

## 【專題二】

# 國際管理期貨基金業務 經營模式與國內期貨信託基金 業務差異初探

古坤榮 (證期局)  
科 長

## 壹、前言

目前國際市場上基金業務經營及商品設計之發展已趨多元及成熟，其中對沖基金 (Hedge Fund) 之興起更為國際投資人提供另類之投資管道。在眾多對沖基金之交易策略中，管理期貨基金 (Managed Futures Fund) 之成長備受國際矚目，尤其在 2008 年國際金融海嘯發生後，特殊之績效表現更深獲國際市場肯定。實務上，管理期貨基金以操作期貨商品為主，其策略與國內期貨信託基金之定位相近，本文將先探討國際上管理期貨基金之發展模式及經營概況，並與國內期貨信託基金之業務發展狀況做一比較，再就現行國內制度與國際發展之差異進行分析，以及對金融海嘯發生後管理期貨基金業務經營及監理規範之發展深入瞭解，最後歸納數項管理期貨基金業務之重要發展經驗。

## 貳、國際管理期貨基金業務經營概況

### 一、管理期貨基金之重要架構及其分工：

管理期貨基金之業務經營架構及分工完全反應國際期貨市場之多元性，並造就今日管理期貨基金發展上之重要特色－**專業分工及分散式交易策略**。在管理期貨基金業務上，主要有以下幾類重要之參與者：

- (一) **商品基金經理** (CPO; Commodity Pool Operators)，為基金主要管理機構，負責基金運作架構設計、募集與銷售，及挑選商品交易顧問 (CTA) 等。
- (二) **商品交易顧問** (CTA; Commodity Trading Advisers)，接受商品基金經理 (

CPO)之委任對基金資產之實際投資及運作進行具體操作。

(三) **交易經理 (TM; Trading Managers)**，受雇於商品基金經理，負責挑選與監控商品交易顧問，並在不同之商品交易顧問 (CTA) 之間決定資金配置比重。

(四) **保管機構**，主要負責保管基金資產、記錄交易及提交報告等。

美國在管理期貨基金市場之發展上，商品基金經理大部分以有限合夥之形式經營 (Limited liability Partnership, LLP)，此與國內期貨信託事業設置標準第十一條及證券投資信託事業設置標準第七條規定以**股份有限公司**型態經營期貨信託事業及證券投資信託事業不同。至於商品交易顧問則有三大類型，**第一類為技術交易者**，主要以使用電腦軟體程式進行價、量之分析從事期貨交易，**第二類為基本面交易者**，主要以透過供、需因素及其他市場資訊預測價格從事期貨交易，**第三類型為混合運用者**，主要將前述兩種策略混合運用。

## 二、美國商品期貨交易法規對商品基金經理及商品交易顧問之規範重點

依據美國商品交易法 (Commodity Exchange Act) 之定義，商品交易顧問為一提供他人有關商品或期權等商品買賣建議、研究或報告，或直接代理客戶進行交易從而獲取報酬之一種組織；商品基金經理則係以投資信託、合資或類似企業等型式，以直接投資資金、發行股票或證券等方式，勸誘、接受或收取各種資金，從事於期貨商品等交易之一種組織。兩者之主要差異再於，商品交易顧問以操作期貨商品為主，商品基金經理以募集、管理資金為主，實際上與證券投資信託基金經理或基金公司並不完全相同。商品基金經理之主要功能在於挑選適當之商品交易顧問，並監控其實際交易，兩者間為各自獨立之個體，與國內期貨信託基金及證券投資信託基金之架構有異。

依據美國商品交易法之規定，商品基金經理及商品交易顧問須向美國商品期貨交易管理委員會 (CFTC) 提出申請註冊登記，並加入期貨公會成為會員。重要規定如次：

(一) 申請內容：

1. 包括公司名稱及組織型態 (含資本結構)、申請者從事或欲從事之業務、組織設立之州名稱、主要及分公司業務地點，所有股東、主管、董事或具類似功能職位之人員姓名及地址。
2. 前揭人員之教育程度、過去 10 年及目前從事業務之情形。
3. 申請業務之性質，包括提供顧問分析或報告之方式。
4. 對客戶資金及帳戶之運用程度及範圍。
5. 獲取報酬之計算基礎。
6. 其他經美國商品期貨交易管理委員會規定須提出者。

- (二) 經註冊登錄後，商品基金經理及商品交易顧問須依規定保存帳簿及紀錄，並依規定向主管機關申報資料。所有帳簿及紀錄除主管機關另有規定以外，須保存至少 3 年，且主管機關或司法單位得為調查需要請其提供資料，並須對客戶揭露完整之期貨交易部位資料。
- (三) 商品基金經理須依主管機關規定格式，定期提供客戶帳戶報告書，該報告書應涵蓋與該客戶有關之完整帳戶交易資料。

