

中華民國期貨業商業同業公會研究計畫

我國開放期貨信託事業募集期貨信託基金之可行性研究

期末報告

委託單位：中華民國期貨業商業同業公會

受託單位：環球普蓋茨法律事務所

計畫主持人：楊 清 筠

研 究 員：符 玉 章

陳 玉 華

謝 曉 嵐

張 如 雯

中 華 民 國 九 十 四 年 九 月

目 錄

第壹章 研究方法與說明	1
第一節 研究背景與目的	1
第二節 研究方法	1
第一節 概述	2
第二節 共同(信託)基金之分類.....	3
第三節 共同(信託)基金運作之法律規範原理與基礎	6
第參章 美國期貨基金之規範制度	8
第一節 概述	8
第二節 美國期貨基金經理人及期貨交易顧問	11
第三節 美國期貨基金	26
第四節 期貨基金與共同基金、對沖基金之比較與差異	38
第五節 美國期貨市場運作情況	45
第六節 小結	46
第肆章 英國期貨基金之規範制度	49
第一節 概述	49
第二節 法規架構	50
第三節 集合投資計畫	57
第四節 基金經理人及保管機構	65
第五節 未受管制之集合投資計畫與特定資格投資人計畫	70
第六節 小結	75
第伍章 新加坡期貨基金法律規範	78
第一節 期貨基金之基本法規架構	78
第二節 核准或認可之集合投資計畫	81
第三節 期貨基金之經理人	87
第四節 期貨基金之受託機構	92
第五節 期貨基金之相關募集規範	94
第六節 小結	100

第陸章	我國關於共同(信託)基金法律規範.....	104
第一節	證券投資信託基金之基本規範	104
第二節	信託業共同信託基金之基本規範	116
第三節	共同(信託)基金運作之基本法律特徵.....	123
第柒章	開放期貨信託事業募集信託基金之探討	126
第一節	概述	126
第二節	開放經營期貨信託基金業務之必要	127
第三節	法律規範架構的探討	131
第四節	期貨服務事業運作規範的探討	134
第五節	期貨基金管理規範的探討	141
第捌章	建議代結論	147
第一節	建議與分析	147
第二節	海外募集與境外期貨基金	177
第三節	結論	178
附錄一	各國期貨規範架構之比較表	
附錄二	美國全國期貨公會函(2005 年 1 月 14 日)	
附錄三	美國全國期貨公會函(2005 年 1 月 20 日)	
附錄四	美國 CPO 及 CTA 揭露文件說明	
附錄五	美國 FCMs, IBs, CPOs 及 CPAs 自我審查表	
附錄六	座談會議記錄	
附錄七	試算表	

第壹章 研究方法與說明

第一節 研究背景與目的

我國期貨市場自民國八十六年成立至今，各項期貨事業已陸續開放經營：期貨經紀商、期貨交易輔助人、期貨投資顧問、期貨經理事業等。基於市場的成熟度及需求，活絡、刺激我國金融市場、加速國際化的腳步，建立完整靈活的金融市場，吸引更多的投資人，我國政府擬開放期貨信託事業募集期貨信託基金。前述規劃並已列入「區域金融服務中心推動小組」資本市場工作小組議題「推動資產管理業務」之具體建議事項。

有鑑於此，本研究之目的在於透過比較分析各國的法規制度，探討開放我國期貨信託事業募集期貨信託基金的相關問題及應注意的事項，以利未來建置我國期貨信託事業募集期貨信託基金法規架構之參考。

第二節 研究方法

本研究係採用比較法。考量期貨市場規範制度的成熟度、完備度，我國未來金融市場規範的走向及區域市場規模的相近程度，本研究選擇以美國、英國及新加坡的期貨基金規範制度作為比較分析的對象。此外亦將我國證券市場證券投資信託基金及信託業共同信託基金的法規制度列入比較分析，以利我國政府在現行的法規架構下研擬適於我國期貨信託事業募集期貨信託基金的法規架構。

本研究分為捌章，第壹章為前言、第貳章為共同(信託)基金基本概念、第參章為美國期貨基金的規範制度、第肆章為英國期貨基金的規範制度、第伍章為新加坡期貨基金的規範制度、第陸章為我國關於共同(信託)基金法律規範，第柒章為開放期貨信託事業募集期貨信託基金的探討、第捌章為建議代結論。

第貳章 共同(信託)基金之基本概念

第一節 概述

投資人透過投資各種以信託法律關係為主之共同(信託)基金方式進行投資，均屬於集合投資之一種型態。我國關於共同(信託)基金之法律規範，目前並無如英國金融服務法有制定單一性立法之規範¹。主要以共同信託基金相關管轄之法規、主管機關與投資標的之不同，而分散於相關之法規。例如證券投資信託暨投資顧問法規範之「證券投資信託基金」、期貨交易法第八十二條規定之期貨信託事業募集之「期貨信託基金」，信託業法及共同信託基金管理辦法規定之「共同信託基金」，以及信託業依據不動產證券化條例募集之「不動產投資信託基金」、都市更新條例規定之都市更新投資信託事業所募集之「都市更新投資信託基金」等是²。

一般而言，集合多數人資金交由專業經理人從事投資之活動並且發行為表彰投資人受益權之相關證明，均得統稱為共同信託基金之投資行為，雖然相關當事人細部法律關係仍有不同之處，但是信託契約仍為主要之法律關係。本文以主要以我國發展期貨信託基金之法律基礎架構為主，參考目前國內本質上屬於共同信託基金之運作，將以證券投資信託基金以及目前信託業所從事之共同信託基金業務為主要之比較參考依據。

¹陳春山，「信託及信託業法專論-理論與實務」（增修訂三版），89年8月，台灣金融研訊院，第190頁

²賴源河、谷湘儀，「為資產管理業務整合立法催生」，全國律師雜誌，93年10月

第二節 共同(信託)基金之分類

共同(信託)基金之分類，得按註冊地及管轄、法規依據、投資標的、投資策略及組織型態等等而有不同之分類，爰就本文涉及之重要分類說明：

一、以註冊地或管轄區分

依據中華民國法令於中華民國境內申請設立事業並從事募集共同基金從事交易，不問基金資產交由國內銀行或國外保管，或計價單位是否外幣，均可稱之為國內基金。此因國內證投信募集之資金有能因投資海外市場而須存放於國外保管機構，並且計價方式可能以外幣為之；依中華民國以外之國家法令所設立之基金均可統稱為境外基金或海外基金³。

本文所研討將來擬開放之期貨信託基金，係以依我國法令所設立之國內基金為主。

二、以投資標的區分

如以主要之投資標的劃分，主要投資於股票與債券等有價證券者，一般稱之為證券投資信託基金；投資於以期貨商品為主要投資標的者，可稱之為期貨基金；如以投資於不動產相關權利者，可稱之不動產投資信託基金，依此類推。以上分類係因主要投資標的之不同而為區分。

³ 邱天一，「境外基金管理法制之研究」，全國律師雜誌，93年10月

但證券投資信託及顧問法第五條，關於境外基金之定義尚包括應具有證券投資信託之性質。過去境外基金除透過經銀行指定用途信託資金由銀行代為投資、透過經核准之證券商辦理受託買賣外國有價證券以及證券投資顧問事業推介由投資人自行匯款購買外，境外基金不准在境內募集與銷售。嗣證券投資信託及顧問法立法通過後，採核准與申報生效制，原則上非經核准或申報生效，不得於境內從事銷售、募集與推介顧問之行為。

