之際，似乎也無意定義何謂私募股權基金¹²。


然而，金管會對於私募股權基金的認定方式，或許可從其內部人員之態度間接觀察之。於 2007 年發行之金管會證券暨期貨局（以下簡稱「證期局」）月刊中，時任證基會研究處處長撰文認為私募股權基金係具有「投資未公開上市櫃公司發行之有價證券」的特性，而創投基金、收購基金、重整基金或禿鷹投資廣義來說皆可算是私募股權基金；狹義而言，私募股權基金則指收購基金或重整基金¹³；另於 2017 年，金管會開放投信事業參與私募股權基金之同年，時任證期局之秘書與專員於證

¹⁰ 陳民強、詹致璋（2017），〈私募股權基金的架構及運作〉，黃日燦（編），《私募股權基金剖析：從國際到臺灣本土》，頁 36-46，台北：臺灣併購與私募股權協會。

¹¹ “Private equity invests capital in companies that are perceived to have growth potential and then works with these companies to expand or turnaround the business. This capital is contributed by large institutional investors and is organized into a fund. After three to seven years of ownership and working with the company, the fund manager will seek to “exit” the company by taking the business public or selling it for a higher valuation than it was purchased. This exit distributes profits from the sale (“returns”) to the investors in the fund and the fund manager.”, American Investment Council, Private Equity FAQs, <https://www.investmentcouncil.org/private-equity-faqs/> (Last visit Apr. 27, 2019).

¹² 金管會（106）金管證投字第 10600091131 號。金管會於該函表示開放我國證券投資信託事業得受託管理及引介投資私募股權基金，但並未說明何謂私募股權基金及開放之背景。

¹³ 葉淑玲（2007），〈私募股權市場投資與對市場之影響--以全球市場發展及日本政府之因應為探討重心〉，《證券暨期貨月刊》，25 卷 6 期，頁 40。



期局月刊中撰文表示「PE Fund 包括創投(Venture Capital)、併購(Corporate Finance)、實質資產(Real Assets)」，且國內創投事業即屬於 PE Fund 業務的一種，故金管會並未增訂 PE Fund 之定義、投資限制等管理規定¹⁴。此等見解，或許表示了我國主管機關認為私募股權基金並無固定型態，但亦未表示明確之判斷標準。

第四款 美國證券交易委員會之定義

美國證券交易委員會(U.S. Securities And Exchange Commission, 以下簡稱 SEC)認為，私募股權基金泛指原則上不提供贖回權，且非屬避險基金(Hedge Fund)、流動性基金(Liquidity Fund)、不動產基金(Real Estate Fund)、證券化資產基金(Securitized Asset Fund)或創業投資基金之私募基金¹⁵。其進一步指出，私募股權基金與共同基金(Mutual Fund)或避險基金類似，都具有聚集眾人資產以投資的集合投資特性，但不同之處在於私募股權基金通常專注於長期投資，投資期間長達10年或更久才會將投資資產出售獲利，且私募股權基金通常具有「介入經營」、積極增加投資標的之價值的特性；除此之外，通常僅有「合格投資人」(accredited investors and qualified clients)，例如機構投資人、保險公司、大學基金會、退休基金或高收入與淨資產的個人，可投資私募股權基金，一般投資人尚無法直接參與私募股權基金投資¹⁶。

第五款 學術文獻之定義

國內文獻有認為私募股權基金本身為一種商業名詞，隨市場環境變化而有與時俱進的定義，無法進行定義，只能劃出「典型私募股權基金」的模型作為研究對

¹⁴ 林曉韻、陳佑軒(2017)，〈開放投信事業參與私募股權基金(PE Fund)相關業務〉，《證券暨期貨月刊》，35卷10期，頁14。

¹⁵ SEC, Form PF: Glossary of Terms, <http://www.sec.gov/rules/final/2011/ia-3308-formpf.pdf> (Last visited: Apr. 27, 2019).

¹⁶ U.S. Security and Exchange Commission, PRIVATE EQUITY FUNDS, <https://www.investor.gov/introduction-investing/basics/investment-products/private-equity-funds> (Last visit Apr. 27, 2019).



象，即具有「提供投資標的管理協助」特性之基金¹⁷。另有認為私募股權基金應從「募資程序」與「投資標的」兩方面來定義，泛指以「私募」之方式募資，投資標的為「股權」之基金¹⁸。

在國外文獻中，有認為私募股權指具有「投資於非公開公司」、「從事股權投資」、「中長期投資」、「傾向投資有發展潛力公司」等四大特色的股權投資方式 (equity financing)，投資於公司的各種階段，例如公司草創期、發展期；而投資的方式也不受限，不論是管理階層收購 (management buy-outs) 或出售 (management buy-ins) 皆可¹⁹。另有文獻認為，私募股權基金指具有「金融中介」(financial intermediary)、投資於非公開公司²⁰、扮演積極股東角色、以出售或公開發行投資組合為主要獲利方式等四大特色之基金²¹。

第六款 本文見解

觀諸上述各方見解，可以發現私募股權基金沒有統一之定義。美國投資協會以長期投資、介入經營為判斷依據；金管會以投資標的是否為未公開上市櫃公司發行之有價證券為判斷依據；SEC 除了經營特色，另以排除法來認定私募股權基金；學術文獻則有以長期投資、介入經營、募資程序與投資標的綜合判斷者。

本文認為，長期投資或介入經營也許是私募股權基金最大的特色，但似乎不適合作為私募股權基金的定義標準，蓋期間之長短與介入之深淺難以劃出一定之標準，例如究竟多長的投資期間能夠算是長期？介入多深算是介入經營？這兩種特

¹⁷ 黃于軒 (2013)，〈論私募股權基金之金融監理-以投資策略可能引發之風險為探〉，頁 6-8，國立臺灣大學法律學研究所碩士論文。

¹⁸ 周群人 (2009)，〈私募股權基金的組織、交易與規制—兼論下市交易〉，頁 7-8，國立臺灣大學法律學研究所碩士論文。

¹⁹ Chris Hale, *Introduction, in PRIVATE EQUITY: A TRANSACTIONAL ANALYSIS 5* (Chris Hale et al. eds., 2nd ed., 2010).

²⁰ 此處之「投資於非公開公司」，不僅指投資標的於「交易時」屬於非公開公司，亦包含私募股權基金「投資後」被投資公司之股權在「短期內」都不會在公開市場內交易。

²¹ Andrew Metrick & Ayako Yasuda, *Venture Capital and Other Private Equity: A Survey*, 17 *Eur. Fin. Mgmt*'t 619, 621 (2011).



色，或許僅能作為一種光譜，用以判斷基金之性質，但不適合作為私募股權基金與其他類型基金在法律適用上的區辨標準。

本文認為，參考證券法規一貫重視的「市場穩定」與「投資人保護」兩大目的，則基金與市場、投資人間之關係或許更適合作為判斷標準。例如，證券交易法區分「募集」與「私募」有價證券，背後之理由乃基於投資人是否特定、是否具有專業能力以識別投資風險，故根據投資人數量之廣、狹與投資人保護必要性進而採取不同的管制態度。因此，本文認為在法律上欲定義私募股權基金，應以「私募」之募資手段為判斷標準，並以股權投資作為輔助判斷。此處之「私募」，指僅向少量且特定之投資人募資，或是僅向具有專業能力之投資人募資而言，至於多少人為少量、何謂專業能力之投資人，或許可參考我國證券交易法第 43 條之 6 之定義，規定金融業或符合特定標準之自然人、法人或基金，且應募人總數不超過 35 人者得適用私募有價證券之相關規範。由此觀之，台灣併購與私募協會之定義較著重其募資是否為「私募」、投資標的是否為「股權」，似乎較能兼容各方見解，又能忠實呈現私募股權基金之特色。

綜上所述，以下本文討論之私募股權基金，係指「以私募的方式募資，主要以股權投資為主的基金」²²；至於具有長期投資、介入經營特色之私募股權基金，則以「典型之私募股權基金」稱之。

第二項 概念上的區辨：以常見之基金類型為例

私募股權基金有其獨具一格之特色，與其他常見的基金——例如「共同基金」、「創投基金」、「避險基金」或「私募基金」——有所區別。為了便於讀者理解私募股權基金，以下將簡要敘述不同基金之特色，並與私募股權基金進行比較，以凸顯

²² 然而時至今日，私募股權基金業者亦有以 Initial Public Offerings(初次公開發行)作為，例如 KKR、Blackstone 等國際著名私募股權基金，目前皆公開於美國交易市場，募資方式的改變是否一併影響私募股權基金之定義值得觀察，See generally Sung Eun Kim, *Typology of Public-Private Equity*, 44 Fla. St. U. L. Rev. 1435 (2017).



私募股權基金特別之處。

第一款 共同基金

第一目 共同基金之定義

共同基金係指證券投資信託公司募集發行受益憑證，由投資人申購所集合成之資金，其經由證券投資信託公司之專家操作，所生之盈虧由投資人自行負擔，型態上又可分為開放式基金及封閉式基金²³。共同基金基本上與我國證投法對於證券投資信託基金之定義相仿，故有認為我國之證券投資信託基金即為共同基金²⁴。

第二目 共同基金與私募股權基金之差異

共同基金與私募股權基金兩者最主要之差異為募資方式，前者是向不特定人公開募集資金，後者則以私募之方式獲得資金，募資方式的差異間接表示兩種基金之投資人屬性並不相同，共同基金的投資人並無資格限制，然而私募股權基金基於私募之法規限制，往往只有機構型投資人或淨資產價值較高之自然人得以投資。

除此之外，共同基金與私募股權基金在實務運作上亦有不少差異，前者之投資標的通常為公開市場之商品，且運作上多為無存續期間之開放型基金²⁵；相較之下，後者之投資標的通常為非公開交易之商品，且運作上有存續期間限制，一旦存續期間到期，基金即結算獲利，投資人無法中途增加投資額，亦不可任意撤資²⁶。

第二款 創投基金

²³ 中華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會（下稱證投信投顧同業公會）網站，<https://www.sitca.org.tw/ROC/Protect/PT2001.aspx?PGMID=PT#>（最後瀏覽日：04/30/2019）。

²⁴ 王文宇（2016），〈共同基金與投信投顧法〉，王文宇（編），《金融法》，第九版，頁 213，臺北：元照。

²⁵ 開放型基金（open-ended fund）指發行量沒有上限，理論上投資人可以隨時參與投資的基金，相對概念為封閉型基金（closed-ended fund），指發行數量有限，因此投資人數量有上限之基金，這兩個概念將在第四章介紹美國基金法規時進行更詳細的說明。

²⁶ Metrick & Yasuda, *supra* note 21, at 623.



第一目 創投基金之定義

根據中華民國創業投資商業同業公會，創業投資（Venture Capital）係指由一群具有技術、財務、市場或產業專業知識和經驗的人士操作，以其專業能力，協助投資人於高風險、高成長的投資案中，選擇並投資有潛力之企業，追求未來高回收報酬的基金。其結合資金、技術與能力，投資於具高度發展潛力及新技術、新構想、快速成長的事業，提供各種附加價值的服務；並於投資成功後安排所投資的企業併購或上市，以獲取高額的資本利得。其更可擴及將資金投資於需要併購與重整的未上市企業，以協助實現再創業的理想之投資行為。

此外，有別於一般公開流通的證券投資活動，創投基金主要是以私人股權方式從事資本經營，並以培育和輔導企業創業或再創業、併購或被併購、上市或上櫃，來追求長期資本增值的一種較高風險及較高收益的投資模式²⁷。

另依照創業投資事業輔導辦法，創業投資事業指實收資本額符合法定條件，且具備以下三種特色之公司或有限合夥：首先，其具備二人以上之經營團隊，並有經營創業投資事業或投資產業之專業知識，能對具潛力之投資標的事業進行評估及投資決策；其次，對被投資事業之投資方式包含以資金投資並取得被投資事業之股權、以資金購買被投資事業原股東之股權、以資金投資有限合夥事業成為有限合夥人，或以資金購買被投資事業原有限合夥人之出資額；最後，對被投資事業進行投資後管理，包含提供各種附加價值之服務或協助、企業查訪、出席被投資事業之董事會或股東會等²⁸。

第二目 創投基金與私募股權基金之差異

有論者將創投基金歸類為私募股權基金的一種子類型²⁹，而我國中華民國創業

²⁷ 中華民國創業投資商業同業公會，<http://www.tvca.org.tw/information>（最後瀏覽日：05/25/2019）。

²⁸ 創業投資事業輔導辦法第3條。

²⁹ Metrick & Yasuda, *supra* note 21, at 622-623.

投資商業同業公會亦認創業投資主要以私人股權之方式從事資本經營，兩相呼應，因此定義上創投基金與私募股權基金並無差異，具體之差異應為投資標的與投資策略的選擇不同。



投資標的篩選上，創投基金以投資標的之創意（idea）與產業成長可能性（scalability）作為主要標準，常投資於科技領域，且傾向投資最有機會創新、成為市場先驅的公司，而較不在乎經營團隊的能力或是現時的獲利可能性；相較而言，典型之私募股權基金則以投資標的的現金流（cash flows）作為投資標的之主要篩選標準。此外，以投資時機而言，創投基金專注於投資草創期之公司，且不持有投資標的之多數股權；反之，私募股權基金則較專注於成熟期之公司。

投資策略上，創投基金往往是採取階梯式（staged）、定額的方式投注資金，而非一步到位，藉此激勵投資標的能夠向上發展；相較而言，典型之私募股權基金通常以長期債務作為金援方式，並透過積極改善組織營運來促使投資標的的營運得更有效率，例如採行員工獎勵計畫、縮編董事會等手段³⁰。除此之外，典型之私募股權基金為了掌控經營權，往往將獲取過半股權、控制權視為投資的必要手段³¹，然而創投基金則通常不以此為目標³²

第三款 避險基金

第一目 避險基金之定義

SEC 將避險基金定義為由投資顧問所管理，且通常借貸金額超過資產淨值半數以上、總名義曝險程度（gross notional exposure）超過資產淨值兩倍以上或參與有價證券之賣空（sell short）或其他類似行為之私募基金³³。我國則無法規或函釋

³⁰ Metrick & Yasuda, *supra* note 21, at 627-631.

³¹ American Investment Council., *supra* note 11.

³² George W. Jr. Dent, *Venture Capital and the Future of Corporate Finance*, 70 Wash. U. L. Q. 1029, 1031 (1992).

³³ Form PF: Glossary of Terms, *supra* note 15.



定義何謂避險基金。

第二目 避險基金與私募股權基金之差異

避險基金以私募為募資手段，投資之標的亦為股權，因此在定義上與私募股權基金並無差異，兩者最主要的差異為投資策略的選擇。

私募股權基金與避險基金雖然皆具有高槓桿之特色，然而前者的投資策略通常較為特定，例如於契約中即表明各投資組合的投資金額、產業或投資階段，且以取得投資標的高度控制權、介入經營為策略；後者的投資策略則較為靈活，可以廣泛地使用賣空或是衍生性商品等投資³⁴，不以取得投資標的高度控制權為策略。

第四款 私募基金（Private Fund）

第一目 私募基金之定義

SEC 認為私募基金係符合 Investment Company Act 中 Section 3(c)(1)與 Section 3(c)(7)之投資公司，亦即僅向少於 100 位之投資人私募資金，或是投資人皆為合格投資人（qualified purchasers）之投資公司³⁵。我國法律雖未明文定義私募基金，但依照證投法第 11 條第 1 項規定，私募基金為證券投資信託事業針對銀行業、票券業、信託業、保險業、證券業或其他經主管機關核准之法人或機構、符合主管機關所定條件之自然人、法人或基金進行受益憑證私募之基金，故似可認為私募基金係泛指向特定人募資之非公開發行基金。

然而應注意者為，我國證投法定義之私募基金係指證券投資信託事業向特定人私募受益憑證之基金，似乎不包含以證券投資信託以外之其他形式——如投資公司形式私募之基金，故概念上較為狹隘。此中可能衍生之問題，將於第三章為更

³⁴ Douglas Cumming & Sofia Johan, *Hedge Fund Forum Shopping*, 10 U. Pa. J. Bus. & Emp. L. 783, 792 (2008).

³⁵ Form PF: Glossary of Terms, *supra* note 15.

詳盡之說明。



第二目 私募基金與私募股權基金之差異

有認為私募基金係指不公開而向特定人私下募資之基金，具有特定性、非公開性、閉鎖性與量身訂做等特點³⁶，另有認為私募基金具有三大特色：第一，在資本方面，通常私募基金由高資產淨值之自然人以及機構投資人（例如退休基金、大學基金、保險公司等）參與投資，搭配融資後具有相當可觀的資本可運用；第二，在投資策略方面，私募股權基金通常以「高槓桿率」進行投資，利用少量的自有資金以信用借貸的方式來併購相對巨大的投資標的，從而達到較高額的投資報酬率；第三，在投資標的方面，私募基金通常選擇價值較穩定，可預測投資與獲利金額的「已成熟的產業」，具有健康的業務狀況可產生足夠現金流量，便利私募基金進行槓桿融資，或是在產業內有水平或垂直整合的可能性，具有高度成長性得以拉抬最終出售的價額以提升投資報酬率等³⁷。

這一類的描述，其背後所指意義實其實近似於上述私募股權基金的實務運作特色，則私募股權基金與私募基金似乎有其重疊之處。本文研究此一議題時，亦曾面臨相同困境，究竟私募基金與私募股權基金應如何分別？

本文認為，解釋上私募基金所代表之「私募」，應指向少數人或特定人募資之特性（Private Offered），作為向不特定人募資之相對概念，並不包含該基金所投資的策略或標的類型；而私募股權基金所指涉者為不僅包含向特定人募資之特性，還同時包含投資標的為股權之特性，如此分析較能區別私募基金與私募股權基金的重疊與差異之處，因此「私募基金」為上位概念，而私募股權基金則為私募基金之下位概念或子類別，且私募基金本身又是公開基金（public fund）之相對概念，指

³⁶ 許純琪（2005），〈我國私募基金的介紹與討論〉，《萬國法律》，139期，頁17。

³⁷ 王文宇，前揭註24，頁230-234。



不向大眾發行而僅向少數或特定人募資之基金³⁸。從而，廣義來說，創投基金或避險基金通常是向少數或特定人募資，與私募股權基金一樣為私募基金之一類。

第五款 小結

綜上所述，私募股權基金泛指以私募為募資手段，並以股權投資為主之基金，不向大眾投資人募資，乃其與共同基金最主要之區別；而私募股權基金與創投基金、避險基金定義上並無差異，只是投資標的與投資策略上的選擇不同，或許可將創投與避險基金歸類為私募股權基金之子類別，以下如未特別說明，將以私募股權基金統稱之。

第三項 運作模式與法律架構

第一款 私募股權基金的運作模式

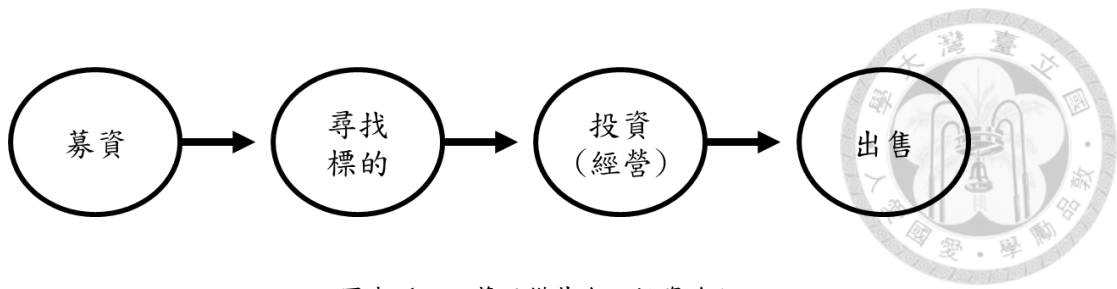
私募股權基金，以投資非公開交易之股權、積極介入經營為特色，而獲利手段則是將投資標的上市交易、出售³⁹。一般而言，由於私募股權基金有存續期間的限制，基金管理者通常在存續期間的前五年會花費較多心力在尋找投資標的，從上百家公司之中篩選值得投注資金與心血之公司；而在存續期間的後期，則是成長與收割，管理者主要之工作在於提供投資標的具體協助或金援，讓投資標的可以升值並且做好公開發行或出售的準備⁴⁰。其投資流程如圖表 1 所示⁴¹：

³⁸ John Crawford, *Memorandum on the Asset Management Industry* 5-7 (U.C. Hastings college of law Research Paper No. 228, 2016)

³⁹ 葉淑玲 (2008)，〈私募股權投資之營運績效與發展趨勢〉，《證券暨期貨月刊》，26 卷 7 期，頁 25；另見周群人，前揭註 18，頁 24-37；黃于軒，前揭註 17，頁 13-15。

⁴⁰ Metrick & Yasuda, *supra* note 21, at 627.

⁴¹ 更詳細的私募股權基金操作與策略，見張維夫 (2017)，〈私募股權基金的投資模式及策略分析〉，黃日燦 (編)，《私募股權基金剖析：從國際到臺灣本土》，頁 78-114，臺北：臺灣併購與私募股權協會；林曉韻、陳佑軒 (2017)，〈開放投信事業參與私募股權基金 (PE Fund) 相關業務〉，《證券暨期貨月刊》，35 卷 10 期，頁 13-25。



圖表 1 私募股權基金之投資流程

私募股權產業的投資範圍相當廣闊，舉例來說，國際著名的黑石集團 (Blackstone) 從智慧家電、太陽能 (Vivint) 到數位相機 (Leica Camera)、汽車維修公司 (Service King) 都有投資⁴²；而美國第三大私募股權基金 KKR (Kohlberg Kravis Roberts) 除了化工產業，從健康食品 (Nature's Bounty) 到教育產業 (laureate) 都有涉足⁴³。簡言之，私募股權基金所在意者並非產業類別，而是投資標的公司是否具有足以創造獲利之改造可能性。

相較於一般投資手段，私募股權基金運作特別之處有四：第一，私募股權基金積極介入經營，比起被動收取利息，私募股權基金以積極發揮影響力為特色，強化投資標的之管理策略、改善其營運，使其得以觸及更多市場，藉此提升投資標的價值，使最終公開發行或出售給其他公司的金額升高，創造獲利⁴⁴；第二，投資期間較長。私募股權基金通常與投資人約定較長的基金存續期與投資期間，意味著基金操作投資標的之經營期間較長；第三，由於獲利模式不以定期之股利收入為目的，而是以出脫投資標的作為主要收入，意即投資標的出售時才有收益，故契約通常要求投資人不可中途退出或移轉權利；第四，私募股權基金通常有高於其他投資手段的報酬率⁴⁵，這也是私募股權基金受投資人所喜愛的主要原因。

⁴² 見 Blackstone 網站，Private Equity，<https://www.blackstone.com/the-firm/asset-management/private-equity>。（最後瀏覽日：05/25/2019）。

⁴³ 見 KKR 網站，KKR Portfolio，http://www.kkr.com/businesses/kkr-portfolio?page=Private_Equity。（最後瀏覽日：05/25/2019）。

⁴⁴ Metrick & Yasuda, *supra* note 21, at 619.

⁴⁵ 葉淑玲，前揭註 39，頁 28-32；另見 PitchBook，PitchBook Benchmarks (as of 2Q 2018)，<http://pitchbook.com/news/reports/2019-pitchbook-benchmarks-as-of-2q-2018>（最後瀏覽日：04/16/2019）。



第二款 私募股權基金的著名案例

近來國內著名的收購案例，如前述 KKR 收購我國化工大廠李長榮化學工業股份有限公司（以下簡稱「榮化」），以美金約 15 億元（相當新台幣約 453 億元）收購榮化所有股份，於 108 年 1 月 30 日將榮化下市。該筆收購並非單純將榮化下市為目的，而是意圖藉由下市的過程讓收購標的有成長與改造的空間，預計於 5 年後在台重新上市，大大展現私募股權基金「介入經營後出售投資」的運作特色⁴⁶。

而 2018 年上市之「復盛」，或許最能做為我國經由私募股權基金投資成功之案例。復盛集團為我國之傳統產業優等生，跨足機械、運動與電子三大事業，於 2007 年時市值已超過 250 億新台幣，穩居當時全球第一大高爾夫球之器材生產商，以及前十大空氣壓縮機業務廠商⁴⁷。同年，美國之私募股權基金—橡樹資本管理（Oaktree Capital Management）入主投資，由其臺灣子公司「勇德國際」以每股 37.6 元的價格收購復盛百分之百股權，共計 282.7 億元，並於隔年將復盛下市。儘管在下市後面臨市場萎縮，但在橡樹資本管理的建議與引導之下，復盛仍能堅持、調整與逐年成長，將組織重整為三家公司，並使年營收水準高過於下市前⁴⁸。如今，復盛不僅穩占高爾夫球生產商的寶座，更跨足於航太產業，重返資本市場⁴⁹，並於 2018 年 12 月 18 日掛牌上市，以 163 元作收⁵⁰。而在這過程中，私募股權基金出清持股估計獲利約 8.5 至 10 億美元⁵¹。

⁴⁶ 鉅亨網（12/18/2018），〈KKR 收購榮化獲投審會通過 明年 1/30 下市〉，<https://news.cnyes.com/news/id/4256452>（最後瀏覽日：05/25/2019）。

⁴⁷ 中時電子報（11/20/2017），〈老店新開 復盛分拆 3 金雞 重啟 IPO〉，<https://www.chinatimes.com/newspapers/20171120000042-260202?chdtv>（最後瀏覽日：05/25/2019）。

⁴⁸ 今周刊（12/07/2017），〈高爾夫桿頭龍頭 十年重返台股之路〉，<https://www.bustoday.com.tw/article/category/154769/post/201712060009/>（最後瀏覽日：05/02/2019）。

⁴⁹ 天下雜誌（11/29/2018），〈「高爾夫球頭之王」跑去做飛機？這家台灣隱形冠軍為何搶佔航太市場〉，<https://www.cw.com.tw/article/article.action?id=5093098>（最後瀏覽日：05/25/2019）。

⁵⁰ 經濟日報（12/19/2018），〈復盛上市 蜜月行情甜〉，<https://money.udn.com/money/story/5710/3544550>（最後瀏覽日：05/25/2019）。

⁵¹ 今周刊，前揭註 48。



第三款 私募股權基金的法律架構

第一目 契約內容與期限

私募股權基金通常以有限合夥作為基金之法律架構，由投資人擔任有限合夥人，管理者作為普通合夥人，以有限合夥名義作為投資之主體，並以有限合夥契約作為管理者與投資人之投資契約，明列投資內容與雙方權利義務，契約內容包括但不限於⁵²：該檔基金的投資類型，例如投資標的之發展階段、展業類型等；投資決定的相關限制，例如投資期間的長度，最大投資額度、其他投資限制等；財務上的限制，例如最大借款額、可否進行基金間的交叉投資、將獲利所得資本再投資等；投資人權利與保護約定，例如撤換管理者的權利；要求報告（reporting）、會計與投資評估（valuation）的權利，以及參加輔佐委員會（advisory committee）⁵³的權利等；獲利分配，例如通常約定管理者可收取以總投資額計算 1~3% 的管理費、20~30% 的績效獎金，並約定投資人最低年報酬率約為 8~10%。

在投資期限方面，由於私募股權基金並非永續之投資手段，契約中通常約定 5 至 10 年之有限合夥存續期間，讓管理者在時限內去選擇與經營投資標的，存續期間屆至即代表該檔基金的投資結束，而個別投資標的之經營期間通常為 2~7 年。此外，私募股權基金不只有投資人需要在有限合夥中投入資金，其契約通常要求管理者亦須投入基金總投資額 1%，利用「生死與共」的關係取信於投資人，同時作為激勵管理者的誘因⁵⁴。

⁵² Grant Fleming, *Institutional Investment in Private Equity: Motivation, Strategies, and Performance*, in PRIVATE EQUITY: FUND TYPES, RISKS AND RETURNS AND REGULATION 14-16. (Douglas Cumming, ed., 2010).

⁵³ 輔佐委員會是一種私募股權基金根據有限合夥契約設立的委員會，由私募股權基金的投資人中選任組成。雖然根據不同契約，委員會的功能略有不同，但主要功能是監督普通合夥人（也就是管理團隊）的經營行為是否存有利害衝突、是否符合契約規定。Hale, *supra* note 19, at 45.

⁵⁴ 黃于軒，前揭註 17，頁 26-32。



第二目 採取有限合夥架構的理由

私募股權基金之所以積極採用有限合夥的架構組成，是因為有限合夥架構既能提供如公司組織的優勢，又能帶來公司組織所無的好處⁵⁵。

所謂公司組織的優勢，包含「集中化管理權」、「有限責任」以及「組織存續」。在一般公司組織中，公司的營運決策集中於董事會，而在有限合夥架構中，決策則集中於普通合夥人，兩者皆有集中化的管理權，便於私募股權基金管理者操作資金；在公司組織中，股東的責任上限為出資額，無須害怕全部身家都將賠入公司，而在有限合夥架構中，有限合夥人亦僅以投入之有限合夥財產為其責任上限；不論在公司組織或有限合夥架構中，公司與有限合夥原則上都不因投資人的加入或離去而使得組織一併消滅⁵⁶。

而所謂公司組織所無的好處，則是於「稅負優惠」以及「組織便利性」。有限合夥投資的資本利得，並無須在有限合夥組織的階層課稅，而是視作有限合夥人的一般所得進行課稅，亦即有所謂穿透課稅原則的適用；不僅如此，有限合夥人因有限合夥所獲得的資本利得，得依照較低的稅率進行課稅，以美國為例，有限合夥人得按照 15% 計算資本利得稅率，而公司組織不僅需要在公司階層就事先課徵資本利得稅，還必須適用 35% 的一般所得稅率進行課徵；除此之外，有限合夥的成立程序較為簡便，以美國為例，僅須提供普通合夥人的姓名、地址、存續期間、有限合夥人的姓名與聯絡資訊即可完成設立，相較之下，儘管公司組織得依照範本章程進行登記，但仍需要繳納章程以及資本結構等資料，較為繁瑣與複雜⁵⁷。

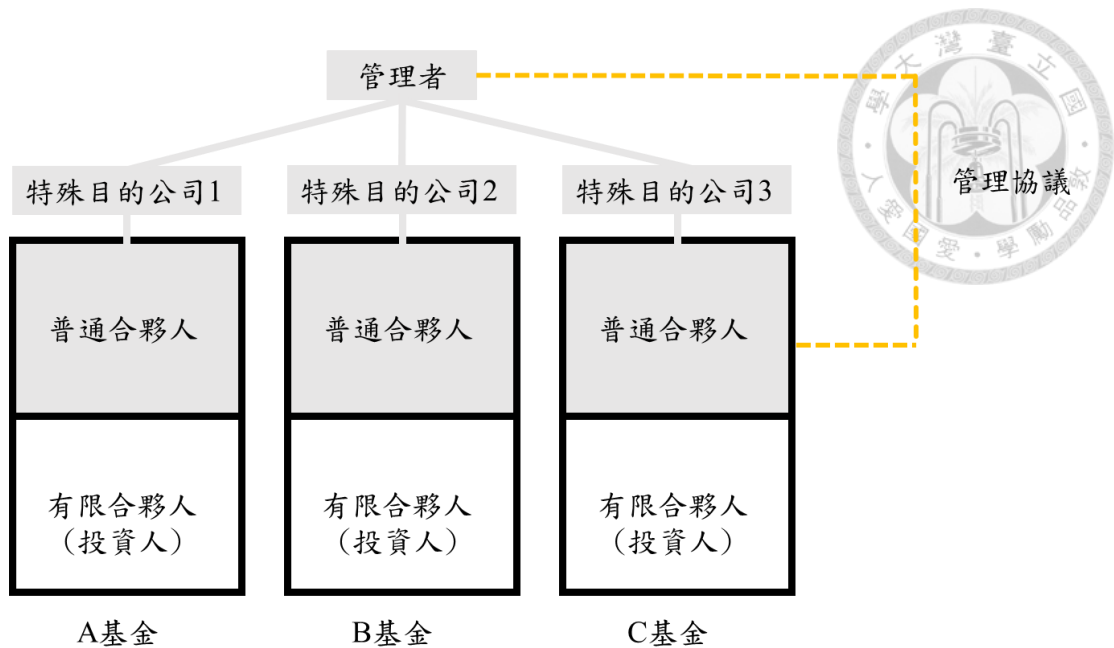
第三目 組織架構

在私募股權基金中，管理者與投資人之關係呈現如圖表 2：

⁵⁵ Lee Harris, *A Critical Theory of Private Equity*, 35 Del. J. Corp. L. 259, 266-267 (2010).

⁵⁶ *Id.*

⁵⁷ *Id.*



圖表 2 私募股權基金管理者與投資人之關係圖

首須澄清者是，「私募股權基金」此一名詞廣義而言可指整個基金活動，意即包含管理者、特殊目的公司至旗下各有限合夥，狹義而言也可僅指基金本身（例如上圖中之 A 基金）。基於本文針對私募股權基金的定義，乃指一種以私募為募資方式進行股權投資之經濟活動，因此本文所稱之私募股權基金將為廣義之基金活動，至於狹義之基金，將另以「各檔基金」、「基金池」或「基金」另稱之。

管理者在組織上沒有限制特定模式，例如前述黑石集團、KKR 以有限合夥為組織架構；收購臺灣寬頻、東森而著名的凱雷集團（Carlyle Investment Management L.L.C.）則是以有限責任公司組成。

投資人在私募股權基金之法律關係中，以成為有限合夥之有限合夥人為投資方式，如圖表 2 所示，如投資人欲參與 A 基金之投資，即成為 A 基金之有限合夥人。

通常私募股權基金之管理者不會直接擔任普通合夥人，基於資產分離與營運之考量，往往另外成立法律主體來擔任有限合夥之普通合夥人，如圖表 2 所示，管理者成立特殊目的公司 1，擔任 A 基金之普通合夥人，作為管理者控制 A 基金之

管道，而管理者如成立複數基金，則以此類推，如圖表 2 所示之特殊目的公司 2、3，以及 B、C 基金。除此之外，為了強化管理者對於私募股權基金之經營權限，實務上管理者通常另與各基金（即各有限合夥）簽訂管理、顧問協議，成為該基金之投資顧問，由管理者提供各基金投資策略建議，做為管理者操作各基金之管道⁵⁸。

第二節 臺灣的私募股權基金

根據波士頓顧問集團公布之資料，全球私募股權基金數量創下新高⁵⁹；不僅如此，近年來私募股權基金產業在國際上也是蓬勃發展，各種收購消息頻傳。在 2018 年，美國共計有 4,828 筆私募股權基金的交易，總交易價值超過 7,130 億元美金，另計有 1,049 筆投資完成出售（exits），總交易價值為 3,654 億元美金。在同一年，全美由 186 筆私募股權基金招募超過 1,666 億元美金的資產，每一個數字相較於前一年都有所成長⁶⁰。國際趨勢發展如此蓬勃，我國又在近年開放國內證券投資信託事業得經營私募股權基金，讓人不禁好奇：我國是否也有相同的投資盛況？我國是否也有私募股權基金呢？

第一項 有限合夥形式的私募股權基金

如前所述，私募股權基金在國際上廣以有限合夥的方式為之。本文先以有限合夥作為搜尋的模型，作為判別我國私募股權基金活動的依據。依照經濟部商業司網站的有限合夥名錄，我國目前有限合夥共計 38 筆資料⁶¹。由於有限合夥並非私募股權基金獨占的組織型態，本文再以「以投資為目的」⁶²、具相當資本額⁶³及存續

⁵⁸ Hale, *supra* note 19, at 37.