另依美國商品交易法之規定，商品基金經理及商品交易顧問之業務行為除在少數情形下以外，均被界定為涉及投資大眾利益，因此，商品交易顧問能否基於客戶最大之利益管理客戶之資產，以及商品基金經理能否追求客戶最大之利益挑選適當之商品交易顧問並監督其基金之操作，為美國商品期貨交易管理委員會之首要課題。

### 三、美國商品期貨現代化法 (Commodity Futures Modernization Act) 之規定措施

美國於 2000 年發布商品期貨現代化法，除豁免部分無須登錄之情形外，更進一步鬆綁商品交易顧問及商品基金經理資訊揭露之規定。在符合一定條件下，商品交易顧問及商品基金經理才須揭露背景及績效資料，其所須揭露之資訊內容包括：

- (一) **商品基金經理部分**：商品基金經理依規定須編製及提供揭露文件、定期提供帳戶報表、編製及提供經會計師查核之財務報告，保存與投資人、交易、基金運作等相關紀錄，資訊提供之單位包括美國之商品期貨交易管理委員會、全國期貨業協會 (NFA) 及投資人等。
- (二) **商品交易顧問部分**：商品交易顧問依規定須編製及提供揭露報告，以及保存與營業活動及客戶有關之紀錄。

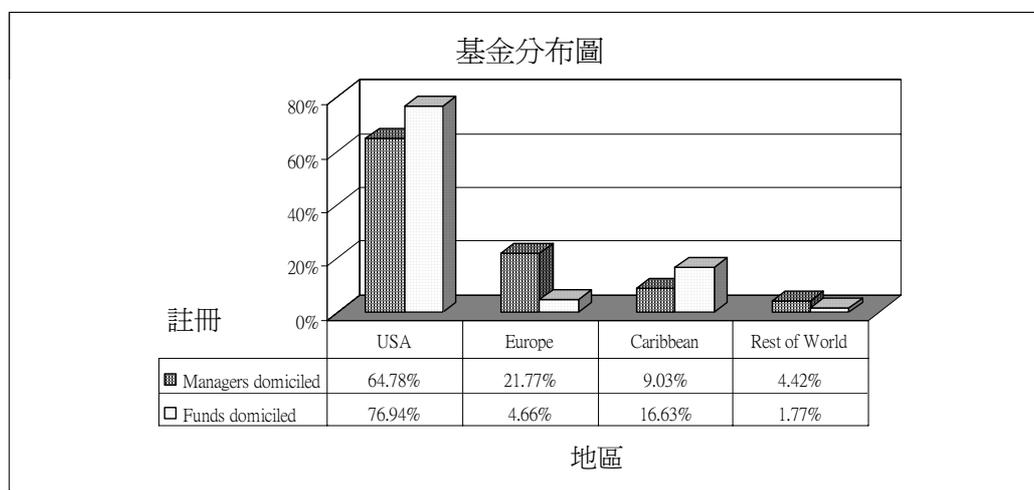
### 四、業務經營概況

根據美國全國期貨協會 (NFA) 之統計，截至 2009 年底止，在美國註冊登記之商品基金經理約 1250 個人/公司，商品交易顧問約 1750 個人/公司。

依據 Bloomberg 截至 2009 年 12 月底止之統計資料顯示，國際上規模較大之管理期貨基金約 396 檔，管理客戶資產 (Asset Under Management) 規模約為 47,286.08 百萬美金，最近一年平均報酬率為 1.6% (最高為 225%，最低為-77.11%)，最近五年之年化總報酬率為 6.1% (最高為 30.67%，最低為-38.27%)，累積之平均年化總報酬率為 0.85% (最高為 187.9%，最低為-63.84%)，基金平均歷史長度為 3.8 年。其中管理客戶資產較大之基金管理公司包括：Man 6,649.14 百萬美金、Aspect 3,661.24 百萬美金、Winton 6,544.31 百萬美金、QIM 6,079.05 百萬美金、Transtrend 945.37 百萬美金、BlackRock 908.34 百萬美金、FXC 339.18 百萬美金。另規模較大之 5 檔管理期貨基金資料如下：

| 基金名稱                                | 基金管理公司   | 總資產<br>(百萬美元) | 最近1年<br>總報酬率 | 淨值<br>(美金) | 歷史長度<br>(日) | 累積至今<br>總報酬率 | 5年年化<br>總報酬率 |
|-------------------------------------|--|---------------|--------------|------------|-------------|--------------|--------------|
| WINTON<br>FUTURES<br>FUND LTD-B\$   | Winton<br>Capital Management<br>Ltd                              | 5,807.19      | -4.63%       | 699.38     | 2,633       | -4.63%       | 11.97%       |
| QUANTITATI<br>VE GLOBAL<br>PROGRAM  | Quantitative<br>Investment<br>Management LLC                     | 5,119.35      | 11.07%       | 2,746.83   | 1,633       | 11.07%       | 14.97%       |
| ASPECT<br>DIVERSIFIED<br>FUND-USD   | Aspect Capital Ltd   | 3,547.29      | -11.23%      | 295.13     | 2,633       | -11.23%      | 8.77%        |
| MAN AHL<br>DIVERSIFIED<br>PLC       | Man Fund<br>Management   | 2,995.00      | -13.54%      | 87.44      | 2,636       | 1.6%         | 12.54%       |
| FEM<br>CURRENCY<br>PORTFOLIO<br>LTD | Louis Grosjean<br>Foreign Exchange<br>Management/Switze<br>rland | 1,886.00      | 3.92%        | 1,351.95   | 2,610       | -4.72%       | 0.35%        |