但事實上基金避險需要或增加投資效益，現行法規允許證券投資信託基金為避險或是增加投資效益而於得投資期貨商品。期貨信託基金，顧名思義主要之投資標的是以期貨商品為主。投資標的、投資範圍與投資策略，雖仍有可能按投資組合比例(資產配置比例)加以區別，但是其間之界線，將隨著投資商品組合之擴大與複雜化，其間之劃分與定性恐越來越困難。以商品範圍區分之主目的，乃在於分業立法架構下自然之產物，但隨著投資組合之變化與衍生性金融商品之推陳出新，以及商品性質上難以與期貨基金劃分之對沖基金等出現，如單純以投資標的範圍之分類，認定上恐越來越困難。

前述情形，即使以分業立法之架構管理及資產配置比例而得區分，亦恐有無實益之質疑。例如過去因「證券」投資信託之名稱，導致有人質疑證券投資信託事業得否募集投資於貨幣市場之共同基金？但依據現行法規，除信託業依據信託業法及共同信託基金管理辦法，得募集貨幣市場之共同信託基金外，證券投資信託事業募集之證券投資信託基金種類，亦得包括貨幣市場共同基金（參證券投資信託基金管理辦法第四十七條）。二者主要差別在於經營之主體、交易法律關係等，但投資商品之屬性恐難以完全區別。

雖然如此，目前本研究案擬開放期貨信託基金之可行性研究，仍將繼續以主要或全部投資於期貨商品之期貨基金為分析依據。

三、開放式與封閉式基金

基金募集期間屆滿後，能否要求發行基金之事業贖回受益憑證或者得否追加募集基金作為區別，如肯定者為開放式基金，反之則

為封閉式基金⁴。不過即使開放式基金，依現行法規仍需於基金成立後六個月以上始能開放回贖，因此仍於一定期間內具有封閉性，以免基金初始募集操作時，因基金投資策略尚未趨於穩定，太早開放回贖可能影響投資效益。

封閉式基金因不能任意要求回贖，因此其受益憑證只能透過集中交易市場交易⁵，並按市場價格出售以收回資金。我國證券投資信託基金現行實務上除部份早期募集之封閉式共同基金且未變更為開放式基金外，新增募集案件已無封閉式基金。因此，將來開放之期貨信託事業募集之基金，理論上採用開放式與封閉式基金應均無特別限制之必要，並端視投資期貨商品之投資交易策略而定。但考量期貨商品投資之特性，實務上即便開放型之期貨基金仍可能仍需一定時間之閉鎖期，限制交易人任意回贖以利期貨基金操作之穩定性。

四、契約型與公司型

共同基金常見法律分類有契約型與公司型二種，前者乃透過信託契約之型態集合投資人之資金成立基金，以證券投資信託事業為委託人指示保管機構運用基金而投資。法律關係之當事人為證券投資信託事業與保管機構及受益人(即投資人)等三方法律關係，並以證券投資信託契約規範三方權利義務。信託業之共同基金則以投資人為委託人，信託業為受託人之二方法律關係。受託人有運用及保管基金資產之權利。公司型基金即以公司型態集合投資人資金成立公司，投資人為股東，並由公司經理人或委外經理人從事操作。法律關係主要是投資人與公司間之二方關係，並

⁴實務分類可參陳忠慶，「共同基金投資手冊」，遠流出版社，83年2版

⁵王志誠，「論證券投資信託之重新定位」，集保月刊，86年7月

由公司章程及投資協議作為主要法律關係⁶。我國證券投資信託業務採契約型方式經營。區別二種之實益，在於以經營型態之規範方式與當事人法律關係之不同，以及各國法規限制與實務運作發展經驗及因交易成本而採不同方式⁷。基本上並無絕對優劣之分。

第三節 共同(信託)基金運作之法律規範原理與基礎

一、共同(信託)基金之基本法律關係

以我國目前證券投資信託基金為例，其法律架構係以證券投資信託事業為經理人，保管機構為受託人，投資人為前述信託契約之受益人之三方法律關係，除證券投資信託及投資顧問法明文規定及因性質不同而排除信託法部分條文之適用外，基本上信託契約仍應有信託法之適用。投資人與證券投資信託事業及保管機構之間，其法律關係為何？證券投資信託及投資顧問法立法之前，就此採分離說理論者，認為投資人與證券投資信託事業亦屬信託契約（有別於證券投資信託事業與保管機構間之信託契約），投資人即受益人與保管機構間則無直接契約之法律關係⁸。若採非分離說者則認為，投資人與證券投資信託事業及投資人與保管機構之間，投資人為證券投資信託契約之當事人，因此分別與證券投資信託事業與保管機構發生法律關係。但證券投資信託及投資顧問法立法後，明定證券投資信託事業與保管機構之間為信託人與受託人之法律關係及當事人，至於投資人屬信託契約下之受益人

⁶ 陳春山，「證券投資信託契約論」，五南圖書出版公司，76年12月 p.19-p.20

⁷ 王文宇，「從信託法原理論共同基金之規範」（收錄「民商法理論與經濟分析」二），元照出版社，92年4月

⁸ 參閱王志誠前揭文。

而非當事人。投資人之保障端視相關保障權益之法令規定以及證券投資信託契約之約定以為補充⁹。惟前述之信託關係與一般信託尚有不同，委託人即證券投資信託事業依據信託契約及法律規定，仍保有積極運用並指示保管機構處分資產之權限。

至於信託業之共同信託基金之信託契約係存在於投資人(即委託人)與受託人(即保管機構)之間，受託人得同時兼任保管人並從事資產之運用，投資人與受託人即兼營信託業之銀行間，為信託人與受託人之法律關係，並依據信託契約與相關法令保障投資人之權益。

二、信託業共同信託基金與證券投資信託基金之異同

二者之共同點在於主管機關對於經營業務原則上採核准制，並要求資訊揭露與信託財產與自有財產之獨立，並且依據信託之法理訂定相關禁止信託業或證券投資信託事業或保管機構之債權人查封扣押信託財產之規定等。如果不考慮不同形式信託契約架構及經營主體與經營資格條件之不同，基本上二者均以信託契約為運作核心，並且有信託財產獨立性與會計原則之要求，以及資訊揭露之要求，至於是否強制獨立於受託人外之保管機構，則有不同。其餘如利益迴避與關係人交易之限制，二者均有類似之規範以保障投資人。

⁹郭土木，「證券投資信託基金之法律性質」，全國律師雜誌，93年10月

第參章 美國期貨基金之規範制度

第一節 概述

由於美國在金融市場上的主管機關是多元化的管理機關，而金融商品及投資工具的多元創新，經常同時涉及證券、期貨、信託或其他金融機構等，因此在管理架構，由美國 1933 年證券法(Securities Act of 1933)、1934 年證券交易法(Securities Exchange Act of 1934)、1940 年投資公司法(Investment Company Act, 1940)及商品期貨交易法(Commodity Exchange Act)中訂有多項管轄豁免之規定，除針對不涉及大眾之投資行為予以豁免外，美國的管理原則是在原有的規範架構已足以管理該項金融商品或業者時，仍由原主管機關管理，不足的部分而涉及其他管理範圍時，才適用其他的法規，由其他主管機關管理。