⁵⁹ 中時電子報，前揭註 7。

⁶⁰ 參考 PitchBook. US PE Breakdown(2018 Annual). <https://pitchbook.com/news/reports/2018-annual-us-pe-breakdown>. (最後瀏覽日：05/25/2019)

⁶¹ 經濟部商業司全國商工行政服務入口網，<https://gcis.nat.gov.tw/mainNew/limitedPartnerAction.do?method=list> (最後瀏覽日：05/25/2019)

⁶² 本文依照有限合夥登記的所營事業資料，如包含「一般投資業」、「管理顧問業」、「創業投資業」、「投資顧問業」等與投資相關者，暫且當作「以投資為目的」者。

⁶³ 資本額並非私募股權基金之特色之一，但本文考量私募股權基金通常為機構投資、富人投資的手段，通常應有相當資本額始可參與投資，故暫且以 1,000 萬作為篩選標準。

期間三項標準進行概略的排除與整理後，認為可能之私募股權基金如下圖表 3：

有限合夥名稱	實收出資額 (新台幣)	存續期間	GP／代表人	LP 人數
佳彥有限合夥	500,000	無	王彥儒	1
雅文有限合夥	500,000	無	王亭雅	2
作伙有限合夥	20,000	無	邱奕淳	2
赫瑪士有限合夥	1,900,000	無	赫瑪士資產管理股 份有限公司	1
中華開發優勢創業投資 有限合夥	1,691,062,199	106/05/15- 113/05/14	中華開發資本管理 顧問股份有限公司	23
數位經濟有限合夥	238,530,000	106/09/29- 113/09/28	數位經濟管理顧問 股份有限公司	5
超級複利投資有限合夥	1,700,000	106/09/18- 111/09/17	劉展宏	5
北豐川投資有限合夥	37,740,000	無	豐川投資股份有限 公司	30
台杉水牛二號生技創投 有限合夥	2,950,500,000	107/04/18- 117/07/31	台杉生技股份有限 公司	15
信長投資有限合夥	10,000,000	107/05/03- 110/07/01	陳亮旬	14
夢想一號有限合夥	21,100,000	107/04/03- 112/04/02	夢想何不股份有限 公司	8
海川立春有限合夥	11,500,000	無	海川投資股份有限 公司	7
黑腳投資有限合夥	21,000,000	107/06/20- 110/12/31	黑腳策略有限公司	41
天使資本壹號有限合夥	10,010,000	107/05/28- 112/05/27	全球天使資本股份 有限公司	1
卓毅貳資本有限合夥	110,000	107/08/14- 114/08/13	卓毅貳資產管理股 份有限公司	1
年創富投資有限合夥	105,990,000	107/08/30- 112/08/29	強方投顧股份有限 公司	11
麗坤智聯有限合夥	240,500,000	107/10/09- 114/10/08	智台投資有限公司	4

眾慧投資有限合夥	2,430,000	無	王傳宏	6
寶洲私募股權基金有限合夥	43,000,000	107/11/11-112/11/11	靖海投資股份有限公司	6
國泰永續私募股權基金有限合夥	1,000,000,000	108/01/07-118/01/06	國泰私募股權股份有限公司	8
卓毅貳投資有限合夥	110,000	108/01/31-116/01/30	卓毅貳資產管理股份有限公司	1
福友創業投資有限合夥	208,000,000	108/01/15-115/01/14	福邦創業投資管理顧問股份有限公司	16
豐新參有限合夥	100,000	108/03/08-118/03/07	豐新參資本有限公司	1

圖表 3 以投資為目的之有限合夥

(圖例：灰色網底為「資本額超過 1 千萬」者，粗體邊框為「具存續期間」者)

從名錄得知，我國目前有 23 個有限合夥以投資為目的。由公開資訊尚難得知上述有限合夥投資之標的是否為「以私募方式募資並以股權為主要投資」、是否具積極介入經營之典型特色，因此不易推斷上表是否皆為私募股權基金，僅得推測「可能」為私募股權基金，但如以存續期間、資本額等典型私募股權基金之特色進行分析，可以發現具存續期間者僅 16 筆，而具相當資本額者僅 14 筆，兼具兩種特色者僅 13 筆，則臺灣可能為私募股權基金之有限合夥或許為數不多。

進一步觀察之，典型私募股權基金的組成方式，通常由管理者擔任普通合夥人，而「超級複利投資有限合夥」、「信長投資有限合夥」以自然人為代表人，除非此二代表人是以個人之姿提供基金管理服務，否則此二者應非私募股權基金；至於其他表列之有限合夥，其代表人皆為另一獨立法律組織，且幾乎是股份有限公司形式，綜合其名稱觀察，較類似於典型私募股權基金。另以新聞資料輔助觀察，「卓毅」系列似為卓毅資本關聯之基金⁶⁴，推測為私募股權基金；而最明確為私募股權基金

⁶⁴ 今周刊 (09/26/2013)，〈一家小私募基金 集結投行三巨頭〉，

者，或許是「寶洲私募股權基金有限合夥」與「國泰永續私募股權基金有限合夥」，其設立名義似乎已說明一切⁶⁵。故進一步歸納可能為私募股權基金之有限合夥共計 16 筆資料，如下圖表 4 所示⁶⁶。

有限合夥名稱	實收出資額 (新台幣)	存續期間	GP／代表人	LP 人數
中華開發優勢創業投資有限合夥	1,691,062,199	106/05/15-113/05/14	中華開發資本管理顧問股份有限公司	23
數位經濟有限合夥	238,530,000	106/09/29-113/09/28	數位經濟管理顧問股份有限公司	5
北豐川投資有限合夥	37,740,000	無	豐川投資股份有限公司	30
台杉水牛二號生技創投有限合夥	2,950,500,000	107/04/18-117/07/31	台杉生技股份有限公司	15
夢想一號有限合夥	21,100,000	107/04/03-112/04/02	夢想何不股份有限公司	8
海川立春有限合夥	11,500,000	無	海川投資股份有限公司	7
黑腳投資有限合夥	21,000,000	107/06/20-110/12/31	黑腳策略有限公司	41
天使資本壹號有限合夥	10,010,000	107/05/28-112/05/27	全球天使資本股份有限公司	1
卓毅貳資本有限合夥	110,000	107/08/14-114/08/13	卓毅貳資產管理股份有限公司	1
年創富投資有限合夥	105,990,000	107/08/30-112/08/29	強方投顧股份有限公司	11
麗坤智聯有限合夥	240,500,000	107/10/09-114/10/08	智台投資有限公司	4
寶洲私募股權基金有限合夥	43,000,000	107/11/11-112/11/11	靖海投資股份有限公司	6

<https://www.businesstoday.com.tw/article/category/80395/post/201309260015>(最後瀏覽日:05/25/2019)

⁶⁵ 國泰更是在金管會函釋開放投信經營私募股權基金後的首檔基金。經濟日報(11/07/2018),《首檔投信私募基金來了》, <https://money.udn.com/money/story/5618/3467497>(最後瀏覽日:05/03/2019)

⁶⁶ 創投廣義上仍為私募股權基金之一種,故暫且將「台杉水牛二號生技創投」亦納入是否為私募股權基金之統計,以下其他創投公司亦同。

國泰永續私募股權基金 有限合夥	1,000,000,000	108/01/07- 118/01/06	國泰私募股權股份 有限公司	8
卓毅貳投資有限合夥	110,000	108/01/31- 116/01/30	卓毅貳資產管理股 份有限公司	1
福友創業投資有限合夥	208,000,000	108/01/15- 115/01/14	福邦創業投資管理 顧問股份有限公司	16
豐新參有限合夥	100,000	108/03/08- 118/03/07	豐新參資本有限公 司	1

圖表 4 可能為私募股權基金之有限合夥

綜上所述，從存續期間與資本額等典型私募股權基金之特色進行多角度觀察，似可推測我國為私募股權基金的有限合夥計 16 筆資料，然而，如再考量私募股權基金「積極介入經營」的特色、投資標的之屬性，或許數量又會更少。

第二項 公司形式的私募股權基金

私募股權基金以「有限合夥」模式組成基金僅是一種主流架構，但並非所有私募股權基金皆採取有限合夥的架構，國際上亦有設立公司、信託來成立私募股權基金者⁶⁷，而特別的是，臺灣似乎正是與主流架構相左。

例如 2014 年成立，據報載為臺灣最大的私募股權基金「達勝集團」⁶⁸，在有限合夥名錄中並無相關資料，但在公司登記資料部分，包含「達勝財務顧問股份有限公司」、「達勝壹甲壹投資股份有限公司」、「達勝創業投資股份有限公司」、「達勝壹乙創業投資股份有限公司」、「達勝肆創業投資股份有限公司」、「達勝貳創業投資股份有限公司」，達勝集團似乎皆以股份有限公司形式來成立私募股權基金（見圖表 5），而觀察其名稱與股權結構，達勝財務顧問股份有限公司應為管理者之角色，

⁶⁷ John D. Morley, *The Separation of Funds and Managers: A Theory of Investment Fund Structure and Regulation* 1228, 1275-1276 (Yale Law School Faculty Scholarship Series Paper 4918, 2014).

⁶⁸ 中時電子報 (01/09/2018)，〈4 大外資高手 為達勝助陣〉，<https://www.chinatimes.com/newspapers/20180109000241-260202> (最後瀏覽日：05/25/2019)



其餘達勝壹甲壹等公司在架構上應相當於典型私募股權基金架構下的有限合夥，意即基金池。而在達勝之外，臺灣另一著名之私募股權基金「華威國際」也是以公司制的架構來募資成立基金（見圖表 6）⁶⁹。

如此看來，在臺灣經營私募股權基金，似乎不只有有限合夥一途。儘管有限合夥法直至 2015 年始施行，然而上述集團在有限合夥法施行後似未改以有限合夥之方式創設新基金，則成立公司募資似乎是臺灣私募股權基金的主流選擇。

公司名稱	實收資本/章定資本
達勝財務顧問股份有限公司	126,265,090/300,000,000
達勝壹甲壹投資股份有限公司	1,290,000,000/1,500,000,000
達勝壹乙創業投資股份有限公司	1,403,438,400/1,680,000,000
達勝創業投資股份有限公司	4,176,900,000/5,000,000,000
達勝肆創業投資股份有限公司	3,500,000,000/3,500,000,000
達勝貳創業投資股份有限公司	1,000,000,000/1,000,000,000

圖表 5 公司型私募股權基金登記資料—達勝

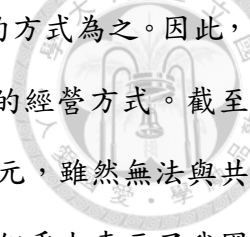
公司名稱	實收/章定資本額
華威國際科技顧問股份有限公司	238,500,000/238,500,000
華盛國際投資股份有限公司	650,000,000/650,000,000
華禾文創管理顧問股份有限公司	10,000,000/10,000,000
華威世紀創業投資股份有限公司	22,500,000/1,000,000,000
華威利群國際股份有限公司	6,965,070/6,965,070

圖表 6 公司型私募股權基金登記資料—華威國際

第三項 信託形式的私募股權基金？

臺灣法下最主要的基金型態是所謂「契約型基金」。我國基金規範主要見於證投法，依證投法第 3 條規定，我國基金必須以「證券投資信託基金」的方式組成，

⁶⁹ 觀察名稱與股權結構，華威國際科技顧問與華禾文創管理顧問股份有限公司應為管理者，其餘為基金池，尤以華威世紀創業投資股份有限公司最為明顯，其股權結構由廣達電腦、元大創投、永豐金證券、富邦綜合證券、國泰創業投資為最大股東，猶如有限合夥架構底下的有限合夥人（即投資人）。



而證券投資信託基金除了向不特定人募集以外，亦得以「私募」的方式為之。因此，在我國似乎也可能以私募證券投資信託基金作為私募股權基金的經營方式。截至 2019 年 1 月為止，我國投信投顧業私募基金資產總額有 385 億元，雖然無法與共同基金的資產總額相比，但至少自 2015 年起有成長的趨勢⁷⁰，似乎也表示了我國「私募證券投資信託基金」正蓬勃發展中。

然而，證券投資信託基金管理辦法第 10 條規定「一、不得投資於未上市、未上櫃股票或私募之有價證券。」，限制證券投資信託基金不能投資非公開股權，完全違背了私募股權基金的特性；同條規定「八、每一基金投資於任一上市或上櫃公司股票及公司債或金融債券之總金額，不得超過本基金淨資產價值之百分之十。」、「九、每一基金投資於任一上市或上櫃公司股票之股份總額，不得超過該公司已發行股份總數之百分之十；所經理之全部基金投資於任一上市或上櫃公司股票之股份總額，不得超過該公司已發行股份總數之百分之十。」此外，我國證券投資信託事業管理規則第 10 條規定「證券投資信託事業不得擔任證券投資信託基金所購入股票發行公司之董事或監察人。」，限制基金能操作的金額、投資的上限以及事業介入經營、提供專業管理服務的可能性，皆與私募股權基金的運作不符，意味著私募股權基金不可能以私募證券投資信託基金為方式在我國經營，反面而言，我國現存之私募證券投資信託基金也不可能是私募股權基金。而上述辦法對於證券投資信託之經營限制，其實近似於共同基金之經營限制，彰顯了我國證投法所謂的私募基金，其實近似於一種「私募的共同基金」，而非典型之私募股權基金。

第四項 小結

綜上所述，臺灣確實有私募股權基金存在，然而在組織體上，我國通常以公司之形式來組成基金，相較於國際實務上以有限合夥組成，略有不同。而我國雖有私

⁷⁰ 中華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會，統計資料：境內外基金資產總額，<https://www.sitca.org.tw/ROC/Industry/IN1001.aspx?PGMID=FD01>（最後瀏覽日：2019/03/07）。



募之契約型基金存在，然而該等基金並非典型之私募股權基金。

觀察國際上的發展趨勢，美國 2017 年的上市股票市值總額為 32.1 兆美元左右（約 963 兆新台幣）⁷¹，其中私募股權基金的管理資產總額為 1.4 兆美元（約 42 兆新台幣）⁷²，佔股票市值總額約 4%。而美國著名的私募股權基金，如 KKR，在私募股權市場的管理資產總額為 700 億美金⁷³、黑石集團為 1 千 3 百億美金⁷⁴，至於凱雷集團則是 810 億美金⁷⁵。反觀臺灣，以上述私募股權基金為例，有限合伙制的中華開發旗下私募股權基金包含亞洲基金與優勢基金，兩基金管理資產總額分別約為 4 億美元（約 123 億新台幣）及 45 億新台幣，合計 168 億新台幣⁷⁶；華威集團的管理資產總額約 10 億美元⁷⁷（約 300 億新台幣），至於達勝集團（KHL Capital），由於無公開網站與其他登記資料故無法確知其管理資產總額與發展情形。其他著名之臺灣私募股權基金，例如海峽資本（Strait Capital Investment Group）的管理資產總額約為 1 億 9 千萬美元⁷⁸（約 58 億新台幣），而東博資本（Magicapital）則未公開其管理資產總額⁷⁹。

由於資料欠缺，難以從整體股權市場上比較臺灣與美國的私募股權基金發展情形，但以個別私募股權基金業者進行比較，臺灣的發展似乎是遜於美國。撇去國

⁷¹ TheWorld Bank, Market capitalization of listed domestic companies (current US\$)United States., <https://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.CD?end=2017&locations=US&start=2016>. (Last visit: May. 3, 2019)。

⁷² 見 PITCH BOOK 網站，The current US private equity scene in 11 charts，<https://pitch-book.com/news/articles/the-current-us-private-equity-scene-in-11-charts>（最後瀏覽日：05/25/2019）。

⁷³ 見 KKR 網站，KKR Events & presentation. KKR INVESTOR DAY - JULY 2018. <https://ir.kkr.com/static-files/b010dd22-8620-4e1e-867f-bdaf7fe89abf>（最後瀏覽日：05/25/2019）。

⁷⁴ 見 Blackstone 網站，Private Equity. <https://www.blackstone.com/the-firm/asset-management/private-equity>.（最後瀏覽日：05/25/2019）。

⁷⁵ 見 The Carlyle Group 網站，Corporate Private Equity. <https://www.carlyle.com/our-business/corporate-private-equity>.（最後瀏覽日：05/25/2019）。

⁷⁶ 見中華開發資本網站，<https://www.cdibcapitalgroup.com/cdibchhtml/expertise/1685>.（最後瀏覽日：05/25/2019）。

⁷⁷ 見 The CID Group 網站，<http://www.cidgroup.com/EN/about-1.html>（最後瀏覽日：05/25/2019）。

⁷⁸ 見 Strait Capital Investment Group 網站，<http://www.strait-capital.com/en/about.php>（最後瀏覽日：05/25/2019）。

⁷⁹ 見 Magi Capital 網站，<http://www.magi-capital.com/>（最後瀏覽日：05/25/2019）。

家實力、經濟環境等因素，有無可能是法制差異造成如此的結果，即為本文要探討的問題。以下本文欲從臺灣、美國兩國的私募股權基金法制開始研究，分析兩國之間的差異，進一步推論背後之答案。



第三章 臺灣私募股權基金的規範



私募股權基金的運作包含兩大重點：基金的投資行為，以及管理者對於各基金的管理行為。舉例來說，KKR 旗下有 Europe Fund V、Asian Fund III 等基金，分別針對歐洲、亞洲各地的公司進行投資；而 KKR 則擔任投資顧問的角色，為各檔基金提供投資建議與分析，因此，私募股權基金如何適用臺灣的證券投資、顧問法律，即為本文探討的第一要務。本章將分析私募股權基金的營運行為受到台灣法律何等規範，進一步歸納私募股權基金在臺灣的管制問題以及衍生的爭議。

第一節 臺灣私募股權基金的法律定位

私募股權基金的營運行為主要集中於「募資」與「投資」。就募資之部分而言，私募股權基金與客戶簽訂的募資契約本質上屬於「投資契約」，如依財政部函釋認為「外國人來台募資之投資契約屬於一種有價證券⁸⁰」之見解，私募股權基金似有適用證券交易法（下稱「證交法」）之可能性。

然而我國針對有價證券之規範係採「有限列舉，概括授權」之立法模式⁸¹，而證交法第 6 條之列舉內容及主管機關目前核定之內容，皆未包含國內之投資契約⁸²，而即便實務判決有以「流通性」或「投資性」等要件擴張對於證券之解釋，惟此種見解僅係擴張股票之解釋範圍，並無法作為投資契約構成有價證券之依據，故參酌上述函釋解釋之標的僅限於「外國人來台募集資金赴外投資」而未包含本國人募資之類型，則國內之投資契約應非有價證券⁸³。換言之，私募股權基金與客戶簽

⁸⁰ 財政部證券管理委員會（76）臺財證（二）字第 6934 號函：「華僑或外國人在臺募集資金赴外投資所訂立之投資契約，與發行各類有價證券並無二致，投資人皆係給付資金而取得憑證，係屬證券交易法第六條之有價證券，其募集發行應經本會核准始得為之。」

⁸¹ 劉連煜（2015），《新證券交易法實例研習》，十三版，頁 42，台北：元照。

⁸² 楊岳平（2018），〈首次代幣發行與證券監理法制——以臺灣證券交易法下「證券」的定義為中心〉，《月旦財經法雜誌》，43 期，頁 150-152。

⁸³ 同前註。



訂的投資契約，解釋上應非證交法管制之標的。

退步言之，即便擴張主管機關函釋之意旨，將國內募資之投資契約認定成有價證券，由於私募股權基金不向大眾募資，而僅向特定機構投資人、高資產淨值投資人募資，理論上不構成公開發行，亦無須適用證交法針對公開發行的相關規定⁸⁴。

而就私募股權基金的投資行為而言，經營基金投資有價證券或提供有價證券之投資顧問服務恐涉及我國證投法之適用問題。依證投法第 6 條與第 63 條規定，「非依本法不得經營證券投資信託、證券投資顧問及全權委託投資業務」，且「非經主管機關許可及核發營業執照，不得經營證券投資信託與證券投資顧問業務」。因此，私募股權基金如涉及證投法所稱之證券投資信託、證券投資顧問或全權委託投資業務，應取得主管機關的許可與營業執照以及業務核准始得營業。

2017 年 8 月，金管會以行政函釋開放證券投資信託事業轉投資子公司，得擔任私募股權基金之普通合夥人⁸⁵及辦理受託管理或引介投資 PE Fund 相關業務⁸⁶，等於允許我國投信事業不僅可自行設立私募股權基金，亦可擔任基金的投資顧問與招募投資人。此兩函令稱其法源依據為證投法第 3 條第 3 項第 3 款，似是認為「擔任私募股權基金合夥人、受託管理或引介投資私募股權基金」皆非屬證券投資信託或全權委託投資業務⁸⁷；同時參照證期局月刊，其認為「PE Fund 並非金管會特許業務，...故並未增訂 PE Fund 之定義、投資限制等管理規定」⁸⁸。綜上意見，主管機關似乎認為私募股權基金並無構成證投法上述三種業務之疑慮，無須遵守證投法之規範或事先取得主管機關之許可，2017 年所發布之函釋只是鬆綁證券投資信託事業因證投法第 3 條的經營業務限制，透過另行核准的方式，開放投信業

⁸⁴ 劉連煜，前揭註 81，頁 234-239。

⁸⁵ 金管會（106）金管證投字第 1060009113 號。

⁸⁶ 金管會，前揭註 4。

⁸⁷ 證投法第 3 條第 3 項第 3 款「證券投資信託事業經營之業務種類如下：一、證券投資信託業務。二、全權委託投資業務。三、其他經主管機關核准之有關業務。」

⁸⁸ 林曉韻、陳佑軒，前揭註 14，頁 14。

者得經營私募股權基金。簡言之，金管會似乎認為任何個人或公司都可以經營私募股權基金。



然而，本文認為，私募股權基金本質上不僅涉及證券投資顧問行為，更有構成全權委託投資的疑慮，在我國法規架構下實屬應受主管機關事前核准的特許行業，主管機關認為私募股權基金非特許業務係錯誤見解；而將私募股權基金視作「其他經主管機關核准之有關業務」也有認事用法的問題。以下本文分別就基金與顧問公司之法律適用問題進行分析。

第一項 基金的法律適用問題

第一款 私募股權基金不構成證券投資信託

依證投法第 3 條規定，「本法所稱證券投資信託，指向不特定人募集證券投資信託基金發行受益憑證，或向特定人私募證券投資信託基金交付受益憑證，從事於有價證券、證券相關商品或其他經主管機關核准項目之投資或交易」，私募股權基金以投資為主要業務，或有落入證券投資信託事業規範的可能性。

第一目 證券投資信託之構成要件

我國證投法所規範之「證券投資信託」行為，以「向不特定募集證券投資信託基金發行受益憑證」或「向特定人私募證券投資信託基金交付受益憑證」，而「從事有價證券投資」為構成要件。所謂「證券投資信託基金」，參酌證投法第 5 條，指證券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；「受益憑證」則指為募集或私募證券投資信託基金而發行或交付，用以表彰受益人對該基金所享權利之有價證券。

第二目 私募股權基金不構成「證券投資信託」

文義上，若私募股權基金不採取證券投資信託契約的方式募集信託財產作為投資資金，則該筆資金似乎即不構成證券投資信託基金，即便使用該資金從事有價

證券投資亦不構成證券投資信託，可不受證投法管制。



第三目 私募股權基金不構成「受益憑證」

依證投法第 5 條，受益憑證為募集或私募證券投資信託基金而發行或交付之「有價證券」，而典型之私募股權基金管理者與投資人間成立有限合夥關係，依有限合夥契約決定雙方之權利義務。如前述，由於我國實務認為國內投資契約非有價證券，文義上似難將私募股權基金的管理者與投資人間的契約認定為有價證券，恐怕只能進一步將之視為受益憑證來適用證券投資信託的構成要件。

退步言之，縱使不採實務見解，而將國內投資契約視作有價證券，由於證投法第 5 條將受益憑證解釋為「募集或私募證券投資信託基金」而發行或交付之有價證券，參酌前一目之分析，私募股權基金不採取證券投資信託契約的方式募資，則私募股權基金之行為亦落在受益憑證的構成要件之外。

上述困難或許是證投法的設計問題。立法者在設計構成要件時，以證券投資信託基金之運作為模型，憑借證券投資信託之實務運作狀況去設計與解釋證券投資信託基金與受益憑證之定義。然而，基金與投資人之權利義務建構基礎應是投資契約，受益憑證本質上只是表彰受益權的證券，證投法既然要管制的是基金管理者與投資人之間的法律關係，所著重者應為雙方的投資關係，亦即投資契約的成立與否。如將受益憑證的發放視作構成要件，毋寧是倒果為因，導致法律適用上產生困難：到底是發放受益憑證者故為證券投資信託，還是證券投資信託者應發放受益憑證？

再退步言之，就算採取目的性解釋，將受益權存在與「發行、交付受益憑證」等同視之，然而所謂「受益權」是信託制度下的概念，泛稱受益人基於信託契約所享有之信託利益⁸⁹。如第二章描述，私募股權基金的契約關係中除了投資額、借款

⁸⁹ 信託法對於受益權並無明確定義，但信託法第 17 條至第 20 條為關於受益人利益之規定，其中第 17 條第 1 項規定「受益人因信託之成立而享有信託利益。但信託行為另有訂定者，從其所定。」



額與交付行為有關以外，尚不涉及信託財產的法律關係，亦難將基金的投資關係視為信託而有受益權的存在，亦即私募股權基金不構成「發行、交付受益憑證」此一要件，遑論這種目的性解釋似乎也超越了文義的最大解釋範圍。

綜合上述，不論是根據文義解釋或目的解釋，私募股權基金的投資行為除了「從事有價證券投資」以外，並不符合證券投資信託的構成要件，因此不屬於我國證投法第 3 條所稱之證券投資信託行為。

第二款 私募股權基金構成全權委託投資

依證投法第 5 條，「對客戶委任交付或信託移轉之委託投資資產，就有價證券、證券相關商品或其他經主管機關核准項目之投資或交易為價值分析、投資判斷，並基於該投資判斷，為客戶執行投資或交易之業務」之行為構成「全權委託投資業務」。全權委託投資業務雖然屬於證券投資信託事業、證券投資顧問事業得經營的業務種類之一，然依照證投法第 50 條⁹⁰，尚須符合主管機關所定之條件並經主管機關核准始得為之，相較於單純經營證券投資信託、證券投資顧問業務受到嚴格的規範。本文認為，不論是以有限合夥或是公司的形式組成私募股權基金進行投資，均構成全權委託投資，理由如下。

第一目 文義解釋

典型之私募股權基金以有限合夥組成基金，雖然管理者名義上是獨立在有限合夥之外，向有限合夥提供投資顧問服務，似無法直接干涉基金之運作，但以我國有限合夥法為例，有限合夥採取「集權管理架構」，本於所有與經營分離原則，應

第 20 條規定「民法第二百九十四條至第二百九十九條之規定，於受益權之讓與，準用之」。體系解釋上，受益權的內容應指信託利益。另見陳春山（1997），《證券投資信託專論》，頁 404-413，台北：五南。

⁹⁰ 證投法第 50 條：「證券投資信託事業或證券投資顧問事業經營全權委託投資業務，應符合主管機關所定之條件，並經主管機關核准，始得為之。前項條件、資格、申請程序、人員管理、契約簽訂、帳務處理及其他應遵行事項之辦法，由主管機關定之。」。

由普通合夥人負責執行業務，有限合夥人不得參與經營⁹¹，故有限合夥法第 21 條規定，有限合夥業務由普通合夥人同意後執行⁹²，並規定有限合夥人不得參與有限合夥業務之執行，否則就需要承擔普通合夥人的責任⁹³。私募股權基金之普通合夥人為管理者成立的另一法律實體，意味著管理者對基金之營運仍有實質掌控權，與管理者直接經營或操作基金實質上並無差異。

而從契約關係上來看，投資人加入有限合夥、注入合夥資產的背後用意其實是「委託管理者進行投資判斷與操作投資」，投資人參加有限合夥，應構成一種投資的委託關係，合夥財產即構成「客戶委任交付的委託投資資產」；此外，私募股權基金最鮮明的特色就在於選定投資標的、介入經營與出售獲利，在在符合有價證券的價值分析、為客戶執行投資等要件。簡而言之，不論私募股權基金如何拆解或設計其法律架構，皆不影響管理者與投資人之間構成「針對有價證券投資委任」的契約關係。因此，文義解釋上，私募股權基金有構成全權委託投資之可能性。

第二目 實務判決

實務上，我國法院對全權委託投資的判斷往往也是遵循證投法的文義，並未獨創其他解釋或構成要件。曾認定屬於「全權委託投資業務」，未經許可經營而受罰的案例如下：

1. 證券從業人員私下代客操作證券投資

實務上證券從業人員私下代客操作證券投資之行為，通常構成非法經營全權委託投資業務而受罰。例如臺灣高等法院 102 年金上訴字第 42 號刑事判決，本案

⁹¹ 曾宛如（編）（2016），《有限合夥法逐條釋義》，頁 6，台北：元照。

⁹² 有限合夥法第 21 條：「有限合夥業務之執行，除有限合夥契約另有約定者外，取決於全體普通合夥人過半數之同意。」。

⁹³ 有限合夥法第 26 條第 1 項、第 2 項：「有限合夥人，除第二十四條規定情形外，不得參與有限合夥業務之執行及對外代表有限合夥。有限合夥人參與合夥業務之執行，或為參與執行之表示，或知他人表示其參與執行而不否認者，縱有反對之約定，對於第三人，仍應負普通合夥人之責任。」。

二名被告（下以甲、乙稱之）分別為永豐金證券股份有限公司之營業員以及證券業相關人員，乙向朋友丙引薦甲，提議將丙之資金交予甲，由甲全權代為操作買賣上市（櫃）、興櫃公司股票以獲取高額利潤。丙相信甲消息靈通故允諾，按月匯款至乙之帳戶作為報酬，並由甲操作丙之帳戶，反覆以丙之證券帳戶為其下單從事股票投資。丙因獲利頗豐，另引介其兄丁依照相同模式將帳戶交由甲操作投資。

法院認為，丙與丁均已將渠等之投資資產全權委託予被告甲，並授權其藉由丙、丁之證券帳戶，以甲自己之價值分析或投資判斷，進行股票之買賣交易。甲既未經主管機關之許可，則甲之行為自屬未經許可經營全權委託投資業務；而乙雖無親自實施經營全權委託投資業務，但其事前提議、介紹與事中享有報酬之利益，應為甲之共同正犯⁹⁴。

2. 私人間代為操作證券投資

即便非從事證券相關工作之人員，如代他人操作證券投資，亦有可能構成全權委託投資行為。例如臺灣高等法院 102 年金上訴字第 49 號刑事判決，本案被告（下以戊稱之）向其同學（下以己稱之）表示其具股票投資專業，遊說己委託其進行股票買賣操作，如有獲利則由其取得 30% 作為報酬。己依照戊之指示開立證券帳戶並存入資金，由戊決定股票買賣標的、時間、數量及金額進行股票投資。

戊辯稱：僅受己委託下單、下單前有告知並經己同意始為之，且本案情形不符合投信投顧公會對於全權委託投資之定義，例如己之帳戶存摺及密碼皆由己自行保管，並未移轉給被告；另依照證投法規範，全權委託投資的最低金額為 500 萬元，委託人依法不得任意取回投資資產、不可自行下單，本案己僅存入 103 萬元，且己不僅可任意提取金額，更可自行買賣股票等，故戊並不構成全權委託投資。

⁹⁴ 其他證券從業人員私下代客操作證券投資構成違法經營全權委託投資業務，可參考臺北地方法院刑事判決 105 年度金訴字第 16 號刑事判決、高等法院 102 年度金上訴字 23 號刑事判決、高等法院 102 年度金上訴字 6 號刑事判決、高等法院 99 年度上訴字 4316 號刑事判決。

法院認為，根據警詢、偵查筆錄及答辯狀內容可知，戊於投資前並未告知或取得己之同意；其次，證投法第 5 條第 10 款「對客戶委任交付或信託移轉之委託投資資產」之要件不以現實交付為限，戊既取得己之授權與委任書，對己所委託之投資資產具有實質上之管領力，即該當對客戶委任交付或信託移轉之委託投資資產。至於戊本來即為授權人，則可自行下單為當然之理，不影響全權委託投資業務之認定。因此，戊之行為仍屬違法⁹⁵。

3. 以公司、團體名義代為操作證券投資

不僅個人所為之代操行為構成全權委託投資，以公司或團體名義代為投資者亦可能構成全權委託投資。例如臺北地方法院 105 年度金訴字第 16 號刑事判決，本案被告庚等人自組「同億富利投資團隊」，受理他人委託進行有價證券投資。辛經友人介紹而與庚接洽，庚、辛簽署「投資合作備忘錄」，約定將某證券帳戶內相當於資產總額範圍內全權委託該團隊代其下單買賣、申購有價證券、辦理交割，並約定全權代操之績效管理費為當期（每半年）獲利之 16%。法院認定被告之行為構成全權委託投資，最終判處被告有罪。

另一則類似案例為新竹地方法院 102 年度金訴字第 3 號刑事判決。本案被告為「遠華產經研究股份有限公司」之負責人，向他人表示可代為操作投資股市，以公司名義與他人簽定「專戶資產管理顧問合約書」，由公司擔任受任人，約定如獲利可予公司一定成數之利潤，進而操作他人帳戶內之資金。法院認為被告之行為構成全權委託投資，最終判決被告有罪。

上述不論以個人或公司名義之違法案例皆屬於「操作他人帳戶」之資金進行投

⁹⁵ 其他私人間代為操作構成全權委託投資之案例，可參考台北 104 年度金訴字 36 號刑事判決、高雄地方法院 102 年度金訴字第 1 號刑事判決、高等法院 100 年度金上訴字 30 號刑事判決、士林 99 年度金訴字 4 號刑事判決；而台灣更常見的「股票老師」亦有可能構成全權委託投資，可參考如桃園地方法院 101 年度桃金簡字第 1 號刑事簡易判決、臺北地方法院 99 年度金訴字第 22 號刑事判決。

資者，這也是我國目前未經許可從事全權委託投資受罰的主要型態。

然而，即便「操作自己帳戶」之資金進行投資，如果資金來自於他人且有委託投資的事實，似乎也構成全權委託投資。例如高等法院 106 年度金上訴字 20 號刑事判決，被告壬、癸自組某投資團隊，向投資人招攬 A、B 兩種投資方案，要求參與兩種方案之投資人分別匯款至壬名下之兩個不同帳戶，於收到款項後，再將資金從兩個不同帳戶轉至名為「凱凡國際有限公司」之帳戶中，由癸操作該公司帳戶內資金進行台股指數期貨的買賣交易。壬、癸辯稱上述行為僅是分享明牌之行為，且資金往來之目的為借款，並非共同投資。

惟法院認為，壬、癸辦理招攬投資方案之活動，且各方案有具體之獲利保證、資金門檻，已非單純之資訊分享；另壬初次匯款之際與癸相識僅二、三個月，單筆借款額度高達 400 萬元，在未附任何擔保之下，難以想像是一般借貸行為，且癸非以證券期貨投資為業，難以想像為了謀生需要貿然向外借貸年利率高達 40%、金額高達千萬元之個人投資款項，且癸尚寄送投資報表予壬說明資金用途，顯示雙方並非借貸關係，而有共同投資之行為。綜合以上證據，認定被告構成全權委託投資行為，判決有罪⁹⁶。

第三目 指標案例：臺北地方法院刑事判決 104 年度金訴字第 6 號刑事判決

最類似於「私募股權基金構成全權委託投資」的案例，可參考臺北地方法院刑事判決 104 年度金訴字第 6 號刑事判決。本案被告為「德盛亞洲投資顧問有限公司」之副理及業務人員，藉由撥打電話向不特定民眾推銷當時以詢價圈購及公開申請配售方式，辦理上市前公開承銷配售之慧洋船務代理股份有限公司之股票（下稱

⁹⁶ 類似案例可參考高雄分院 106 年度金上訴字 5 號刑事判決、高雄分院 102 年度金上訴字 1 號刑事判決，被告以賺取股票投資佣金為目的，引介他人將資金匯入「自己帳號」以進行股票操作。

慧洋公司)，並向購買之投資人簽訂契約，載明由公司受理客戶全權委任，代為買進慧洋公司股票，並約定「操作期間內客戶不得要求德盛公司提前賣出投資標的」，「所有買賣權責交由德盛公司處理」，「由德盛公司收取套利後價差 60%之相關費用」、「客戶應將投資款項匯入上開德盛公司某帳戶內」等內容；被告另行將公司帳戶內款項提出給不詳人士承購慧洋公司股票，嗣後於慧洋公司上市 1 個月後，該不詳人士將售出該公司股票之股款及獲利由被告轉交投資獲利之 40%予投資人。