另依據巴克萊對沖基金（BarclayHedge）於2009年所進行之統計，目前各國商品交易顧問所申報之管理期貨基金共計902檔，商品交易顧問共計565家。如分別以基金經理人註冊及基金之註冊地點分析，其分布如下圖。從分析數據可知，在地理位置上仍以美國最大，經理人占64.78%，基金數占76.94%。



另在基金報酬之結果上分析，正報酬率者占48.32%，負報酬率者占51.68%，平均總報酬率為-0.3%。正報酬率者之平均報酬率為2.54%，負報酬率者之平均報酬率為-2.95%。報酬率最高為113.62%，最低為-37.41%。

## 參、國內期貨信託基金業務經營模式

### 一、期貨信託基金允許部分資金委託專業機構操作

國內期貨信託基金大致延續證券投資信託基金之架構，原則上由期貨信託事業募集並實際從事期貨信託基金之操作，因此，在制度上並未區分商品基金經理及商品交易顧問。在此種架構下，為引進國外期貨商品操作技術並適度分散，現行期貨信託基金管理辦法第五十七條允許期貨信託事業全權委託其他專業機構運用期貨信託基金從事交易或投資。另依期貨信託事業全權委託其他專業機構運用期貨信託基金應注意事項第三點之規定，期貨信託事業全權委託其他專業機構運用期貨信託基金之比率，不得超過基金初始募集金額及追加募集發行額度之百分之三十，募集完成後不得超過基金淨資產價值之百分之五十。期貨信託事業全權委託其他專業機構運用期貨信託基金之比率超過前項規定時，該超過部分應於三個月內調整至符合規定。是以在期貨信託基金委託專業機構操作之性質上，期貨信託事業扮演商品基金經理之角色，接受委託之專業機構則扮演商品交易顧問之角色。

### 二、期貨信託事業與受委任專業機構間之責任

依據期貨信託基金管理辦法第五十七條之規定，期貨信託事業全權委託其他專業機構運用期貨信託基金從事交易或投資，應符合期貨信託事業訂定之交易或投資方針，並揭露於公開說明書。期貨信託事業應於董事會通過之內部控制制度中訂定從事前項全權委託作業之風險監控管理措施，及受委任專業機構之選任標準，並應擬具計畫書及與受委任機構簽訂全權委託契約。期貨信託事業應於全權委託契約及公開說明書明定，期貨信託事業對受委任機構之選任或指示，因故意或過失而導致基金發生損害者，應負賠償責任；期貨信託事業依信託契約規定應履行之責任及義務，如委由受委任機構處理者，就受委任機構或其受雇人之故意或過失，應與自己之故意或過失負同一責任，如因而致損害期貨信託基金資產時，應負賠償責任。因此就接受期貨信託事業委託操作之專業機構而言，對於基金投資人仍負有高度之信賴保護義務，期貨信託事業就受委任機構或其受雇人之故意或過失，應與自己之故意或過失負同一責任，不因將基金之操作委外而有減少或規避其責任之情形。

### 三、受委任專業機構之資格條件

與美國商品交易法及美國商品期貨現代化法不同的是，受委任機構無須於國內註冊登記並加入會員，惟依據期貨信託事業全權委託其他專業機構運用期貨信託基金應注意事項第八點之規定，接受期貨信託基金委任之專業機構必須符合以下之資格條件：