具體而言，商品期貨交易管理委員會規則明定有四種類型的管轄豁免或排除：¹⁰

- 將已受規範者排除於期貨基金經理人及期貨交易顧問的定義外；¹¹
 - 有關期貨基金經理人對合格人士募集資金及期貨交易顧問對合格人士提供顧問豁免於商品期貨交易規則第四部分之部分規定；¹²
 - 基金之募集及銷售豁免依證券法登記者，豁免依商品期貨交易規則提供相關資訊；¹³及
 - 期貨基金經理人及期貨交易顧問之豁免登錄。¹⁴
- 以下分別就相關規範及主管機關進行說明。

¹⁰ 17 CFR part 4

¹¹ 17 CFR 4.5 & 4.6

¹² 17 CFR 4.7

¹³ 17 CFR 4.8

¹⁴ 17 CFR 4.13 & 4.14

一、相關規範

在美國，期貨基金主要受商品期貨交易法(Commodity Exchange Act, CEA)及相關規則(如商品期貨交易管理委員會規則(Commodity Futures Trading Commission Regulation, CFTC Regulation)、美國全國期貨公會相關規定(National Futures Association Rules, NFA Rules)規範。

依據前述規範，管理期貨交易之主管機關為商品期貨交易管理委員會(Commodity Future Trading Commission, CFTC)，¹⁵負責募集及管理期貨基金的是期貨基金經理人(Commodity Pool Operator)，而負責提供操作建議，或代為交易操作的是期貨交易顧問(Commodity Trading Adviser)。¹⁶

依據商品期貨交易法規定，期貨基金經理人及期貨交易顧問必須向主管機關申請登錄後，才能經營相關業務，¹⁷但是符合豁免登錄之規定者，不在此限。¹⁸其登錄的有效期限為一年，期滿後得申請予以延長。除此之外，期貨基金經理人及期貨交易顧問必須保存相關紀錄及帳目，¹⁹並且必須定期向投資人揭露其於市場之交易資訊。²⁰而在交易行為上，商品期貨交易法上訂有反詐欺條款，²¹此條款之適用範圍包括所有從事與期貨相關交易者，而不論從事交易者是否為經登錄之期貨基金經理人或期貨交易顧問。依據美國全國期貨公會在網站上的相關報導指出，2003 年起，美國為使期貨市場更為活絡，大幅放寬可以豁免登錄的期貨基金經理人及期貨交易顧問。此外，為解決證券與期貨交易管理上的

¹⁵ 7 USC 2(a)

¹⁶ 7 USC 6n

¹⁷ id，依據同條規定，此項登錄於每年 6 月 30 日失效，因此必須重新再登錄。

¹⁸ 17 CFR Part 4

¹⁹ 7 USC 6n (3)(A); 17 CFR 4.23

²⁰ 7 USC 6n (3)(B)&(C)

²¹ 7 USC 6o(1)

法規及主管機關的競合，美國國會於 2000 年頒佈 2000 年商品期貨交易現代法(Commodity Futures Trading Modernization Act, 2000)，明定在涉及證券的相關期貨交易情況，相關主管機關、基金經理人及交易顧問的處理程序及規範。

此外，為避免造成雙重管理，根據美國全國期貨公會表示，目前的管理架構下，有關公開募集期貨基金所發行的有價證券等係受證券相關法規的規範。

二、主管機關

美國負責管理期貨交易的主管機關為商品期貨交易管理委員會(Commodity Futures Trading Commission, CFTC)。²²此外，由業者組成的自律組織－美國全國期貨公會(National Futures Association, NFA)成立於 1976 年，²³於 1982 年開始正式運作。²⁴於 1984 年商品期貨交易管理委員會將期貨經紀商(Futures Commission Merchant)、期貨仲介商(Introducing Broker)、期貨基金經理人(Commodity Pool Operator)、期貨交易顧問(Commodity Trading Advisor)及業務員(Associated Person)的登錄授權給美國全國期貨公會。²⁵

美國全國期貨公會的職責主要在於監督會員遵循該公會的財務要求、監督會員的自律規範、進行相關期貨糾紛案件之仲裁及設立暨執行監督保護客戶之法規及標準；此外尚須負責期貨經紀商、期貨仲介商、期貨基金經理人、期貨交易顧問及期貨業務員

²² 7 USC 2

²³ 依據 1978 年修訂之商品交易法，強制所有的期貨業者必須加入期貨公會。參閱 National Futures Association Manual”，paragraph 1005.9.

²⁴ NFA, “National Futures Association Manual”, paragraph 1001.1

²⁵ 楊光華，「美國期貨管理法規概論」，頁 31；吳佳惠，「期貨信託事業與期貨顧問事業之研究」，頁 11-12 87 年 6 月

等之資格審核及核發執照。²⁶對於違反相關規範之期貨基金經理人及期貨交易顧問，除有主管機關依法所為的懲處外，期貨公會亦會依公會之會員紀律規範予以懲處，此一懲處紀錄並會公告於美國全國期貨公會之網站，以利投資人查詢。

自 2003 年起，商品期貨交易管理委員會為簡化相關的行政程序，避免基金管理人需要重複向商品期貨交易管理委員會及美國全國期貨公會申報，將公開募集的期貨基金相關資訊申報審核等授權給美國全國期貨公會，使得美國全國期貨公會成為審核期貨基金資訊申報的單一管理機關。²⁷

第二節 美國期貨基金經理人及期貨交易顧問

美國期貨基金經理人除了負責募集基金外，尚需負責其所募集基金之管理，如該基金投資方針、操作策略、投資標的等。期貨基金經理人沒有必要針對個別的期貨基金投資人擬定投資策略。而期貨交易顧問則是針對個別的投資人提供交易策略建議或代客操作。

對於有數個交易顧問的基金，基金經理人須負責選擇交易顧問。同時亦負責分配予各交易顧問操作的資金比例。許多基金經理人會為大型機構投資人個別成立一個獨立的基金或獨立的投資組合。²⁸

以下分別說明期貨基金經理人及期貨交易顧問之定義、登錄、業務範圍及相關規範進行說明。

²⁶ NFA, "National Futures Association Manual", paragraph 1008; 朱純蕙、江念慈、陳玉華，「期貨交易所對期貨商之紀律程序專案研究」，第 37 頁，台灣期貨交易所股份有限公司委託研究計劃，93 年 6 月

²⁷ NFA, Notices to Members- NFA/CFTC Eliminate Duplicate Filing Requirements for CPOs and CTAs, March 12, 2003, www.nfa.futures.org

²⁸ See Frank Pusateri, "Managed Futures" in Hedged Funds (edited by Kenneth S. Philips and Ronald J. Surz), p.104, 2003, published by John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey

一、期貨基金經理人

(一) 定義

1. 商品期貨交易法

依商品期貨交易法第 1a(4)條之規定，期貨基金經理人係指：「任何人經營投資信託(Investment Trust)、企業聯合(Syndicate)或類似性質之事業，為了在任何期貨市場或依期貨市場規則進行期貨交易，以直接或透過出資(Capital Contributions)、銷售股份或其他證券等方式，從事招攬、接受或收取他人之款項、證券或財產者；但不包括商品期貨交易委員會以規則或辦法或命令明定非屬上開定義範圍內之人。」