法院認為，被告接受投資人委託，從事全權委託投資慧洋公司股票等業務係犯證投法第 107 條第 1 款未經主管機關許可，經營全權委託投資業務罪，判決被告等人有罪。

綜觀本案被告與投資人簽訂之契約內容，例如「投資標的特定⁹⁷」、「客戶無介入投資決策的權利」、「所有投資由投資顧問負責」、「投資顧問的收費標準」等，實與私募股權基金之運作方式極其相似，更增加私募股權基金構成全權委託投資行為的可能性。

第四目 小結

以有限合伙的方式募資，普通合夥人（投資顧問）操作的資產來自於各合夥人的出資額，然相較於一般合夥關係，有限合伙法並未特別規定合夥財產在法律上的所有權歸屬⁹⁸。解釋上可能有「參照民法合夥規定」或「有意排除」的兩種可能性，如為前者，則普通合夥人所操作的資產即為「自己」或「共同共有」的資金；如為後者，則有限合伙財產如同公司的「資本」，普通合夥人操作的有限合伙資產即為「他人」的資產。依照我國有限合伙法之規定，有限合伙具有法人格⁹⁹，比對我國

⁹⁷ 當然，在投資標的部分，本案情形是特定公司，不如私募股權基金是特定產業或市場類別，但本文認為這點差異並不影響其具有私募股權基金的特質，亦即投資標的屬於事前約定清楚、可得特定。

⁹⁸ 民法第 668 條：「各合夥人之出資及其他合夥財產，為合夥人全體之共同共有。」

⁹⁹ 依照有限合伙法第 4 條：「本法用詞，定義如下：一、有限合伙：指以營利為目的，依本法組織登記之社團法人。」

公司以及股東之關係，似乎後者較為合理，換言之，有限合夥中，所有合夥人的出資都成為有限合夥所有的財產。如採此見解，私募股權基金有可能符合前述實務判決中操作他人帳戶進行證券投資行為進而構成全權委託投資之類型。

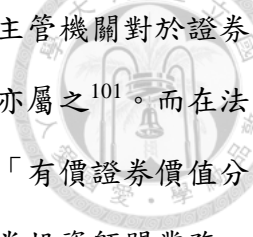
再者，參照證投法第 5 條對於全權委託投資之定義，不論是「客戶委任交付」或「客戶信託移轉」，都構成全權委託投資，而委任與信託的差異在於前者並無移轉財產所有權，後者因信託而有移轉所有權，若兩者皆構成全權委託投資，則從立法解釋上來推測，立法者似乎並不在意委託投資資產的所有權究竟由何人持有，蓋財產是否移轉並不是重點，真正問題仍在有無委託投資關係的事實，因此，私募股權基金亦不能以資金所有權歸屬為理由來規避構成全權委託投資行為的可能性。退步言之，參考前述實務判決，不論是操作他人資金或自己資金，只要投資行為最終是由投資顧問者主導與決定，皆可能構成「全權委託投資」行為。

因此，投資人透過加入有限合夥的形式，注入資產供有限合夥進行投資，與「客戶交付資產投資」行為間僅有名義上的差異，只要實際上存有委託投資之關係存在，實質上與委任投資、交付投資資產相同；而基於專業能力選定投資標的收購股票、介入經營再上市出售，亦符合「就有價證券為價值分析、投資判斷，並基於該投資判斷為客戶執行投資或交易之業務」。綜上所述，從文義解釋與實務判決分析，私募股權基金可能構成全權委託投資行為，如未事先取得核准與許可¹⁰⁰，即有違法之風險。

第二項 管理者的法律適用問題

證投法第 4 條規定，「本法所稱證券投資顧問，指直接或間接自委任人或第三人取得報酬，對有價證券、證券相關商品或其他經主管機關核准項目之投資或交易有關事項，提供分析意見或推介建議。」

¹⁰⁰ 證投法第 50 條、證投法第 63 條。。



無論以何種形式「提供分析意見、推介建議」似乎皆不影響主管機關對於證券投資顧問行為成立之判斷，即便以 E-mail 寄送、刊登股市資訊亦屬之¹⁰¹。而在法院判決中，有認為即使服務對象不具委任關係，只要其提供前開「有價證券價值分析、投資判斷建議」等服務，並因此獲取對價之報酬，即屬「證券投資顧問業務」之範圍¹⁰²；甚至有判決認為無論對象是否可得特定，只要「對外提供證券交易有關之意見為業，並憑此獲得報酬」即屬之¹⁰³。綜合此等判決意旨，似乎只要符合「提供證券分析、投資判斷」與「獲取報酬」兩要件，不論形式，皆構成我國的證券投資顧問行為。

誠如前述，典型私募股權基金在運作上由管理者設立基金，再另行與基金簽訂管理、顧問契約，藉此操作私募股權基金之投資。既然法律關係上存在管理、顧問契約，而其介入經營的過程又勢必涉及有價證券的收購與買賣，則私募股權基金構成證券投資顧問行為應無疑義；即便外觀上不另行簽訂顧問契約，誠如前述，私募股權基金在運作上由管理者擔任普通合夥人進行「日常營運」，意味著管理者與投資人間實質上為委託投資之關係，管理者仍有提供有價證券之分析服務，並有收取顧問費用或績效費用等報酬，則參考上述法院對於證券投資顧問行為的見解，私募股權基金仍有可能構成證券投資顧問行為，須經主管機關許可後始得營業。

第三項 小結

本文曾匿名電訪金管會證期局投信投顧組詢問我國主管機關針對私募股權基金是否適用證投法相關規範，該組回應私募股權基金之運作與證券投資信託基金

¹⁰¹ 財政部證券暨期貨管理委員會(88)台財證(四)字第 98671 號：「...關於公司以信件 (E-mail) 刊登買賣股票之股市投資快報、股市總體分析、市場消息、焦點公司報導及個別股票買賣價位之建議，依該業務行為性質，即是從事為投資人提供股市投資資訊及投資建議之證券投資顧問服務，屬證券投資顧問業之業務範疇」。

¹⁰² 臺灣高等法院 96 年度上訴字 250 號刑事判決（最高法院亦維持本判決）。

¹⁰³ 最高法院 100 年度台上字 6943 號刑事判決。本案被告取得合法證券投資顧問之證券投資訊息，再自行架設網站將該等訊息給會員而收費。法院認為，無論該訊息是非法或合法取得、不管有無加以編輯、分類、改稿、刪修，皆屬於證券投資顧問業務而不得免責。

不同，只要不是證券投資信託基金，即非金管會監管之金融商品；而 2017 年金管會函釋開放證券投資信託事業經營，僅僅是因為證券投資信託事業之業務種類受到證投法限制，故需另以函釋開放而已。



上述金管會的回應似乎代表我國實務認為私募股權基金並無適用證投法之疑慮，然而，本文從文義解釋與判決分析認為，私募股權基金即便不構成證券投資信託行為，仍有構成全權委託投資行為以及證券投資顧問行為之疑慮，則在未經主管機關許可之下，台灣的私募股權基金可能構成違法經營特許業務而受罰。私募股權基金是否適用證投法，實務運作與法律解釋的兩極化差異，意味著在臺灣經營私募股權基金實際上面臨相當高之法律風險。

第二節 問題與啟示

私募股權基金募資以進行有價證券之投資為營業行為，涉及我國證投法之規範，其由於非信託的特性，固然不構成證券投資信託行為，但其仍可能構成證券投資顧問或全權委託投資行為。本文基此提出以下四點觀察發現。

第一項 私募股權基金之管制漏洞

第一目 金管會認定「私募股權基金非特許業務」有誤

典型之私募股權基金並非採取信託關係來募資，因此不構成證券投資信託行為，此部分固然正確，但私募股權基金在實務上通常由基金作為投資主體，另由管理者擔任分析與決策的角色，基於這個分立關係，在私募股權基金的運作中必然構成證券投資顧問行為；不僅如此，本文從法律解釋與實務判決分析，認為私募股權基金在臺灣有可能構成全權委託投資，此兩者皆屬我國證投法規定之特許業務，非經主管機關許可不得為之。因此，主管機關認為私募股權基金並非金管會特許業務的解釋似乎並不正確。

本文推測，實務上認為私募股權基金不受金管會監管有以下幾種可能之原因：

第一，根據文義解釋，不論何種基金，只要不採取證券投資信託架構，就不符合證券投資信託的定義，因此不是特許行業，不適用證投法；第二，依照法律主體之關係採取形式認定，意即將普通合夥人的經營行為認定為內部之經營行為，並非對外提供證券投資顧問或全權委託行為，故不適用證投法；第三，割裂觀察，只將目標放在負責投資之基金本身，卻忽略了管理者在私募股權基金業務中舉足輕重的地位，因而忽略了證券投資顧問行為的成立。

第二目 現行證投法不適合管制私募股權基金

證券投資信託與私募股權基金雖然都有聚集多數人資金、專業管理與從事有價證券投資的相同特性，然而，前者以獲取資本利得、股利收入為目的，並非以取得公司經營權為目的¹⁰⁴，後者以出售投資標的為目的，並以提供管理協助、介入經營為特色，兩者營業目的與獲利手段並不相同。因此，根據本文之解釋，私募股權基金不被視為證券投資信託而受證投法管制，或許是一個合理的結果。

根據前述分析，私募股權基金可能構成全權委託投資行為以及證券投資顧問行為，故有證投法的適用可能性，然而，透過此兩種行為進行管制，或許並不適合。

全權委託投資在我國與證券投資信託基金一樣都受到投資總額的限制¹⁰⁵，意味著即便是全權委託投資行為，也只能採取「被動式」的獲利方式，除了購買股票、期待價值上漲以外，不能透過任何積極行為介入經營、提高目標股價的方式來獲利；而我國證投法禁止證券投資顧問收受客戶資金或代理從事證券投資行為，亦不得與客戶為證券投資損益分擔之約定¹⁰⁶，意味著我國證券投資顧問其實不得參與投資的具體行為。此等規定與實務上私募股權基金之運作大相逕庭，典型之私募股權

¹⁰⁴ 陳春山，前揭註 89，頁 167。

¹⁰⁵ 證券投資信託事業證券投資顧問事業經營全權委託投資業務管理辦法第 17 條第 1 項：「證券投資信託事業或證券投資顧問事業運用委託投資資產應分散投資；其投資標的之分散比率，除本會另有規定外，應遵守下列規定：二、為全體全權委託投資帳戶投資任一公司股票之股份總額，不得超過該公司已發行股份總數之百分之十。」。

¹⁰⁶ 證投法第 10 條第 3 項。

基金將難以在我國證投法之規範下生存，顯示現行法並不適合用以規範私募股權基金。



或許金管會是基於「證投法不適合管理私募股權基金」之理由認定私募股權基金不受管制，然此見解未見其提出任何函釋或說明，不禁令人懷疑，金管會認為私募股權基金不受其監督、管制只是歪打正著。而上述種種問題更突顯私募股權基金在臺灣似乎是一種「管制漏洞」，既無法透過證投法內的三種業務來進行合適的規範，又無其他特別法規得以處理。而或許也正因如此，金管會才需要另行核准私募股權基金作為證券投資信託事業的業務種類之一，並發布相關規則限制證券投資信託經營私募股權基金應注意之事項¹⁰⁷，來補充現行法規不足之處。

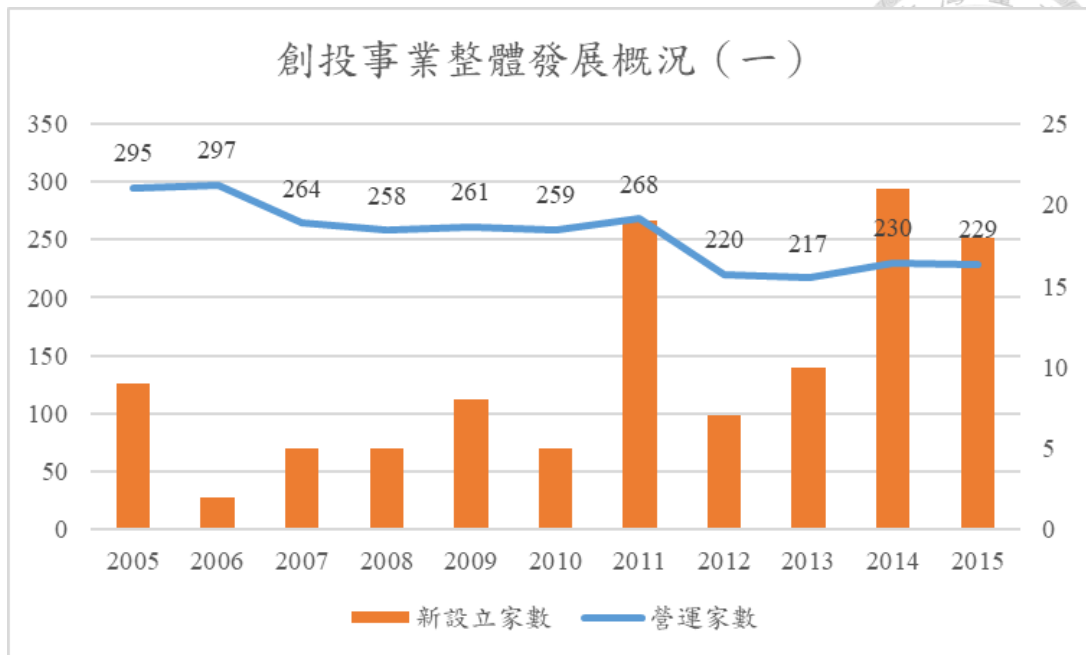
第三目 蓄意不管制？以創投為例

從政策進展與法律適用來觀察，我國政府似乎對私募股權基金表現出「蓄意不管制」的態度，我國針對創投基金的管制態度即為一適例。

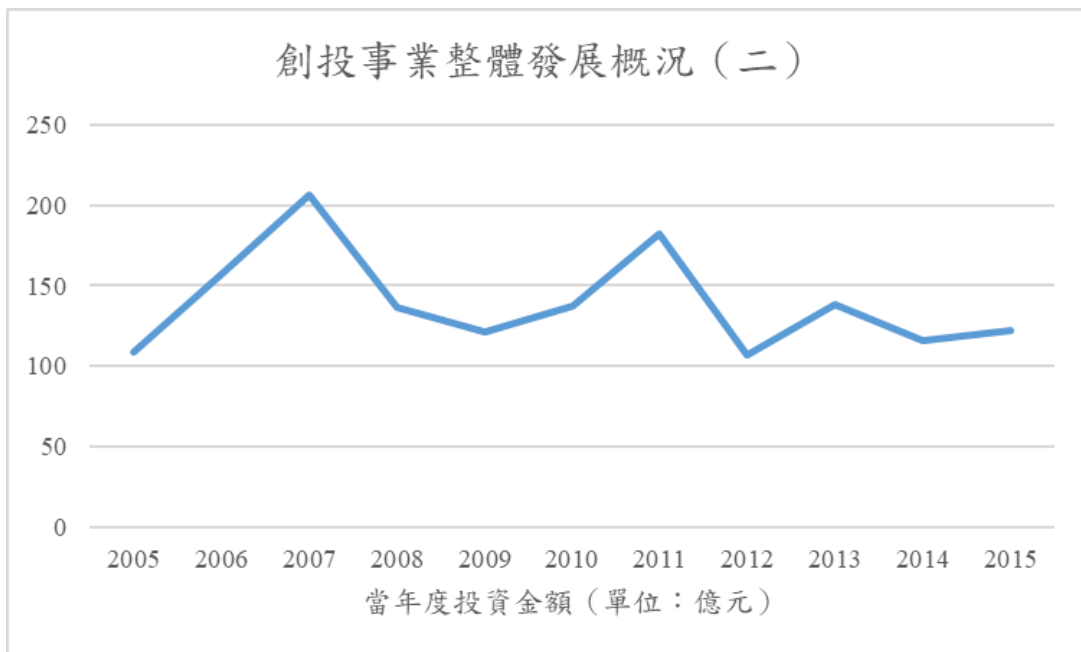
臺灣之創業投資基金制度早在 1982 年即從美國引進，民國 72 年起建立「創業投資事業管理規則」、「創業投資事業之適用範圍標準」、「創業投資事業範圍與輔導辦法」等法規，爾後因應母法促進產業升級條例的廢止，根據新法規產業創新條例而制定「創業投資事業輔導辦法」（以下簡稱創投輔導辦法），作為我國目前創投基金的主要規範法源；而我國創投之發展狀況如圖表 7 及圖表 8 所示，自 2005 年起至 2015 年為止，雖然營運家數逐漸下降（自 295 家下降至 229 家），但各年度投資額仍有逐漸上升的趨勢（當年度投資額自 108.6 億新台幣上升至 122.4 億新台幣），整體來說，步調雖然緩慢，但仍有長期穩定發展的趨勢¹⁰⁸。

¹⁰⁷ 金管會，前揭註 4、註 12。

¹⁰⁸ 中華民國創業投資商業同業公會，臺灣創業投資事業現況，http://www.tvca.org.tw/information/situation_domestic（最後瀏覽日：04/17/2019）。




圖表 7 臺灣創投事業整體發展概況 (一)



圖表 8 臺灣創投事業整體發展概況 (二)

創投基金主要業務行為即為投資有價證券，但遍查創投基金的相關法規與證投法的歷年修正，絲毫不見其針對創投基金業務與證投法投資行為的釐清或整理，似乎創投基金的營運與證券投資行為、證投法毫無關聯，又在創投輔導辦法中針對



創投基金設立不少優惠性待遇規範，例如創投輔導辦法第 4 條至 6 條，創投基金可受惠於政府之經營、資訊、國際交流等輔助¹⁰⁹，更可由政府牽線取得國發基金、銀行、保險、證券或退休基金的資金挹注¹¹⁰。縱使創投基金確實在具體投資行為上因創投輔導辦法而有些許限制，例如創投事業輔導辦法第 9 條對於投資上市上櫃公司之股票時的手段限制，僅能參與現金增資、轉換公司債特定人認購、集中市場買賣、私募股票或其他併購與重整行為；創投事業輔導辦法第 9 條之 1 對於未投資資金用於集中市場買賣的投資額上限，不得超過自身資本額之 20%，且單一投資不得超過自身資本額之 5%，但這些規定僅影響創投基金能否繼續取得政府的優惠性措施，而不影響其繼續營業或因此招致處罰，與其說是創投基金的行為限制，不如說這只是政府導引創投基金金流的一種措施。

從上述可見，政府明確認識到創投基金的存在，更為之量身打造相關法規，卻無意探討創投基金與既有證券投資信託之間的關聯性，或是另設相關的投資行為限制¹¹¹，似乎可以證明我國對於證券投資信託以外的證券投資公司或投資行為，是「蓄意不管制」，然而創投輔導辦法、產業創新條例的立法目的與內容卻絲毫未考慮創投基金的特性、市場穩定度或投資人保護必要性，其既然與證券投資信託同為證券投資行為，政府不予管制之正當性究竟為何？令人倍感好奇。

¹⁰⁹ 創投事業輔導辦法第 4 條：「中央主管機關應辦理下列創業投資事業輔導事項：一、推動適合創業投資特性之經營機制。二、推動政府相關基金投資創業投資事業。三、建立創業投資事業之投資資訊交流平台。」；第 5 條「中央主管機關為促進創業投資事業之國際合作交流，應辦理下列事項：一、促成國際資金投資國內創業投資事業。二、推動加入國際性創業投資組織。三、協助創業投資事業募集國際資金。四、引進國際大型創業投資機構來我國合作。五、辦理或參加例行國際創業投資相關會議。」。

¹¹⁰ 創投事業輔導辦法第 6 條：「中央主管機關依創業投資事業申請得出具推薦函，並協調各該目的事業主管機關協助創業投資事業爭取下列各項資金來源：一、行政院國家發展基金。二、銀行業。三、保險業。四、證券業。五、金融控股公司。六、各公民營退休基金或保險基金。七、資本市場。」。

¹¹¹ 我國之創投規範與證券投資信託規範皆起源民國 72 年，然而時至今日，創投與證券投資信託皆分別歷經多次修正，卻仍未見有相關探討。關於證券投資信託規範之起源，見王巧雲（2011），〈證券投資信託及顧問法制發展史與演變〉，《證券暨期貨月刊》，29 卷 21 期，頁 26-36。

廣義而言，創投基金亦為私募股權基金¹¹²，具體差異只在於經營與操作的方式，遑論我國創投輔導辦法對於創投基金的定義實與典型之私募股權基金相去不遠¹¹³，因此我國對於創投基金的蓄意不管制，或許也代表著私募股權基金在蓄意不受管制之列。然而，誠如前一節所述，私募股權基金其實有受到證投法規範的可能性，政府卻仍對私募股權基金採取蓄意不管制的態度，使私募股權基金的法律風險更加龐大。

第二項 錯認投資信託、投資顧問之功能

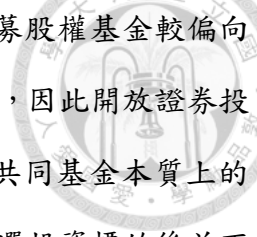
金管會允許證券投資信託業者經營私募股權基金，看似開放私募股權基金在臺灣的發展，但實質上稱作限制也不為過。函釋雖開放設立或經營私募股權基金，卻仍然將私募股權基金當作一種「核准業務」，證券投資信託事業成立的私募股權基金必須遵循函釋設置專責部門與人員、訂定內控機制，並提交金管會「核准」以後才可以經營，這一點似乎與國際上對於私募股權基金較寬鬆的管制措施相去甚遠¹¹⁴。

不僅如此，金管會僅開放證券投資信託事業得以經營私募股權基金，那麼證券投資顧問事業呢？私募股權基金的運作上，管理者的顧問角色亦相當重要，其針對投資的決策與分析或許才是私募股權基金的運作核心，如有證券投資顧問事業欲參與經營，不許其經營之正當性何在？

¹¹² 詳第二章第一節第一項之分析；另以美國法為例，在 IAA 中將創投基金與廣義的私募基金並列兩項豁免註冊規範。15 U.S.C. §80b-3(l); (m).

¹¹³ 參考創投輔導辦法第 3 條第 1 項：「本辦法所稱創業投資事業，指符合下列經營型態之公司或有限合夥，且公司實收資本額或有限合夥實收出資額在新臺幣二億元以上：一、具備二人以上之經營團隊，並有經營創業投資事業或投資產業之專業知識，能對具潛力之投資標的事業進行評估及投資決策。二、對被投資事業之投資方式包含以資金投資並取得被投資事業之股權、以資金購買被投資事業原股東之股權、以資金投資有限合夥事業成為有限合夥人，或以資金購買被投資事業原有限合夥人之出資額。三、對被投資事業進行投資後管理，包含提供各種附加價值之服務或協助、企業查訪、出席被投資事業之董事會或股東會等。」，不論是「專業管理」、「購入股權」、「投資後管理，提供附加價值服務或協助」，三者皆為典型私募股權基金之特色。

¹¹⁴ 詳下一章對於美國私募股權基金的規範介紹。



參考證期局對於此次開放的說明¹¹⁵，主管機關似乎認為私募股權基金較偏向證券投資信託基金（即共同基金）之業務而非證券投資顧問業務，因此開放證券投資信託事業來管理，但這種出發點似乎忽略了私募股權基金與共同基金本質上的差異。共同基金的商業模式乃「被動式投資」，意即共同基金挑選投資標的後並不積極、主動地影響投資標的之價值，僅被動地等待投資標的價值上升；而私募股權基金則否，其並非靜待股價上漲，而是主動介入投資標的之日常營運，藉此提升投資標的價值，使其日後出售或公開發行時的價格提高，藉此提高基金之獲利。開放證券投資信託事業經營，卻未開放證券投資顧問事業經營，似乎是從根本上就錯認了兩者的角色定位。

第三項 全權委託投資的尷尬與誤用

第一目 按設帳別區分？

有認為共同基金與全權委託投資之差異為前者具有聚集小額資金、以基金專戶從事投資，後者為客制化、依照代理人身分進行投資¹¹⁶，因此兩者不應等同視之；另有認為共同基金與全權委託投資之差異為，前者係共同管理，無法針對個別投資人的需求進行操作，而後者得針對個別投資人的特質或需求量身訂做，個別約定投資的標的與方針，分戶加以投資運用¹¹⁷。

誠然，我國證投法第 62 條強制經營全權委託業務者「應按客戶別設帳」，而證投法第 21 條則規定證券投資信託基金按基金帳戶別獨立設帳，似乎足以佐證學者之見解，同時也否定了以基金池型態經營全權委託業務的可能性，但這是全權委託投資業務的行為規範，不是法律上證券投資信託與全權委託投資定義的判斷標準，

¹¹⁵ 林曉韻、陳佑軒，前揭註 14，頁 13-25。

¹¹⁶ 郭土木（2000），〈退休基金委託經營的法律架構〉，發表於《2000 退休基金研討會會議》，公務人員退休撫卹基金監理委員會、公務人員退休撫卹基金管理委員會、中華民國退休基金協會、中華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會（主辦），台北（全文可於網站下載：<https://www.fund.gov.tw/ct.asp?xItem=871&CtNode=419&mp=1>）。

¹¹⁷ 許立慶（2000），〈全權委託管理業務〉，《台灣金融財務季刊》，1:2 期，頁 133。

如我國全權委託投資在定義上並未限制不得以專戶為之，如果複數「鉅額投資人」有相同需求、業者為複數投資人擬定相同之契約，並以專戶進行投資亦不違反證投法對於全權委託投資之定義，此際究應歸屬於證券投資信託還是全權委託投資？依照設帳別似乎難以區分兩者之差異。

確實投資人的人數將影響基金管理者的策略與設計，但這個理由或許僅在人數差異甚大的情況下成立。如果投資人的人數有限，且具有類似投資需求，例如只有數人或數十人的小團體，此際基金管理者又何嘗不能為這個小團體「量身設計」類似的投資策略呢？

文義上，「募集證券投資信託基金、發行受益憑證而從事有價證券投資」的證券投資信託，似乎與「對客戶委任、信託之資產，就有價證券為投資判斷並執行交易」的全權委託投資並不衝突；參照第一節之實務判決分析，任何將財產交付他人的行為進而為投資操作者皆屬於全權委託投資，則所謂證券投資信託又何嘗不是一種全權委託投資？而全權委託投資業務開放之初，似乎也只是作為一種「專為投資人量身訂做」的投資選擇，使投資人的資產能獲得更有效之利用¹¹⁸，故無論是證券投資信託或是全權委託投資，都是由專業經理人操作之「資產管理」行為，其差異或許只是募資對象與操作手段有所不同而已。

第二目 按保護必要性區分？

全權委託投資與共同基金真正的區分方式或許為投資人的「保護必要性」。

雖然法律上並無限定全權委託投資業務的客戶的專業性或財力證明，但證投法第 55 條限制全權委託投資的單一客戶應有最低投資金額 500 萬新台幣¹¹⁹，這個

¹¹⁸ 廖大穎（2000），〈論全權委託證券投資制度—開放代客操作業務與保護投資人的課題〉，《實用稅務》，312 期，頁 20。

¹¹⁹ 證券投資信託事業證券投資顧問事業經營全權委託投資業務管理辦法第 12 條：「證券投資信託事業或證券投資顧問事業經營全權委託投資業務，其接受單一客戶委託投資資產之金額不得低於



規範模式係類似我國金融消費者保護法之規範模式。

金融消費者保護法將特定專業機構與自然人排除於保護之外¹²⁰，係以財力為標準認定所謂之專業自然人，例如在境外結構型商品中的單筆投資額超過 300 萬元者，即可不適用金融消費者保護法¹²¹，這個金額標準不僅近似，甚至高於全權委託投資金額之最低投資額。從這個角度來看，立法者與主管機關似乎也把全權委託投資當作是一種「專業機構、專業投資人」才能使用的投資工具。然而，此點益加突顯我國證投法之設計問題，如果僅為了區別投資金額高低、投資人保護之必要性，何以在高保護必要性的行為以較難構成的證券投資信託關係作為構成要件，在低必要性的行為卻以較易構成的委託投資關係作為構成要件？如此一來，前者可能成立的情況反而較少，意味著較少投資人有可能受到法律保護；後者可能成立的情況反而較多，意味著較多投資人可能受到法律保護，此種設計似乎有所矛盾。

在我國金融法規架構之下，只要牽涉到專業投資機構或符合一定財力、能力之專業投資人，往往都可豁免於法律規範¹²²，然而我國的全權委託投資業務，不僅無從豁免，更需要在證券投資信託、證券投資顧問執照外另行取得營業核准。儘管全權委託投資業務在設計上似乎考量了投資人的保護必要性而設計最低投資額，但在管制上卻未與一般投資工具有所區別，反而是加強管制、要求欲經營全權委託投

新臺幣五百萬元。但委託投資資產為投資型保險專設帳簿資產或勞工退休金條例年金保險專設帳簿資產者，不在此限。」。

¹²⁰ 金融消費者保護法第 4 條第 1 項、第 2 項：「本法所稱金融消費者，指接受金融服務業提供金融商品或服務者。但不包括下列對象：一、專業投資機構。二、符合一定財力或專業能力之自然人或法人。前項專業投資機構之範圍及一定財力或專業能力之條件，由主管機關定之。」

¹²¹ 金管會（106）金管法字第 10600555450 號令：「三、本法第四條第一項但書第二款所稱符合一定財力或專業能力之自然人或法人，係指依下列各款法令規章之一所定，以專業投資人或專業客戶身分，接受金融服務業提供金融商品或服務，於該筆金融商品或服務範圍內之自然人或法人：（一）境外結構型商品管理規則。」；境外結構型商品管理規則第 3 條第 2 項規定，自然人的財力標準為提供新臺幣三千萬元以上之財力證明；或單筆投資逾新臺幣三百萬元之等值外幣，且於該受託、銷售機構之存款及投資（含該筆投資）往來總資產逾新臺幣一千五百萬元，並提供總資產超過新臺幣三千萬元以上之財力聲明書。

¹²² 例如證券交易法第 43 條之 6 允許公開發行公司針對金融機構或符合特定條件之自然人私募有價證券，因而可以免於諸多公開發行之法律限制。



資者須另行取得業務之許可，此似乎與金融法律規範依投資人保護必要性區別管制的邏輯背道而馳¹²³。

第三目 實務用途：非法證券代操之處罰途徑

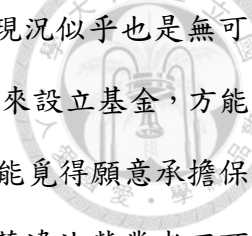
從歷史脈絡上來看，全權委託投資（discretionary investment）發源於一種證券商（broke-dealer）提供的服務，客戶在券商處可選擇開立非全權委託帳戶（non-discretionary account）或全權委託帳戶（discretionary account），前者券商只有實行權，須遵照客戶的指示進行下單；後者指投資顧問對於客戶帳戶內資產有完全決定權，不需要在進行具體投資前取得客戶的同意。因投資顧問所提供者形同一種投資顧問服務，在美國法上曾產生是否為證券投資顧問之爭議，當時其主管機關認為，是否構成證券投資顧問應視其服務內容而定，判斷上不因單一帳戶或共同資金而有不同，如涉及有價證券之分析判斷並因而收取報酬者為證券投資顧問，應遵循證券投資顧問之法規；如單純代為履行投資決定者為證券商之服務，則無須遵循證券投資顧問之法規¹²⁴。

然而，從我國實務現況來看，全權委託投資並非用來專指鉅額與專業客制化投資方式，同時也是處理「非法資產管理」的一種途徑。雖然我國證投法區分三種資產管理業務，但實際上受罰的只有「證券投資顧問」與「全權委託投資」兩種業務，事實上沒有任何被告是「非法經營證券投資信託」而受罰，蓋無投信、投顧執照者替他人進行證券相關投資行為，往往已經先構成「非法經營全權委託業務」而受罰¹²⁵。

¹²³ 經營全權委託投資者唯一有優於經營一般業務者，僅是經營該業務之經理人得兼任共同基金或提供證券投資顧問服務，亦即經理人得兼任兩種業務。然而，這種規定似乎難以視作證券投資信託或顧問事業得以豁免於部分金融監管的一種優惠。見證券投資信託事業證券投資顧問事業經營全權委託投資業務管理辦法第8條第5項。

¹²⁴ SEC, Certain Broker-Dealers Deemed Not To Be Investment Advisers (Release No. IA-2376, Apr. 12, 2005).