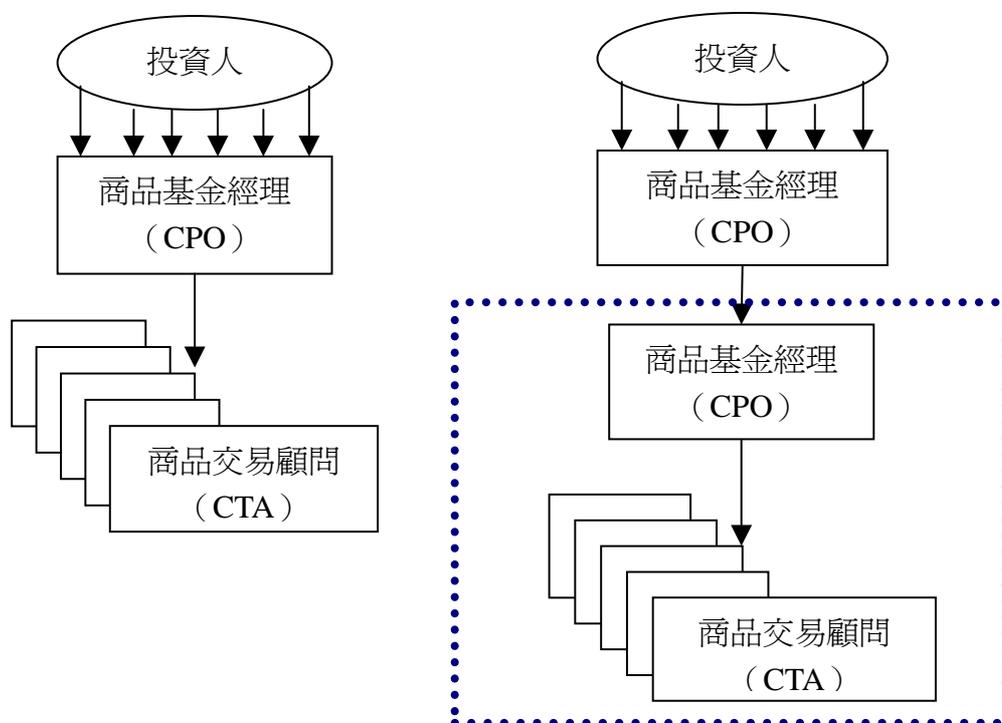
- (一) 依據經該目的事業主管機關核准得接受客戶全權委託從事期貨、衍生性商品或有價證券之交易或經核准從事資產管理業務達三年以上者。

- (二) 最近期經會計師查核或核閱之財務報告顯示，淨值及資本額達新臺幣七千萬元以上。
- (三) 最近一年未曾受金管會處以暫停證券、期貨或資產管理業務之處分；受委任機構屬外國專業機構者，最近一年未曾受其本國主管機關或自律機構相當於前述之處分或處置。
- (四) 已配置適當人力及技術以進行受委任事項。
- (五) 非本基金之保管機構或與基金保管機構屬於同一金融控股公司之子公司或互為關係企業。

## 肆、國內現行制度與國際發展模式主要差異

### 一、業務經營模式與國際管理期貨之經營架構不同

國內期貨信託基金之經營架構上大致延續證券投資信託基金之經營模式，由期貨信託事業之基金經理人負責自行操作，與國際發展之趨勢不同。按目前國際管理期貨基金業務經營分工實務，係由商品基金經理負責募集資金及銷售基金，再委由商品交易顧問操作基金，另目前實務上亦有部分商品基金經理將資金委託其他商品基金經理，由其再委託不同之商品交易顧問操作，以利用兩層委託架構設計出更多不同屬性之基金。（詳如下圖）



惟依據現行期貨信託事業全權委託其他專業機構運用期貨信託基金應注意事項第三點之規定，期貨信託事業全權委託其他專業機構運用期貨信託基金之比率，係以**基金初始募集金額及追加募集發行額度為計算基礎**，並以百分之三十為限，**無家數限制**。此外，國外在委外操作上允許將資金再委外操作以增加產品之多元性，惟依據期貨信託事業全權委託其他專業機構運用期貨信託基金契約範本第二十三條有關複委任與轉讓之禁止規定，受委任之專業機構不得將全權委託契約之全部或部分複委任他人履行或將權利轉讓予他人。**是以依國內現行規定，期貨信託事業必須保留百分之七十之資金自行操作及運用，另委外操作之百分之三十資金部分，尚不得再委外操作。**

## 二、績效費之支付與計算方式不同

按目前國際管理期貨基金發展實務仍延續對沖基金之業務操作策略與模式，以追求絕對報酬為目標，因此，除經理費之外，均計收績效費（Performance Fee）。國內期貨信託基金亦考量此一趨勢，於 97 年 7 月 18 日以金管證七字第 0970026507 號令發布規定期貨信託事業得於「經理費」項下收取期貨信託基金績效報酬，其收取應遵守下列規範：

- （一）績效報酬之收取應適當合理。
- （二）績效報酬之收取應由期貨信託事業明訂收取條件、內容及計算方式，並列入期貨信託契約、公開說明書及相關銷售文件。
- （三）期貨信託基金之淨資產價值低於基金成立時之淨資產價值時，不得計收績效報酬。
- （四）績效報酬不得為負數或以獲利金額拆帳之方式計收，並應有一定之限額，且就實際經營績效超過所訂衡量標準時，始能提撥一定比率或金額作為獎勵，不宜有績效即予獎勵之情事。

期貨信託事業全權委託其他專業機構運用期貨信託基金契約範本第十六條有關委託報酬與費用之計算與交付部分，係規範因委任方全權委託受委任人交易或投資所發生之交易手續費、稅捐及相關費用，均由本基金負擔，並自委託交易資金中扣除，至於**績效報酬部分則由委任方撥付給受委任方**。