2. 商品期貨交易管理委員會規則之排除規定

(1) 排除在期貨基金經理人定義之外者

商品期貨交易管理委員會規則第 4.5 條明定期貨基金經理人不包括經管「適格主體」(qualifying entity)的下列人員及其負責人或受僱人：²⁹

- 依 1940 年投資公司法(Investment Company Act)登錄的投資公司。
- 州政府管轄之保險公司。
- 聯邦或州政府管轄之銀行、信託公司或其他金融儲蓄機構。
- 1974 年受僱人退休收入安全法第一章(Title I of the Employee Retirement Income Security Act of 1974)所規定管理退休計劃之受託人(Trustee)、指定受託人(A Named Fiduciary)或僱用人。

²⁹ 17 CFR 4.5(a)

(2) 適格主體

前述適格主體，依據商品期貨交易管理委員會規則之規定，係指：³⁰

- 依 1940 年投資公司法登錄的投資公司
- 州政府管轄之保險公司之獨立帳戶
- 聯邦或州政府管轄之信託資產、保管帳戶或其他獨立投資之信託單位
- 依 1974 年受僱人退休收入安全法第一章規定之退休計劃。

(二) 登錄

誠如前述，期貨基金經理人，除有商品期貨交易管理委員會規則所規定的豁免情事外，皆需向美國全國期貨公會登錄後，經美國全國期貨公會審核通過予以登錄後，才能經營相關業務。除此之外，美國並未針對期貨基金經理人設有任何資本額等財務要求或組織型態等限制。因此，自然人及法人皆可以擔任期貨基金經理人。以下分別就登錄的相關規定及豁免登錄的條件予以說明。

1. 申請登錄

依據美國全國期貨公會的相關規定，申請登錄為期貨基金經理人者，必須填具表格 7-R，其負責人另須填具表格 8-R，並附上該負責人之指紋卡，及符合規定之相關證明文件。³¹指紋卡將由美國全國期貨公會轉送美國聯邦調查局比對是否有不法紀錄。³²此外尚須繳交 200 美元之登錄費用。³³表格內必須揭露的資料，主要包括申請人的名稱、基本資料：如地址、電話、網址、其組織型態、控

³⁰ 17 CFR 4.5(b)

³¹ NFA Rule 8204

³² 參閱吳佳慧，「期貨信託事業與期貨顧問事業之研究」，財政部證券暨期貨管理委員會，第 19 頁 87 年 6 月

³³ NFA Rule 8203；此後必須每年繳交 100 美元的登錄維持費。

股公司之資料(如有控股公司者)、分公司之資料(如有分公司者)、非受美國機關主管者填具該管理者之名稱、刑事、行政或紀律懲處紀錄、財務狀況、相關聯絡人(如會計、法務、仲裁等事項的聯絡人)。³⁴

2. 商品期貨交易管理委員會規則之豁免登錄

依據商品期貨交易管理委員會管理規則之規定，有下列情形之一者得豁免於期貨基金經理人的登錄：³⁵

- (1) 除了管理基金所收取之通常行政支出外，不收取任何直接或間接的報酬；只管理一個基金；沒有向商品期貨交易管理委員會登錄的義務，亦非任何須向商品期貨交易管理委員會登錄者的關係企業；且與基金相關之任何人皆未有任何廣告行為。
- (2) 所管理的基金，其持有人不超過 15 人；且所管理或擬管理之基金發行單位總值累計不超過\$400,000；但下列人士及其所持有之資金不列入計算：
 - 期貨基金經理人、期貨交易顧問及其負責人
 - 這些參與人士之子女、兄弟姊妹或父母
 - 前二項人士之配偶
 - 與前三項人士共住之親戚、配偶或配偶之親戚。
- (3) 其所管理之基金不論是否基於差異避險或其他目的，而符合下列情形之一者：
 - 基金之權利(表彰基金利益之憑證)豁免於 1933 年證券法，且不涉及向美國公眾募集、銷售者；
 - 基金所持有之部位符合下列任一情形者：A)最近持有部位的原始保證金及權利金，計算未實現利得及未實現損失後之總額，不超過基金投資組合流動資產的 5%(但買入價內選擇權契約無須計

³⁴ See Form 7-R, www.nfa.futures.org

³⁵ 17 CFR 4.13

入該 5%)；B)最近持有部位之契約市值(notional value)，計算未實現利得及未實現損失後之總額，總計不超過基金投資組合流動資產 100%。

- 管理基金之人相信各投資人於參與投資時(如為既存之基金，則為轉換符合本項情形之基金時)係屬下列情形：A) 係「具有資格之投資人」(accredited investors)；B)非具有資格之投資人，但係由具有資格之投資人為家庭成員所設之信託；C)「具專業知識之員工」(knowledgeable employee)；D)合格之人士(qualified eligible person)。
- 基金之單位未成為期貨市場或期貨選擇權市場之交易工具。

(4) 其所管理的基金具有下列情形者：

- 表彰基金利益之憑證豁免於 1933 年證券法的登錄規定，且不涉及向美國公眾募集、銷售者；
- 管理基金之人合理相信於投資時如為既存基金，則為轉換為符合本項情形之基金時，其投資人係屬下列情形：參與者(包括自然人及非自然人)係「合格人士」或「具有資格之投資人」之情況。

(5) 管理基金之人必須向基金之可能參與者以書面方式作出下列聲明或說明：

- 其係豁免於向商品期貨交易管理委員會登錄者，因此無須向基金參與人交付揭露文件及經認證的年報；及
- 說明其豁免登錄之態樣。

(三) 業務範圍

期貨基金經理人之業務主要是管理基金，包括準備帳戶報

表、選擇期貨交易顧問(如有必要時)及募集資金。然而期貨基金經理人亦可如期貨交易顧問般管理操作基金，但如所操作管理的基金是其所募集的基金則不需要另行登錄為期貨交易顧問。³⁶

(四) 相關規範

1. 在相關規範上，期貨基金經理人必須遵循下列規定：

(1) 表現之禁止

不得以任何方式表現或暗示其係由商品期貨交易管理委員會、聯邦政府或任何政府機關贊助、推薦或核准，或其能力或資格係經商品期貨交易管理委員會、聯邦政府或任何政府機關審核通過。

(2) 禁止行為

期貨基金之資產，包括所有的資金、證券及其他財產，基金經理人皆應以期貨基金之名義登記。³⁷且應與期貨基金經理人之自有資產分離，³⁸亦不得與其他由其管理的基金資產或可能由其管理之任何其他人之財產混合。³⁹但有例外情況時，商品期貨交易管理委員會亦明白指出在符合特定條件下，且不違反公共利益及規範目的時，基金經理人可豁免於前述自有資產分離的限制規定。⁴⁰

(3) 提交揭露文件

在送交期貨基金申購合約給可能的基金參與人之前，期貨基金經理人必須交付其依商品期貨交易管理委員會規則所準備的揭露文件。

³⁶ Maria McHenry, NFA e-mail, dated January 20, 2005.