¹²⁵ 以「非法經營證券投資信託業務」為關鍵字搜尋我國判決，僅有5筆判決資料以非法經營證券投資信託業務判決有罪者，然而該等判決實際上處罰的內容是「非法經營證券投資顧問」行為，而非證券投資信託行為，主文部分應為誤繕。



如觀察我國證投法針對證券投資信託行為之定義，則實務現況似乎也是無可厚非之結果。業者如欲合法營業，必須依照證券投資信託的架構來設立基金，方能符合證投法之規定；業者如欲違法營業，似乎沒有必要、也不可能覓得願意承擔保管責任的銀行擔任保管機構來設立證券投資信託基金，這意味著違法營業者不可能採取證券投資信託的架構來經營基金，則當然不可能適用「非法經營證券投資信託業務」作為處罰依據。我國對於證券投資信託只能做出正面描述，現實上卻不可能存在反面描述的情況，似乎也凸顯了法規定義上的狹隘之處。

綜合上述，我國全權委託投資行為既不符合起初存在之意義，規範設計上又與金融法規的邏輯衝突，現實上常作為非法證券投資行為的處罰途徑，凸顯全權委託投資在我國法規架構下是如此尷尬與被誤用。

第四項 公司型基金的管制漏洞

上述私募股權基金與證投法的適用分析所突顯的最大問題是，我國基金法規一開始就只專注於依照證券投資信託設立的契約型基金，以至於只有契約型的基金會落入證投法之管制範圍，但這種設計方式明顯忽略了以其他形式組成之基金，尤其是「公司型基金」，意味著同樣的基金活動，將可能因組織、架構方式的不同產生監管上的差異，在契約型基金受到嚴格監管的同時，公司型基金卻無須遵守證投法的所有規範，不僅是造成不同業者間的差別待遇，更是使得投資人受到截然不同的保護標準。

第一目 公司型與契約型基金

所謂「契約型」基金，係指由基金管理者、投資人與保管機構三方簽訂契約來成立基金。投資人依照契約對基金管理者享有請求投資獲益權利；保管機構依照契約對於投資資產有保管權，並對基金管理者有消極監督權；基金管理者依照契約對



於投資資產應如何運用具有投資決策權¹²⁶。我國之證券投資信託基金，即屬契約型之基金¹²⁷。

基金不必然以證券投資信託—「契約型」的架構為之，國際上也不乏以「公司型」的方式募資。所謂「公司型」基金，係指由基金管理者設立一間公司來成立基金。投資人如欲加入基金投資，即購入該公司股份成為「股東」，該公司之資產由獨立之保管公司進行管理；雖然投資行為以公司的名義為之，惟該公司對於投資資產應如何運用沒有投資決策權，真正的投資決策權乃由獨立之投資顧問公司所享有，該公司僅具有基本指導與監督權；投資損益歸於公司，再間接反應至股份、股東，也就是投資人的投資損益。美國之投資公司即屬公司型之基金¹²⁸。

第二目 公司型基金的管制漏洞

既然實務上可能存有兩種模式之基金，不禁讓人好奇：我國在法制架構上選擇以「契約型」作為基金模型架構，卻對「公司型」的基金架構隻字不提，如臺灣有業者欲採取公司制的方式經營，是否即可不受管制？這個灰色地帶究竟是「法未明文，允許」，還是「法未明文，禁止」？

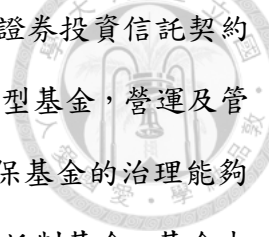
如果答案是前者，那麼正當性何在？何以組織架構的差異性，就足以成為管制與不管制的正當性？何以採取信託制架構者，就需要受到嚴格規範，採取公司架構者，就可絲毫不受管制？如果答案是後者，那麼正當性何在？何以同為共同投資之工具或投資手段，僅因組織上的差異即禁止之？

本文並非認為信託制的投資架構不比公司制的投資架構。基金本質上為投資人委託他人進行投資之行為；而應如何交付財產、委託投資，或許只是投資架構的

¹²⁶ 王文宇（2010），法學、經濟學與組織（下）——兼論契約型與公司型共同基金組織，月旦法學雜誌，182卷，頁7-8。

¹²⁷ 劉連煜（2002），〈論美國有關證券投資信託公司與證券投資顧問事業之規範與對我國之啟示〉，《月旦法學雜誌》，80期，頁171-172。

¹²⁸ 王文宇，前揭註126，頁9-10。



選擇問題。例如美國以公司為法律架構來建立基金，我國則是以證券投資信託契約的法律架構來建立基金，兩者均有資產分離的法律效果；而公司型基金，營運及管理中心在投資公司的董事會，藉由設置高比例的獨立董事來確保基金的治理能夠符合投資人利益，同時賦予股東對特定事項有投票權；我國的信託制基金，基金本身並不具有法律人格，其實行投資的核心反而是管理基金的經理公司，因此受益人的投票權與介入權相對較小，但原則上受益人皆有買回權，也無礙於投資人保障¹²⁹。簡而言之，公司制與信託制只是在治理架構上採取不同的規範方式，但兩者皆有相同的經濟功能與投資人保護制度。


然而，本文認為不合理之處係「無正當理由的管制差異」。我們可以想像以下狀況：某專業管理團隊欲在臺灣募資進行相關投資，一方面因為在美國工作多年，熟悉以公司制作為募資與投資的法律架構，不欲成立信託基金、發行受益憑證；另一方面自豪於其投資策略與判斷，不想仰賴外部顧問，不另行尋找國內投資顧問簽約。該團隊為了降低法律成本，選擇不公開發行而僅向特定機構募資，最終也成功取得相當之資本額並著手投資。該團隊的營業內容與經濟功能，實與我國之證券投資信託並無二致，但該團隊但卻不需要受到我國證券投資法規之限制。此際政府是否有其他監管手段、是否給予投資人足夠的保護，不禁令人憂心。

即便兩種基金型態之法律架構存有歧異，然而其商業組織的經濟功能並無不同，似乎僅有經濟上的效率差異¹³⁰。比起從基金之法律架構來設定定義與規範，我國證投法或許更應該回歸「行為面」本質來定義，亦即不論以何種投資架構募資，只要是募資進行有價證券之投資行為，皆應受到證投法之規範，較能涵蓋所有可能的證券投資類型，使所有證券投資行為皆受到同樣標準的管制，進一步落實投資人的保障，不致因為組織體、投資架構的差異性產生規範漏洞。

¹²⁹ 王文宇，前揭註 24，頁 214-215。

¹³⁰ 王文宇，前揭註 126，頁 5；16-17。

第五項 小結



從私募股權基金在臺灣的法律適用分析，本文認為臺灣存有私募股權基金的管制漏洞，現行法難以將之視為基金管制；而在開放證券投資信託事業經營私募股權基金之際，似乎又錯認了投資顧問舉足輕重的地位；此外，全權委託投資的定義模糊，更使得私募股權基金面臨高度的法律風險；末者，最核心的問題是在沒有正當理由之下卻對「公司型基金」撒手不管，導致相同的基金活動，可能產生政府管制與投資人保護的差異。此四點觀察，凸顯我國法律存在私募股權基金與公司型基金的管制漏洞，應如何解決此等問題，即為本文研究之目標。

本文擬以美國作為研究對象，於下一章分析美國法律如何規範、處理私募股權基金之問題，作為比較之對象，進一步分析我國是否有規範不足或值得效法之處。

第四章 美國私募股權基金的規範



鑒於世界上著名的私募股權基金多起源於美國（前述提及之 KKR、Blackstone 與 Carlye Group 皆如是），我國證投法又多有參酌美國法制而設計者¹³¹，本文選擇美國法制為借鏡，學習該國法規，並作為我國私募股權基金應如何規範的比較標準，或許也能進一步作為我國公司型基金的參考規範。

私募股權基金，涉及證券投資行為與證券投資顧問行為，美國主要以「投資公司法」（Investment Company Act，以下簡稱 ICA）以及「投資顧問法」（Investment Adviser Act，以下簡稱 IAA）兩部法律規範。前者規範投資公司（即基金），後者規範投資顧問（即基金管理者，以下簡稱投資顧問）。

本章將先從此兩部法規的簡略歷史沿革出發，了解其法制的背景、立法目的與設計初衷，分析私募股權基金在美國分別如何受到此兩部法規的規範；其次，再介紹美國私募股權基金的現行管制方式；最後，將之與我國私募股權基金應如何管制作連結。

第一節 歷史沿革

美國的證券管理法規，始於 1933 年制定之 Securities Act（以下簡稱「美國證券法」）與 1934 年之 Securities Exchange Act（以下簡稱「美國證券交易法」），以聯邦層級的規範作為證券募集、發行與買賣的基本規範。然而，此兩部法規的設計原意與立法目的是用來保障傳統證券投資行為，例如個別投資人購買公司、企業向大眾發行且可以在公開市場進行交易的有價證券，而非用來處理投資人參與基金的集合投資行為。由於基金具有集合投資的特性，且金額龐大，做投資決策者並非投

¹³¹ 例如證投法第 3 條關於證券投資信託得從事之投資或交易標的；第 4 條關於證券投資顧問之定義；第 7 條關於證投信、證投顧事業、保管機構的注意義務與忠實義務等，各有參照 1940 美國投資公司法、1940 美國投資顧問法等。見 93 年制定證券投資信託及顧問法之各該條文立法理由。

資人，而是投資公司，投資人將資產授權或交付給投資公司，並由投資公司投資後再將分配收益給投資人，這種透過專業經理人、共同投資的投資方式，與典型個人投資並不相同，因此當時美國證券法與證券交易法所提供的保護機制——資訊揭露義務與反詐欺條款似乎不足以解決此產業中的投資人保護問題¹³²。

第一項 ICA 的制定

美國境內第一個投資公司起源於 1924 年，斯時起投資公司產業迅速成長，其中又以封閉型基金（closed-end fund）最為蓬勃。但好景不常，1929 年 11 月美國市場崩盤爆發經濟大蕭條，讓投資公司產業面臨重大打擊，至 1930 年代中期，投資公司在組織與營運上的市場濫用與墮落行為更是逐漸為市場所知，使政府逐漸意識到證券法與證券交易法無法給予該產業中投資人適足的保護，如何改善這個產業的惡行、建立有效的監管即成為當時政府首要之課題。1935 年，美國國會制定了公用事業控股公司法（Public Utility Holding Company Act），並根據該法指示 SEC 針對投資信託（investment trust）進行研究並提出相關報告¹³³，進一步制定了最終版本的 ICA¹³⁴。

第二項 IAA 的制定

在上述報告之外，SEC 一併提出了六份補充報告，對投資市場提供更完整的分析¹³⁵，其中第二份補充報告特別針對「投資顧問」進行研究，強調 SEC 對投資顧問市場的高度疑慮，並歸納兩大投資顧問問題：「投資顧問的可信度疑慮」與「投資顧問的組織與營運問題」¹³⁶。

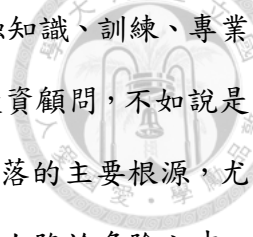
¹³² Walter P. North, *Brief History of Federal Investment Company Legislation*, 44 NOTRE DAME L. REV. 677, 677(1969).

¹³³ SEC, Report on the Study of Investment Trusts and Investment Companies. Pursuant to Section 30 of the Public Utility Holding Company Act of 1935.

¹³⁴ 在 ICA 第 1 條即開宗明義表示「本法依照公用事業控股公司法及相關報告所設計」, See 15 U.S.C. 80a-1; North, *supra* note 132, at 678.

¹³⁵ North, *supra* note 132, at 678.

¹³⁶ SEC, Report on the Study of Investment Trusts and Investment Companies. Pursuant to Section 30 of



當時市場上雖然有正當經營的投資顧問，但也不乏毫無金融知識、訓練、專業能力或資源者在市場內擔任投資顧問的角色。與其說這些人是投資顧問，不如說是他們是在報明牌 (tipster)，是實際上濫用投資工具、造成市場墮落的主要根源，尤其是當這些投資顧問手上掌控大量可流動的資金時，更是讓投資人陷於危險之中。然而，當時不論是投資顧問的資格、專業能力、基金的管理方式、招募方式或是客戶的財產保管，法律皆無任何限制，導致其可以在不受監管的情況下恣意妄為，衍生市場與投資人危機。因此，「區別專業投資顧問與報明牌 (非法投顧)」就是當時草擬法規的首要目標¹³⁷。

在投資顧問的組織與營運之中，「利益衝突」也是重大的問題，例如在投資銀行與證券商擔任投資顧問的情形，由於銀行與券商對於有價證券的買賣本身就有利可圖，因此在自身利益與客戶利益之間就產生利益衝突的問題，銀行、券商不無可能將自己利益置於優先，使受其顧問的投資人利益面臨風險。又例如委託投資顧問管理帳戶的情形，如果與投資顧問自己帳戶之間有利害相反的情況，也會產生利益衝突，這些利害衝突的情形都影響投資顧問是否能提出合理、有利的投資建議。而投資顧問「報酬」的計算方式，也凸顯了利害衝突的嚴重性，例如以「獲利的比率」作為報酬的計算方式對投資人的影響最為重大，往往產生「贏的算我，輸得算你 (Head I win, tail you lose.)」的情形，意味著投資顧問採取高報酬高風險但卻不見得符合投資人利益的投資策略¹³⁸。

「資產保管」則是另一個危機。雖然大多數投資顧問不介入客戶資產的保管，但當時法律也並未明文禁止，以至於現實上也有少部分投資顧問直接持有客戶的股票與資產。由於法律毫不設限，投資顧問對客戶沒有任何義務要為其資產作出任

the Public Utility Holding Company Act of 1935: Investment Counsel, Investment Management, Investment Supervisory, and Investment Advisory Services 27 (1939).

¹³⁷ *Id.*, at 28.

¹³⁸ *Id.*, at 29-30.

何保護或是資產平衡的措施，亦不會進行資產紀錄或交由第三人審計。考量當時有約將近一半的投資顧問採取有限責任的架構（據 SEC 調查，共 394 間投資顧問中有 146 間為公司型態），一旦財務問題發生，公司在有限責任清償完畢以後即可輕鬆走人，凸顯資產保管問題對於當時的投資人來說也潛藏不少風險¹³⁹。

第一款 IAA 的政策辯論：1940 年代

IAA 法案的討論過程引起投資顧問業者極大的反彈，其認為政府將對產業介入過深，但當時的眾議院強調：「投資顧問法規的重點不僅是保障大眾投資人得以免於詐欺與非法投顧的誤導，同時也是作出市場區隔，讓合法投顧不再需要承擔毫無投資專業的非非法投顧的惡行污名。」¹⁴⁰。時任 SEC 投資信託研究部的主席也表示，投資顧問法規的目標不是要決定誰能當、誰不能當投資顧問，也無意去製造任何的核准機制，SEC 之所以要求任何人應該先註冊後才能夠經營投資顧問業務，只是想要瞭解投資顧問市場內有哪些參與者、背景如何¹⁴¹。

法案通過初期，主管機關確實無欲也無權介入過深。當時 SEC 不能查閱、亦不能要求投資顧問備置相關紀錄。但隨著時間推移與二次世界大戰結束，美國政府擔憂在戰後將有新的一波投資熱潮發生，既有的法律恐怕不足以解決隨之而來的投資詐欺問題。1941 年發生的 Robert J. Boltz 詐欺案也證實了非法投資顧問可能帶來的危險以及趨勢¹⁴²，因此 SEC 提出了修正法律的建議案。雖然 SEC 早在 1945 年提出了 IAA 修正案，但一直到 1960 年才受到國會重視而通過修法案，賦予 SEC 要求業者備置紀錄的權利，以及針對這些紀錄突擊檢查的檢查權，藉此促進投資顧問的誠信與遵循備置義務，如投資顧問違反證券相關法規，SEC 並有暫緩或駁回

¹³⁹ *Id.*, at 30.

¹⁴⁰ H.R. REP. No.76-2639, 28.

¹⁴¹ Roberta S. Karmel, *The Challenge of Fiduciary Regulation: The Investment Advisers Act after Seventy-Five Years*, 10 BROOK. J. CORP. FIN. & COM. L. 405, note 13, 408 (2016).

¹⁴² *Id.*, at 409.

註冊的權限¹⁴³。

權限強化以後，SEC 開始大幅落實 IAA 中反詐欺條款的運作，針對不少投資顧問業者進行處罰，其中最著名者為 1963 年的 *SEC v. Capital Gains Research Bureau, Inc.* 案¹⁴⁴，承審法院不僅認同 SEC 的主張，更在判決中進一步闡明一般詐欺與投資顧問詐欺在法律適用上的區別，其認為前者通常一般交易行為當中發生，雙方基於平等的議約地位而成立，因此交易雙方僅負有一般的誠信義務；而投資顧問詐欺則否，其與投資人之間的地位並不如同一般交易行為，投資顧問應有承擔「最大善意 (utmost good faith)」的義務，因此不僅要求投資顧問的行為應出於善意，更應主動揭露所有重要資訊，甚至應採取必要的手段避免誤導客戶進行不適當的投資¹⁴⁵。藉著這個法院的意見加持，SEC 更有著力點來處理處理當時市場內存在的各種問題，例如「投機性買賣」(scalping)¹⁴⁶、濫用客戶投資機會與利益衝突。

第三項 ICA 與 IAA 的重大修正：1970 年代與 2010 年代

緊接著時間來到 1970 年代，ICA 與 IAA 都有重大修正案。ICA 的部分，基於當時的研究報告指出投資顧問往往有「超額收費」的情形，因此 ICA 針對投資公司委託投資顧問管理基金所支付的顧問費增訂相關條款，以受託人責任 (fiduciary duty) 制度處理費用問題，即投資顧問有受託人責任去審查自己收取的顧問費用是否適當、與其提供的服務之間是否顯失均衡¹⁴⁷。

IAA 亦有兩項重大修正，其一是取消部分投資顧問的豁免註冊規定，其二是強

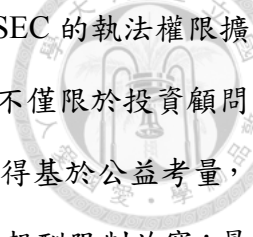
¹⁴³ *Id.*

¹⁴⁴ *SEC v. Capital Gains Research Bureau, Inc.*, 375 U.S. 180 (1963).

¹⁴⁵ Karmel, *supra* note 141, at 409.

¹⁴⁶ 投機性買賣指投資顧問在提供客戶投資資訊以前事先買入相關股票，並在客戶接受資訊購入相關股票以後出售，由於投資顧問預期其提供之資訊將造成市場價格變動，使相關股票升值，因此投資顧問可以獲得買賣價差的利潤。See Victor Brudney, *Insiders, Outsiders, and Informational Advantages under the Federal Securities Laws*, 93 HARV. L. REV. 322, 368 (1979).

¹⁴⁷ 15 U.S.C. §80a-35(b).



化 SEC 對投資顧問的具體行為規範 (disciplinary controls)，讓 SEC 的執法權限擴展至投資顧問的關係人 (persons associated with an adviser)，而不僅限於投資顧問本身；其他較細節的修正，包含賦予 SEC 的豁免裁量權，使 SEC 得基於公益考量，在法定豁免類型以外另以命令獨立豁免之；特定投資顧問行為的報酬限制放寬；最後是強化投資顧問對於員工及關係人的監督責任等¹⁴⁸。

接著在 1996 年，金融市場改革法案 (National Securities Markets Improvement Act) 通過，一方面將投資顧問的註冊管轄分立，建立特定標準讓投資顧問分別向各州或聯邦註冊，另一方面也讓部分投資顧問 (境外客戶與私募基金) 得以豁免註冊¹⁴⁹。此次修正使更多投資顧問得以或免於註冊，意味著可以免受 IAA 當中關於報酬的限制，讓豁免之投資顧問可以收取績效獎金，使得私募基金更加蓬勃發展。

2008 年，金融危機爆發，伴隨著龐氏騙局的發生，讓政府意識到法規有全面改革的必要性，基於當時將金融危機的矛頭指向金融服務業的錯誤推介、銷售，使投資人購買毫無價值的證券，2010 年通過的 Dodd-Frank 法案即對 IAA 多有著墨，不僅提高了投資顧問的豁免門檻，同時也讓 SEC 有更多的權限去發布規則監控私募基金。相關規則包含定義何謂創投基金、境外私募基金顧問，藉此界定新的豁免範圍¹⁵⁰；其二，要求不論是已註冊的投資顧問或未註冊的投資顧問皆有紀錄與報告的義務，因此即便是可以豁免註冊、不受管制的避險基金與其他私募基金，也會受到最低程度監督¹⁵¹；最後也是最重要的，改變豁免的標準，從資產管理總額從 2.5 億下修為 1.5 億¹⁵²，使投資顧問踏入避風港、躲避主管機關的視線的機會越來越小¹⁵³。

¹⁴⁸ Karmel, *supra* note 141, at 412.

¹⁴⁹ *Id.*

¹⁵⁰ Karmel, *supra* note 141, at 415-416.

¹⁵¹ *Id.*

¹⁵² 15 U.S.C §80b-3(m).

¹⁵³ Karmel, *supra* note 141, at 415-416.



第二節 美國基金的法律適用問題

ICA 規定：「主要業務為從事有價證券（securities）投資或交易者，或以發行面額證書¹⁵⁴為業者，為本法所稱之投資公司；如主要業務並非從事有價證券投資，但所持有或意圖購買之投資證券（investment securities）總價值超過發行公司總資產 40%者，亦為本法所稱投資公司¹⁵⁵。」私募股權基金以投資公司為目的，其在運作上更創設獨立的法律組織作為基金進行投資，概念上符合 ICA 對投資公司之定義，因此應適用 ICA。以下將分別就法定基金類型、註冊規定及行為規範在 ICA 涉及的法律適用進行介紹。

第一項 法定基金類型

ICA 將投資公司區分為資產管理公司（management companies）、單位投資信託（unit investment trust）與面額證書發行公司（face-amount certification companies）¹⁵⁶，分別適用不同規範。

第一款 資產管理公司

資產管理公司以公司或信託的型態組成，由投資公司的董事會（如為信託則為受託人）負責監督投資營運。而資產管理公司另可依照兩個不同標準進一步分類。

第一目 開放型（open-end）或封閉型（closed-end）¹⁵⁷

視資產管理公司發行的有價證券是否可贖回（redeemable），如資產管理公司發行之有價證券屬於可贖回證券，該公司即為開放型公司（即共同基金），反之為封

¹⁵⁴ 面額證書（Face-amount certificates）參考陳春山教授的翻譯，意指公司發行之一種債權證券，投資人依約繳納資金後即享有權利向公司請求付款，公司應依照面額交付投資人款項；如投資人於約定期前請求付款，則取得之金額會低於繳納資金，類似保險契約提前解約損失部分保費的概念。陳春山，前揭註 89，頁 222-223。

¹⁵⁵ 15 U.S.C. §80a-3(a)(1).

¹⁵⁶ 15 U.S.C. §80a-4.

¹⁵⁷ 15 U.S.C. §80a-5(a)



閉型公司（即封閉型基金）。所謂可贖回，指有價證券持有人可持證券要求發行人按其持有之比例以等值之淨資產或現金買回¹⁵⁸。

除了是否可以贖回之外，共同基金與封閉型基金實務上另一差異之處在於共同基金不會限制有價證券發行的數量，任何人都可以隨時參與共同基金的投資；而封閉型基金通常只會提供定額的有價證券。

第二目 分散投資（diversified）與單一投資（non-diversified）

如資產管理公司的資產內有 75%以上為現金、政府債券，且投資單一有價證券的價值不超過資產管理公司資產之 5%，且投資之有表決權有價證券不超過投資標的表決權 10%者，為分散型公司；反之，即為單一型¹⁵⁹。

第二款 單位投資信託

單位投資信託指依照信託架構或其他類似的保管契約行為成立、無董事會或公司行政人員或投資顧問、發行可贖回有價證券的投資公司¹⁶⁰。

第三款 面額證書發行公司

此類公司以發行面額證書為業務¹⁶¹，此類投資公司在市場上佔少數。

第二項 註冊規定（registration）

第一款 註冊內容

不論是資產管理公司、單位投資信託或面額證書發行公司，只要構成 ICA 定義之投資公司，皆須向 SEC 註冊¹⁶²。

¹⁵⁸ 15 U.S.C. §80a-2(a)(32).

¹⁵⁹ 15 U.S.C. §80a-5(b).

¹⁶⁰ 15 U.S.C. §80a-4(2).

¹⁶¹ 15 U.S.C. §80a-4(1).

¹⁶² 15 U.S.C. §80a-8.

投資公司應註冊的內容包含其經營的基金類型（開放或封閉、分散型或單一型）；借款與貸款內容；是否發行優先證券（senior securities）；是否承銷證券（underwriting securities）；是否投資於特定產業或組織、不動產或其他實物交易；周轉政策（turn-over）；投資的相關策略；基本營運策略；投資公司關係人（affiliated person）、經理人或其他管理階層的基本資料等¹⁶³。基於基金的不同性質，SEC 設有各種表格供投資公司進行註冊¹⁶⁴。

第二款 豁免規定

ICA 設有諸多豁免規定，除了將部分投資公司豁免適用 ICA¹⁶⁵以外，另將特定投資公司直接排除於投資公司定義之外，其中與私募股權基金相關的豁免規範為 ICA 的 Sec 3(c)(1)與 3(c)(7)¹⁶⁶。

前者規定，如公司發行之有價證券由不超過 100 人持有，且該有價證券不公開發行（public offering）者，即不屬於 ICA 定義之投資公司¹⁶⁷，如該公司符合創投基金之定義¹⁶⁸，發行之有價證券由不超過 100 人持有由不超過 250 人持有，且不公開發行者亦同。後者規定，如公司發行之有價證券，皆由合格投資人（qualified purchaser）¹⁶⁹持有，且該有價證券不公開發行者，亦不屬於本法定義之投資公司¹⁷⁰。

將上述法規套用在私募股權基金上，私募股權基金以投資特定標的並介入經

¹⁶³ 15 U.S.C. §80a-8(b)

¹⁶⁴ 例如共同基金可採用 Form N-1A，封閉型基金可採用 Form N-2，提供保險公司個別帳戶（separate account）管理者可採用 Form N-3。SEC, Forms List, <https://www.sec.gov/forms>. (Last visited: May 10, 2019).

¹⁶⁵ 例如排除政府單位，而主管機關亦得依職權豁免特定小型封閉型基金、商業發展公司（Business Development Company）。See e.g. 15 U.S.C. §80a-2; §80a-6.

¹⁶⁶ 在 IAA 之中，將此兩類投資公司稱為「私募基金」（Private Fund）。15 U.S.C. §80b-2(a)(29).

¹⁶⁷ 15 U.S.C. §80b-3(c)(1).

¹⁶⁸ 特定創投基金，指資產總額少於 1 千萬美金之創投資金。15 U.S.C. §80b-3(c)(1)(C).

¹⁶⁹ 所謂合格投資人，指擁有不少於 5 百萬美金投資資產的自然人、家族企業；若為信託組織，則受託人、信託人及其他參與信託者皆須符合前述資產規定；若為其他組織，則需擁有不少於 2500 萬投資資產。15 U.S.C. §80b-2(a)51.

¹⁷⁰ 15 U.S.C. §80b-3(c)(7).

營為主要目的與獲利手段，通常沒有其他營業目的，符合 ICA「以投資有價證券為主要業務」之投資公司定義；但因為私募股權基金往往由管理公司僅特定之專業投資機構、高淨值自然人募資，因此不具公開發行的特性，因此得以適用上述豁免規範而得免於 ICA 的相關限制，包含前述提及的贖回期限、借款上限、投資上限等規定，因此享有極大的投資操作空間。

第三項 行為規範

ICA 對於投資公司的規範有別於政府對銀行或一般公司的規範，既不著重於制度失靈 (Institutional failure) 的防免，也不單純仰賴 SEC 傳統上由投資人自行判斷風險的「公開揭露」模式，而是透過具體行為規範來避免特定的金融風險¹⁷¹。這些金融風險以基金而言最主要牽涉兩者：槓桿風險 (leverage risks) 與流動性風險 (liquidity risks, 亦稱 redemption risks)¹⁷²。

第一款 槓桿風險

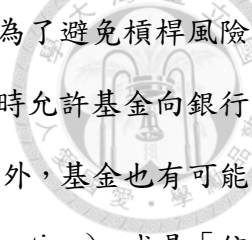
槓桿 (leverage) 指投資機構不以自有資金進行投資，而是透過舉債來擴展更多資產與資本利得的投資策略，槓桿風險則指此種投資策略所帶來的風險¹⁷³。一旦機構發生資不抵債的情況，勢必需要出售資產以償債，然而投資機構因槓桿策略所取得的資產乃由債務所支撐，這些資產的實際價值低於表面價值，即使出售資產亦無法改善其債務問題，形同一種「資產泡沫」。投資機構操作槓桿的比率越高 (借款越多)，無法償債的可能性越高，槓桿風險越高；反之，借款比率越低，槓桿風險越低。一旦槓桿風險實現，意味著投資機構有著倒閉的風險，進一步影響投資機構背後的投資人利益¹⁷⁴。

¹⁷¹ Crawford, *supra* note 38, at 31.

¹⁷² *Id.*, at 39-68.

¹⁷³ Margaret M. Blair, *Financial Innovation, Leverage, Bubbles and the Distribution of Income*, 30 REV. BANKING & FIN. L. 225, 257 (2010).

¹⁷⁴ Crawford, *supra* note 38, at 41.



投資公司以投資為主要業務，槓桿也是其可能的策略之一。為了避免槓桿風險的發生以保障投資人，ICA 禁止基金發行債券來進行投資，但同時允許基金向銀行進行借款，借款上限不得超過基金總資產的 3 倍¹⁷⁵。而除了借款外，基金也有可能因為「衍生性商品 (derivatives)」，例如購買股票的「買權 (call option)」或是「信用違約交換 (Credit Default Swap)」而承擔槓桿風險¹⁷⁶，但針對衍生性商品應如何管制，SEC 似乎還沒有一個定論¹⁷⁷。

第二款 流動性風險

流動性 (Liquidity，亦有稱為流通性) 原指資產以合理價格變現的一種能力，若資產能以合理價格轉換成現金則流動性高；反之，如資產必須以低於合理價格降價出售才可變現則流動性低¹⁷⁸。在典型的基金中，投資人參與基金投資，購買股份或受益憑證，通常享有「贖回」權，亦即要求基金買回投資人所持有之股票、受益憑證以變現的權利，因此在基金與投資人的關係中，流動性亦指基金的贖回能力；而流動性風險，則指基金在一般情況下無法滿足投資人的贖回請求，或是儘管基金的淨值還沒有實質改變、但可合理預見在高壓情況下無法滿足投資人的贖回請求。因此，基金的流動性風險又可稱之為贖回風險 (Redemption risks)¹⁷⁹。

基金的流動性風險肇因於基金的「期限錯置 (maturity mismatch)」因素。由於基金所承擔的債務 (亦及投資人的贖回請求) 通常有時間緊迫的特性¹⁸⁰，但基金從

¹⁷⁵ 15 U.S.C. §80a-18(f)(1).

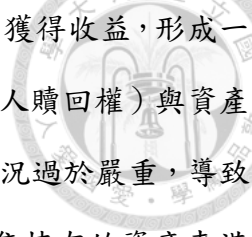
¹⁷⁶ Crawford, *supra* note 38, at 41-48.

¹⁷⁷ 在 2015 年時 SEC 曾提出相關草案，限制基金使用衍生性商品的比例以及進行風險控管，但遭受不少批評而暫停，見 SEC, SEC Proposes New Derivatives Rules for Registered Funds and Business Development Companies, <https://www.sec.gov/news/pressrelease/2015-276.html> (最後瀏覽日：05/25/2019)；在 2018 年，SEC 似乎有意再重新提起，見 SEC, Testimony on “Oversight of the SEC’s Division of Investment Management”, <https://www.sec.gov/news/testimony/testimony-2018-09-26-bliss> (最後瀏覽日：05/25/2019)。

¹⁷⁸ Rizwaan Jameel Mokal, *Liquidity, Systemic Risk, and the Bankruptcy Treatment of Financial Contracts*, 10 BROOK. J. CORP. FIN. & COM. L. 15, 30-31 (2015).

¹⁷⁹ Crawford, *supra* note 38, at 49.

¹⁸⁰ 基金必須在短期內滿足投資人的贖回請求，例如美國要求為 7 日。See e.g. 17 C.F.R. §270.22c-1



投資到收益需要一段期間，絕大多數的資產多半無法在短時間內獲得收益，形成一種收益趕不上債務的「期限錯置」問題，亦即基金在債務（投資人贖回權）與資產收益（投資組合）的時間點上無法達到平衡。一旦期限錯置的情況過於嚴重，導致基金持有的現金無法滿足投資人的贖回請求時，基金就必須出售持有的資產來滿足要求。此際，若基金持有的資產流動性較高，尚無太大問題，但若資產的流動性較低，則面臨拋售（fire sale）的困境，需要降價才能出售¹⁸¹。

基金的流動性風險可能一併衍生系統性風險。若只觀察買賣雙方，拋售也只是個你情我願的零和交易（zero-sum transaction），但若將觀察點擴大至整個資產市場，基金為了避免自身流動性風險而拋售某資產，不僅是自身的獲利減少，還一併影響到該資產的市場價值，其他持有同類資產的人就被迫面臨資產價值縮減，有可能需要重新評估其資產價值以及資產組合，甚至是進行相應的調整、出售同類資產，進一步形成一個惡性循環。儘管基金在槓桿策略的使用上不比銀行，但問題是基金與銀行如果持有相同的資產（例如投資型債券（investment grade bonds）或政府債券），則基金的降價出售將一併影響銀行的資產分配，亦即基金的流動性風險將連帶影響至銀行之資產價值、決策甚至是利率，進而對基金市場之外的整體經濟產生影響¹⁸²。

第三款 具體行為規範

為了避免投資人與整體市場可能面臨的各種風險，ICA 對基金營運作出諸多限制，例如客戶提出贖回請求時投資公司應如何計算贖回價格及客戶贖回請求的完成期限¹⁸³；發行債券之限制及借款限制與上限¹⁸⁴；非流動性資產在投資組合內的

& e.

¹⁸¹ Crawford, *supra* note 38, at 49.

¹⁸² *Id.*, at 49-60.

¹⁸³ 15 U.S.C. §80a-22; 17 C.F.R. §270.22c-1.

¹⁸⁴ 15 U.S.C. § 80a-18(f).

比例上限¹⁸⁵；對於投資集中與分散程度的限制與相關規範¹⁸⁶；基金轉投資證券商（broker-dealers）或已註冊投資顧問（registered advisers）的限制¹⁸⁷；董事會的組成須有多數獨立董事¹⁸⁸；禁止利害關係人交易與基金資產的分離保管（custody）原則等等...¹⁸⁹。

第四項 小結

基金在美國歸類於「投資公司」管制。原則上所有基金應向 SEC 進行註冊後始得營業，而註冊之內容為營運方針與政策。考量投資公司的行為可能帶來的各種風險，ICA 針對投資公司的投資行為與營運行為有諸多具體限制，一方面保障市場穩定，另一方面也是保障投資人的財產。

然而，在法規的演進當中，美國法律考量市場的自由度與投資人的性質作出適度的放寬，而給予特定類型基金適度的豁免，例如 ICA Sec 3(c)1 與 3(c)7 直接將不公開發行有價證券、投資人符合標準之特定公司排除於本法所稱投資公司之外，堪稱為私募基金特設的豁免規範，而私募股權基金基於其僅向特定機構或投資人募資之特性，往往也能適用此等豁免，因此排除在投資公司的定義之外。

排除於投資公司的定義之外，意味不受 ICA 的各種行為限制，單就此點來看，似乎是放任私募股權基金的風險不受管控，但推測其背後的理由，其一或許是考量私募基金的投資人性質，屬於具有相當財力與資本的投資人，可承受的投資風險較一般投資人來得高，因此在槓桿風險的部分放寬限制，允許此等基金採取高風險的投資策略；其次，私募基金投資人的贖回期限比起共同基金來得長，私募基金通常不需要在短期內給付投資獲利給投資人，因此私募基金並不會面臨類似共同基金

¹⁸⁵ 17 C.F.R. §270.22e-4(b)(1)(iv).

¹⁸⁶ 例如分散型與單一型基金，ICA 視其資產組成不同而適用不同之規定。See e.g., 15 U.S.C. §80a-12(c).

¹⁸⁷ 15 U.S.C. §80a-12(d)(3).

¹⁸⁸ 15 U.S.C. §80a-16.

¹⁸⁹ 15 U.S.C. §80a-17.



的流動性風險。綜上所述，本文認為私募股權基金基於這些特性不適用 ICA 的相關規範似乎也屬合理。

第三節 管理者的法律適用問題

IAA 規定：「以提供證券的相關顧問行為為業而收取報酬者，不論是直接提供顧問服務或間接透過出版品提供分析者，皆屬於投資顧問(Investment Adviser)¹⁹⁰。」。私募股權基金的管理者通常會成立另一法律主體作為投資顧問，另與基金本身簽訂管理協議，藉此提供私募股權基金的投資策略，符合 IAA 對投資顧問行為之定義，因此應適用 IAA 規範。本文以下針對投資顧問就註冊、揭露、行為規範的法律適用為介紹。

第一項 註冊與豁免規定

未經註冊者，依法不得經營投資顧問¹⁹¹。但如同投資公司，投資顧問亦有豁免規範，使部份投資顧問能免於 IAA 規範。

第一款 舊法：雙導向的豁免標準

在美國 Dodd-Frank 法案通過以前，投資顧問的豁免標準採取雙導向，分別從「資產導向」跟「客戶導向」去決定是否可以豁免。原則上，只要投資顧問不涉及管理已註冊之投資公司（亦即僅管理私募基金者¹⁹²），資產管理總額超過 2.5 億美金「且」所顧問之客戶多於 15 人者，該公司即有註冊之義務，反之，如管理資產總額低於法定標準或所顧問之客戶少於 15 人，即可獲免註冊義務。立法者以金額規模做區隔的理由是認為規模未超過此標準的投資顧問應由各州管轄，而不需要由聯邦來進行管轄；至於以人數作為區隔標準，則是認為如此少量的客戶尚不至於

¹⁹⁰ 15U.S.C. §80b-2(a)(11).本條另有部分例外，如銀行與所屬公司即排除在外；另外如律師、會計師或證券經紀商在職務範圍內提供之服也排除在外。

¹⁹¹ 15 U.S. Code §80b-3(a).

¹⁹² 即上述 ICA Sec 3(c)(1)與 3(c)(7)兩種豁免註冊的投資公司。



對證券市場帶來多大的威脅，也僅對少量投資人帶來風險，尚不違反 IAA 保護證券市場的安全穩定與投資人的立法目的¹⁹³。

關於「客戶」人數具體應如何認定，曾產生爭議。SEC 曾發布相關規則，認為若涉及以有限合夥為投資顧問的服務對象，則投資顧問可以將有限合夥視為單一客戶，而不以組織體背後的各個有限合夥人進行計算，而 SEC 在之後更擴張解釋，如投資顧問服務的對象為信託、公司或其他法律組織亦得適用此一標準¹⁹⁴。SEC 的標準意味著投資顧問得以個別「基金」為單位，而非以基金背後的實際投資人為單位，計算其所管理之客戶總數，進而將自己維持在豁免規範的標準之下。根據此邏輯舉例來說，投資顧問旗下管理之私募股權基金若少於 15 檔，不論該私募股權基金的有限合夥人數為十人、百人甚至千人，皆符合客戶少於 15 人之定義，故舊法底下私募基金的管理者相當容易踏入免於註冊的避風港之內¹⁹⁵。

第二款 新法：資產導向之豁免

然而，在 2010 年美國 Dodd-Frank 法案通過以後，豁免註冊的規範大幅度變更。根據現行法規，私募基金的投資顧問，如欲避免註冊規定，除了不能管理公開之投資公司（亦即應註冊之投資公司），尚須符合以下四種條件之一¹⁹⁶：

¹⁹³ Anita K. Krug, *Rethinking U.S. Investment Adviser Regulation*, 87 ST. JOHN'S L. REV. 451, 453 (2014). 至於各州是否及如何管轄，視州法而定。

¹⁹⁴ SEC, *Final Rule: Registration Under the Advisers Act of Certain Hedge Fund Advisers*, note 10 (Release No. IA-2333, Dec. 10, 2004). 當時主管機關發布此一規定的理由認為，既然投資顧問是以「基金」為提供服務的對象，而非針對基金內部的個別投資人提供服務，客戶的判斷與計算上自然應以基金為單位計算。

¹⁹⁵ 「避險資金」的管理者最常使用此一豁免規定。鑑於 1998 年之避險基金相關醜聞（Long Term Capital Management L.P.），主管機關曾於 2004 年以後變更認定客戶的標準，將基金背後的所有投資人（視組織型態，如股東、有限合夥人或受益人）視為投資人，期能要求避險基金註冊，藉此將之納入管制。但最終被法院廢棄此一規定，認為 SEC 此舉違背法律構成要件，既然 IAA 以明文以「提供投資顧問服務」為投資顧問的構成要件，在客戶的解釋與判斷上亦應遵循，即以直接受益於投資顧問服務者（亦即基金），而非間接受益者（投資人）來計算。See generally *Goldstein v. SEC*, 451 F.3d 873 (D.C. Cir. 2006).