從現行規定分析，在績效費之計算上，**係投資人與期貨信託基金公司之間約定之行為**，原則以基金整體金額為衡量基礎，至於委任人與受委任人之間**績效報酬之計算部分**，則由期貨信託事業負擔，並非由投資人負擔。惟就國際管理期貨基金而言，商品基金經理將資金悉數分由不同之商品交易顧問操作，其績效費之收取原則上係以個別商品交易顧問為基礎，且主要係由基金操作之獲利為基礎計算支付，並非由商品基金經理負擔，是以國內在規範制度之設計上與國外實務運作略有差距。

## 三、委託專業機構操作之額度不同

依據現行期貨信託事業全權委託其他專業機構運用期貨信託基金應注意事項第三點之規定，期貨信託事業全權委託其他專業機構運用期貨信託基金之比率，係以基金初始募集金額及追加募集發行額度為計算基礎，並以百分之三十為限，**委外之額度為一固定金額，以基金初始募集金額及追加募集發行額度為計算基礎**，與國際管理期貨基金業務經營模式中，商品基金經理將募集之資金悉數交由商品交易顧問操作之做法不同。

#### **四、國內期貨信託事業全權委託之專業機構與商品交易顧問之監理模式不同**

期貨信託事業將資金委託專業機構操作時，該專業機構除須符合一定之資格條件外，依據現行期貨信託事業全權委託其他專業機構運用期貨信託基金應注意事項第十點之規定，受委任機構如為國外之專業機構，期貨信託事業必須應事先確認受委任機構之國外主管機關與國內主管機關已簽訂合作協定，或期貨信託事業已事先取得受委任機構之國外主管機關同意監理合作之同意函，其內容應包括：

- (一) 國外主管機關知悉並同意受委任機構執行受託事項。
- (二) 於受委任機構之受委任事項範圍內，國外主管機關同意應金管會要求協助蒐集相關資料或對受委任機構進行必要之查核。
- (三) 國外主管機關如有必要對期貨信託事業全權委託受委任機構之事項進行查核，應事先通知金管會。

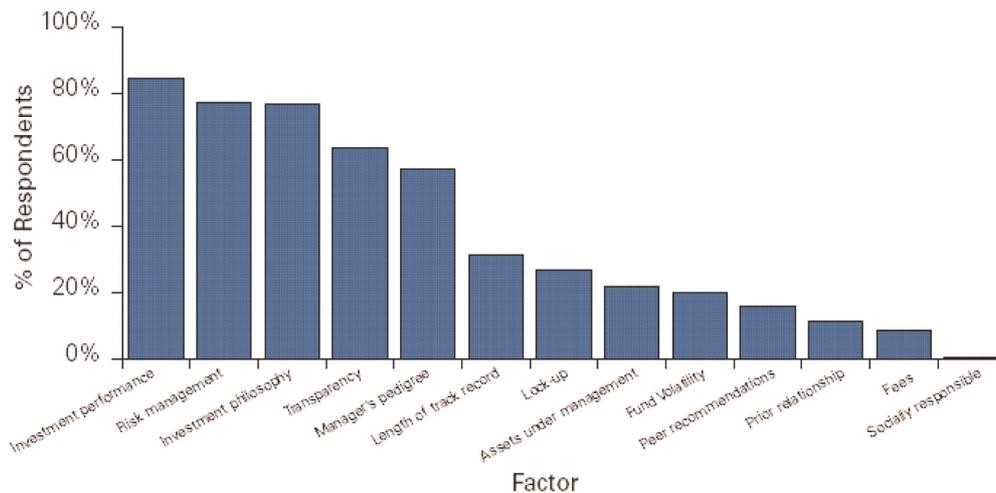
是以依前開規定，接受期貨信託事業委任之專業機構本身可能未於國內註冊登錄，此與國際管理期貨基金之做法略有差異，依據美國商品期貨交易委員會之規定，商品基金經理及商品交易顧問均須於美國註冊登錄並加入期貨公會後才能開始營業。因此在現行國內規範下，如國內期貨信託事業將資金委託未於國內註冊登錄並加入期貨公會之商品交易顧問操作，主要透過前述保護機制保障投資人之權益，包括先確認受委任機構之國外主管機關與國內主管機關已簽訂合作協定，或期貨信託事業已事先取得受委任機構之國外主管機關同意監理合作之同意函國外主管機關知悉並同意受委任機構執行受託事項等。