³⁷ 17 CFR 4.20(b)

³⁸ 17 CFR 4.20(a)

³⁹ 17 CFR 4.20(c)

⁴⁰ 17 CFR 4.20(a)(2)；相關例外情況，請參閱行政院金融監督管理委員會證券期貨局有關美國期貨服務事業之內部研究報告，第 14 頁

(4) 向基金之參與人(pool participants)報告

必須定期將其所管理的基金帳戶明細(Account Statement)交付給基金的參與人。基金帳戶明細必須列明損益及資產淨值之變化情形。⁴¹如基金之資產淨值於財務會計年度之開始時超過美金五十萬元者，期貨基金經理人至少每個月交付帳戶明細一次。⁴²此外，必須定期交付基金年報給基金之參與人，同時送交給美國全國期貨公會。⁴³

(5) 保存紀錄

期貨基金經理人依法有保存交易帳冊及紀錄的義務，且必須依相關規定之形式及表格申報。所有的交易帳冊及紀錄必須保存三年(如主管機關要求較長期間者，依主管機關之要求)以供主管機關或司法機關檢查。⁴⁴原則上基金參與人有權查詢或影印這些帳冊及相關紀錄。⁴⁵

(6) 帳戶明細

期貨基金經理人必須定期提供基金參與人相關的帳戶明細，其形式及方式必須依主管機關規定為之。⁴⁶

(7) 一般必要的揭露

警語，風險揭露聲明，目錄，揭露文件封面資訊(如名稱、營業所在地、主要的營業電話、期貨基金經理人的組織型態、基金之性質等)，相關人員的資訊(如基金之管理人、主要持有人等之名稱等)，商業背景，主要的風險因素，投資計畫及收益的運用(包括運用於商品期貨、證券及其他投資工具的資產比例

⁴¹ 17 CFR 4.22(a)

⁴² 17 CFR 4.22(b)

⁴³ 17 CFR 4.22(c)

⁴⁴ 7 USC 6n(3)(A)

⁴⁵ 17 CFR 4.23

⁴⁶ 7 USC 6n(4)

等)、費用及支出、利益衝突、關係人交易、是否涉訟、操作績效、是否為保本型基金、讓與及贖回、基金參與人之損害賠償責任、配息及稅賦、初始申購及其他資訊等⁴⁷

(8) 操作績效的揭露

操作績效資訊摘要等⁴⁸

(9) 運用、修正及提交揭露文件

文件所揭露的資訊，必須是揭露文件作成當時的資訊。至於績效揭露部分其資訊必須是揭露文件作成之日起三個月內之資訊。期貨基金經理人所使用的揭露文件日期不得超過使用之日起九個月。文件所列載之資訊有誤時，必須予以修正。此外，除法規另有規定外，期貨基金經理人必須同時將揭露文件之副本送交給美國全國期貨公會留存。⁴⁹

2. 廣告行為的規範

(1) 不得以下列方式作廣告：⁵⁰

- 不得運用任何策略、計畫詐騙任何參與人或客戶，或可能的參與人或客戶。
- 涉及詐欺參與人或客戶，或可能參與人或客戶的交易、行為或營業過程

(2) 不得以任何期貨基金經理人、期貨交易顧問或其負責人虛擬的期貨帳戶(simulated or hypothetical commodity interest account)、期貨交易表彰績效(但有明白指出其不代表真正之績效等說明警語者不在此限)⁵¹

⁴⁷ 17 CFR 4.24

⁴⁸ 17 CFR 4.25

⁴⁹ 17 CFR 4.26

⁵⁰ 17 CFR 4.41(a)

⁵¹ 17 CFR 4.41(b)

(3) 無論期貨基金經理人是否豁免於商品期貨交易法，皆受本部分有關任何形式之廣告行為規範之拘束。⁵²

3. 鉅額交易之申報

有關於期貨市場上所規定之鉅額申報規定，亦適用於期貨基金經理人。⁵³

二、期貨交易顧問

(一) 定義

1. 商品期貨交易法

依據商品期貨交易法第 1a(5)(A)之規定，期貨交易顧問係指：「任何人為了獲取報酬或利益，直接或經由出版品、文件或電子媒體，對於擬在或已在期貨市場或依期貨市場規則從事之期貨交易、依該法第 6c 條核准之期貨選擇權交易或依該法第 19 條核准之槓桿交易，提供價值或合宜性之顧問業務者；或任何人為了獲取報酬或利益，以發表或公佈與期貨市場或依期貨市場規則之期貨契約、依該法第 6c 條核准之期貨選擇權或依該法第 19 條核准之槓桿交易等有關活動之分析或報告，為其正常業務之一部分者。」但依該法第 1a(5)(B)及(C)之規定，下列人士不在期貨交易顧問定義範圍內：

- 銀行或信託公司或該等事業之員工
- 新聞記者、新聞專欄作家、印刷或電子媒體之新聞編輯、律師、會計師或教師
- 場內仲介者或期貨商
- 一般及定期傳播之印刷或電子媒體之新聞編輯的出版人或製作人，包括其員工

⁵² 17 CFR 4.41(c)

⁵³ See Commodity Trading Advisors and Commodity Pool Operators, CFTC Backgrounder 2-92, Oct. 2000

- 1974 年受僱人退休收入安全法規定之任何福利計畫之受託人
- 任何期貨市場
- 商品期貨交易管理委員會以規則或辦法或命令明定非屬上開期貨交易顧問定義範圍內之人

2. 商品期貨交易管理委員會規則之排除規定

依據商品期貨交易管理委員會規則第 4.6 條之規定，以下所列者及其負責人或受僱人排除於期貨交易顧問之定義：

- 州政府管轄之保險公司，或其百分之百擁有之子公司或該子公司之員工；對該等保險公司而言，從事期貨、期貨選擇權或槓桿交易之顧問活動僅是附屬於保險業務。
- 依商品期貨交易管理委員會規則第 4.5 條規定，排除於期貨基金經理人之定義者，對該等人而言，從事期貨、期貨選擇權或槓桿交易之顧問活動僅是附屬於所經營業務。

(二) 登錄

誠如前述，期貨基金交易顧問，除有商品期貨交易管理委員會規則所規定的豁免情事外，皆需向美國全國期貨公會登錄後，經美國全國期貨公會審核通過予以登錄後，才能經營相關業務。除此之外，美國並未針對期貨交易顧問設有任何資本額等財務要求、組織型態等限制。因此，自然人及法人皆可以擔任期貨基金交易顧問。以下分別就其登錄的相關規定及豁免登錄的條件予以說明。

1. 申請登錄

與期貨基金經理人大致上相同。

2. 商品期貨交易管理委員會規則之豁免登錄

依據商品期貨交易管理委員會規則之規定，有下列情事

之一者，得豁免登錄為期貨交易顧問：⁵⁴

- (1) 現貨市場(cash market)進行商品現貨交易的交易人(dealer)、處理人員(Processor)、經紀商(broker)或銷售員(seller)，且其僅係就在現貨市場的業務附帶提供諮詢顧問。
- (2) 非營利、自願性的會員組織、交易協會、或農業機構，且其所提供的商品期貨交易諮詢顧問僅係附帶於組織、協會或機構的業務行為。
- (3) 業經依商品期貨交易法登錄為業務人員，且僅就其職務範圍內提供相關諮詢顧問。
- (4) 業經依商品期貨交易法登錄為期貨基金經理人，且僅就其擔任經理人之基金提供商品期貨交易諮詢顧問。
- (5) 依商品期貨交易法豁免期貨基金經理人之登錄，且僅就其豁免登錄為期貨基金經理人所管理之基金提供商品期貨交易諮詢顧問。
- (6) 業經依商品期貨交易法登錄為期貨仲介商，僅就其業務範圍內提供相關諮詢顧問。
- (7) 業經依商品期貨交易法登錄為槓桿交易商且僅就其業務範圍內提供諮詢顧問。
- (8) 業經依 1940 年投資顧問法(Investment Adviser Act of 1940)登錄為投資顧問、或向任何州政府主管機關登錄為投資顧問、或依據 1940 年投資顧問法第 202(a)(2)及 202(a)(11)條規定豁免投資顧問之登錄或排除於投資顧問定義之外者，且須符合下列之規定：
 - (A) 僅針對下列任何投資工具提供諮詢顧問：