¹⁹⁶ IAA 尚有其他得免於註冊之規定，但與私募基金較無關聯（例如保險公司或小型企業之投資顧問），故在此不列入討論。See e.g. 15 U.S.C. §80b-3(b)(2); (7).



1. 創投基金豁免：

僅管理創投基金（Venture Capital）者，無須註冊¹⁹⁷。

2. 州內中小型私募基金豁免：

如投資顧問的規模屬於中小型投資顧問（資產總額少於 2,500 萬美金者為小型；介於 2,500 萬至 1 億美金之間者為中型），視州法是否有所管制，決定應否向 SEC 註冊。如投資顧問已依州法規定向各州註冊，即無須另向 SEC 註冊；如投資顧問的營業所在地州法沒有特別規範、沒有註冊義務，始須向 SEC 註冊¹⁹⁸。

3. 境內私募基金豁免：

僅管理私募基金，且美國境內的管理資產總額少於 1.5 億美金者，可豁免註冊¹⁹⁹。

4. 境外基金豁免：

如投資顧問在美國無固定營業處所，僅管理美國之私募基金而不公開提供投資顧問服務，且客戶少於 15 人、管理資產總額少於 2,500 萬美金者，屬於 ICA 定義之境外管理公司²⁰⁰，可豁免註冊²⁰¹。

此次修法，大幅度地將以人數為標準之「客戶導向」刪去，除了在境外基金仍保留可基於客戶人數豁免以外，原則上未來所有類型之基金僅以「資產導向」為豁免的判斷標準，並依照資金規模受到不同層級的管制。如私募基金的投資顧問為資

¹⁹⁷ 15 U.S.C. §80b-3(l).

¹⁹⁸ 15 U.S.C. §80b-3a(1).

¹⁹⁹ 15 U.S.C. §80b-3(m).

²⁰⁰ 15 U.S.C. §80b-2(a)(30).

²⁰¹ 15 U.S.C. §80b-3(b)(3).

產管理總額超過 1 億美金的「大型投資顧問」，皆須向 SEC 註冊；管理資產總額在 2500 萬至 1 億美金之「中型投資顧問」，原則上由各州管制，如該州沒有特別規範，始由 SEC 管制；管理資產總額在 2500 萬美金以下之「小型投資顧問」，則無須向 SEC 註冊，端視主營業所所在地的州法是否有管制，若有仍須向州進行註冊²⁰²。

Dodd-Frank 法案對於投資顧問的豁免規範修正，導致私募基金不再能仰賴客戶人數作為豁免規範的路徑，僅以資產管理總額作為可否豁免的標準，大幅降低了私募基金豁免管制的空間，尤其以私募股權基金介入經營的特性，為了能夠取得投資標的的控制權，必須取得大量的控制權，換言之必須購買大量的股份，其持有之資產勢必需要相當規模，1.5 億美金或許是個容易超過的標準。

要注意的是，創投豁免與境內私募基金豁免兩種情形雖可使投資顧問免於註冊規範，但 IAA 仍要求此兩類投資顧問定期向 SEC 申報資訊²⁰³；另 IAA 雖未要求依照州內中小型私募基金豁免之投資顧問定期向 SEC 申報資訊，但已經有不少州法採取類似規定，要求受到州內中小型豁免者使用相同表格向州內主管機關申報²⁰⁴。從結論上來看，美國的主管機關雖然對部分小型之私募股權基金撒手不管，但仍有一定程度的掌握與了解。截至 2017 年第 4 季為止，目前已有 1,132 家旗下管理私募股權基金之投資顧問向主管機關註冊登記²⁰⁵。

要注意的是，美國針對投資顧問的註冊義務，與我國針對證券投資信託事業的

²⁰² 要注意的是，如果投資顧問涉及管理公開之投資（registered investment company），則無論如何皆須向 SEC 註冊，這一點在 Dodd-Frank 法案通過沒有改變。

²⁰³ 15 U.S.C. §80b-3(l)(1); 15 U.S.C. §80b-3(m)(2). 此兩類豁免的管理公司又稱為「豁免註冊顧問」（Exempt Report Advisers），*See generally* SEC, *Rules Implementing Amendments to the Investment Advisers Act of 1940* (Investment Act Release No. 3221, June 22, 2011). 豁免註冊顧問的申報內容與註冊公司採用相同表格（Form ADV），但提供的資料比較少。

²⁰⁴ Alexander J. Davie. (2017). *Exempt Reporting Adviser Filing Requirements for Private Fund Advisers* [web log post]. <https://www.strictlybusinesslawblog.com/exempt-reporting-adviser-filing-requirements/>. (last visited: Apr. 17, 2019).

²⁰⁵ SEC, *Private Funds Statistics Fourth Calendar Quarter 2017*, <https://www.sec.gov/divisions/investment/private-funds-statistics.shtml> (Last visited: May 25, 2019). 此報告之數字僅包含應註冊之投資顧問，不包含豁免註冊但須定期申報資料的豁免註冊顧問。

登記規定並不相同。前者係註冊後即定期生效，而後者係主管機關有實質審核權，較偏向「核准制」。兩者之差異將於第五章進行更詳細的分析。



第二項 註冊內容與揭露規定 (disclosure)

投資顧問應註冊之內容大致包含營業內容 (business practice)、控制關係 (the persons who own and control)、經理人資料等²⁰⁶，註冊內容皆對大眾公開²⁰⁷；如管理公司有管理私募基金，還必須提供基金名稱、法定管理資產總額與淨管理資產總額 (regulatory assets under management²⁰⁸/ net assets under management)、前五大投資人的投資占比、績效等資料²⁰⁹。在 Dodd-Frank 法案通過以後，SEC 有權要求投資顧問提供更多資訊以認識市場與避免系統性風險，具體尚包含修正 Form ADV 與新增 Form PF 來實現這個目標。

第一款 Form ADV²¹⁰

所有依法應註冊之投資顧問，應填具 Form ADV 向 SEC 進行註冊²¹¹，即便是豁免註冊顧問，亦應依照 Form ADV 內之指示填具部分內容，向 SEC 定期申報²¹²。Form ADV 要求投資顧問提供的內容，包含投資策略、基金結構、所有權結構、淨資產價值、提供的服務內容與範圍、相關的顧問與保管機構等。Form ADV 分為三大部分，分別要求投資顧問提供不同類型之資訊：

²⁰⁶ SEC, Form ADV, <https://www.sec.gov/about/forms/formadv.pdf> (Last visited: May 25, 2019).

²⁰⁷ SEC, Investment Adviser Public Disclosure, <https://www.adviserinfo.sec.gov/IAPD/Default.aspx> (Last visited: May 25, 2019).

²⁰⁸ Regulatory assets under management (RAUM) 是 SEC 自創的一種資產計算標準。這個標準對私募基金影響的地方是，相較於一般管理資產總額 (AUM)，SEC 要求業者將尚未注入的金額 (uncalled capital commitments) 一併納入計算，故 RAUM 的數值應大於 AUM。這個計算方式雖然並不能精確表示私募基金現值，但可表現私募基金在市場的參與程度與潛在風險。See 17 CFR §275.203(m)-1(d)(1); *Supra* note 206, Item 5.F.

²⁰⁹ See generally SEC, Form PF, <https://www.sec.gov/about/forms/formpf.pdf> (Last visited: May 25, 2019).

²¹⁰ See *supra* note 206. 另可參照余雪明，證券交易法-比較證券法 (2015)，頁 857-867。

²¹¹ 17 CFR §275.203-1.

²¹² 17 CFR §275.204-4.



- Part 1 A :


本部分要求投資顧問提供基本資訊與營業行為的相關資訊，從名稱、登記號碼、主營業所地址、聯絡人、組織的形式（公司、合夥...）、會計年度、組織體的法源依據（州、國家），至員工人數、從事的顧問服務數量與種類、客戶的數量與種類、旗下管理之資產、是否兼營其他業務（券商、保險經紀...）、有無保管客戶資產、有無投資裁量權限（discretion）等；其次是控制關係，投資顧問旗下有哪些員工，投資顧問上頭又由誰控制；最後，應揭露負責實際提供投資顧問服務的代表人²¹³。

不論是向 SEC 註冊者或向各州註冊者，所有投資顧問皆應填具此部分內容。豁免註冊顧問雖然不須註冊，但須填具以下 From ADV 的 Part 1 A 的 Item 1、2、3、6、7、10 與 11 部分²¹⁴：

Item 1	投資顧問的基本資料
	A~C：名稱（包含法定名稱與營業用名稱）； D~E：相關註冊編號 F~H：營業地址、聯絡資訊與通常營業時間；營業處所的總數量 I：網站資訊（包含官方網站與社群平台例如 Twitter、Facebook 或 LinkedIn） J~K：法遵主管的姓名與聯絡資訊（如該法遵主管為其他人所雇用，須提供該關係人的名稱），或是其他負責處理法律事務的代表人姓名與聯絡資訊 L：營業處所外另有記帳與保存公司紀錄的地點資訊 M：是否向其他國家的金融主管機關註冊

²¹³ Wulf A. Kaal, *The Post Dodd-Frank Act Evolution of the Private Fund Industry: Comparative Evidence from 2012 and 2015*, 71 BUS. LAW. 1151, 1159-1163 (2016).

²¹⁴ *Id.*



	<p>N：是否為公開發行公司（public reporting company）</p> <p>O：是否持有超過 10 億美金的資產</p> <p>P：是否有上市代碼。</p>
Item 2	<p>註冊類型與相關資訊</p> <p>A：投資顧問的營業資訊，包含屬於大型／中型投資顧問（管理資產總額多寡）；是否有境外營業處所；是否管理已註冊投資公司、商業發展公司、退休基金；是否為已註冊投資顧問的關係人；是否為跨州經營（橫跨 15 州以上）；是否以網路為媒介提供投資顧問服務等</p> <p>B：豁免註冊顧問的豁免理由，為創投基金豁免或小型私募基金豁免</p> <p>C：管轄通知，依照州法可能必須提供註冊複本（notice filling）給與各州主管機關，投資顧問應提供其牽涉的州別以利通知。</p>
Item 3	<p>組織型態</p> <p>A：投資顧問的組織種類，例如公司、有限責任合夥、合夥等。</p> <p>B：會計年度</p> <p>C：組織體的法源依據，例如依據某州的公司法組成。</p>
Item 6	<p>其他營業活動</p> <p>A~B：是否牽涉其他金融業務，例如證券商、期貨商、不動產仲介商...或金融活動外的其他營業內容。</p>
Item 7	<p>關係人的金融活動與私募基金申報</p> <p>A：受投資顧問控制的關係人，是否牽涉金融業務，例如證券商、期貨商、不動產仲介商...</p> <p>B：是否替私募基金提供投資顧問服務</p>

Item 10	控制關係
	A：除 Item 1.A.所列，是否有其他人可直接或間接掌控營業行為
Item 11	揭露資訊
	<p>投資顧問的關係人、員工是否</p> <p>A~B：曾於過去十年內受過任何國內、國外的刑事重罪處罰或是任何國內、國外的投資相關罪名處罰？</p> <p>C：曾受到 Commodity Futures Trading Commission（美國商品期貨交易委員會）處罰或警告？</p> <p>D：曾受到其他聯邦、地方主管機關或國外的金融主管機關處罰或警告？</p> <p>E：曾受到任何自律機構的處罰或警告？</p> <p>F：曾受到法律、會計執照的吊銷或吊扣？</p> <p>G：處於上述問題的法律程序當中？</p> <p>H：曾受到國內外民事法院判決認定違反投資法規？</p>

- Part 1 B：

此部分為州法管制議題，僅依法向各州註冊者須填具，如投資顧問應向 SEC 註冊者無須填具此部分內容²¹⁵。

- Part 2 A：

本部分為客戶權益相關資訊，法律要求投資顧問向主管機關簡要說明其服務內容，投資顧問應提供其投資顧問服務的簡介 (brochure)，同時作為向客戶提供的一種簡易版「公開說明書」，並於日後公開於網路，提供客戶財務說明、重要事實

²¹⁵ Form ADV: Instructions, *supra* note 206.



與利益衝突的揭露。具體內容包含營業的重大變動、顧問業務內容、費率與報酬、客戶種類、財務分析的方法、採取的投資策略與相關風險、懲戒資訊、投資顧問關聯的其他金融活動與事業、倫理守則（code of ethics）等²¹⁶。

此部分僅向 SEC 註冊者須填具，向各州註冊無須填具者與豁免註冊顧問則無須填具此部分內容。

- Part 2 B :

本部分為投資顧問重要人士的補充資料，包含合夥人、董事、經理人或其他代表投資顧問實際提供投資顧問服務的相關人士²¹⁷。

此部分僅向 SEC 註冊者須填具此部分，向各州註冊無須填具者與豁免註冊顧問則無須填具此部分內容²¹⁸。

Form ADV 修正要求投資顧問須提供的資訊主要包含三個面向：「利害關係」、「資產管理總額之認定」與「資產保管」。

利害關係部分，投資顧問應揭露守門人（gate keepers）之相關資訊，包含審計（auditors）、主要經紀人（prime brokers）、保管人、行政人員及推銷人等。具體而言，包含揭露關係人交易（transactions involving a conflict of interest），藉以處理投資顧問與客戶或其他關係人之間可能產生的利害衝突問題²¹⁹；其次，投資顧問必須揭露其營業活動，辨識其主要的營業內容，並說明是否替客戶提供顧問以外的其他服務²²⁰；此外，投資顧問尚須揭露與券商之間的關係、其他附隨利益（soft dollar benefits，例如與客戶交易相關而提供的研究、產品或其他服務）與仲介客戶的仲介

²¹⁶ Kaal, *supra* note 213.

²¹⁷ 此類人士稱為受監督人員（Supervised Persons），*See* 15 U.S.C. §80b-2(a)(25).

²¹⁸ *See supra* note 215.

²¹⁹ *See supra* note 206, 1A Item 8.

²²⁰ *Id.*, 1A Item 6.

費用 (referral)²²¹。透過這些規定，進而避免不同類型營業活動之間可能產生的利害衝突。

資產管理總額認定部分，修正後要求投資顧問依照主管機關之標準提供「法定資產管理總額」(Regulatory Asset Under Management, 下稱 RAUM)²²²。投資顧問的資產管理總額直接影響其是否需要接受 SEC 的管制，因此 AUM 該如何計算至關重要。根據 SEC 的定義，所謂的 RAUM 指投資顧問「固定且持續提供管理與服務」的投資組合，在這個修正之下，投資顧問不再能將未清償債務 (outstanding debt) 與其他已發生但未清償的債務從 AUM 中扣除，進而規避 SEC 的監控。主管機關將認定標準從淨值轉向其所制定的 RAUM，並限制投資顧問在計算資產應納入或排除的裁量權²²³，也使得投資顧問越來越難免於註冊。此部分之修正，也要求基金在註冊時必須揭露財務政策、投資組合的管理、管理證券的等級與教育訓練等，藉以辨識該基金的性質；而基金本身也必須辨識其客戶的種類，例如客戶屬高淨值或低淨值的自然人、投資公司、銀行、慈善基金會、或保險公司，以及必須辨識其 RAUM 分別由各類型客戶持有多少比例，以及相關的報酬安排²²⁴。

「資產保管」部分，投資顧問必須揭露替其是否有負責保管投資資產的保管單位及數量，或自行或透過關係人來持有投資資產作為保管；保管的投資資產類型是現金、銀行帳戶或證券，並揭露保管資產的總額與各類資產的總額。如果投資顧問自行保管客戶投資資產，投資顧問也必須揭露是否有相關規範以避免詐欺與不當行為²²⁵。

²²¹ *Id.*, 1A Item 8.

²²² SEC, Rules Implementing Amendments to the Investment Advisers Act of 1940 (Release No. IA-3221, Jun. 22, 2011).

²²³ *Id.*, at 42956.

²²⁴ Kaal, *supra* note 213, at 1161.

²²⁵ *See supra* note 206, 1A Item 9.



第二款 Form PF²²⁶

在 Dodd-Frank 法案通過後，對於私募基金影響最大的莫過於 Form PF 的增訂，所有應註冊之投資顧問須揭露私募基金資訊，包含所管理的基金內容與參與的投資人。具體而言，從投資顧問提供的投資產品、各產品的投資表現（甚至包含投資表現的變化）、風險標準、投資策略、信用風險（credit exposure）等都需要揭露。

其中較重要的揭露資訊為「信用風險淨值前五大」的交易對手，投資顧問必須揭露這些交易對手相關資訊，例如其在基金中的資產淨值（Net Asset Value）²²⁷。除此之外，Form PF 要求投資顧問針對市場上的各項因素進行辨識以及評估該因素對其投資組合的淨值比例所帶來的長短期影響²²⁸；另外也必須揭露交易對手提供之擔保品的各項資訊，或是其他與基金相關的擔保資產，以及針對這些資產的變現、交易或清算機制與期限²²⁹。

為了協助 SEC 更加了解私募基金的流動性、曝險程度與資產內容，投資顧問尚須揭露如將基金內的部分投資組合變現所需要的變現時間、基金內各資產類別的長期與短期現金價值（dollar value）、各資產類別的週轉價值²³⁰、債權人的類型以及基金借貸債務的市場價值²³¹以及各基金持有的衍生性商品價值²³²。而最後，Form PF 也要求投資顧問揭露是否限制投資人的贖回權（redemption）或撤資權利（withdrawals）以及與投資人流通性的相關資訊（例如基金的資產淨值）²³³。

在揭露頻率上，SEC 藉投資顧問的 RAUM 高低與管理的基金性質，決定其對

²²⁶ See *supra* note 209.

²²⁷ *Id.*, Section 1b Item B.

²²⁸ *Id.*, Section 2b Item C.

²²⁹ *Id.*, Section 1c Item B.

²³⁰ *Id.*, Section 2a Item B.

²³¹ *Id.*, Section 2d Item D.

²³² *Id.*, Section 2b Item D.

²³³ *Id.*, Section 2b Item E.

應的風險標準，並要求投資顧問適用不同的申報頻率²³⁴，若投資顧問的 RAUM 在避險基金的額度超過 1.5 億美金，屬於大型的避險基金，必須每季向 SEC 申報；至於其他類型基金，如 RAUM 額度小於 1.5 億美金，僅須按年向 SEC 申報²³⁵。

整理 Form PF 之架構如下：

Section 1a	投資顧問與關係人資訊
	投資顧問與關係人的名稱、代表人姓名、旗下基金之管理資產總額...
Section 1b	投資顧問管理的私募基金資訊
	基金名稱、資產淨值、基金前五大持有人在基金中的占比、基金績效...
Section 1c	投資顧問管理的避險基金資訊
	基金名稱、投資策略、基金前五大債權人與佔比與金額、交易機制...
Section 2a	大型避險基金 ²³⁶ 資訊
	基金資產的曝險程度（依資產種類，例如權益、衍生性商品公司債券...）...
Section 2b	大型合格避險基金 ²³⁷ 資訊
	基金的曝險程度、風險計算方式（risk metrics）、財務資訊（貸款）、投資人資訊（例如是否有贖回權）...
Section 3	大型流動性基金 ²³⁸ 資訊

²³⁴ 17 C.F.R. pts. 275 & 279.

²³⁵ See *supra* note 226, Instruction 9.

²³⁶ 指管理資產總額超過 15 億之避險基金。Id, Instruction 3.

²³⁷ 合格避險基金（Qualifying hedge fund）指資產淨值超過 5 億之避險基金。Id, Glossary of Terms.

²³⁸ 指管理資產總額超過 10 億之流動型基金（liquidity fund）。See *supra* note 236.

	名稱、資產、財務資訊、投資人資訊、投資組合資訊、與其他貨幣市場基金的關聯性...
Section 4	大型私募股權基金 ²³⁹ 資訊
	名稱、資產、財務資訊、投資組合訊...
Section 5	請求暫時性豁免申報 ²⁴⁰
	事由

總體而言，Form PF 的揭露內容不乏敏感性資訊且較為複雜，看似對於私募基金市場來說是相當大的挑戰，例如上述風險指數（Risk metrics）、投資策略，或是投資顧問與基金所使用的投資產品、交易對手與信用風險、投資表現、財務資訊及基金以權益或債務型態持有資產的比例等，可能使私募基金與投資顧問需要承擔相當大的風險與揭露成本，但在該揭露法制通過後，實際上似乎沒有為投資顧問帶來太大的負擔²⁴¹。

第三項 行為規範

IAA 管理的對象並非基金本身，而是決定基金應如何管理的「資產管理者(asset managers)」，亦即投資顧問。除了前述報告與記錄的義務，尚規範如投資顧問應負的一般性忠實義務（fiduciary duty）、報酬、資產隔離等限制²⁴²。而其中最重要者，或許是反詐欺與利害衝突問題。礙於篇幅，本文擬以在立法歷程上較具重大意義的「報酬」與「反詐欺義務」作為行為規範的指標與介紹。

第一款 報酬規範

²³⁹ 指管理資產總額超過 20 億美金之私募股權基金。See *supra* note 236.

²⁴⁰ 如因技術問題地無法依照 SEC 的申報系統提供資訊，投資顧問可提出暫時性豁免申報（Temporary hardship exemption）之要求。17 CFR §275.204(b)-1(f).

²⁴¹ Kaal; *supra* note 213, at 1165. 根據該學者研究，大多數私募基金的投資顧問為了揭露相關資訊所支付的成本不超過 1 萬美金，而每期持續揭露的成本更是初次揭露成本的約莫一半而已。

²⁴² Crawford, *supra* note 38, at 32.

原則上投資顧問與客戶之間可以自行約定報酬的數額與支付的方式，但契約中不得約定投資顧問依照基金的資本增值或其他任何以基金為比例的計算方式收取報酬²⁴³，簡單來說，禁止投資顧問依照績效收取報酬。此一規定是為了避免讓投資顧問有冒著高風險以賺取利得、對於投資人產生不利影響的結果²⁴⁴。但考量投資顧問的經營運作，IAA 同時做出幾個例外規定，例如：

1. 得依資產管理總額計算報酬²⁴⁵
2. Fulcrum Fee²⁴⁶

如果顧問者屬於已註冊之投資公司，或委託之管理資產總額超過 100 萬的其他客戶，例外允許投資顧問可以依照績效收取報酬，意即「績效獎金」。但法律同時限制必須在「特定期間」內計算，並且依照「特定指標」作為增減的標準此兩條件下才可收取績效獎金。

3. 非境內客戶²⁴⁷

此一規定為 1996 年修法時加入的例外規定，立法理由是考量在美國外的其他國家可能皆有收取績效獎金的習慣，為了保障美國投資顧問在國外的競爭力，因此特例開放。

4. 特定投資人²⁴⁸

SEC 另行發布規則，允許具有足夠資產者²⁴⁹或投資顧問的內部人士作

²⁴³ 15 U.S.C. §80b-5(a)(1).

²⁴⁴ Arthur B. Laby, *Models of Securities Regulation in the United States*, 23 Fordham Int'l L.J. S20, S31 (2000).

²⁴⁵ 15 U.S.C. §80b-5(b)(1).

²⁴⁶ 15 U.S.C. §80b-5(b)(2).

²⁴⁷ 15 U.S.C. §80b-5(b)(5).

²⁴⁸ 17 C.F.R. §275.205-3.

²⁴⁹ 持有資產 100 萬美金以上之客戶，或投資顧問合理相信客戶持有資產 200 萬美金以上。另外亦包含合格購買人(qualified purchaser)，See 15 U.S.C. §80a-2(a)(51).



為客戶時可以收取績效獎金。

第二款 反詐欺義務：以 Fenway 案為例

IAA 針對投資顧問的行為規範當中，最重要的是「反詐欺義務」。投資顧問依法不能詐欺客戶、不能參與涉嫌詐欺的交易、不能代表自己或其他關係人與自己的客戶交易或是進行任何涉嫌詐欺的行為²⁵⁰，違反者，SEC 有權介入調查並做出相應處罰²⁵¹。這項規定一方面是讓 SEC 有權監管投資顧問的詐欺行為，而最重要的是，不論是應註冊或豁免註冊之投資顧問，皆受到反詐欺義務之限制²⁵²，因此這一項規定也成為 SEC 對於投資顧問最重要的管制手段。

以下舉 2015 年 SEC 處罰 Fenway Partners 投資顧問一案²⁵³，說明其執法權限與效果，並示範投資顧問可能帶來的投資人保護問題與利害衝突關係：

第一目 背景事實

Fenway Partners (下稱 Fenway) 為一間依據德拉瓦州法成立的有限責任公司，主要業務為投資顧問，自 2012 年起向 SEC 註冊登記。根據其註冊當年申報的資料 (Form ADV)，該公司的管理資產總額為 7.56 億美金，至本案成立時 (2015 年) 為 4.45 億美金²⁵⁴。

Fenway 旗下管理三檔私募股權基金，本案所涉者為 2006 年成立的 Fenway Partners Capital Fund III, L.P. (下稱系爭基金)，自成立時起，系爭基金的資產管理總額為 6.8 億美金 (已注資)。組織關係上，由 Fenway 同時擔任系爭基金的普通合夥人以及投資顧問，並由系爭基金的主要投資人—包含退休基金、壽險公司與大型

²⁵⁰ 15 U.S.C. §80b-6.

²⁵¹ 15 U.S.C. §80b-3(e), (f), (k); §80b-9.

²⁵² 法條原文為” It shall be unlawful for any investment adviser”, 不限於” investment adviser registered or required to be registered with the Commission”, See *supra* note 250.

²⁵³ SEC, Fenway Partners, LLC, Investment Advisers Act Release No. 4253(Nov. 3, 2015).

²⁵⁴ *Id.*, at 2-5.

機構投資人—擔任有限合夥人，而其投資組合主要為知名消費產品公司與運輸與物流公司（下稱系爭公司）²⁵⁵。在這個投資架構底下，包含三個主要契約：私募投資契約（Private placement Memorandum）、有限合夥契約與投資及顧問契約（Investment and Advisory Agreement）（以下將三者簡稱為投資契約），用以規劃該基金的營運，契約內容包含：

1. 投資策略：

系爭基金的投資期間為 6 年，投資人需要定期依照 Fenway 的注資指示（Capital Call）提供資金²⁵⁶。

2. 設置顧問團（Advisory Board）：

系爭基金應由獨立於系爭基金之普通合夥人與關係人之外的有限合夥人組成顧問團，負責監督 Fenway 與該基金營運的單位。根據投資契約，顧問團有權並有責決定基金的重大事項，包含審核任何與基金或各合夥人（包含普通、有限合夥人）之間的利害衝突問題，以及對於系爭基金投資組合的評估。在本案爭議發生期間，系爭基金的顧問團由 9 位投資人組成，至少每季開一次會²⁵⁷。

3. 報酬與費用計算

根據投資契約，Fenway 與關係人有權自系爭基金與投資組合收取相關報酬，包含績效獎金（carried interest）與顧問費用（advisory fee），以及其他用來抵充顧問費用的相關費用（詳下述）²⁵⁸。

²⁵⁵ *Id.*

²⁵⁶ *Id.*

²⁵⁷ *Id.*

²⁵⁸ *Id.*



第二目 本案爭議

Fenway 在 2011 年時與系爭基金之部分投資標的簽訂顧問協議 (Management Services Agreements)，由 Fenway 提供投資管理與其他服務，並收取相應的管理費用 (monitoring fees)。

而在投資契約中，約定系爭基金應支付的顧問費用可以自 Fenway 從投資組合收取的管理費用中抵充 80%，例如 Fenway 在 2010 年自投資組合中收取 1 億美金的管理費用，系爭基金即可抵充 8,000 萬美金的管理費用支出，僅需支付 2,000 萬²⁵⁹。

自 2011 年起，Fenway 終止了與投資標的之間的顧問協議，但卻要求這些投資標的與 Fenway 的關係人—Fenway Consulting (下稱 Consulting) 簽訂新的顧問協議。根據新的顧問協議，Consulting 所提供的服務與收費標準皆與 Fenway 大同小異，而 Consulting 與 Fenway 雇用的員工更是相同²⁶⁰。從結論上來看，投資標的所獲得的管理服務並無不同，僅是簽約與支付的對象不同，但根據投資契約，僅有 Fenway 自投資組合收取的管理費用可以抵充系爭基金的管理費用，因此 Consulting 收取的管理費用就不必抵充。經 SEC 調查後，認定 Fenway 在本案中有以下疏失：

1. 未向顧問團揭露利害關係

Fenway 沒有根據投資契約的規定，將涉及利害關係人的交易 (與 Consulting 簽訂新的顧問契約) 提交給系爭基金顧問團審核，從新的管理協議獲得 5.74 億美金的管理費用收入；Fenway 同時沒有告知投資組合與自己之間的顧問協議已中止，並由 Consulting 的顧問契約取代，間接讓系爭基金損失抵充顧問費之利益，有違對客戶的受託人責任 (fiduciary obligation)，因此

²⁵⁹ *Id.*

²⁶⁰ *Id.*



被 SEC 認定有違反揭露利害關係的責任²⁶¹。

2. 隱瞞與 Consulting 間契約之利害關係資訊

不僅是沒有揭露，Fenway 更涉嫌隱瞞重要資訊。2012 年時在顧問團的會議上雖然有告知部分員工轉移至 Consulting 工作，以及由 Consulting 收取管理費用等事實，但 Fenway 並沒有告知投資組合的管理顧問協議已經終止、投資組合與 Consulting 簽訂新的顧問協議、新的顧問協議內容與原協議大同小異，以及最重要的，依照新協議收取的管理費用不能抵充顧問費用，而 Fenway 根據投資契約應依照美國會計標準提交財務說明書予有限合夥人，但卻沒有將投資組合支付給 Consulting 的管理費用列在關係人交易的項目，因此沒有在 2011、2012 兩個年度的財務說明書內揭露上述關係人交易，一直到 2013 年系爭基金的獨立審計人員發現投資組合有交付款項給 Consulting，要求 Fenway 提供相關資料後才發現此事²⁶²。

3. 重大隱瞞注資資訊

2012 年，Fenway 因投資組合有資金需求而向有限合夥人發出注資通知，要求合夥人投入 400 萬美金至基金當中，然而，系爭基金僅利用 300 萬美金用以購買投資組合的股份，剩下的 100 萬元實則用以支付 Consulting 作為管理費用。在注資通知中，Fenway 僅告知用以改善投資組合的財務狀況，並沒有揭露其中部分費用挪為他用，有重大隱瞞注資相關資訊的疏失²⁶³。


4. 隱瞞薪資獎勵計畫（Cash Incentive Plan）資訊

Fenway 鎖定某間公司（簡稱 A 公司）作為投資標的，在 2007 年時使

²⁶¹ *Id.*, at 5-6.

²⁶² *Id.*, at 6-7.

²⁶³ *Id.*, at 7.



系爭基金購入 A 公司股份進而取得控制權，並積極介入該公司的經營，由 Fenway 的成員參與董事會、薪資委員會與擔任 A 公司的代表人(Chairman)。2008 年，A 公司決定實施員工的薪資獎勵計畫，以日後公司出售為條件，發行相關可轉換現金的證券(units)，名義上是用來激勵管理團隊以及董事，藉此促進 A 公司成長，而自計畫實施起至 2012 年為止，參與計畫的員工全部是 A 公司的員工²⁶⁴。

隨著該公司逐漸成熟，Fenway 計畫將 A 公司出售，但在此同時，卻意圖將 Fenway 的員工（包含部分已轉移至 Consulting 的前員工）納入薪資獎勵計畫。由於 A 公司已經沒有剩餘的證券足以發給上述員工，Fenway 便召開 A 公司董事會，並促成 A 公司決議為此擴展薪資獎勵計畫。最終 Fenway 的成員從薪資獎勵計畫收到了總計 1500 萬元的報酬，其中 1300 萬更是由 Fenway 的其中一位合夥人獨得，而這些報酬並沒有用來抵充系爭基金的顧問費用；除此之外，也導致系爭基金的收益降低²⁶⁵。

依照投資契約，Fenway 理應揭露相關的利害衝突，但 Fenway 卻沒有告知顧問團其員工參與薪資獎勵計畫的事實，以及對系爭基金收益帶來的影響，違反受託人責任。而 Fenway 在 2012 年顧問團會議上一再提及 A 公司的脫手與獲利，卻對其員工領取薪資獎勵計畫報酬高達 1500 萬美金以及該報酬對系爭基金收益的影響隻字未提，更證明 Fenway 不僅是單純未揭露，而是重大隱瞞利害衝突²⁶⁶。

第三目 SEC 評議結果

²⁶⁴ *Id.*, at 8-10.

²⁶⁵ *Id.*

²⁶⁶ *Id.*

綜合上述事實，SEC 認定 Fenway 違反反詐欺義務的第 2 項²⁶⁷及第 4 項²⁶⁸，即投資顧問不得參與涉嫌詐欺的交易，以及進行任何涉嫌詐欺的行為。SEC 評議要求²⁶⁹：

1. Fenway 立即停止相關違法行為，並對 Fenway 的合夥人發出警告 (cease and desist)；
2. Fenway 與其合夥人應連帶支付總計約 871 萬元的賠償金 (包含遲延利息)；
3. Fenway 應支付總計約 150 萬元的罰鍰 (civil money penalties)，其中 100 萬元由 Fenway 負擔，剩餘依情節由 Fenway 的合夥人分別負擔²⁷⁰。

第四目 小結

藉由本案，我們可以理解投資顧問與投資人間可能存在之利害衝突態樣，以及投資人可能受害的情境；從這個案例更可以發現，儘管私募股權基金常由專業經理團隊所設立，投資人亦為較具專業能力與資歷的機構投資人或特定富人，在實際運作上仍有諸多空間可被不肖投資顧問操作而牟利，私募股權基金並非毫無弊端可言。但在這同時，美國的法律也並非毫無管制手段，針對違反反詐欺義務的投資顧問，SEC 仍有權進行調查甚至開罰，讓投資人除了透過自力救濟 (例如依照投資亦約向投資顧問起訴違反受託人責任)，也可以尋求主管機關的幫助與介入。

第四項 FSOC: Prudential Regulation

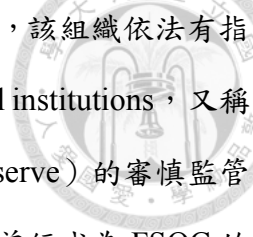
美國 Dodd-Frank 法案通過以後，建立金融穩定監督委員會 (Financial Stability

²⁶⁷ 15 U.S.C. §80b-6(2).

²⁶⁸ 15 U.S.C. §80b-6(4); 17 CFR §275.206(4)-8.

²⁶⁹ See *supra* note 253, at 10-15.

²⁷⁰ *Id.*, at 11-12.