### **伍、金融海嘯發生後，國際管理期貨基金及監理規範之發展**

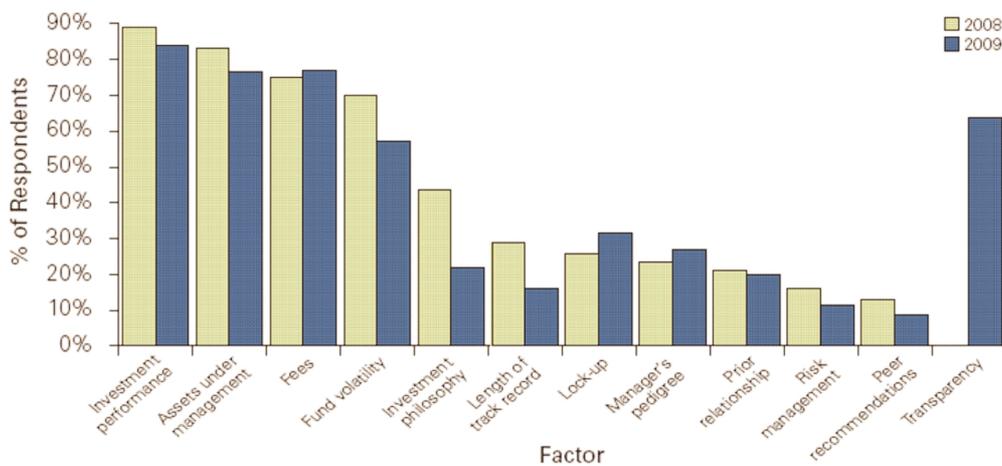
#### **一、管理期貨基金之變化**

依據德意志銀行於 2009 年 3 月對世界各地所進行之另類投資調查 (Deutsche Bank, Alternative Investment Survey, March 2009) 發現，**評估對沖基金之經理人時，最重要的五項因素為何？**結果顯示，前五名分別為**投資績效** (Investment performance)、**風險管理** (Risk management)、**投資哲學** (Investment philosophy)、**透明度** (Transparency) 及**經理人之出身** (Manager's pedigree)，其中**風險管**

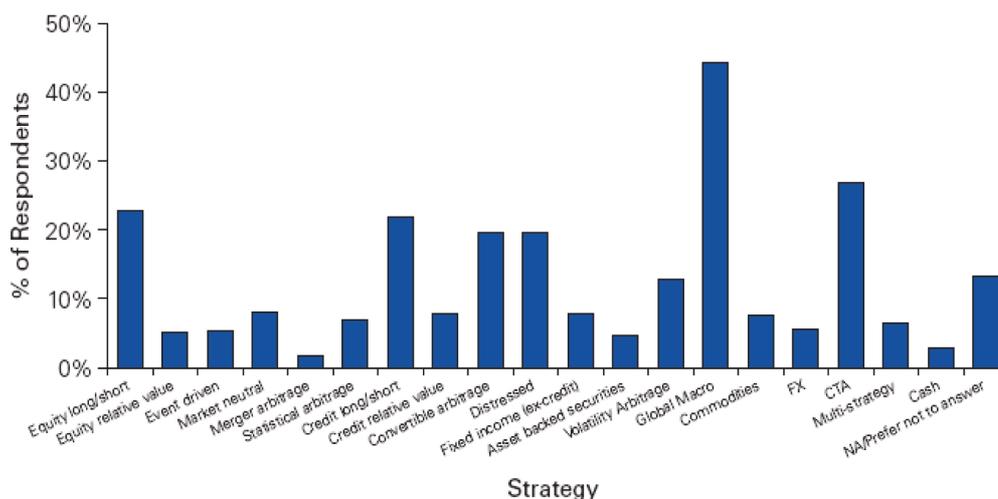
理能力之重要性排名取代了以往長久被認為是重要因素之投資哲學等項目。此外，透明度在本次調查後重要性躍居第四名，顯示在馬多夫等詐欺事件發生之後，投資人開始重視其所投資商品之實質內容。此外，在最不重要的五項因素部分，分別是基金波動度（Fund Volatility）、同儕推薦（Peer recommendations）、先前之關係（Prior relationship）、收費（Fees）、社會責任（Social responsible）。（詳如下圖）



另針對投資人在 2008 年及 2009 年金融海嘯這兩年前後，進行投資時所面臨最大之挑戰為何？結果發現，投資績效（Investment performance）、管理資產（Assets under management）及收費（Fees）等三項最重要之因素較無明顯變化（詳如下圖），但透明度（Transparency）部分則被認為是 2009 年金融海嘯發生以後，面臨重大挑戰之項目，與前項調查結果十分吻合，亦顯示投資人在從事投資時對於商品透明度之渴望。



另針對投資人認為那一種對沖基金之操作策略在 2009 年表現績效最佳？調查結果發現，有 47% 之受調查者認為全球總體經濟策略（Global Macro）、有 31% 認為是管理期貨，尚不論實際之結果為何，此亦反映，管理期貨基金這類基金之操作策略應較能符合投資績效（Investment performance）、風險管理（Risk management）、投資哲學（Investment philosophy）、透明度（Transparency）等投資人在挑戰基金經理人時所重視之要素。



## 二、基金經理人最佳實務守則與業者自律之強化

金融海嘯發生後，為回應國際 G20 高峰會議之訴求，管理基金協會（Managed fund association）爰於 2009 年推動訂定對沖基金經理人最佳實務守則（Sound Practices for Hedge Fund Managers），並希望達成幾項目標，包括 1、透過強化內部政策及程序等架構健全對沖基金產業之運作實務，2、鼓勵針對個別狀況之評估與推介，3、加強全球金融市場之市場紀律，以防範系統風險。守則主要內容如下：