⁵⁴ 17 CFR 4.14

- 商品期貨交易管理委員會規則第 4.5(b)條定義的「適格主體」，且已提出符合排除規定的適格通知。
- 商品期貨交易管理委員會規則第 4.5(a)(4)規定排除於「基金」定義範圍的集合投資計畫；⁵⁵及
- 在美國境外設立及營運的期貨基金。
- 業經依據本規則 4.13(a)(3)或 4.13(a)(4)之規定申請期貨基金經理人之豁免登錄，或雖登錄為期貨基金經理人但得使其所經理的基金符合本規則 4.13(a)(3)或 4.13(a)(4)的標準而如同未登錄之期貨基金經理人；及

(B) 前述提供諮詢顧問之人必須符合下列規定：

- 係因提供前述定義的適格主體、集合投資計畫及期貨基金的證券或其他投資顧問而附帶性提供商品期貨交易；及
- 並未對外宣稱為期貨交易顧問。

(9) 沒有從事下列活動：

- (A) 管理客戶的帳戶；或
- (B) 依據特定客戶的期貨或現貨部位或客戶的其他條件或特性提供商品期貨交易諮詢顧問。

(10) 在過去十二個月內，提供商品期貨交易顧問的對象未逾十五人，且並未對外宣稱其為期貨交易顧問者。

⁵⁵ 係指下列受僱人福利計畫(employee benefit plan)：非出資計畫(a noncontributory loan)、1974 年受僱人退休收入安全法第四章所涵蓋之受僱人自願出資福利計畫，且其出資部分並未作為期貨保證金或選擇權利金者、1974 年受僱人退休收入安全法第一章第 3(32)條所定義之政府計畫、受 1974 年受僱人退休收入安全法受託人責任條款限制者、1974 年受僱人退休收入安全法第一章第 3(33)條所定義的教會計畫。

(三) 業務範圍

期貨交易顧問之主要業務除提供交易之分析、建議及諮詢之外，亦可受特定人之委託，以委託人之名義從事交易。⁵⁶從各種相關文獻看出，期貨交易顧問不僅針對期貨基金提供諮詢顧問或接受全權委託，尚可針對證券相關基金、證券投資工具或選擇權、期貨提供相同的服務。⁵⁷以實務上而言，期貨交易顧問經常接受期貨基金經理人委託代為操作期貨基金，此外，則是為機構投資人或經驗豐富的投資人之需求，量身訂做合適的操作策略以進行投資。

(四) 相關規範

1. 在相關規範上，期貨交易顧問必須遵循下列規定：

(1) 表現之禁止

與期貨基金經理人相同，不得利用主管機關之核准而明示或暗示其係經主管機關之推薦贊助，或其能力或資格係經商品期貨交易管理委員會或聯邦政府核准等。

(2) 禁止行為

期貨交易顧問不得徵求(solicit)、收受既有或潛在之客戶的資金、證券或其他資產而以期貨交易顧問自身之名義或以提供信用方式購買、為客戶之任何期貨契約提供保證金、擔保或保證客戶的任何期貨契約。⁵⁸

(3) 向潛在的客戶提出揭露文件

期貨交易顧問必須在交付顧問合約之前，將商品期貨交易管理委員會規則所規定之揭露文件交付給

⁵⁶ Supra note 32, p.16

⁵⁷ Commerce Clearing House, Inc., “Registration and Compliance of Commodity Trading Advisors”, paragraph 7601, 1994 (updated till 2003)

⁵⁸ 17 CFR 4.30

可能的客戶。⁵⁹

(4) 為非機構客戶透過合法登錄之衍生性商品交易管道進行交易

期貨交易顧問在符合下列情況下，得透過合法登錄之衍生性商品交易管道或依據相關規則代表非機構客戶進行交易⁶⁰：

- 管理客戶的期貨契約帳戶；
- 於交易時其所管理的帳戶總資產在25,000,000美元以上；以及
- 必須向客戶告知期貨交易顧問得依經登記之衍生性商品交易規則代表非機構客戶進行交易。

除此之外，必須向經登錄之期貨經紀商開立期貨契約的帳戶。⁶¹

(5) 保存紀錄

期貨交易顧問依法有保存交易帳冊及紀錄的義務，且必須依相關規定之形式及表格申報。所有的交易帳冊及紀錄必須保存三年(如主管機關要求較長期間者，依主管機關之要求)以供主管機關或司法機關檢查。⁶²原則上基金參與人有權查詢或影印這些帳冊及相關紀錄。⁶³

(6) 一般必要的揭露

警語，風險揭露聲明，目錄，揭露文件封面資訊(如期貨交易顧問之名稱、營業所在地、主要的營業電話、組織型態等)，相關人員的資訊(如期貨交易顧

⁵⁹ 17 CFR 4.31(a)

⁶⁰ 17 CFR 4.32(a)

⁶¹ 17 CFR 4.32(b)

⁶² 7 USC 6n(3)(A)

⁶³ 17 CFR 4.23

問之負責人、期貨交易顧問指定客戶開立帳戶之期貨經紀商、期貨交易顧問指定客戶開立帳戶之期貨仲介商名稱等)，商業背景，主要的風險因素，交易計畫內容之說明、費用、利益衝突、是否涉訟、是否為自己之帳戶交易、操作績效、其他補充資訊、重大資訊等。⁶⁴

(7) 操作績效的揭露

- 基本原則

期貨交易顧問或其他操作帳戶者之名稱以及交易計畫之名稱；期貨交易顧問或其他操作帳戶者開始操作管理客戶帳戶之日期以及期貨交易顧問或其他操作帳戶者開始依計畫交易客戶之資金之日期；截至揭露文件所載之日期起期貨交易顧問或其他操作帳戶者所管理之帳戶數量；截至揭露文件所載日期起期貨交易顧問或其他操作帳戶者所管理之資產總額以及依據計畫交易之資產總額等。⁶⁵

- 揭露之績效

期貨交易顧問必須揭露其本身及其所提供顧問服務之各交易本人所操作管理的所有帳戶之實際績效。⁶⁶

(8) 運用、修正及提交揭露文件

文件所揭露的資訊，必須是揭露文件作成當時的資訊。至於績效揭露部分，其資訊必須是揭露文件作成之日起三個月內之資訊。期貨交易顧問所使用的揭露文件日期不得超過使用之日起九個月。文件所

⁶⁴ 17 CFR 4.34

⁶⁵ 17 CFR 4.35(a)

⁶⁶ 17 CFR 4.35(b)