Oversight Council，下稱 FSOC）用以控管金融風險與金融穩定度，該組織依法有指定系統上重要之非銀行金融機構（systemically important financial institutions，又稱 SIFIs）之權責²⁷¹，使受指定之金融機構受到聯準會（Federal Reserve）的審慎監管（Prudential Regulation）²⁷²。而在歷史上，資產管理產業確實也曾經成為 FSOC 的目標之一。例如在 2012 年 FSOC 曾表決要針對 SEC 的現金基金管制提出建言（Recommendation），依照法律，SEC 有「遵循或解釋」的義務，SEC 必須依照建言進行相關修正，或是提出可行的替代方案，否則就必須解釋不遵循 FSOC 建言的理由。儘管該建言最終沒有走到最終的執行階段，但也明確表示了 FSOC 介入資產管理規範的意圖²⁷³。

不僅如此，FSOC 亦曾考量將部分大型資產管理業者指定為系統上重要之非銀行金融機構來納管，並委託美國財政部旗下之金融研究機構（Department of Treasury's Office of Financial Research，下稱 OFR）進行資產管理業者對於系統帶來何等風險的研究。儘管 OFR 在 2013 年出具的報告證實資產管理業的活動與參與者確實有可能帶來系統性的風險，FSOC 的意圖仍受到不小的反彈聲浪，不僅來自於外部（例如資產管理業者），也來自於內部（例如 SEC 之委員），最終 FSOC 並未行使其指定權，將資產管理業的監管交還給 SEC 處置²⁷⁴。

儘管私募股權基金可以豁免於 IAA 之規定，但由於私募股權基金掌控的資金往往相當龐大，因此歷史上曾經引起 FSOC 的注意，未來是否會再成為矛頭所向，亦值得觀察。

²⁷¹ 12 U.S.C. §5323.

²⁷² Crawford, *supra* note 38, at 37-39.

²⁷³ Daniel M. Jr. Gallagher, *Bank Regulators at the Gates: The Misguided Quest for Prudential Regulation of Asset Managers*, 10 VA. L. & BUS. REV. 491, 498 (2016).

²⁷⁴ Crawford, *supra* note 38, at 37-39; *Id.*, at 494-495. 批評與反對的理由包含 OFR 報告結論欠缺數據支持分析而單純出於理論。



第四節 現行法的批評

Dodd-Frank 法案通過，看似為金融改革踏出一大步，也讓私募股權基金等私募基金受到政府更嚴格的管制，但改革的內容似乎不慎令人滿意。學者 Anita K. Krug 指出金融改革法案的改革方向不僅有錯誤之處，更凸顯了 ICA 與 IAA 兩部法案作為資產管理產業的扞格與不足之處²⁷⁵。

第一項 刪除豁免「人數導向」將生問題

誠如前述，過去 IAA 以管理資產總額在 2.5 億美金且客戶人數超過 15 人為豁免標準，兼以對金融市場的影響度（即管理資產總額）以及對整體投資人的影響程度（即人數）作為豁免依據。但回頭思考投資顧問的立法目的——市場穩定與投資人保障，金融改革法案刪除投資人導向的豁免標準、降低資產導向的金額標準，似乎對於立法目的毫無幫助²⁷⁶。

修法後，只要資產超過法定標準即一概需要註冊，確實能夠將更多的私募基金納入管制範圍，但不論私募基金背後的投資人團體的大小，此舉似乎忽略考量投資人保護的必要性。某些基金的背後僅有少數投資人，但超過法定標準；也有某些基金背後有多數投資人，但金額遠低於法定標準。因此僅以資產導向作為標準的規範方式，同時產生過度規範與規範不足的兩種結果²⁷⁷。這樣的管制方式，也與 SEC 在證券市場的一貫邏輯相違，例如 1933 年的證券法（1933 Securities Act）對於私募有價證券的行為有諸多豁免於公開發行之規範，根據 Regulation D Rule 506，只要購買人少於 35 人，且該 35 人皆為專業投資人（sophisticated investors），發行公司即可豁免公開發行有價證券的註冊義務²⁷⁸。證券法以人數與投資人性質作為豁

²⁷⁵ See generally Krug, *supra* note 193.

²⁷⁶ *Id.*, at 455.

²⁷⁷ *Id.*

²⁷⁸ 15 U.S.C. §77d(a)(2); 17 C.F.R. §230.506.



免標準的判斷方式，並不因為金融危機發生而有任何的改變²⁷⁹。

此次修法雖然仍為私募基金的投資顧問保留特別豁免規範（如上述提及之州內中小型或境內私募基金豁免），但似乎忽略了私募基金僅向少量、特定投資人「私募」的性質，也忽略了投資人自身的投資選擇與風險規劃：投資人之所以選擇私募為參與投資之管道，或許也是基於理性考量，否則為何不直接向各投資顧問尋求個別的帳戶管理、投資顧問服務，而是選擇以共同投資的形式參與基金呢？簡言之，或許對於私募基金的管制，應遵循 SEC 一貫的管制方式，以人數導向與投資人特性為考量，更能兼顧立法目的²⁸⁰。

第二項 忽略私募基金的主體複雜性

承襲證券法規的一貫方式，IAA 保護投資人的方式最主要透過「揭露」、「反詐欺」、與「避免利害衝突」三種途徑。投資顧問必須提供足夠的資訊給客戶，以確保客戶的判斷正確，得以做出理性決策²⁸¹；其次，明定顧問不得以詐欺或類似行為謀取客戶之利益；如涉及利害衝突的交易，投資顧問須取得客戶的額外同意²⁸²。看似完整的規劃，但如考量私募基金的主體複雜性，再配合 SEC 對於投資顧問客戶的認定標準，則似乎難達保障投資人的目的²⁸³。

不論是何種基金，往往牽涉基金與投資顧問兩個法律主體，彼此之間看似具有獨立性，但事實上基金往往是由投資顧問所設立與掌控，功能只是作為一個特定目的公司、投資人的資金集散地而已，基金本身並沒有獨立的營運功能與能力，充其量只是投資顧問的「工具」；而 SEC 與美國法院在判斷投資顧問的客戶時，其採取之標準為投資顧問服務之直接對象，亦即「基金」本身才是投資顧問的客戶，基金

²⁷⁹ Krug, *supra* note 193, at 455.

²⁸⁰ *Id.*, at 456.

²⁸¹ 15 U.S.C. §80b-10.

²⁸² 15 U.S.C. §80b-6(3).

²⁸³ Krug, *supra* note 193, at 456.

背後的投資人則否。綜合基金主體的複雜性與美國實務對於客戶的認定標準，法律上對於資訊透明、避免利害衝突的保障，存在於基金與投資顧問之間，而不是存在於投資顧問與基金背後的投資人之間，但是基金本為投資顧問所設立，或說根本是投資顧問的延伸，那麼這樣的資訊揭露並沒有直接投射到需要的投資人身上。因此，IAA 為了投資人所設立的揭露、反詐欺義務，事實上根本無法為基金背後之投資人所用²⁸⁴。

這個問題在私募基金的領域中會更為明顯²⁸⁵。私募基金在實務上基於財務與持股的規畫，時常創設複雜的法律組織關係來經營私募基金，往往不會由投資顧問的本體直接與基金締結法律關係，如同第二章所提及，私募股權基金在實務上往往會另外成立一間特殊目的公司擔任有限合夥（基金）的普通合夥人，由該公司收取管理費、績效獎金或其他相關費用。考量該公司收取的費用，實際上類似於投資顧問收取的顧問費用，只是因為法律組織與關係不同而有名義上的差別；而該公司與投資顧問之間的緊密關聯，實際上該公司與投資人之間也存有相同的利害衝突，唯一的差別僅在名義上到底是由誰來提供投資顧問服務而已。則這間特殊目的公司，何以不視同投資顧問要求註冊與管制²⁸⁶？

看似得以依照不同的行為區分成「投資公司」或「投資顧問」，但金融改革後，不論是 IAA 或是 ICA 的規範重點仍聚焦在「法律主體」上，忽略了投資公司與投資顧問血濃於水的特性。儘管在法律關係上，基金與投資顧問看似分離，但真正應該受保護且實際受益的是基金背後的投資人，而非基金本身。金融改革法案進行了諸多改革，但仍然忽略了基金當中的投資人關係，持續地以法律主體作為規範標的，有可能產生保護不足、錯估風險的疑慮²⁸⁷。

²⁸⁴ *Id.*, at 457-458.

²⁸⁵ Krug 教授於該文中之用語為“Private Fund”，惟於該文中之 Private Fund 定義尚包含私募股權基金，故本段落仍以私募股權基金代稱之，以便與本文主題相扣。*Id.*, at 456; 459.

²⁸⁶ *Id.*, at 459-460.

²⁸⁷ Krug, *supra* note 193, at 460-461.



第三項 ICA 與 IAA 有疊床架屋之嫌

或許是為了彌補上述保護不足的問題，修法後 ICA 與 IAA 在兩套法規內皆有類似的修正，例如，ICA 要求基金公司與相關的投資顧問必須制定相關「道德準則 (code of ethics)」²⁸⁸用以確保基金與投資顧問的人事都能遵循法律與避免利害衝突；此外同時在 IAA 當中，亦要求投資顧問制定道德準則²⁸⁹。然而法律並未說明的是，身為投資顧問，何以需要受到 ICA 的管制？兩部法律所賦予的道德義務關聯為何？這些似乎不見說明。而類似的問題也出現在「法遵主管 (Chief Compliance Officer)」的建置上²⁹⁰。金融改革在 ICA 與 IAA 的修正，似乎顯示政府並沒有意願去處理基金與顧問之間的複雜關係，反而造成管制上有疊床架屋之嫌²⁹¹。

回顧一般公司的管制邏輯，即會發現以 ICA 來保障投資人的不合理之處。一般公司因經營與所有分離，存在代理問題，因此法律上賦予董事、經理人與股東各自不同的權利與責任，藉此解決代理問題，保障投資人。相較之下，基金在組織體上雖然是一間獨立的公司，但其內部的法律關係並不相同，實際上進行營運與最終決策者不是內部的經理團隊，而是外部的投資顧問，儘管在法律上內部的團隊（包含董事、經理人）對公司的營運有監管的義務與責任，但最終也只會忠實呈現投資顧問的意見，實際上只是投資顧問的「投資工具」，其存在不過是個法律空殼。此際，代理問題毋寧是存在於基金背後的投資人以及投資顧問之間，而這個關係並不是 ICA 所能處理。在修法之後仍冀望藉由 ICA 來落實投資人保障的目的，不僅有錯放管制重點的疑慮，亦是造成 ICA 與 IAA 管制疊床架屋的狀況²⁹²。

第五節 小結

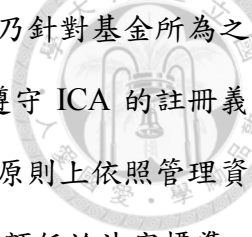
²⁸⁸ 17 C.F.R. §270.17j-1(c).

²⁸⁹ 17 C.F.R. §275.204A-1.

²⁹⁰ 17 C.F.R. §270.38a-1(a)(4), 17 C.F.R. §275.206(4)-7.

²⁹¹ Krug, *supra* note 193, at 464-465.

²⁹² *Id.*



美國針對私募股權基金的規範以 ICA 與 IAA 為主軸，前者乃針對基金所為之規範，依照投資人與是否公開發行，決定私募股權基金是否須遵守 ICA 的註冊義務與行為限制；後者乃針對基金管理者（即投資顧問）之規範，原則上依照管理資產總額決定私募股權基金受到 IAA 管制的密度，即便管理資產總額低於法定標準，仍須適用反詐欺條款以及遵守資訊揭露義務，而在金融危機過後，私募股權基金能豁免的可能性相對降低，私募股權基金的營業受到法律更深入的規範。而綜合上述分析，本文觀察美國對於基金與投資顧問的規範有以下的特色，也與我國有諸多不同。

第一項 美國投資公司的管制

歷史上由於投資問題頻傳，美國立法管制投資公司與投資顧問並將兩者分類管理以保障投資人。其法律採取相對簡單的「註冊制」，投資公司與投資顧問僅須遵循法定格式申報相關資訊即可營業，雖然 SEC 有權得以暫緩（suspend）或撤回（revoke）投資公司或投資顧問的註冊，但僅限於未依法申報資訊（例如超過法定申報期限²⁹³）或是對於註冊內容有所缺漏、隱瞞或重大不實的情形²⁹⁴，並無法實質審核各申請人是否合適進入市場。因此，即便投資公司與投資顧問受到主管機關的嚴格監管，但並不是一種「特許業務」。

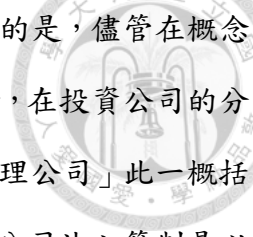
組織體方面，美國法律並不限制投資公司的組織形式，不論是公司、信託或是其他類似架構的組織體，都屬於本法所稱之「公司」²⁹⁵，只要主要業務涉及有價證券之投資，即構成本法所稱之投資公司，而有註冊的義務、受管制的義務。

在投資架構上，美國法採取「公司型」的架構，亦即投資公司不另行成立契約關係、信託基金來募資，而以公司本身作為基金，投資人以入股的方式參與基金投

²⁹³ 美國投資公司的註冊流程為先提出註冊通知（notification of registration），並在通知後 3 個月內提出具體申報資訊進行註冊，See 15 U.S.C. §80a-8(a); 17 CFR §270.8b-5.

²⁹⁴ See e.g., 15 U.S.C. §80a-8(e); 15 U.S.C. §80a-33(b).

²⁹⁵ 15 U.S.C. §80a-2(a)(8).



資，以公司為投資主體，相關投資組合置於公司的名下。要注意的是，儘管在概念上美國趨向公司型的投資架構，但並未置契約型的投資架構不管，在投資公司的分類上即將「單位投資信託」作為投資公司的一種，並有「資產管理公司」此一概括類別可涵括契約型的投資架構。簡單來說，美國法是否受到投資公司法之管制是以「行為」作為判斷重點，而不是以投資架構作為判斷重點。

第二項 美國私募股權基金的管制

美國法律對於投資公司與投資顧問的管制嚴格，但也基於部分產業的特性做出讓步，使部分公司可以豁免於註冊。一方面基於不公開發行者(即私募)的特性，只要投資公司可以符合少量投資人或特定專業投資人的條件，就可以豁免於註冊、不受 ICA 的管制；另一方面，只要投資顧問不向公開發行之投資公司提供投資顧問服務，僅向私募基金提供服務，在符合特定條件下(舊法為客戶人數與資產總額，新法除境外基金以外僅限資產總額)，亦可豁免於註冊、不受 IAA 的管制(反詐欺義務除外)。

私募股權基金具有不公開發行的特性，因此不論是基金本身或是投資顧問皆有適用上述豁免規範的可能性。但在 Dodd-Frank 法案通過以後，私募股權基金在運作上即便能豁免於 ICA 之規範，仍有依照 IAA 揭露資訊的義務，不論是應註冊投資顧問或豁免註冊顧問皆相同，前者需要填具 Form PF、後者需要填具 Form ADV 之部分內容呈報所管理的私募基金資訊，意味著私募股權基金在主管機關的監管範圍之下，端視其規模而決定其監管的程度。

而最重要的是，不論應註冊或豁免註冊投資顧問皆須遵循反詐欺義務，這一點展現了美國對於各類私募基金的管制，雖有豁免，卻非撒手不管的態度，主管機關對於私募股權基金不僅有知的權力，更有介入調查與管制的權限。

第五章 我國證券投資法規的修正方向



經過第四章美國法研究，本文認為美國之法規或許有值得師法之處，用以解決第三章提出之我國法問題。

第一種可行的解決辦法為直接繼受美國之規範與內容，藉此將各類私募基金與公司型基金納入管制。繼受的內容，應同時包含公司型基金——ICA 對於投資公司的管制，以及私募基金——IAA 對於私募基金顧問公司的管制。

第二種可行的解決辦法為修正現行的證投法，蓋我國自民國 72 年起即於證券交易法第 18 條之外增訂第 18 條之 1、之 2，授權主管機關相關管理辦法，爾後更拉高法律位階，於民國 93 年通過證投法，此等皆用以管理證券投資產業，代表我國對於證券投資行為之規範亦行之有年。或許只要針對現行法進行部分修正，即可達到相同的管制效果。

然而，前兩種方向勢必都需要經過大規模的法律改革，對於市場的影響亦重大，考量現實的立法情形或許難以達成。因此，本文提出第三種可能的解決辦法：將私募股權基金業務定為證投法所定業務之一種，藉此使證投法第 8 條之反詐欺義務於私募股權基金產業中亦有適用的空間，藉此保障市場中可能的投資人。以下將分析各選項可能碰到的法規衝突與差異。

第一節 繼受美國規範

直接繼受美國法律規範，增訂類似的投資公司法、投資顧問法，或許能立即解決對於公司型基金與私募基金規範不足的問題，然而在此同時可能面臨與我國既有法規的衝突，包含管制標的、管制標準以及內容的衝突，如不解決這些衝突，將產生法規重複規範之問題，以下將分別就投資公司、投資顧問為說明。

第一項 投資公司部分



第一款 管制標的衝突

在管制標的上，美國法之投資公司是否與我國之證券投資信託定義上有所重疊或缺漏，以至於法規有重複適用之衝突或是漏洞，即為首要解決之問題。表列兩國對於基金的定義如下：

我國證券投資信託定義	美國投資公司定義 ²⁹⁶
「本法所稱證券投資信託，指向不特定人募集證券投資信託基金發行受益憑證，或向特定人私募證券投資信託基金交付受益憑證，從事於有價證券、證券相關商品或其他經主管機關核准項目之投資或交易。」	本法所稱之投資公司，指經營下列行為之發行人： <ol style="list-style-type: none"> 1. 以投資、再投資或交易公司有價證券（securities）²⁹⁷為主要業務（不論進行中或預計進行） 2. 以發行分期付款面額證書為業務（不論是證書已發行、進行中或預計進行）之發行人 3. 以投資、再投資、所有、持有或交易公司股份為業務，且持有（不論目前持有或預計持有）價值超過發行人總資產40%（不計政府發行之股份與現金項

²⁹⁶ “(1) When used in this subchapter, “investment company” means any issuer which—
 (A) is or holds itself out as being engaged primarily, or proposes to engage primarily, in the business of investing, reinvesting, or trading in securities;
 (B) is engaged or proposes to engage in the business of issuing face-amount certificates of the installment type, or has been engaged in such business and has any such certificate outstanding; or
 (C) is engaged or proposes to engage in the business of investing, reinvesting, owning, holding, or trading in securities, and owns or proposes to acquire investment securities having a value exceeding 40 per centum of the value of such issuer’s total assets (exclusive of Government securities and cash items) on an unconsolidated basis.”, 15 U.S.C. §80a-3(a)(1).

²⁹⁷ “(A) the terms “security” and “securities” shall include only such securities as are generally known as corporate securities, but shall not include any note or other evidence of indebtedness issued to evidence an obligation to repay moneys lent to a person by one or more banks, trust companies, or banking firms, or any certificate of interest or participation in any such note or evidence of indebtedness;”, 15 U.S.C. §77jjj(b)(A).

	目)之投資型有價證券 (investment securities) ²⁹⁸ 之發行人
--	--



兩相比較，我國證券投資信託之行為定義「從事於有價證券、證券相關商品或其他經主管機關核准項目之投資或交易」在概念上與美國投資公司之行為定義「以投資、再投資或交易有價證券、投資型有價證券」相當類似，關於投資標的也皆為有價證券，此處有所重疊；在投資公司所採行的架構上，我國證券投資信託限於發行受益憑證、成立投資信託基金，而美國投資公司在定義上無特別規定，且 ICA 對於投資公司的分類包含單位投資信託，似可認為美國投資公司定義可兼含公司型與契約型的基金²⁹⁹。

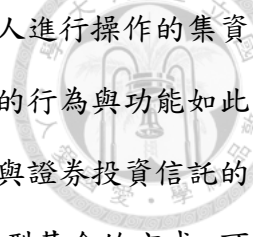
因此，在概念上而言，我國證券投資信託可被美國之投資公司定義所包攝，如此一來即有重複規範的可能性，在引入新法規之際，使得既有的證券投資信託行為有適用投資公司法之可能性。對此，較為直接的解決辦法或許是在新增投資公司法時將我國既有的證券投資信託排除在外，例如在法案中將投資公司定義為：「本法所稱之投資公司，指證券投資信託以外，經營下列行為之發行人：...」，透過定義上的但書來排除重複規範的可能性。

第二款 管制標準衝突

其次，在確立了兩部法規管制範圍不重疊以後，投資公司法與證券投資信託之管制標準是否相同，即為下一個問題。在定義上，證券投資信託與投資公司所涉及

²⁹⁸ 除政府發行之股份、員工投資公司發行之股份 (employee's securities company，概念上類似於我國的員工福利信託)、控制從屬公司發行之股份以外之有價證券。15 U.S.C. §80a-3(a)(2).

²⁹⁹ ICA 對於單位投資信託的定義，其實與我國的投資信託基金類似。單位投資信託依照信託架構設立、沒有董事會、發行可贖回證券、證券沒有表決權，而我國證券投資信託發行可贖回之受益憑證、受益憑證持有人信託基金或證券投資信託事業沒有表決權或其他事項的決定權，而基金本身亦無所謂的董事會存在，而是另由證券投資信託事業所管理。15 U.S.C. §80a-4(2).



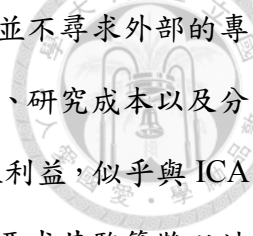
的行為皆為有價證券的投資；在經濟行為上，皆屬委由專業經理人進行操作的集資性投資行為 (pooled investment)。既然公司型與契約型投資公司的行為與功能如此類似，背後的投資人必要性應無明顯差異，則理論上投資公司法與證券投資信託的管制標準不應有所差異。如以美國投資公司法作為規範我國公司型基金的方式，可能衍生的問題是兩部法規對於管制的標準是否有所差異，具體而言，包含「豁免規範」與「進入門檻」的兩個差異。

第一目 豁免規範差異

ICA 對於特定投資公司有給予豁免規範，如欲參酌該法來規範我國公司型基金，應否保留此等豁免規範？如符合該法豁免標準的證券投資信託，是否也應豁免於證券投資信託法之規範？如否，則正當性為何？

回顧美國投資公司法賦予特定投資公司豁免的理由有二。其一，立法時為了確保投資公司法能夠規範到所有證券投資產業，在定義上設定的相當廣泛，導致許多規範標的外的產業或公司在文義上被納入投資公司之定義。為此，立法者特別將某些行為排除在本法所稱的投資公司之外，包含銀行、保險公司、退休基金、不動產公司與部分資產金融公司 (asset-financing companies)，此類公司表面上雖然構成投資公司的定義，但具體行為並非當初立法所欲管制的投資行為，而且此類公司往往受到更嚴格的法規監管 (例如銀行或保險公司，受到銀行法、保險法的嚴格規範)，無須動用投資公司法重複規範，因此催生了 ICA Section 3(c)(3)、3(c)(5) 等豁免規範的出現。

其二，投資公司法的立法目的在於保障「大眾」投資人，但現實上存在許多僅涉及少數投資人的私人投資公司，似乎即無法律保障的必要性，這些私人投資公司大致上可以區分為兩種類型：一為專業投資基金，例如收購基金、創投基金與避險基金，這些專業投資基金有自行設定管理費用的高低、發行不同等級的證券的營運自由度需求；而另一種則是非專業的私人投資團體，包含投資俱樂部 (investment



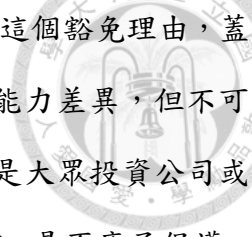
club) 與家庭投資基金 (family investment pool)，此類投資基金並不尋求外部的專業經理人，而是內部成員自行決定投資策略，進而達成節省時間、研究成本以及分散風險的效果，立法者考量這些私人投資公司僅涉及少數投資人利益，似乎與 ICA 欲保障的大眾利益並不相同，此外，主管機關的執法能力有限，要求其監管難以計數的私人投資公司是強人所難，因此催生了 ICA Section 3(c)(1) 等豁免規範的出現³⁰⁰。因此，可以將美國豁免規範目的區分為「另有管制」與「無須保護」兩種豁免導向。

本文認為，如以 ICA 為模型增訂投資公司法，由於其定義廣泛，將使我國銀行、保險業者亦落入投資公司定義當中，令此兩種金融機構同時受到銀行法、保險業法以及投資公司法的雙重管制。為避免此一問題，或許應保留美國法之設計，使「另有管制」之金融機構無須受到投資公司法之規範。

至於應不應該仿效美國法，豁免僅涉及少數投資人利益之投資公司？本文認為，投資公司法與證券投資信託皆為委由專業經理人進行投資的投資手段，僅是投資架構上有所不同，背後的投資人型態並無不同，然而，如果我國接受投資公司法豁免私人投資公司的理由，則在證券投資信託規範應作相同處理，亦即為證券投資信託新增一條豁免規範，使私募證券投資信託基金者可以同樣豁免於證投法的適用，否則將可能因組織型態不同而在投資人保護上產生差別待遇。惟要注意的是，此處所稱的豁免係指如同 ICA 之豁免規定，完全將其排除於法律規範之外，與現行證投法之「私募證券投資信託基金」並不相同，蓋我國雖允許證券投資信託事業私募證券投資信託基金，但基金之營運仍受許多營運限制，並非完全豁免於法規之管制³⁰¹。

³⁰⁰ Thomas P. Lemke & Gerald T. Lins, *Private Investment Companies under Section 3(c)(1) of the Investment Company Act of 1940*, 44 BUS. LAW. 401, 402-403 (1988).

³⁰¹ 同第二章第二節第三項之描述。其他營運上限制，例如證券投資信託事業管理規則第 20 條，證券投資信託事業至少應募集一筆證券投資信託基金，否則不得私募證券投資信託基金；遑論我國證券投資信託事業採核准制，在進入私募基金的程序以前，光是營業執照即受到主管機關的管制。



當然，也可以有完全相反的處理方式，即否定「無須保護」這個豁免理由，蓋投資人雖然有資力與專業能力上的差異而有對抗或承受風險的能力差異，但不可否認的是在參與基金投資的情境當中皆屬於被動的角色，不論是大眾投資公司或私人投資公司當中的投資人都有受到詐欺或濫用投資行為之危險，是否應予保護，純為政策上的選擇。如秉持此種見解，則在仿效美國投資公司法的同時刪除該法內之豁免規範，將所有的投資公司皆納入管制範圍，也是一種方式。

但在此要注意的是，是否給予投資公司、證券投資信託豁免規範，間接決定了所有私募基金（包含私募股權基金）的合法性，蓋私募基金存在的目的就是要盡量減少法規對其帶來的限制，並盡可能地讓自己免於投資公司法之規範，投資公司法規當中的豁免空間，其實也就是私募股權基金的生存空間；同時，是否給予私募基金豁免規範，也一併影響到了投資顧問的規範設計，蓋投資顧問應提報私募基金相關資訊的前提，也是因為法律允許私募基金得以生存，如果從根本上否定私募基金的合法性，那麼政府只需要管制公開基金，似乎即可落實產業內所有投資人的保護。故豁免規範差異的適應問題，不僅僅是投資人保護程度的差異，同時也代表了私募基金在臺灣的合法性。

本文認為，現今證券管理法規原則上保障大眾投資人，如具備非公開、僅向特定具備專業知識、風險承擔能力者募資者，例外得降低規範密度。投資公司與證券投資信託既屬於證券投資行為之一環，似乎亦應承襲此一脈絡；而如同第二章第二節之分析，台灣也確實存有公司型私募股權基金之活動，或許也代表著此一市場有存在的必要。如同第二章整理臺灣私募股權基金的發展狀況，頂尖之私募股權基金業者持有 100 至 300 億新台幣的資產管理總額，相較之下，我國證投法定義的私募基金市場—「私募」之證券投資信託基金，共計 39 家業者持有的資產總額為 403

億³⁰²，可見我國私募股權基金不僅確實存在，且發展更是遠勝於私募證券投資信託基金，與其抱著鴛鴦心態認為「所有投資公司業者皆須取得主管機關許可始得營業」，不如接受現實、選擇面對並設計合適的豁免規範，在投資人保護、政府監管與市場自由之間取得一個合理的平衡，也讓私募股權基金取得一個合法地位。

第二目 進入門檻差異

1. ICA 之進入門檻

ICA 要求投資公司應事先通知主管機關，並在通知後 3 個月內完成註冊登記並填具各式表格、提供相關資訊後始得營業³⁰³。原則上主管機關對於投資公司的註冊仍有某程度的審核權，但僅限於投資公司未依照 ICA Section 8 之規定（註冊期限與註冊內容）提出資料、有提出資料但內容有所缺漏、蓄意隱瞞資訊、提供不實資訊等情形，主管機關才可以通知申請人定期更正；如仍未更正，才可以暫緩該次申請，直至更正完畢為止³⁰⁴。

大致而言，美國對於投資公司的管制採取「註冊制」，除了針對實際提供投資服務的經理人或員工有「適格性」——違法或不良行為前科——的限制以外³⁰⁵，不對投資公司的資格設定特別限制。

2. 證投法之進入門檻

我國證投法要求證券投資信託事業應經主管機關許可並核發營業執照後始得營業，如欲經營全權委託投資業務者，亦應符合主管機關所訂之條件，並經主管機

³⁰² 證券投資信託暨顧問商業同業公會網站，境內外基金資產總額，<https://www.sitca.org.tw/ROC/Industry/IN1001.aspx?PGMID=FD01>；從業人員統計資料，<https://www.sitca.org.tw/ROC/Industry/IN7001.aspx?PGMID=IN07>（最後瀏覽日：05/25/2019）。

³⁰³ 具體註冊內容請參考第四章第二節第二項註冊規定。

³⁰⁴ 15. U.S.C. §80a-8(e).

³⁰⁵ 15. U.S.C. §80a-9.

關核准始得為之³⁰⁶；組織型態上以股份有限公司為限³⁰⁷，且有最低實收資本額之要求³⁰⁸，發起人至少由符合特定條件之基金管理機構、銀行、保險公司、證券商或金融控股公司認足第一次發行之 20% 股份³⁰⁹。



申請許可之具體內容，包含公司章程、營業計劃書、發起人名冊、發起人會議記錄、發起人資格證明文件、發起人及發起人之代表人適格聲明書、經律師或會計師審查之證券投資信託事業申請設立審查表及出具之審查彙總意見書、申請內容無虛偽、隱匿之聲明書³¹⁰。申請許可後 6 個月內，除應辦妥公司登記外，尚須檢具相關文件，申請核發營業執照，具體內容包含公司登記證明文件、公司章程、股東名冊及股東會議事錄、股東持股不超過 25% 之聲明書、董監名冊及董事會議事錄、申請日前一個月內經會計師查核簽證並出具無保留意見之財務報告、董事、監察人與經理人適格聲明書、總經理專業性證明文件、同業公會出具之員工審查文件、負責人及部門主管適格聲明書、業務人員適格聲明書、經理人、部門主管及業務人員均為專任之聲明書、營業處所之權狀影本或租賃契約影本及其平面圖與照片、營業處所獨立且未與其他事業共同使用之聲明書、書面內部控制制度及會計師出具之無保留意見之審查意見書、同業公會同意入會之證明文件、證券投資信託事業申請核發營業執照審查表與申請內容無虛偽、隱匿之聲明書³¹¹。針對申請案件金管會有

³⁰⁶ 證投法第 50、63 條。

³⁰⁷ 證投法第 67 條第 1 項。

³⁰⁸ 證券投資信託事業設置標準第 7 條：「證券投資信託事業之組織，以股份有限公司為限，其實收資本額不得少於新臺幣三億元。前項最低實收資本額，發起人應於發起時一次認足。」

³⁰⁹ 各類機構皆須成立滿三年，且近三年內未因相關業務受主管機關處分。如為「基金管理機構」，應具管理或經營國際證券投資信託基金業務經驗，且公開募集之管理資產總額（共同基金、單位信託或投資信託）總值不得少於 650 億新台幣；如為「銀行」，同樣應具國際金融、證券或信託業務經驗，且最近一年於全球銀行資產或淨值排名居前一千家內；如為「保險公司」，應具有保險資金管理經驗，且持有證券資產總金額在新臺幣八十億元以上；如為「證券商」，實收資本額應達新臺幣八十億元以上，且最近期經會計師查核簽證之財務報告，每股淨值不低於面額；如為「金融控股公司」，旗下控股 50% 以上之子公司應符合前述基金管理機構、銀行、保險公司或證券商之資格條件，證券投資信託事業設置標準第 8 條。

³¹⁰ 證券投資信託事業設置標準第 12 條。

³¹¹ 證券投資信託事業設置標準第 13 條。

實質審核權，除了申請案件中違反證投法之相關資格限制³¹²、申請內容有所虛偽不實以外，更可針對「營業計畫書或內部控制制度內容欠具體或無法有效執行」、「發起人之專業能力有無法健全有效經營證券投資信託業務之虞」決定是否給予許可³¹³，意即其有實質審查權限。

我國對於證券投資信託事業的進入門檻採取「核准制」，不僅對於客觀的法定消極資格與積極資格有審查權，更可針對申請人的營業計劃與專業能力進行實質審核，而其具體上如何判斷申請人的計畫「有欠具體、無法有效執行」或是「專業能力有無法健全經營之虞」，似無標準可循，除此之外，組織型態並限定在股份有限公司，且有最低實收資本額的限制。

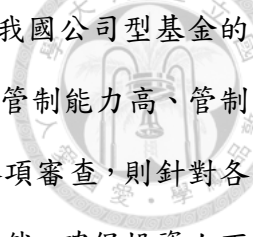
3. 進入門檻之比較

兩相比較，儘管在註冊內容上大同小異（例如美國註冊應揭露投資策略，我國亦須提交公司章程、撰寫營業計畫書，而美國與我國皆須揭露關係人資訊），但美國採取「註冊制」，主管機關得以審核的權限與範圍較小，如違反法定資格或有欺瞞不實才可暫緩註冊，反之我國則是採取「核准制」，除了法定資格或欺瞞不實，主管機關尚可對申請人的專業資格甚至是營業內容有話語權，進入門檻的管制程度較高。如欲參照 ICA 設立投資公司法的以規範公司型基金，勢必需要解決前述差異，可想像的解決方式，一則為提高投資公司法的進入門檻，將註冊制修改成許可制；二則是降低證投法的標準，使證券投資信託事業亦可使用註冊制的方式來取得許可與營業執照。

本文認為，註冊制與許可制並無對錯之分，但管制的寬嚴之分，一併影響至投

³¹² 包含發起人、負責人與從業人員的消極資格限制、董事的關係人資格限制、股東的持股上限、發起人的兼營限制、負責人的投資限制等，見證投法第 68、73、75、76、78 條；另包含發起人的積極資格限制，見證券投資信託事業設置標準第 8 條。

³¹³ 證券投資信託事業設置標準第 14 條。



資人是否能受到足夠的保障，端視政府的管制能力、管制資源、我國公司型基金的市場大小、對於產業的影響決定應如何選擇。首先，如果政府的管制能力高、管制資源豐富，有時間並有人力能夠在短時間內迅速並完整的完成各項審查，則針對各申請人的營業計劃或專業能力進行實質審查，似乎能夠防患於未然，確保投資人不受到可疑、不良或是不穩定的投資公司服務；其次，如我國的公司型基金市場龐大、潛在申請者眾多，難以期待主管機關針對每一個案能夠維持相同的審查水準，權衡政府資源有限，或許割捨部分的投資人保護必要性，採取註冊制更符合實際；最後，許可制屬於較為強烈的管制措施，對於業者的營業內容有事先實質審查的疑慮，如果在政策上有強化我國資本市場的必要性，或是有意促進我國投資管理產業的發達，那麼採取註冊制並配合營業中的持續管制，或許較能鼓勵有專業能力者投身投資管理產業，使該產業更為進步；而在此之外，我國已有諸多證券投資事業依照許可制進入市場，也必須考量我國既存的證券投資信託業者所付出之成本與信賴利益。或許尚待進一步的成本效益分析，才能做出最適當的選擇。

第三款 管制內容衝突：以募資為例

投資公司可為之投資策略或投資行為，證券投資信託可否同樣為之？在管制標的與管制標準衝突之外，最應辨識者應是法律規範對於公司型、契約型投資公司的具體行為規範有無差異。由於 ICA 規範幅員廣闊，從募資架構、保管行為、投資限制、關係人交易以至於報酬等等事項皆受到嚴格的具體規範，礙於篇幅，本文僅以兩種制度下基金的「發行」方式作為管制內容是否有所衝突的指標。

第一目 募集之比較

1. 證投法之募集程序

依照證投法第 10 條第 1 項，主管機關頒布「證券投資信託事業募集證券投資信託基金處理準則」（以下簡稱募集準則）處理基金之募集程序事項。證券投資信



託事業募集基金，原則上採取「申報生效」制度，例外於法定情形應向主管機關「申請核准」募集³¹⁴，例如績效不佳、營業上有不良前科³¹⁵、初次募集基金³¹⁶、國外募集投資國內³¹⁷或其他經本會核准發行之基金³¹⁸，另外無論是申報生效或申請核准，皆須經過同業公會之審查³¹⁹。

募集申報於事業提出資料申報後第 12 個營業日即生效³²⁰，如申報內容不完備或財務業務及申報內容有重大變化，主管機關得停止其申報效力，如申請內容不完備，主管機關得退回申請³²¹，除此之外，如有申請之不良前科、營業之健全疑慮，主管機關亦得退回其申報或不核准³²²。募集基金，有交付簡式公開說明書之義務，並應依申購人要求提供依據「證券投資信託事業募集證券投資信託基金公開說明

³¹⁴ 募集準則第 3 條、第 12 條第 1 項：「證券投資信託事業募集或追加募集證券投資信託基金，應檢附申報書，載明其應記載事項，連同應檢附書件向本會申報生效後，始得為之。但有第十二條之一所列情形，或辦理第七條第一項、第十八條第一款及證券投資管理辦法第二十三條第九款之募集案件者，應向本會申請核准。」、第 2 項：「證券投資信託事業依前項規定提出申報，應取得中華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會（以下簡稱同業公會）審查意見書。」

³¹⁵ 募集準則第 12 條之 1 第 1 項：「證券投資信託事業募集證券投資信託基金，有下列情形之一者，除為因應市場狀況或保護公益，且經本會核准外，應採申請核准制：
一、最近一檔已成立且開放買回已屆滿六個月之證券投資信託基金，其於該六個月期間平均已發行總單位數較成立日減少百分之五十以上。
二、經本會停止申報生效於一年內達二次以上，其後首次募集案件。
三、因受本法第一百零三條警告以上處分或內部控制制度之設計或執行有重大缺失，其違法情事已具體改善並經本會認可後之首次募集案件。
四、依本會規定應取得國外主管機關或其他機構之聲明或書函之募集案件。」

³¹⁶ 募集準則第 7 條第 1 項：「證券投資信託事業經核發營業執照後，除他業兼營證券投資信託業務者外，應於一個月內申請募集符合下列規定之證券投資信託基金：
一、為國內募集投資於國內之股票型證券投資信託基金或平衡型證券投資信託基金。
二、證券投資信託基金最低成立金額為新臺幣二十億元。
三、封閉式證券投資信託基金受益權單位之分散標準，應符合臺灣證券交易所股份有限公司有價證券上市審查準則之規定。
四、開放式證券投資信託基金自成立日後滿三個月，受益人始得申請買回。」。

³¹⁷ 募集準則第 18 條第 1 款。

³¹⁸ 證券投資信託基金管理辦法 23 條第 9 款。

³¹⁹ 募集準則第 12 條第 2 項、第 13 條。

³²⁰ 募集準則第 12 條第 3 項。

³²¹ 募集準則第 14 條、第 13 條第 2 項、第 4 條第 6 款。

³²² 募集準則第 4 條。申報之不良前科，如本條第 2、10、13 款；營業上之健全疑慮，如本條第 4、5、8、9、11 款。

書應行記載事項準則」規定編製之完整公開說明書³²³。



2. ICA 之募集程序

由於美國之投資公司架構採取公司型，並無另行成立證券投資信託基金、發行受益憑證之需要，其募集之方式乃以公司作為基金本體，投資公司如欲募資，即為發行投資公司之股票。美國發行有價證券應遵循證券法之規定，向主管機關註冊登記後始得為之³²⁴，原則上 ICA 對於投資公司之公開發行行為並無特別限制，但依 ICA Section 14(a)，投資公司之淨值須不低於 10 萬美金始得公開發行，亦即美國之投資公司募集有最低資本額之限制³²⁵。

投資公司如欲募集基金，應繳交註冊費用（按募集金額之萬分之 1.212 計算³²⁶）並申報相關資訊，包含發行人的基本資料、持股超過 10% 之股東資料、管理階層之持股資訊、營業項目、發行人的資本組成、發行的股票類型與數量、發行價格、資產平衡表等資訊³²⁷。原則上，當公司註冊登記後第 20 日，該註冊即生效力³²⁸，可開始向不特定人募集資金，除非註冊內容外觀上有明顯缺漏或錯誤，或是有不實或隱瞞之處，SEC 始可遲延或停止該註冊的效力³²⁹，禁止投資公司繼續公開募集資金。

第二目 私募基金之比較

依證投法第 11 條第 4 項，證券投資信託事業得對金融機構或符合特定條件者私募受益憑證，但應於價款繳納完成五日內向主管機關申報。具體的申報內容，應載明公司名稱、基金發行地區、名稱、投資地區、基金經理人姓名、基金每受益權

³²³ 募集準則第 16 條。

³²⁴ 15 U.S.C. §77e.