- （一）**揭露及投資人保護（Disclosure and Investor Protection）**：重點包括揭露之架構、重大資訊、對投資人之責任、利益衝突、投資人之參與及對第三者揭露等。
- （二）**評價（Valuation）**：評價之架構、治理、評價政策之實施、評價政策及程序。
- （三）**風險管理（Risk Management）**：風險管理之目標及方法，風險管理之定期審視、監督及管理程序，各種風險之辨認。
- （四）**交易及業務運作（Trading and Business Operations）**：建置整體架構管理交易及營運，對交易對手進行實質審查，建立現金管理及擔保品管理之架構，選擇及監督主要服務提供者，發展核心基礎建設及運作實務（含店頭衍生性

商品及複雜之商品），會計制度及資訊技術實務之發展與監督，訂定最佳交易執行活動。

- (五) **法令遵循、衝突及業務實務 (Compliance, Conflicts and Business Practices)**：確立遵循法令規定之文化、訂定書面之道德規範及法令遵循手冊，加強人員之教育與訓練，分配法令遵循之資源並指派法令遵循主管。
- (六) **洗錢防制 (Anti-Money Laundering)**：更新洗錢防制作業規範，加強防制洗錢案件發生。
- (七) **業務持續/災害復原 (Business Continuity/Disaster Recovery)**：因應自然災害、市場中斷、恐怖攻擊、意外損失重要人員或營運緊急事件之發生，訂定業務持續計畫，並研擬危機管理及災害復原計畫，瞭解並使用必要之政府資源。

### 三、歐盟 (European Union) 對另類投資基金經理人 (AIFM) 之監理強化

歐盟執行委員會因應 G20 會議共識於 2009 年 4 月 29 日發布另類投資基金經理人指令 (Directive on Alternative Investment Fund Managers) 草案，以加強其監理。目前另類投資基金經理人從事基金業務，主要受到歐盟各會員國金融法規及歐洲共同體法律 (Community Law) 之規範，惟對於監理另類投資基金經理人仍有不足，歐盟執行委員會為建立一致性監理架構，管理跨國界之風險，爰訂定另類投資基金經理人指令草案。

歐盟執行委員會此舉之目的在於建立安全性及一致性之歐盟監理架構，以加強監督與管理另類投資基金經理人對投資人、交易對手、其他金融市場參與者及金融市場之穩定所造成之風險，並允許另類投資基金經理人在遵守嚴格之規定下，跨國提供服務及銷售基金。其適用對象如下：

- (一) 適用於 UCITS (Undertaking for Collective Investment in Transferrable Securities) 以外之基金經理人 (即另類投資基金經理人 AIFM)。
- (二) 適用於所有另類投資基金經理人，但下列兩者除外 (不適用者除非自願申請適用，否則亦不能享有指令給予之權利)：
  1. 管理之投資組合資產未達 100 million 歐元。
  2. 基金未運用槓桿方式經營，且未給予投資人於基金成立後 5 年內得贖回基金之權利，基金規模未達 500 million 歐元。

另類投資基金經理人指令 (Directive on Alternative Investment Fund Managers) 草案預計於 2010 年通過，目前歐盟各會員國已開始因應，指令草案重點如下：

- (一) 營運條件及初次申請：於歐盟地區經營另類投資業務前須先取得其母國之經營核准，審核重點在於風險管理機制之健全性 (其中以流動性、作業及交易對手風險為主)，並須符合最低實收資本額之要求。

- (二) 對監理單位之揭露：另類投資基金經理人需定期對主管機關陳報相關資訊，包括基金操作之主要市場及工具、主要曝險、績效資料、集中風險等。另類投資基金經理人亦必須通知其所註冊登記之母國有關基金之基本資料、基金主要投資之市場與資產、基金之組織運作架構及風險管理。
- (三) 經營槓桿式 AIF 之特別規定：指令賦與歐盟執行委員會得透過一定程序，對於另類投資基金運用槓桿予以設限，以確保金融體系之穩定與健全。指令亦賦與各歐盟會員國在特殊情況下，約束個別基金經理人或個別基金使用槓桿之上限。

是以該指令未來正式通過實施後，歐盟地區之管理期貨基金業務在監理上將受到更為整體、週延之監理，尤其在業務申請、資訊揭露及槓桿運用將受到較為嚴格之約束，但也享受到於歐盟地區跨境銷售之便利。

## 陸、國際管理期貨基金業務之重要發展經驗

鑒於國際管理期貨基金多元化之業務經營模式及商品設計架構，國內在發展期貨信託基金業務上應借鏡其市場管理經驗，以提升期貨信託事業之國際競爭力，持續吸引國外優質之商品基金經理及商品交易顧問來台拓展業務，亦提供國內投資人多元投資之管道，滿足國內投資人理財之需求。在國際管理期貨基金業務之發展上，可以歸納下列幾項重要經驗：