列載之資訊有誤時，必須予以修正。此外，除法規另有規定外，期貨交易顧問必須同時將揭露文件之副本送交給美國全國期貨公會留存。⁶⁷

2. 廣告行為的規範

與期貨基金經理人所需遵循之規範相同。

3. 鉅額交易之申報

有關於期貨市場上所規定之鉅額申報規定，亦適用於期貨交易顧問。⁶⁸

三、期貨基金經理人及期貨交易顧問之操作績效及懲處紀錄

由於期貨基金經理人及期貨交易顧問都必須充分揭露其操作管理的績效，而在市場上亦有專門對期貨基金經理人及期貨交易顧問進行評等的機構，⁶⁹因此投資人可由此資訊中，了解期貨基金經理人及期貨交易顧問的專業管理能力。此外亦可由交付給投資人的揭露文件中得知期貨基金經理人及期貨交易顧問是否涉及任何訴訟，或可由美國全國期貨公會的網站上查詢遭受任何機關或單位之懲處。

第三節 美國期貨基金

一、定義及態樣

依據商品期貨交易管理委員會規則之規定，期貨基金係指以交易期貨商品為營運宗旨的任何投資信託、聯合企業或類似的企業組織。⁷⁰除前述定義之組織態樣外，商品期貨交易規則亦針對基金之顧問型態、是否設有損失限制等訂定基金類型定義：⁷¹

⁶⁷ 17 CFR 4.36

⁶⁸ See supra note 53

⁶⁹ 參閱盧陽正、王麗惠、李忠榮，「我國期貨經理事業未來發展方向之研究」，頁 1

⁷⁰ 17 CFR, 4.10(d)(1)

⁷¹ 17 CFR, 4.10(d)(2), (3)

(一) 數名期貨顧問型基金(Multi-adviser pool)

係指基金之任何期貨顧問負責操盤的比例不得超過基金得投資於期貨商品的資金的 25%；投資於被投資型基金之比例，不得超過基金資產淨值的 25%。

(二) 保本基金(Principal-protected pool)

係指對於期貨基金參與人(Participants)的初期投資設有損失限制的基金。

二、組織型態及募集、銷售及贖回之簡述

(一) 組織型態

美國期貨基金，沒有特定的組織型態，在美國期貨市場上同時存在有限合夥(Limited Partnerships)、有限責任公司(Limited Liability Companies)、信託及有限公司的型態。⁷²但由美國全國期貨公會之提供之統計資料顯示，以有限合夥及有限責任公司型態居多。

因此投資人與期貨基金的關係，除信託之型態為契約關係，應為股東或合夥人與公司的關係。

(二) 募集、銷售及贖回

1. 募集

有關於基金的募集，依據美國證券交易管理委員會表示，⁷³美國並沒有針對期貨基金另訂募集的規範，在美國的規範架構上，適用證券交易的相關規範，由證券交易管理委員會管理。⁷⁴但基金的相關揭露文件必須交由美國全國期貨公會審核。私募基金豁免於相關證券法規之規範，但相關揭露文件仍需交由美國全國期貨公會審核。⁷⁵

⁷² Supra note 28, p.103

⁷³ Mr. Pinkerton, SEC, telephone conference Feb. , 2005

⁷⁴ 美國期貨公會亦表示，有關期貨基金的公開募集係由美國證券交易管理委員會管理。Maria McHenry, NFA e-mail dated January 14, 2005

⁷⁵ Id.;

依據商品期貨交易管理委員會規則之規定，所謂私募基金係指依 1933 年證券法第 4(2)條或依規則 D 私下募集之基金。⁷⁶除此之外，1940 年投資公司法亦另外針對私下募股的投資公司訂有相關的規定。至於 1934 年證券交易法雖未訂有私募基金的相關豁免規定或認定標準，然而亦有基金經理人或投資顧問為避免落入證券經紀商或自營商之定義而必須遵守相關揭露等義務，因此亦會規避該法有關之定義。茲簡要說明如下：

(1) 1933 年證券法

認定是否屬於 1933 年證券法第 4(2)條之豁免證券(即所謂的私募(private placement))的標準係以規則 D 之第 506 規定的規定判斷，即是否符合所謂的「安全港」規定：

- 發行人有合理之理由確信應募人數不超過 35 人，但應募人如為具有資格之投資人(accredited investor)時，⁷⁷不計算在內。
- 應募人雖不是具有資格之投資人，但其本身或其代理人具備金融與商業知識經驗，能評估投資計畫之可行性與風險，或於銷售時發行人有合理理由確信應募人具備有此種能力。
- 發行人須提供充分的企業內容資訊等。
- 發行人或其代理人不得利用任何形式之勸誘或廣告進行發行與募集。

⁷⁶ 17 CFR 4.24(a)(3)

⁷⁷ 所謂具有資格之投資人係指：(1)最近二年年收入達 20 萬美元以上的個人或夫婦聯合年收入達 30 萬美元以上，且於投資當年可合理預期該年年收入可達上述比例者；(2)銀行、保險公司、登記之投資公司、商業開發公司或小型商業投資公司；(3)受僱人退休收入安全法定義之受僱人福利計畫且其係由銀行、保險公司或經登記之投資顧問作投資決定者或該計畫之總資產超過 500 萬美元；(4)資產超過 500 萬美元之公益團體、公司或合夥；(5)銷售證券之公司的董事、執行長或無限責任合夥人；(6)股東皆為受認可之投資人的事業體；(7)於購買時，其所擁有之資產淨值或夫婦聯合資產淨值超過 100 萬美元以上之個人；(8)推有資產超過 500 萬美元以上之信託。(Rule 501 of Regulation D)

—發行人應盡合理的注意義務以確保證券取得人遵守再次出售的限制。

(2) 1940 年投資公司法

依據 1940 年投資公司法之規定，符合下列情況之基金，非屬 1940 年投資公司法定義之投資公司：

—其股東不超過 100 人，且非以公開募集方式發行公司的股票者⁷⁸

—非以公開募集方式發行有價證券，且於證券發行時，該證券持有人為「符合資格之購買人」(qualified purchaser)者。⁷⁹

(3) 1934 年證券交易法

1934 年證券交易法與 1933 年證券法及 1940 年投資公司法不同，沒有明定豁免規定，因此一般私募基金之經理人或顧問多以不符合 1934 年有關證券自營商或經紀商之定義，以規避向美國證券交易管理委員會登記。⁸⁰依據該法之規定，經紀商係指：為他人的帳戶從事買賣證券的行為者；⁸¹自營商係指：為自己的帳戶從事買賣證券的行為者。⁸²

2. 銷售

美國對於公開募集的期貨基金的銷售，必須先依證券法規向美國證券交易管理委員會登錄其所發行的有價證券，除此之外亦須遵守商品期貨交易管理委員會及美國

⁷⁸ 15 USC 80a-3(c)(1); 所謂的非公開募集係指符合 1933 年證券法第 4(2)條或規則 D (Regulation D)有關「安全港」(Safe Harbor)之規定

⁷⁹ 15 USC 80a-3(c)(7); 所謂「符合資格之購買人」係指：(1)任何擁有不低於 500 萬美元投資的自然人；或(2)任一擁有不低於 500 萬美元之投資的公司，而該公司係由家族直接或間接持有者；(3)任何非以取得有價證券目的而設立、且非屬前項(2)所指的信託事業，且該信託事業之受託人，其他有權為信託事業作決定者，各信託財產授予人或捐助人係屬本條規定(1)、(2)或(4)之情況者；(4)任何為自己或為其他符合資格購買人帳戶持有及全權委託交易投資之投資總額不低於 2500 萬美元者。(15 USC 80a-2(51))

⁸⁰ 15 USC 78o-15(b)(1)

⁸¹ 15 USC 78c-3(a)(4)