³²⁵ 15 U.S.C. §80a-14(a).

³²⁶ SEC, Filing Fee Rate, <https://www.sec.gov/ofm/Article/feeamt.html> (Last visited: May 25, 2019).

³²⁷ 15 U.S.C. §77g; 15 U.S.C. §77aa.

³²⁸ 15 U.S.C. §77h.

³²⁹ *Id.*, (b)~(d).

單位發行價格、基金保管機構名稱及地址、簽證機構名稱及地址、私募對象類別與人數，並附具證券投資信託契約、董事會決議私募基金議事錄、經理人、投資人與保管機構適格之證明文件與聲明書、投資說明書、基金之銀行存款證明等³³⁰。

而在 ICA 的程序中，投資公司如欲私募，應遵循證券法關於私募之規定。根據證券法 Section 4(a)(2)與 SEC 發布之相關規定³³¹，如公司不使用公開招募或勸誘之方式來行銷有價證券，且發行對象為經許可投資人 (accredited investors) 或不超過 35 人的專業投資人 (sophisticated investors)，意即向特定人私募有價證券，並已提供充足的資訊³³²，即無須遵循公開發行之註冊程序。但應注意的是，公司仍應在每一次私募時填具表格 (Form D) 向 SEC 發出私募通知 (notice)³³³，向主管機關申報相關資訊，包含發行人資料、規模、發行的有價證券類別、銷售量與金額等³³⁴。

第三目 比較結果

我國對於證券投資信託事業募集基金，兼採申報生效與申請核准制，原則上允許事業申報相關資訊後自動生效，例外針對有前科或經營不善之事業，由主管機關審核後始得募資與投資；至於私募基金，則採事後申報制，得於價款繳納完成後再向主管機關申報，可更快速地完成募資與投資程序；美國對於投資公司募集基金，因制度設計上以公司作為募資主體，其募資程序與一般公司公開發行股票相同，如欲募集資金，即應遵循證券法公開發行股票之規定；如僅欲向特定人募資，則應遵循證券法私募有價證券之規定。因此在募集與私募資金的規範上，公司型基金與契約型基金有所差異，此兩種募資方式應如何調和，即為待解之問題。

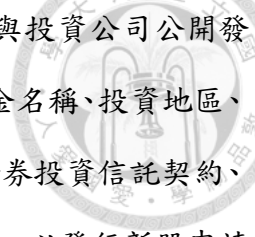
³³⁰ 證券投資信託基金管理辦法 (下稱基金管理辦法) 第 53 條、第 91 條第 1 項及金管會 (107) 金管證投字第 1070303897 號之附件。

³³¹ 17 CFR §230.506.

³³² 17 CFR §230.502(b).

³³³ 17 CFR §230.503.

³³⁴ SEC, Form D, <https://www.sec.gov/about/forms/formd.pdf>. (Last visited: May 25, 2019).



在申報內容上，證券投資信託事業募集基金應檢附的資料與投資公司公開發行股票應檢附的資料似無太大差異。前者應檢附之資料，除了基金名稱、投資地區、發行面額等基本資料，尚須檢附發行計畫、同業公會審查資料、證券投資信託契約、公開說明書、董事會議事錄、律師意見書³³⁵；後者應檢附之資料，以發行新股申請書為例，除了發行股數、金額或用途等基本資料外，尚須檢附法律意見書、公開說明書、承銷商評估報告、主管機關同意函本（如為須經其他目的事業主管機關用途）等³³⁶。細節上雖有差異，例如後者無須檢附發行計畫、投資契約與董事會議事錄，但皆有發行量、面額、用途或計畫、公開說明書等，結果上來說主管機關皆能得知募集資金的相關重要資訊。

在准否權限上，我國對於公開發行的規定相當嚴格，雖然公開發行明文僅採申報生效制，並無兼行核准制³³⁷，但實際上主管機關有諸多理由可以退回公開發行之申請案³³⁸，似乎不如同想像中的易於「申報生效」；另外，我國對於證券投資信託事業募集的規定大原則雖以「申報」為原則，不要求事業預先得到主管機關的首肯，但主管機關根據募集準則第 4 條除了針對「形式要件」（資料是否完備）以外，亦可以針對「實質要件」（營業上是否有疑慮）進行實質審核³³⁹，可見我國主管機關皆有相當之權限對於募資程序進行把關。

最後以募資程序為觀察指標，則可以發現投資公司法與證券投資信託雖然有所衝突，但我國之公開發行程序與募集、私募基金程序的管制密度沒有太大差異，

³³⁵ 金管會（104）金管證投字第 1040053784 號。

³³⁶ 發行人募集與發行有價證券處理準則第 12 條之附表三。

³³⁷ 發行人募集與發行有價證券處理準則第 3 條第 1 項：「金融監督管理委員會（以下簡稱本會）審核有價證券之募集與發行、公開招募、補辦公開發行、無償配發新股與減少資本採申報生效制。」

³³⁸ 發行人募集與發行有價證券處理準則第 7 條從違反專業審查意見、違反投審會規定至未設置薪酬委員會等；第 8 條從董事變化過大、無必要借貸資金至公司尚未履行賠償義務等。

³³⁹ 從「依證券投資信託事業申請（報）書件，有事實證明無達成發行計畫之能力」、「募集證券投資信託基金之計畫未經列成議案，提董事會討論並決議通過」、「內部控制制度之設計或執行有重大缺失」、「最近期每股淨值低於票面金額」、「本次募集證券投資信託基金與現有證券投資信託基金之投資基本方針及範圍未有適當區隔或其投資標的顯有不當」都可以作為退回申請或不予核准之原因。募集準則，前揭註 322。



即便投資公司與證券投資信託採取不同的募資流程，或許也不至於產生法規範的衝突或是法律適用上的差別待遇。

第四款 小結

綜前所述，ICA 對於投資公司的管制，與我國現行證投法對於證券投資信託事業的管制確實存有差異，包含管制標的衝突（定義上是否重複適用法規）、管制標準衝突（是否應給予豁免空間）以及管制內容衝突（本文僅以募資為例）。在管制標的與管制標準上差異較大，尤其是豁免規範部分，我國證投法似乎並未給予證券投資信託業者任何豁免空間；而以募資程序為觀察點，在管制內容上雖有衝突，但本文比較我國對於證投信募集、私募基金以及公開發行之規定發現，即便分別適用不同的募資方式，投資人的保護與主管機關可監督的內容似乎並無太大差異。

至於其他管制內容，本文認為，不論公司型或契約型基金對於背後投資人的保護並無差異，因此理論上管制密度與標準應該相同，簡單來說，除了某些架構上的必然差異（例如公司型不另設信託基金，以發行股票為募資方式，反之契約型則以設立證券投資信託基金並發行受益憑證之方式募資），契約型基金的行為規範標準公司型基金也應該比照辦理，礙於篇幅，有賴進一步文獻分析。

由於我國對於公司型基金似乎是根本上不納入管制，而非在具體行為上有規範差異而已，也正因如此，仿效他國立法勢必要面臨公司型與契約型基金的管制差異。如能解決上述差異，直接參照 ICA 以增訂投資公司法，不失為解決辦法的好選擇。



第二項 投資顧問部分

增訂投資公司法，或許可弭平我國對於公司型基金與私募基金的管制漏洞，但如前所述，基金背後的操作者——投資顧問也是基金規範重心，例如美國透過強化私募基金之投資顧問規範，藉此落實對私募基金的間接管制，尤其是在金融危機之後管制更為明顯，不僅刪除了人數導向的豁免標準，更大幅降低資產導向的額度，讓私募基金豁免於法律規範的空間越來越小。因此，除了彌補公司型基金法之漏洞，如要完善我國對於私募基金的管制，尚須兼顧投資顧問的管制措施。然而，不同於公司型基金在我國法制上的空洞，證投法對於證券投資顧問規範似乎相當完備，從定義、設置到行為皆無遺漏。因此，是否有必要繼受 IAA 來管制私募股權基金，端視我國證投法對於證券投資顧問的規範內容與 IAA 之規範內容是否有明顯差異。以下將對此進行比較與分析。

第一款 管制標的差異

IAA 所規範之投資顧問與我國證投法規範之證券投資顧問，表列其定義如下：

我國證券投資顧問定義	美國投資顧問定義 ³⁴⁰
<p>「本法所稱證券投資顧問，指直接或間接自委任人或第三人取得報酬，對有價證券、證券相關商品或其他經主管機關核准項目之投資或交易有關事項，提供分析意見或推介建議。」</p>	<p>本法所稱投資顧問，指以收取報酬為目的，直接或以出版品或書面資料之方式，針對有價證券之價值或是投資、買賣提供顧問服務者，或是以收取報酬為目的，以發行有價證券之分析或報告為業者。</p> <p>前述投資顧問，不包含以下各款業者與行為：</p> <p>(A)銀行及其所屬公司。但向已註冊之投資公司提供顧問服務者，不在此限。</p> <p>(B)律師、會計師、工程師或教師依其專</p>

340 “Investment adviser” means any person who, for compensation, engages in the business of advising others, either directly or through publications or writings, as to the value of securities or as to the advisability of investing in, purchasing, or selling securities, or who, for compensation and as part of a regular business, issues or promulgates analyses or reports concerning securities; but does not include (A) a bank, or any bank holding company as defined in the Bank Holding Company Act of 1956 [12 U.S.C. 1841 et seq.] which is not an investment company, except that the term “investment adviser” includes any bank or bank holding company to the extent that such bank or bank holding company serves or acts as an investment adviser to a registered investment company, but if, in the case of a bank, such services or actions are performed through a separately identifiable department or division, the department or division, and not the bank itself, shall be deemed to be the investment adviser; (B) any lawyer, accountant, engineer, or teacher whose performance of such services is solely incidental to the practice of his profession; (C) any broker or dealer whose performance of such services is solely incidental to the conduct of his business as a broker or dealer and who receives no special compensation therefor; (D) the publisher of any bona fide newspaper, news magazine or business or financial publication of general and regular circulation; (E) any person whose advice, analyses or reports relate to no securities other than securities which are direct obligations of or obligations guaranteed as to principal or interest by the United States, or securities issued or guaranteed by corporations in which the United States has a direct or indirect interest which shall have been designated by the Secretary of the Treasury, pursuant to section 3(a)(12) of the Securities Exchange Act of 1934 [15 U.S.C. 78c(a)(12)], as exempted securities for the purposes of that Act [15 U.S.C. 78a et seq.]; (F) any nationally recognized statistical rating organization, as that term is defined in section 3(a)(62) of the Securities Exchange Act of 1934 [15 U.S.C. 78c(a)(62)], unless such organization engages in issuing recommendations as to purchasing, selling, or holding securities or in managing assets, consisting in whole or in part of securities, on behalf of others;; [1] (G) any family office, as defined by rule, regulation, or order of the Commission, in accordance with the purposes of this subchapter; or (H) such other persons not within the intent of this paragraph, as the Commission may designate by rules and regulations or order.”, 15 U.S.C. §80b-2(a)(11).

	<p>業所為之行為。</p> <p>(C)證券承銷商依其專業所為之行為，並且沒有為此額外收取相關報酬</p> <p>(D)新聞、報章雜誌、商業或金融周刊出於善意並依其日常出版所為之行為</p> <p>(E)針對政府債券或其他政府指定之豁免債券所為之投資顧問行為</p> <p>(F)經政府許可之數據評比機構。但針對全部或部分有價證券的買賣、持有或管理出具建議者，不在此限。</p> <p>(G)家庭辦公室（family office）</p> <p>(H)其他 SEC 依法所指定之行為</p>
--	---

兩相比較可以發現，證投法對於證券投資顧問與 IAA 對於投資顧問之定義實質上相同。證投法以獲取報酬為要件，雖針對報酬具體列出「自委任人或第三人」處所取得，此一要件與 IAA 單純規定「以收取報酬為目的」似無太大差異；投資標的範圍，兩部法規皆以「有價證券」為要件；顧問行為，證投法以抽象描述「提供分析意見或推介建議」為顧問服務，IAA 則定義直接或間接提供關於「價值、投資或買賣」或是「發行分析報告」為顧問服務，參考我國實務見解似乎也認為以書面、郵件之形式提供顧問服務亦屬之³⁴¹，則證投法與 IAA 對於投資顧問行為的定義大致相近³⁴²。

比較大的差異，是 IAA 將 8 種行為排除於投資顧問定義之外³⁴³，而我國證投

³⁴¹ 財政部，前揭註 101。

³⁴² 張心悌（2008），〈證券投資顧問事業之定義〉，《月旦民商法雜誌》，19 期，頁 168-176。

³⁴³ 美國最高法院於 *Lowe v. SEC* 一案中，多數意見另有以「個人性」或「非個人性」做為判斷之



法則無明文排除特定行為³⁴⁴，是否需要參酌 IAA 而排除部分類型，或許端視政府對於證券投資顧問行為的管制態度，但本文認為至少在大方向上，證投法與 IAA 的管制標的並無太大差異，因此沒有仿效 IAA 之必要性。

第二款 管制標準差異

證投法與 IAA 之間管制標準的最大差異，或許是在「豁免規範」的部分。

如同證券投資信託行為部分，我國證投法並沒有針對證券投資顧問行為設立任何豁免規範，亦即所有「直接或間接自委任人或第三人取得報酬，對有價證券、證券相關商品或其他經主管機關核准項目之投資或交易有關事項，提供分析意見或推介建議」者都應向主管機關申請許可與營業執照，沒有豁免於證投法規範的空間。

IAA 則給予特定顧問公司豁免之空間，其背後的理由與投資公司的豁免相同，仍在「投資人保護的必要性」³⁴⁵，如顧問公司僅向私募基金提供顧問服務，由於私募基金基於法律限制，原則上不能有超過 100 位投資人參與，則顧問公司的投資顧問服務也只會對少量投資人帶來影響，另有可能是「許可投資人」參與，此際投資顧問公司即便影響到投資人，似乎也在政府容許空間之內。

即便在金融危機之後，美國也沒有放棄給予顧問公司的豁免規範，讓創投基金、私募基金仍得在一定條件下免於 IAA 的管制。我國是否需要參酌 IAA 之規定給予特定公司豁免，本文認為，一方面取決於我國主管機關對於投資人保護之態度（是否要界定某些投資人值得保護，而少量投資人或某些投資人無須保護），另一方面

依據，是否會成為美國投資顧問之穩定判斷依據，值得觀察。見彭冰（2008），〈證券投資顧問監管與言論自由〉，《月旦民商法雜誌》，19 期，頁 187-191。

³⁴⁴ 應注意者係，我國大法官釋字第 634 號解釋認為如「如僅提供一般性之證券投資資訊，而非以直接或間接從事個別有價證券價值分析或推介建議為目的之證券投資講習」則不屬之。關於本號大法官解釋更詳盡的分析。同前註，頁 184-187。

³⁴⁵ Krug, *supra* note 193.



取決於我國是否給予投資公司或證券投資信託相關的豁免，亦即**私募基金**的合法空間。

參考我國制定金融消費者保護法及該法第 4 條排除部分「專業投資機構」與「符合一定財力或專業能力之自然人或法人」，以及證券交易法、證投法之**私募**規定，我國基本上確立了「某些金融消費者」無須受金融法律全面性保障的態度，以證券投資信託為例，我國對於**私募證券投資信託基金**的投資人標準與 ICA 對於**私募基金**的投資人標準相去不遠³⁴⁶；至於「少量投資人」是否予以保護，我國確實在**私募**制度上有參酌人數規定，例如證券交易法限制有價證券**私募**自然人與關係人的人數不得超過 35 人、在證投法限制證券投資信託基金**私募**之自然人不得超過 99 人，但這些投資人並非一般大眾投資人，而是具備相當資產與專業知識者³⁴⁷，如此看來，我國似乎認為即便是「少量投資人」也需要受到法律的保障，僅「少量且符合條件的投資人」才是法律能睜一隻眼閉一隻眼的情況。

我國現行證投法沒有給予基金任何豁免空間，那麼給予證券投資顧問特定的豁免，似乎就沒有正當性可言。然而如同前一項所述，本文認為不論是投資公司或證券投資信託，似乎都有給與豁免規範的必要性，因此在投資顧問法的部分，勢必也要隨之進行修正，使僅向**私募**之投資公司或證券投資信託提供投資顧問服務者，也能隨之享有較低程度的法律監管。

第三款 管制內容差異

在管制標的、管制標準之後，下一個問題則是我國對於投資顧問公司的管制內容是否足夠？IAA 賦予 SEC 「知」的權限，顧問公司應填具 Form ADV 提報相關

³⁴⁶ 我國證投法限制得以參與**私募證券投資信託基金**的投資人，原則是金融業或是具相當資產與專業知識的自然人、法人或基金，金管會（106）金管證投字第 1060038414 號；而美國法所謂的合格投資人，亦以相當資產額為標準。儘管兩者在具體資產的金額上不相同，但以資產作為區隔標準的規範方向仍是一致，See 15 U.S.C. §80a-2(a)(51).

³⁴⁷ 同前註之金管會函釋；另證券交易法的**私募**投資人條件，見財政部（91）台財證一字第 0910003455 號。



資訊，如管理私募基金，更應提報 Form PF 提報私募基金的特定資訊；而我國政府根據證投法，能取得私募基金的多少資訊？是否足以了解產業或是進行系統性風險的評估？

第一目 證投法提報內容

如同證券投資信託，我國證券投資顧問亦應經主管機關許可並核發營業執照始得營業，證券投資顧問於申請許可時，應提報相關資訊，包含：公司章程、營業計畫、發起人會議紀錄、發起人名冊、發起人與其代表人之適格聲明書、會計制度、申請內容無虛偽、隱匿之聲明書³⁴⁸。申請許可後 6 個月內，除應辦妥公司登記外，尚須檢具相關文件，申請核發營業執照，具體內容包含公司登記證明文件、公司章程、業務章則、股東名冊及股東會議事錄、董事名冊及董事會議事錄、監察人名冊、同業公會審查文件、人員（含經理人、主管與業務人員）均為專任之聲明書、人員（董事、監察人、經理人及業務人員）之適格聲明書、營業處所之權狀影本或租賃契約影本及其平面圖及照片、營業處所獨立且未與其他事業共同使用之聲明書、已提存營業保證金之證明文件、同業公會同意入會之證明文件、申請內容無虛偽、隱匿之聲明書³⁴⁹。

證投法在證券投資信託及證券投資顧問的管制上類似，例如證券投資顧問之組織依法以股份有限公司為限，且也有最低資本額的限制，但相較於證券投資信託事業的三億元，證券投資顧問低上許多，只須二千萬元即可，但發起人仍應一次認足³⁵⁰；另主管機關在審核上，除了針對內容不完備有退回申請的權限³⁵¹，也可以針對證券投資顧問的營業內容進行實質審核，包含營業計畫書之內容有欠具體或無

³⁴⁸ 證券投資顧問事業設置標準第 7 條。

³⁴⁹ 證券投資顧問事業設置標準第 8 條。

³⁵⁰ 證券投資顧問事業設置標準第 5 條。

³⁵¹ 證券投資顧問事業設置標準第 46 條、第 9 條。

法有效執行，以及發起人、負責人或業務人員之專業能力有無法健全有效經營證券投資顧問事業之虞，主管機關有不予許可的權限，這一部分類似於證券投資信託事業的核准管制³⁵²。較特別的是，主管機關對於證券投資顧問的核准更注重經理人、部門主管與業務人員的專業與專注，如不符合相關人員管理規則之資格條件與專任限制，主管機關亦可以直接不予許可³⁵³。

第二目 IAA 提報內容

IAA 要求投資顧問申請人提供投資顧問的基本資訊、員工數量與服務內容等³⁵⁴，與我國證投法要求投資顧問申請人提出之營業計劃書（包含內部組織分工、人員招募與訓練、場地設備概況及未來一年財務狀況預估等）類似，故「基本資訊」部分似乎沒有太大落差；另 IAA 要求投資顧問申請人提報關係人資訊，而證投法要求投資顧問的發起人如為法人股東，須提交該法人之公司章程、董事與監察人名冊、持股百分之三以上主要股東名冊及關係企業名冊，這點似乎也沒有太大差異。

然而，SEC 能掌握的資訊似乎比起我國來得更加詳細，例如顧問服務數量與種類、客戶的數量與種類、旗下管理之資產等，顧問公司也有義務提供類似於公開說明書的服務簡介³⁵⁵，尤其是管理私募基金的投資顧問，更是需要直接提供私募基金的相關資訊，從投資顧問的管理資產總額到管理的基金類別、資產淨值、基金前五大持有人在基金中的占比、基金績效等具體內容，都必須申報³⁵⁶，而這些資訊，在證投法皆不要求投資顧問向金管會提供³⁵⁷，而同業公會似乎也無法掌握投資顧

³⁵² 同前註第 9 條第 3 款、第 7 款。

³⁵³ 同前註第 4 款、第 5 款。

³⁵⁴ 見第四章第三節第二項第一款關於 Form ADV 之揭露內容。

³⁵⁵ Form ADV Part 1A 及 Part 2A 部分，同前註。

³⁵⁶ 見第四章第三節第二項第二款關於 Form PF 之揭露內容。

³⁵⁷ 具體而言，與營業內容相關的提報內容是設立許可應提報的附件「營業計劃書」與申請核發營業執照應提報的附件「公司章程與業務章程」，但前者僅須載明「業務經營之原則、內部組織分工、人員招募與訓練、場地設備概況及未來一年財務狀況預估」，後者僅須載明「業務之經營原則、作業手續、權責劃分、業務紛爭處理、人員教育訓練及管理事項等內部管理制度」，兩者似乎都與管



問會員的管理資產資訊³⁵⁸，因此，針對「基金資訊」，證投法相較於 IAA 有明顯的資訊落差。

或許批判我國的證券投資顧問法制相對落後其來有自，但本文認為，此等資訊落差肇因於我國的「全權委託投資業務」。全權委託投資業務屬於一種獨立業務，不限於證券投資信託，證券投資顧問亦可申請經營之³⁵⁹，證券投資顧問經營全權委託投資業務，除了要提交類似證券投資信託、證券投資顧問的申請內容³⁶⁰，更重要的是須比照證券投資信託定期申報基金資訊一般，定期向同業公會申報業務表冊³⁶¹，具體內容包含客戶姓名或名稱、全權委託投資資產、委託資產淨值、投資經理人、全權委託投資契約類別、委任期間、全權委託保管機構、指定之證券商、期貨商或其他交易對象及其他統計資料³⁶²，使主管機關得以知悉顧問公司所管理的資產總額與內容³⁶³，這些資訊與美國 Form PF 之內容較為類似。

誠如第三章所述，私募股權基金的營業行為在定義上偏向構成證投法之全權委託投資行為，僅是在具體營業上，證投法以集合型投資或個別設帳投資來與證券投資信託行為進行區別。因此，似乎可以將證券投資顧問的營業行為細分為兩者：

理的基金類別、資產總額等基金資訊都相去甚遠，似乎比較偏重在內部的員工運作與消費爭議相關。³⁵⁸ 同業公會在證投法裡扮演舉足輕重的地位，不僅是證券投資信託或證券投資顧問皆須加入同業公會，否則不得開業；不僅如此，同業公會更有擬訂多項作業程序、契約範本與監督會員的權責，見證投法第 84 條至 92 條。而根據中華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會網站資料，有關統計資料僅基金、全權委託之各項資料，而所謂基金亦僅限於證券投資信託基金（即共同基金），不包含所謂私募基金。類似於顧問公司管理資產的統計資料，或許是「對客戶資產具運用決定權之顧問業務」，但該項資料截至 2019 年 3 月為止亦只有 1 筆契約數量，似乎也不全然能代表本文所欲討論的投資顧問管理資產。見證投信投顧同業公會網站，<https://www.sitca.org.tw/ROC/Industry/IN8001.aspx?PGMID=IN0801>（最後瀏覽日：05/25/2019）。

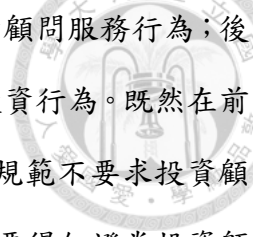
³⁵⁹ 證投法第 50 條。

³⁶⁰ 例如公司章程、業務章則、營業計劃書、同業公會審查文件等，見證券投資信託事業證券投資顧問事業經營全權委託投資業務管理辦法第 6 條、第 7 條。

³⁶¹ 證券投資信託事業證券投資顧問事業經營全權委託投資業務管理辦法第 31 條。

³⁶² 中華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會證券投資信託事業證券投資顧問事業經營全權委託投資業務操作辦法第 31 條第 2 項，另見同業公會公告之「全權委託申報電子檔格式」，<https://www.sitca.org.tw/ROC/Download/K0000.aspx>。（最後瀏覽日：05/25/2019）。

³⁶³ 主管機關有權向同業公會索取相關資料，見證投法第 90 條。



前者是單純提供數據分析，例如向客戶出具投資建議報告的投資顧問服務行為；後者是根據自己提供的數據分析，代替客戶操作資產的全權委託投資行為。既然在前者中投資顧問的角色完全無需也無權碰觸客戶資產³⁶⁴，那麼法規範不要求投資顧問提供客戶資產資訊（基金資訊），似乎合情合理，因此在我國要得知證券投資顧問的「管理資產」，毋寧應將焦點放在投資顧問的全權委託投資業務之上³⁶⁵。然而，如同第三章所述，我國之全權委託投資受到諸多法規限制，尚無法包含如同私募基金此等積極管理資產的投資類型，則似乎亦無法透過證券投資顧問之全權委託投資申報資訊，來全面性地了解證券投資顧問所有的管理資產資訊。

第三目 有效法 Form ADV/PF 之必要

綜合上述，要了解證券投資顧問所管理的基金資訊，在我國目前似無法源依據，這一點或許是證投法與 IAA 之間最大的差異，故若想要對私募股權基金資訊有所了解並加以管制，這也是最應該補足的缺口。誠然，我國主管機關或許可依據證投法第 101 條，對於個別證券投資顧問直接請求提供業務報告或其他相關資料³⁶⁶，但這畢竟是個別執法的範疇，難以期待主管機關對於每一家證券投資顧問皆進行全面性的檢查或調查，因此這不是事前管制手段，理論上僅具有事後究責功能（例如，主管機關因某內部人的檢舉而向涉嫌違法的證券投資顧問業者調閱資料以取得證據），主管機關無從預先就根據整體數據以進行系統性風險的分析或預防措施。

³⁶⁴ 我國限制證券投資顧問事業不能碰觸客戶資產，或許從主管機關對於證券投資顧問契約的要求可見一斑，例如在「證券投資顧問委任契約應行記載事項」中要求記載證券投資顧問事業應以善良管理人之注意處理受委任事務，但不得收受投資人資金或代理從事證券投資行為，亦不得與投資人為證券投資損益分擔之約定。儘管在證投法通過以後，該應行記載事項依照證投法第 121 條停止適用，但在經主管機關核定、同業公會頒布的「證券投資顧問委任契約範本」第三條仍保留該項約定。

³⁶⁵ 於同業公會網站上即可查知國內各投顧所涉之全權委託投資契約數量及全體有效契約金額，或許即可當作我國投資顧問之部分管理資產總額之資訊，見證投信投顧同業公會網站，<https://www.sitca.org.tw/ROC/Industry/IN4001.aspx?PGMID=IN0401#MEMB1>（最後瀏覽日：05/25/2019）。

³⁶⁶ 證投法第 101 條第 1 項：「主管機關為保障公共利益或維護市場秩序，得隨時要求證券投資信託事業、證券投資顧問事業、基金保管機構及全權委託保管機構或其關係人，於期限內提出財務、業務報告或其他相關資料，並得直接或委託適當機構，檢查其財務、業務狀況及其他相關事項，該事業、機構或其關係人不得規避、妨礙或拒絕。」

而這一部分，或許就有仿效 Form ADV 或 PF 的相關內容來解決問題之必要。

第四款 小結

在私募基金產業當中，投資顧問是運籌帷幄的主要角色，如果要對該產業進行了解與管制，此部分的規範最為重要。我國證投法與美國 IAA 對於投資顧問的管制標的沒有明顯差異，此部分似無參照 IAA 進行增訂或修改的必要；然而在管制內容與資訊取得上，證投法與 IAA 即有較為明顯的差異，前者所能取得的投資顧問資訊相較後者來得少上許多，針對投資顧問所管理的資產與基金更無法源依據來取得系統性資訊，這個資訊落差，或許即有效法 IAA 的必要性。

第二節 修正證券投資信託及顧問法

我國雖然針對公司型基金與私募基金有規範漏洞，但在契約型投資公司部分，規範則是相對完善。自增訂證券交易法相關條文以來，我國證券管理的法律歷史已歷經 36 年，縱然無法與美國將近 80 年的管制經驗相提並論，但至少也將管制規範從行政規則一路提升至法律位階，並逐漸完善所有相關規則³⁶⁷，即便不能稱作成熟，也並非初生之犢。另外，從第一節之分析可得知，我國對於證券投資顧問的規範與美國並沒有顯著差異，雖然主管機關對產業所能得知的資訊不多，至少在管制標的上沒有漏洞可言。

我國針對公司型基金、私募股權基金的管制漏洞，或許起源於證券投資信託定義的狹隘，而全權委託投資之定義又過於模糊，導致經營基金之業者必須面臨相當之法律風險。本文認為，要解決此等問題，或許也可以透過改變證投法對於證券投資業者的管制架構來落實。首先，以「行為」而非投資架構作為是否適用本法的判斷標準，並進一步區分其為「證券投資顧問」或「證券投資公司」；其次，依照募

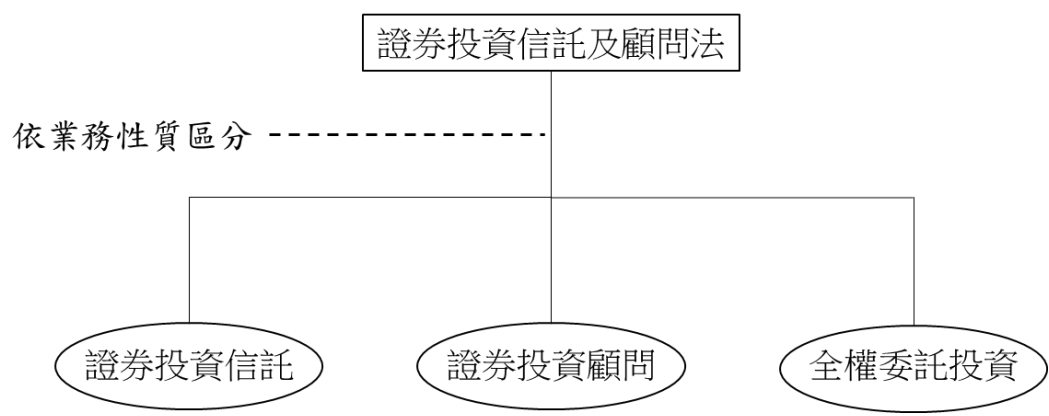
³⁶⁷ 以「證券投資」為關鍵字搜尋我國法規，計 140 筆法規資料（排除已廢止法規），扣除與證券投資信託及顧問無關之規定（例如大陸來台投資規定、投保中心規定等），有近 128 筆法規（含同業公會制定之標準與規則）用以規範證券投資產業。