### 一、彈性化之業務經營架構，基金之募集與監督及基金之操作專業分工

為達成分散風險等目標，並彈性設計基金商品，國際管理期貨基金業務之經營上採商品基金經理與商品交易顧問分工之業務經營模式，由商品基金經理負責監控、商品交易顧問負責基金操作之專業分工架構，且無額度及家數上之限制，並以個別商品交易顧問所操作之基金為基礎，計算與支付績效費。

### 二、強化管理期貨基金業務之監理及自律部分

#### (一) 加強對商品基金經理與商品交易顧問之管理

依據美國商品交易法 (Commodity Exchange Act) 及美國商品期貨現代化法 (Commodity Futures Modernization Act) 等規定，除豁免部分無須登錄之情形外，商品基金經理及商品交易顧問須註冊登錄並加入公會。歐盟地區於金融海嘯後更進一步研議加強另類投資人基金經理人之管理，尤其在業務許可之審核上納入風險管理機制之健全性(其中以流動性、作業及交易對手風險為主)，此一結果亦與德意志銀行 2009 年 3 月另類投資調查 (Deutsche Bank, Alternative Investment Survey, March 2009)，在評估對沖基金之經理人時，最重要的五項因素中包括風險管理 (Risk management) 之結果吻合。

## （二）商品基金經理及商品交易顧問之實質審查（Due Diligence）

在管理期貨基金業務中，商品基金經理及商品交易顧問專業分工之發展下，商品基金經理對於商品交易顧問之審核與監控將成為保護基金投資人最重要之機制，實務上發現，重點包括：商品交易顧問之實質審核（Due Diligence）、投資組合之建置及持續之監控等過程，包括：

1. **審核部分**：商品基金經理應出具審核報告（含受委任專業機構之基本資料、數量分析、風險管理機制及實際訪談結果等），一併提董事會決議；持續訪視商品交易顧問及基金經理人。
2. **持續監控部分**：建立與受委任專業機構之溝通、聯繫管道，監控上應以每日盤中、每日盤後、每週、每月及年度為基礎，嚴格控管操作商品之透明度、流動性、壓力測試、暴險部位、損益、保證金等，以使操作符合基金之操作策略與風險管理目標及法令規定。

## （三）加強商品基金經理及商品交易顧問自律機制發揮

自金融海嘯發生後，國際市場投資人對於管理期貨基金之期望增加，挑選基金經理人之標準轉向**投資績效**（Investment performance）、**風險管理**（Risk management）、**投資哲學**（Investment philosophy）、**透明度**（Transparency）等項目，評估基金之重點已轉移至**透明度**及**流動性**等項目。業界團體及自律組織等單位開始推動自律，並訂定守則供業者遵循，如管理基金協會（Managed fund association）於2009年訂定對沖基金經理人最佳實務守則（Sound Practices for Hedge Fund Managers），重點包括：

**在加強資訊揭露及投資人保護部分**，除公開說明書、經會計師查核簽證之財務報告、績效資訊以外，尚須加強與投資人之溝通、特定情形下之即時資訊、潛在之利益衝突、適合投資該基金之投資人資格等。

**在風險管理部分**，除風險辨識、風險衡量、風險監控、風險報告、超限處理、建立限額、訂定標準及風險監控程序等之外，亦應讓投資人瞭解其所投資之基金風險屬性（Risk Profile），以及在該風險屬性下基金績效之表現。基金經理人亦應充分瞭解其所衡量風險之技術可能產生之偏差及限制，以及因應之調整措施及決策訂定方式。此外，在考慮市場風險、信用風險、流動性風險、作業風險、法律風險等風險以外，針對管理期貨基金商品亦應將槓桿風險（Leverage risk）予以納入，俾使基金所使用之槓桿符合基金規模、投資組合結構及投資策略。

## 參考資料

1. 期貨信託基金管理辦法及相關規定。
2. 期貨信託事業全權委託其他專業機構運用期貨信託基金應注意事項相關規定。
3. 美國商品交易法（Commodity Exchange Act）及相關規定。

4. 美國商品期貨現代化法 (Commodity Futures Modernization Act) 及相關規定。
5. 芝加哥商品交易所集團 (CME Group) 管理型期貨基金。
6. Man Investments 公司簡報資料。
7. 美國全國期貨協會 (National Futures Association) 統計資料。
8. 彭博公司 (Bloomberg) 統計資料。
9. 巴克萊對沖基金 (BarclayHedge) 2009 年統計資料。
10. 德意志銀行另類投資調查 (2009 年 3 月) (Deutsche Bank, Alternative Investment Survey, March 2009)。
11. 管理基金協會 (Managed Funds Association) 2009 年對沖基金經理人最佳實務守則 (Sound Practices for Hedge Fund Managers)。
12. 歐盟執行委員會 2009 年 4 月 29 日另類投資基金經理人指令 (Directive on Alternative Investment Fund Managers) 草案。