資方式，進一步區分「公司型基金」、「契約型投資公司」或「全權委託投資公司」，進而適用標準相同但內容不同的行為規範。

第一項 以「資產管理權」作為區分標準，擴大證券投資行為定義

我國目前的法規管制架構如圖表 9：



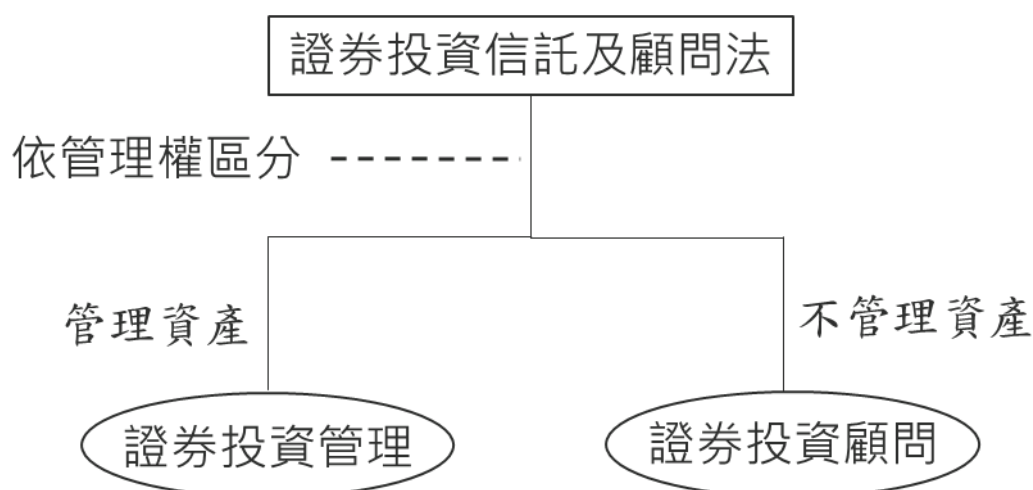
圖表 9 現行證投法之規範架構

之所以無法將公司型基金納入管制，最前端與最大的問題在於我國證投法的自我束縛，在定義上以證券投資信託契約作為投資公司的管制核心，使得不透過信託基金募資者即可脫離管制，要改變這個困境，將公司型基金納入現行規範，勢必得在最源頭與最上位的管制概念進行調整。

不論是美國或我國，提供證券投資的相關服務皆受到法律管制，而觀察 ICA、IAA 與證投法之規範，似可區分兩種主要行為：前者即投資公司或證券投資信託所能提供之服務，後者為證券投資顧問所能提供之服務。本文認為，兩者最主要的差異為：前者涉及投資人資產的具體操作，投資決策權在於投資公司，後者不涉及投資人資產的具體操作，投資決策權仍在投資公司，因此，應以「是否有資產管理權」為標準來區隔投資公司與投資顧問提供之服務。

而投資公司最主要的特色即為「募資與投資」，從而概念上應該採取類似美國 ICA 的方法，以行為作為判斷標準，較能代表性地描述整個產業，也不至於因投資

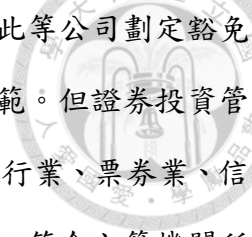
架構不同而產生法律漏洞。比起證券投資信託的定義，我國現行之「全權委託投資」的定義似乎更能精準描述投資公司所提供之服務：「對客戶委任交付或信託移轉之委託投資資產，就有價證券、證券相關商品或其他經主管機關核准項目之投資或交易為價值分析、投資判斷，並基於該投資判斷，為客戶執行投資或交易」。因此，本文認為，要處理管制源頭的漏洞，或可挪用目前全權委託投資的定義，改變以「證券投資信託」作為法定管制標的之定義，考量投資公司、證券投資信託的核心概念在於代替客戶管理資產、進行證券相關之投資，或許可將此類行為稱為「證券投資管理行為」，以與證券投資顧問行為區隔，調整以後的法規管制架構如圖表 10：



圖表 10 本文建議修正之證投法架構（一）

藉由排除證券投資信託的框架限制，將全權委託投資的定義作為全新的框架，文義上與解釋上較能將各種組織形式或投資架構的投資公司皆納入證投法的規範之下；即便政府有意排除特定公司於證投法或主管機關的管制之外，也能透過另立豁免規範來達成目的。至於證券投資信託以及舊有的全權委託投資概念，無須拋棄，但應該調整其在規範框架中的位置，並於證券投資管理行為之子類型進行規範。

另外，如同前所述，本文認為我國之投資公司或證券投資信託，都應該有基本的豁免規範，使部分不具公開發行特性之公司得降低規範密度，而這個問題無法透



過架構上的調整來解決，因此，在此一階段的規範當中，即應為此等公司劃定豁免空間，例如設定以下規範：「證券投資管理行為，應受本法之規範。但證券投資管理行為發行之有價證券如由下列對象持有者，不在此限：一、銀行業、票券業、信託業、保險業、證券業或其他經主管機關核准之法人或機構。二、符合主管機關所定條件之自然人、法人或基金，且應募人總數不超過 99 人。」

但為了確保投資人的最低保障，或許也能仿效美國法反詐欺條款的使用方式，亦即不論是否豁免於證券投資管理法規，只要是證券投資管理行為，皆須對投資人負擔反詐欺之義務。具體而言，可以保留現行證投法第 8 條第 1 規定³⁶⁸之精神，但新增內容，將反詐欺義務延伸至豁免之證券投資管理行為。

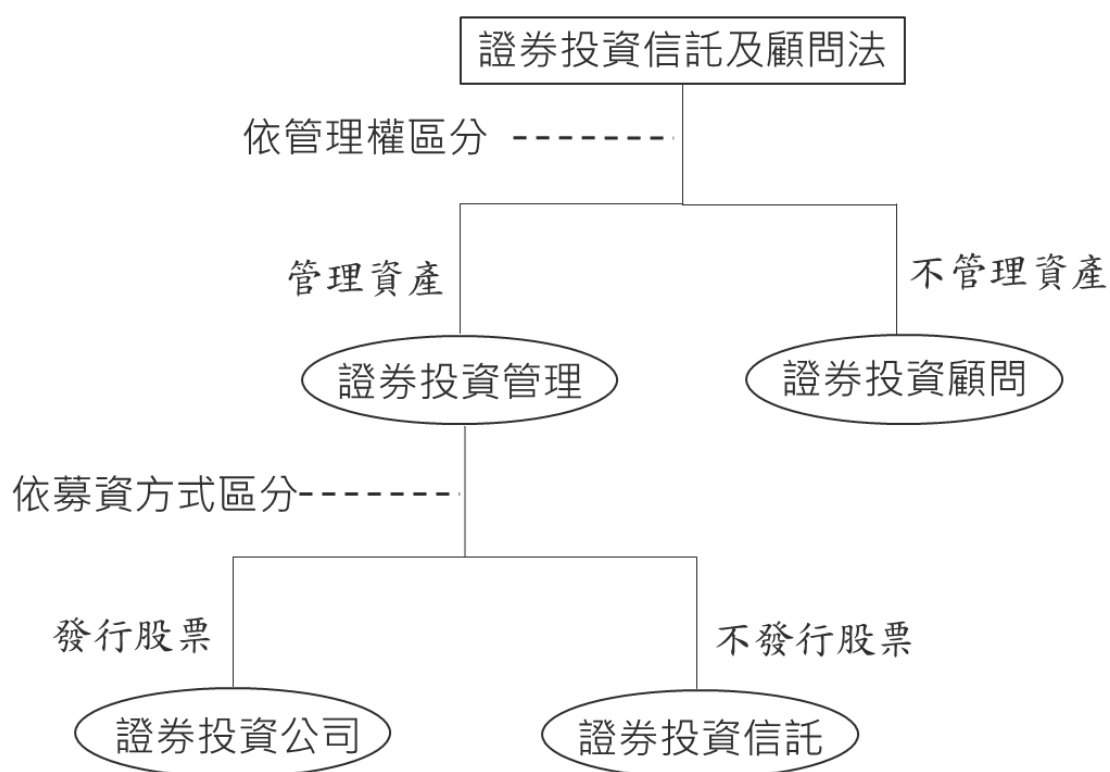
第二項 以「募資方式」作為公司型、契約型投資公司的區分標準

將證投法對於證券投資的管制範疇重新定義以後，理論上不論是公司型或契約型投資公司都能夠被新的證券投資管理概念納入，在源頭上確立此投資公司或證券投資信託皆應受到法律管制，且管制的法源依據相同，較能夠確立並正視此兩種公司提供的服務與行為相同。

然而，此兩類公司確實有其不同之處，而最主要的差異就在於「募資方式」，公司型基金以發行股票作為募資手段，投資人購買的是股份，依照股份享受公司投資成功的獲益；契約型投資公司以成立證券投資信託基金作為募資手段，投資人購買的是受益憑證，依照契約與受益憑證享受公司投資成功的獲益，因此，似乎難以完全適用相同的法規內容進行管制。而募資的方式也一併影響到投資人權利的保護方式，公司型基金之投資人的法律地位是股東，可能享有公司法與章程賦予的股東權利；相對地，契約型投資公司之投資人的法律地位是契約當事人，除非法律另

³⁶⁸ 證投法第 8 條第 1 項：「經營證券投資信託業務、證券投資顧問業務、全權委託投資業務、基金保管業務、全權委託保管業務或其他本法所定業務者，不得有下列情事：一、虛偽行為。二、詐欺行為。三、其他足致他人誤信之行為。」

外補充，否則僅有契約上權利得以主張，故在管制上可能得區分為兩種類別，使兩種投資公司之投資人適用不同的權利主張途徑。本文認為應可在證券投資管理行為之下，以「募資方式」作為適用兩種管制類別的區分方式，如以發行股票為募資方式者，應適用公司型基金的管制內容；如不發行股票、另以契約募資者，應適用契約型投資公司的管制內容。調整以後的法規架構如圖表 11：



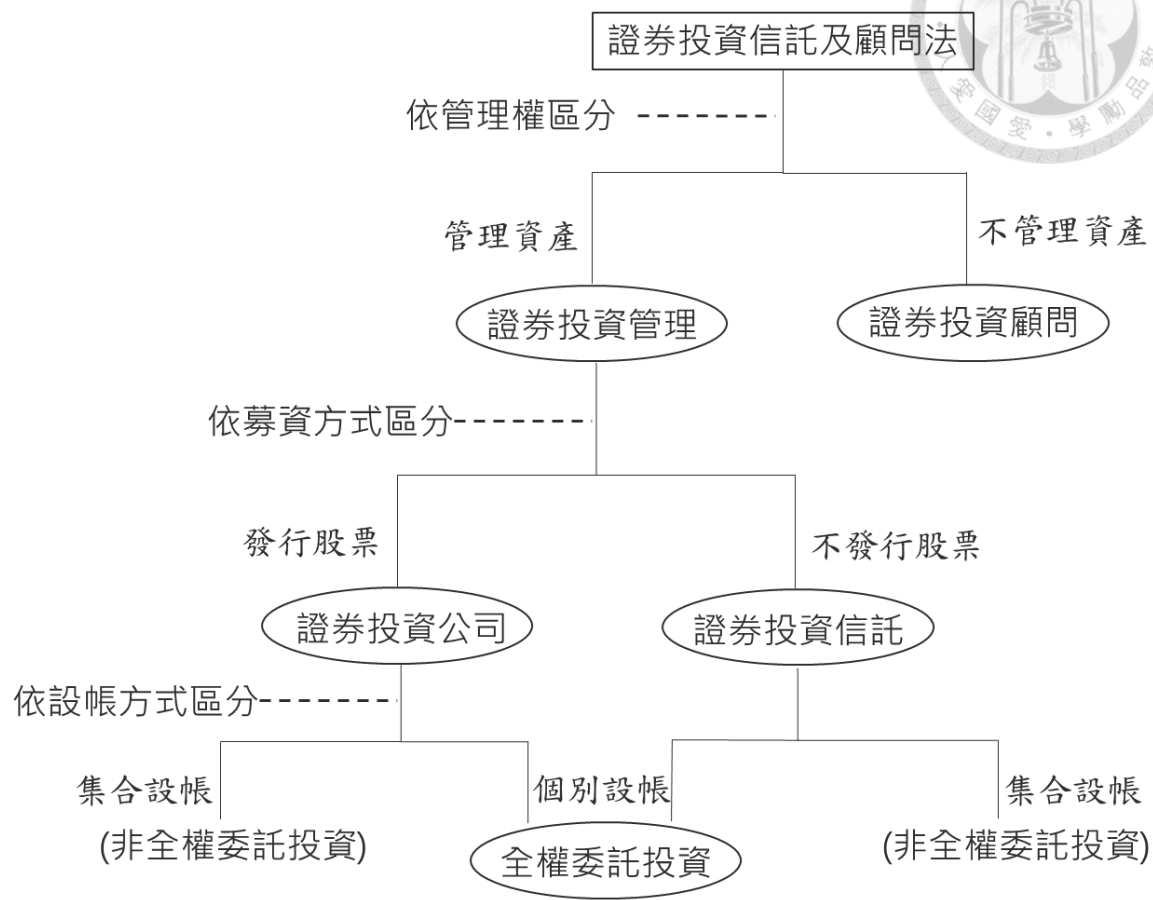
圖表 11 本文建議修正之證投法架構（二）

藉由這種區分方式，一方面可以明確區隔公司型與契約型兩種公司的主要特徵，同時確立公司型與契約型投資公司兩者在法律上的地位，消除法律適用的模糊地帶；另一方面也給予法律彈性設計的空間，可基於募資方式、投資人與投資公司之間的法律關係設計不同的法條內容，不至於產生類似「非股東卻有股東保護」、「非受益憑證卻有受益權」的問題，減少日後透過主管機關函釋去擴大或限縮解釋導致法規複雜與艱澀的可能性。

第三項 以「集合帳戶或個別帳戶」作為全權委託投資之區分標準

誠如第三章第二節第三項所述，全權委託投資在我國目前的法規架構下定位尷尬，定義上包辦了公司型與契約型的投資公司，但具體規範內容又與證券投資信託類似，既然如此，將之作為證券投資管理下的一種子類型，架構上似乎較為合理，然根據前述修法建議，由於全權委託投資的定義已被挪用至證券投資管理之中，故需要重新定義來描述此一行為。

參考全權委託投資與證券投資信託或投資公司之間的主要差別為「個別設帳」或「集合管理」，既然如此，定義上應兼含應證券投資信託、投資公司之特性及個別管理之特性，定義為「本法所稱全權委託投資，指募集或私募資金，按客戶別設帳，從事於有價證券、證券相關商品或其他經主管機關核准項目之投資或交易」。此外，在新架構之下，證券投資顧問與證券投資管理行為的區隔標準為「投資決策權」，則全權委託投資業務既然亦牽涉到資產管理與具體決策，證券投資顧問業者在概念上應不得涉入此種業務，因此應規範於證券投資管理行為之下，藉此區隔兩種行為的不同性質。調整後的法律架構如圖表 12：



圖表 12 本文建議修正之證投法架構 (三)

至於證券投資公司或證券投資信託以集合設帳方式所進行的募資與投資行為，由於股份、信託投資基金本身即有集合性的特質，因此似乎無須額外給予其定義進行區分。

第四項 新架構的內容補充與修正

依照上述方式將證投法進行重整，可以解決證投法原先打擊範圍過小的問題，並且保留既有的證券投資信託及全權委託投資內涵，減少法規變動的衝擊。但如同前述，公司型基金難以直接適用我國證券投資信託的規定，必須依其架構設計另外一套規範，這一部分沒辦法透過修正證投法之規定所實現，故本文認為不可避免地必須參酌 ICA 的相關規定，或是參酌我國目前證券投資信託的規範內容增加相關



規範才行。

舉例來說，「募資」部分，證投法要求證券投資信託事業募集基金須申報或申請核准，則證券投資公司亦應採取申報或申請核准，才可募集，而具體的申報或檢附書件亦應相同，作為一種公開發行股票的特殊發行類型；「買回」部分，如證券投資信託得約定買回受益憑證，亦應使投資公司得約定買回股份，而我國公司法原則上禁止公司買回股份³⁶⁹，因而須作相應的修正，於投資公司的規範中增訂「不受公司法第 167 條限制」；另證券投資信託契約載明受益人得請求買回受益憑證之約定者，證券投資信託事業不得拒絕，亦不得遲延給付³⁷⁰，則亦應增訂相同條款，使證券投資公司與投資人於章程或特別股權益中約定得買回者，公司亦不得拒絕與遲延給付價款。簡而言之，證券投資公司與證券投資信託應有「標準相同，內容不同」的法規。

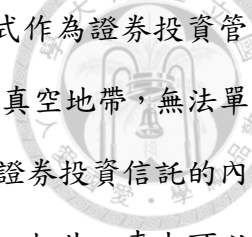
而較為重要的配合修正，應係「反詐欺義務」。依證投法第 8 條規定，經營證券投資信託、顧問與全權委託投資行為，不得有虛偽、詐欺或其他足至他人誤信之行為，此條規定為我國針對證投信、證投顧事業之類似反詐欺規範。然而，由於我國自始未區分豁免之業者，因此本條亦未區分適用之對象是否僅限於已登記之證券投資信託、顧問事業。本文認為我國於修法時應伴隨修正豁免規範，則針對反詐欺規範，亦應一併明文「不論是否為豁免業者皆受反詐欺義務」之限制，方能使主管機關有最低程度之監管能力。

第五項 小結

透過增加「證券投資管理行為」作為證投法的規範標的，在定義上與概念上可以避免公司型基金不受管制的法律漏洞，而證券投資信託與全權委託投資的概念

³⁶⁹ 公司法第 167 條。

³⁷⁰ 證投法第 25 條。



並不用因此刪除，只是根據投資公司的募資方式與資產管理方式作為證券投資管理的下位概念。至於公司型基金的規範內容，為我國目前法規的真空地帶，無法單靠調整既有的法規架構來落實規範，因此仍需要參酌 ICA 或是證券投資信託的內容草擬全新的規範內容，但這一部分並不會影響到既有業者權益，如此一來也可以降低既有業者適用法規的衝突，同時給予業者更彈性的投資架構選擇。

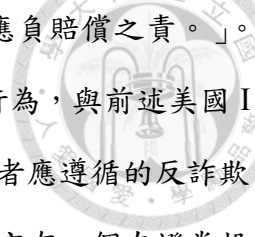
而在架構重整的過程中，也一併創造豁免規範，讓部分證券投資管理行為得以受到較低密度的法律監管，意味著私募股權基金得有生存與發展的合法空間。儘管對於我國現存的私募股權基金業者來說，是從「毫不管制」變成「管制」，但至少比起面臨可能構成法經營全權委託投資、證券投資顧問的法律風險來得更安全。

基於我國對於證券投資信託與顧問市場的規範歷史與架構，以既有的模型進行修正來管制公司型基金與私募股權基金或許是一個摩擦較小、適應期較短的選項。

第三節 修正或擴大適用證投法第 8 條反詐欺義務

從前述第四章分析可知，私募股權基金原則上私募股權基金屬於一種豁免的活動類型，但美國法仍以反詐欺義務作為最低限度的管制，藉此平衡市場自由與投資人保護。考量法規建構上的困難性，如果無法依照前述兩種修法途徑來實現我國證券管理市場的改革，或許也可以在最小幅度內，針對反詐欺義務的規範進行適用與修正，達成私募股權基金的管制。

證投法第 8 條規定：「經營證券投資信託業務、證券投資顧問業務、全權委託投資業務、基金保管業務、全權委託保管業務或其他本法所定業務者，不得有下列情事：一、虛偽行為。二、詐欺行為。三、其他足致他人誤信之行為。證券投資信託事業、證券投資顧問事業、基金保管機構及全權委託保管機構申報或公告之財務報告及其他相關業務文件，其內容不得有虛偽或隱匿之情事。違反前二項規定者，



就證券投資信託基金受益人或契約之相對人因而所受之損害，應負賠償之責。」。臺灣證券投資市場之參與者，亦不得對投資人有詐欺、欺瞞之行為，與前述美國 ICA、IAA 之法規對照，本條規定或可稱為我國證券投資管理業者應遵循的反詐欺義務，法律效果上亦極為類似，因此，在管制機制上，我國其實亦有一個在證券投資管理產業中的一般性反詐欺規範。

然而，本條規定僅列舉適用於證投法之三種主要業務，以及相應之保管業務，至於概括適用的「其他本法所定業務」又未見法律與主管機關的明確定義。根據第三章之分析，儘管本文認為私募股權基金可能構成證券投資顧問與全權委託投資兩種行為，但在實務運作上似乎認為並非證投法之管制範疇，則本條反詐欺義務即難以適用之。欲使本條反詐欺義務能夠保護私募股權基金市場內的投資人，勢必得從此著手。

本文認為，欲使私募股權基金的活動得適用此條規定有兩種方式。其一，在證投法中增訂私募股權基金業務，並使此條規定包含私募股權基金，但此一方法仍會碰到需要修法的障礙。其二，擴張解釋證投法第 8 條「其他本法所定業務」之意義，使其包含「其他經主管機關核准之有關業務」，藉此使得私募股權基金得以透過概括業務而進入本條之適用範圍。

證投法第 8 條規定其他本法所定業務亦有反詐欺義務之適用，私募股權基金雖非證投法明定之業務種類之一，然而，金管會於 2017 年以函釋開放證券投資信託事業得經營私募股權基金，係以「核准」之方式將私募股權基金業務視為證券投資信託事業得經營的業務之一，則或許得藉此將私募股權基金間接視為法定業務之一種，蓋金管會亦係依據證投法授權而有核准特定業務之權限，依此授權所核准之業務應可視為法定業務之一。在這個前提之下，或許就有將私募股權基金業務視為本法所定業務，而得適用證投法第 8 條反詐欺義務之空間，藉此落實管制的可能性。此一辦法得透過法律解釋而實現，無須修法，考量現行法律修正之困難，或



許不失為一個可行且迅速的修正方式。

第四節 小結：兼論管制目的

本文綜合我國現行證投法之規定以及美國 ICA、IAA 之規定，嘗試提出三種法律改革之方式，用以填補我國公司型基金、私募股權基金之管制漏洞。其一為引入美國之投資公司規範，在證投法之外創設新法規；其二為重整既有的證投法規範，以行為為導向重新定義現有的證券投資行為；其三為透過法律解釋，使現行證投法中之反詐欺義務有適用於私募股權基金之空間。

或許會有人疑問：「如私募股權基金具有豁免性質，為何還強調加以管制？」本文認為，有三個主要理由。

首先，「法外之地」與「法內特設區」的意義並不相同，蓋前者是法未明文，如發生證券詐欺或任何投資糾紛，只能依循一般法律規範處理(例如刑法詐欺罪)，但從美國法律歷程的歷史教訓可以得知這是在走回頭路；後者則是在法律允許範圍內使部分業者得以暫時不受法規管制，但主管機關仍有相當程度的介入權限，讓私募股權基金處於主管機關的視線範圍內，在這當中最重要即為反詐欺規範的一體適用。或許對於業者來說後者會造成營運上的限制，但同時也是給予投資人額外的爭議解決途徑，使其除了自力救濟以外，也能尋求主管機關的保護，從這個角度而言，或許加以管制不見得會限制市場，反而能促使投資人勇敢投入資金。回到本文最一開始的研究動機，如果我國對於私募股權基金有明確的規範，或許銀行與保險業更能放心地將閒置資產投入私募股權基金的市場，讓資產得到更妥適的運用。

除外，「資訊」的申報與揭露也是規範私募股權基金業者最重要的目的之一。現今的金融法規趨勢，似乎不再透過行為限制來禁止風險發生或作為究責依據，反而是著重事前的風險控管，例如國際上的反洗錢規範，以風險辨識作為其管制的核

心方式³⁷¹，而美國金融危機後的改革法案，也將「系統性風險」視為管制重心³⁷²，兩者在著重事前風險控管上不謀而合。對於主管機關來說，要辨識投資公司這個產業內的風險或是產業對於金融市場的風險，沒有建立相應的資料庫是辦不到的，因此，本文強調的不是政府透過行為或投資策略上的限制來管制私募股權基金，而是政府應當知道私募股權基金在做什麼，方能進一步利用該資訊辨識風險存在或避免風險實現。

最後，雖為「私募」，但仍有投資人保護的重要性。私募係相對於募集的籌資手段，使公司得在公開場所之外，另行選擇特定、少量之投資人，自由籌資，蓋公開募集所涉投資人眾，因此管制亦較嚴格，反之，私募則使公司具有較大的募資彈性³⁷³。然而，私募享有較大的募資彈性，係指投資人的保護必要性「較低」，並非毫無保護，私募僅係在鼓勵企業資本形成與保護投資人當中取得最適的平衡點，而相較於募集³⁷⁴，這個平衡點較偏向資本形成而已，非謂投資人保護必要性已於私募制度中消失。因此，即便私募股權基金具有私募之性質，但非謂法規可對此等產業毫無管制，僅是管制尚可區分寬、嚴，仍須有最低程度的法律規範，例如反詐欺義務之適用，方能確保我國證券市場內的各個投資人，能受到最適的保護。

不設限制，或許最能讓產業自由發展與蓬勃，但自由有其限制，金融市場管制即是在產業自由與投資人保護之間尋求最適的平衡點。

³⁷¹ See generally The Financial Action Task Force, International Standards on Combating Money Laundering and the Financing of Terrorism & Proliferation, FATF, Paris, France, www.fatf-gafi.org/recommendations.html (Last visited: May 12, 2019). 另可參考我國洗錢防制法、金融機構防制洗錢辦法之規範內容。

³⁷² See generally Senate Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, Chairman Chris Dodd, *Summary: Restoring American Financial Stability*, https://www.banking.senate.gov/imo/media/doc/RAFSASummary_UpdateMay28revised.pdf. (Last visited: May 12, 2019).

³⁷³ 王文宇(2004)，〈我國證券私募法制之研究〉，氏著，《新金融法》，頁 475-480，臺北：元照。

³⁷⁴ 同前註，頁 508-509。



結論

私募股權基金以其投資策略——積極掌控投資標的之控制權、介入經營以提升投資標的價值為特色，通常由機構投資人或高淨值之富人參與投資，往往具有不公开发行之特性。

我國私募股權基金的運作，雖然並不如同國際主流採取有限合夥的架構，但也與諸多著名之私募股權基金類似，以投資公司的形式營運，且亦有相當之發展規模。然而，本文依現行證投法進行分析，發現私募股權基金在臺灣的法律地位相當模糊。

私募股權基金雖得不被當作證券投資信託基金而受管制，但細究其背後理由，並非因為在基金投資規範有其量身打造的豁免規範，反倒是自始至終根本沒有將私募股權基金或其他私募基金當作證投法應該管制的目標。解釋上，私募股權基金應構成我國全權委託投資或是證券投資顧問，但我國全權委託規範內容與共同基金之規範類似，如將私募股權基金視作全權委託投資來管制，其難以取得投資標的控制權、介入經營以提升價值，形同抹殺了私募股權基金的最大特色；而私募股權基金雖亦應構成證券投資顧問行為，但我國證券投資顧問規範要求業者提供的資訊內容似乎又有所不足，無法使主管機關取得充足監理所需資訊。於此同時，我國對於創投基金的管制態度，又突顯我國立法者與主管機關對於私募基金、私募股權基金事實上採取完全不管制的態度。上述問題，在在顯示私募股權基金無法相容於臺灣現行法律當中，同時也突顯了我國對於公司型基金的管制漏洞。

本文以美國法律為比較觀察對象，發現其規範模式以公司型基金為模型，並在法規中設立豁免規範，使得部分投資公司得免於適用一般性的投資公司規範，但豁免並非放任，私募股權基金仍須遵守一定程度的資訊申報之義務以及反詐欺義務。透過適度的縮與放，使得私募股權基金得以享有較大的投資自由，讓各種基金適性發展，卻也並未荒廢其對市場的管制與投資人的保護，這點美國法對於投資公司與



私募股權基金的管制似乎較為滴水不漏，值得吾人師法。

對此，本文提出兩種改進我國證券投資法規的方向，藉此彌補私募股權基金以及公司型基金之管制漏洞。首先是仿效美國 ICA 與 IAA 之規範，在證券投資信託外創設一平行法規；其次，是重整我國證投法之法規架構，創造「證券投資管理」之定義，以容納新的公司型基金管制，並兼容舊的契約型投資公司管制，同時調整全權委託投資之定義與位階，使其內涵更為紮實，也藉此區隔證券投資顧問不參與投資決策之特性。最後，不論是採取哪一種方式，皆應為私募股權基金創設豁免規範，使政府監管、投資人保護與市場自由間取得合適的平衡。

由於我國證券投資信託及顧問規範歷時已 36 年，藉此際改造我國證投法之架構，將證券投資信託、證券投資顧問及全權委託投資三種證投法之主要行為進行系統化的整理，不失為改進我國現行法規的好機會，但如考量對於市場上既有證券投資信託、證券投資顧問及投資人的衝擊，增訂新法規較能減少法規適應的摩擦，或許後者應為較佳之辦法。

國內針對私募股權基金之研究甚少，本文僅以粗淺之觀察與分析拋磚引玉，期待能作為國內研究之墊腳石。

參考文獻



中文參考文獻

書籍

王文宇 (2016),〈共同基金與投信投顧法〉,王文宇(編),《金融法》,第九版,頁 240,臺北:元照。

王文宇 (2004),〈我國證券私募法制之研究〉,氏著,《新金融法》,頁 475-509,臺北:元照。

陳春山 (1997),《證券投資信託專論》,頁 404-413,臺北:五南。

陳民強、詹致瑋 (2017),〈私募股權基金的架構及運作〉,收於:黃日燦(編),《私募股權基金剖析:從國際到臺灣本土》,頁 36-46,臺北:臺灣併購與私募股權協會。

張維夫 (2017),〈私募股權基金的投資模式及策略分析〉,收於:黃日燦(編),《私募股權基金剖析:從國際到臺灣本土》,頁 78-114,臺灣併購與私募股權協會。

曾宛如(編)(2016),《有限合夥法逐條釋義》,頁 6,臺北:元照。

劉連煜 (2015),《新證券交易法實例研習》,十三版,臺北:元照。

期刊論文

王文宇 (2010),〈法學、經濟學與組織(下)——兼論契約型與公司型共同基金組織〉,《月旦法學雜誌》,182 卷,頁 5-18。

王巧雲 (2011),〈證券投資信託及顧問法制發展史與演變〉,《證券暨期貨月刊》,29 卷 21 期,頁 24-40。



- 林曉韻、陳佑軒(2017),〈開放投信事業參與私募股權基金(PE Fund)相關業務〉,《證券暨期貨月刊》,35卷10期,頁13-25。
- 許純琪(2005),〈我國私募基金的介紹與討論〉,《萬國法律》,139期,頁16-21。
- 許立慶(2000),〈全權委託管理業務〉,《台灣金融財務季刊》,1:2期,頁133-142。
- 張心悌(2008),〈證券投資顧問事業之定義〉,《月旦民商法雜誌》,19期,頁168-178。
- 彭冰(2008),〈證券投資顧問監管與言論自由〉,《月旦民商法雜誌》,19期,頁179-196。
- 葉淑玲(2007),〈私募股權市場投資與對市場之影響--以全球市場發展及日本政府之因應為探討重心〉,《證券暨期貨月刊》,25卷6期,頁39-61。
- 葉淑玲(2008),〈私募股權投資之營運績效與發展趨勢〉,《證券暨期貨月刊》,26卷7期,頁24-36。
- 楊岳平(2018),〈首次代幣發行與證券監理法制——以臺灣證券交易法下「證券」的定義為中心〉,《月旦財經法雜誌》,43期,頁135-164。
- 劉連煜(2002),〈論美國有關證券投資信託公司與證券投資顧問事業之規範與對我國之啟示〉,《月旦法學雜誌》,80期,頁154-172。
- 廖大穎(2000),〈論全權委託證券投資制度—開放代客操作業務與保護投資人的課題〉,《實用稅務》,312期,頁20-26。
- 學位論文
- 周群人(2009),《私募股權基金的組織、交易與規制—兼論下市交易》,國立臺灣大學法律學研究所碩士論文,臺北。

黃于軒 (2013), 《論私募股權基金之金融監理-以投資策略可能引發之風險為探》, 國立臺灣大學法律學研究所碩士論文, 臺北。



研討會論文

郭土木 (2000), 〈退休基金委託經營的法律架構〉, 發表於《2000 退休基金研討會會議》, 公務人員退休撫卹基金監理委員會、公務人員退休撫卹基金管理委員會、中華民國退休基金協會、中華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會 (主辦), 臺北。

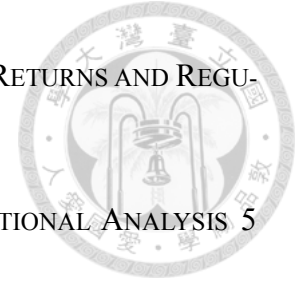
網路資料

中華民國證券投資暨顧問商業同業公會, <https://www.sitca.org.tw/>。

REFERENCES

Articles

- Blair, Margaret M. (2010), *Financial Innovation, Leverage, Bubbles and the Distribution of Income*, 30 REVIEW OF BANKING AND FINANCIAL LAW, 225.
- Brudney, Victor (1979), *Insiders, Outsiders, and Informational Advantages under the Federal Securities Laws*, 93 HARVARD LAW REVIEW, 322.
- Cumming, Douglas & Sofia Johan (2008), *Hedge Fund Forum Shopping*, 10 UNIVERSITY OF PENNSYLVANIA JOURNAL OF BUSINESS AND EMPLOYMENT LAW 783.
- Crawford, John (2016), *Memorandum on the Asset Management Industry* (U.C. Hastings college of law Research Paper No. 228).
- Dent, Jr., George W. (1992), *Venture Capital and the Future of Corporate Finance*, 70 WASHINGTON UNIVERSITY LAW QUARTERLY, 1029.
- Fleming, Grant (2010), *Institutional Investment in Private Equity: Motivation, Strategies,*



- and Performance*, in PRIVATE EQUITY: FUND TYPES, RISKS AND RETURNS AND REGULATION 9 (Douglas Cumming, ed.).
- Hale, Chris (2010), *Introduction*, in PRIVATE EQUITY: A TRANSACTIONAL ANALYSIS 5 (Chris Hale et al. eds., 2nd ed.).
- Harris, Lee (2010), *A Critical Theory of Private Equity*, 35 DELAWARE JOURNAL OF CORPORATE LAW, 259.
- Jameel Rizwaan, Mokal (2015), *Liquidity, Systemic Risk, and the Bankruptcy Treatment of Financial Contracts*, 10 BROOKLYN JOURNAL OF CORPORATE, FINANCIAL & COMMERCIAL LAW, 15.
- Karmel, Roberta S. (2016), *The Challenge of Fiduciary Regulation: The Investment Advisers Act after Seventy-Five Years*, 10 BROOKLYN JOURNAL OF CORPORATE, FINANCIAL & COMMERCIAL LAW, 405.
- Kim, Sung Eun (2017), *Typology of Public-Private Equity*, 44 FLORIDA STATE UNIVERSITY LAW REVIEW, 1435.
- Laby, Arthur B. (1999), *Models of Securities Regulation in the United States*, 23 FORDHAM INTERNATIONAL LAW JOURNAL S20.
- METRICK, ANDREW & AYAKO YASUDA (2011), VENTURE CAPITAL AND OTHER PRIVATE EQUITY: A SURVEY, 17 EUROPEAN FINANCIAL MANAGEMENT 619.
- North, Walter P. (1969), *Brief History of Federal Investment Company Legislation*, 44 NOTRE DAME LAW REVIEW, 677.

Internet Sources

- American Investment Council, <https://www.investmentcouncil.org/private-equity-faqs>
- PitchBook, <https://pitchbook.com/news/reports/2019-pitchbook-benchmarks-as-of-2q-2018>.

U.S. Security and Exchange Commission, <https://www.investor.gov/introduction-investing/basics/investment-products/private-equity-funds>.