⁸² 15 USC 78c-3(a)(5)

全國期貨公會的規定，其主要規範重點為確認投資大眾收到有關公開募集基金投資的所有揭露文件。⁸³期貨基金經理人在未提供投資大眾揭露文件前，不得接受任何投資人投資期貨基金。⁸⁴私募基金由於其投資人有限，或僅銷售給經驗豐富的投資人，其所發行表彰權益之憑證，無須向美國證券交易管理委員會登錄⁸⁵，但亦須於接受投資人之資金，或於簽約前交付揭露文件。

3. 贖回

一般而言，投資人沒有權利查看期貨基金所持有的特定部位。此外，期貨基金通常會以下列限制投資人的流動性：一個月、一季或一年一次辦理投資人贖回，不得隨時贖回。⁸⁶

4. 清算

大多數的基金皆訂有清算條款，當基金的最初價值(initial value)降至基金資產的 50%時，基金將被清算，而其剩餘資產將分配給投資人。⁸⁷

(三) 期貨基金資產

1. 與期貨基金經理人之資產分離

前述有關於期貨經理人之相關規範已提及，原則上期貨基金之資產必須與期貨經理人之資產分離。

2. 資產分配

在美國現行法規中，沒有特別規定期貨基金的資產配置及閒置資金的運用等。⁸⁸在商品期貨交易管理委員會的規則中只有明定期貨基金經理人必就其投資計畫及收益運用予以揭露，其揭露事項摘要說明如下：

⁸³ NFA, Comment Letters, March 12, 2004, www.nfa.futures.org

⁸⁴ id, also see 17 CFR 4.21(a)

⁸⁵ Supra note 74

⁸⁶ Supra note 28

⁸⁷ Supra note 28, pp.103-104

⁸⁸ Supra note 74

- 基金所交易之期貨商品或其他商品類型之說明；
- 基金之交易、投資計畫及策略之說明；
- 摘要說明基金主要投資顧問、包括各投資顧問所分配管理之資產、其所擬採用之交易計畫及各交易顧問過去顧問此等計畫之歷史經驗；摘要說明基金主要投資之基金，包括基金資產之分配及投資基金之性質及運作，該等基金流動性、槓桿比率、報酬率及其相關期間等；及
- 期貨基金可以達到保證金要求的方式及基金資產分離持有的最高比例等，⁸⁹此外如基金流動性資產之金額影響投資人贖回請求時，基金必須揭露此訊息。⁹⁰

值得一提者，由於 1940 年投資公司法規定其所規範的投資公司係指下列三種：⁹¹

- 營業項目對外以從事或將從事投資、轉投資或證券交易為主者；
- 從事或將從事發行分期付款型態之面額憑證在外流通者；或
- 以從事或將從事投資證券、轉投資證券、取得證券所有權、持有證券或證券交易，且其擁有或欲取得投資型證券(investment securities)之價值，在不計入其關係企業資產的計算基準上，超過其總資產(政府發行之證券及現金除外)之 40%者。

因此基金如欲避免落入前述之投資公司定義中，其投資證券的比例須控制在 40%之以下。

3. 資產之保管

在商品期貨交易管理委員會有關期貨基金的規定中，沒

⁸⁹ CFTC regulations, § 4.24(h)

⁹⁰ Supra note 74

⁹¹ 15 USC 80a-3(a)(1)

有規定須有保管銀行管理資產。依據美國全國期貨公會提供之資訊，保管銀行之設置主要是依據證券法規。⁹²而實務上，依據業者表示，期貨基金的資產及其相關權利的移轉、登記等多由專業人士，如會計師、律師或行政管理者負責監管。⁹³

三、投資標的及規範

依據美國現行規定，除須充分揭露投資資訊外，主管機關並未限制期貨基金得投資的標的商品種類、投資的金額，亦未限制其投資於美國境外市場。⁹⁴但如期貨基金之投資標的涉及證券時，有特別的規範，以下分述其相關規範。

(一) 投資於證券期貨(securities futures)

1. 管轄權

依據美國 1933 年證券法，有價證券的定義中明文規定證券期貨為有價證券；⁹⁵而依據美國商品期貨交易法的規定，期貨定義範圍亦包含證券期貨。為避免造成管轄上的爭議，2000 年商品期貨交易現代法明文規定證券期貨亦是證券，亦為期貨，同時受證券及期貨相關法規規範。

⁹⁶

2. 標的商品

同時受證券法規及期貨法規管轄的證券期貨，其標的商品必須是單一的股票或是窄基指數(Narrow-Based Securities Indices)。所謂單一的股票是指個股、在集中市場交易的基金、其他同時經商品期貨交易管理委員會及

⁹² Supra note 36

⁹³ 葉總經理一豐，曼仕期貨，葉總經理具有美國期貨基金經理人之資格，94 年 1 月 10 日訪談紀錄。

⁹⁴ Supra note 74.

⁹⁵ 15 USC 77b-(a)(1)

⁹⁶ NFA, "A Regulatory Guide, Security Futures Products", P.1, January 2004, www.nfa.futures.org

證券交易管理委員會許可的其他證券；小型的股票指數則是指具備下列任何一種情況的指數：⁹⁷

- 由 9 家以下之公司股票所組成的指數；
- 單一個股佔指數權數 30% 以上；
- 指數權重較高的前五家股票所佔的權數比重達 60% 以上；或
- 佔指數權重比重最低的 25% 的股票交易量低於平均每日交易量的門檻。

3. 期貨基金經理人及期貨交易顧問的登錄

期貨基金經理人不需要向證券交易管理委員會另行登錄。但是，若基金的證券期貨交易活動致使該基金符合投資公司法的投資公司定義時，期貨基金經理人可能需要為基金作投資公司之登錄。⁹⁸

在許可基金進行證券期貨交易前，美國全國期貨公會會員必須先查證基金之經理人是否業經登錄成為期貨基金經理人及期貨公會會員，或是屬於豁免登錄者。⁹⁹

期貨交易顧問亦不需要向證券交易管理委員會登錄，除非該期貨交易顧問主要的業務是提供投資公司或商業開發公司投資建議或證券交易建議。同樣的，證券投資顧問亦不需要登錄成為期貨交易顧問，除非其主要的業務是向基金(以投資於集中市場交易之期貨為主)提供期貨交易建議。在許可期貨交易顧問進行證券期貨交易之前，美國全國期貨公會會員必須先查證期貨交易顧問是否業經登錄成為期貨交易顧問及期貨公會會員，或是屬於豁免登錄者。¹⁰⁰

⁹⁷ Id., p2

⁹⁸ Id., p3

⁹⁹ Id.

¹⁰⁰ Id., p4

(二) 投資 90%以上之資產於證券

1. 美國全國期貨公會之說明

依據美國全國期貨公會有關期貨基金經理人申請豁免提供相關文件之說明，如期貨基金係依據 1933 證券法之規定募集及銷售，且其主要從事之交易為證券交易，其投資期貨商品之比例不超過其資產淨值的 10%，且其進行期貨交易之目的係為配合證券交易，在此情況下，期貨基金經理人可以向美國全國期貨公會申請豁免提供相關文件，並可豁免於商品期貨交易管理委員會有關期貨基金經理人的相關規定。¹⁰¹

2. 商品期貨交易管理委員會規則

而依據商品期貨交易管理委員會規則之規定，期貨基金經理人如有下列情事時，可全部或一部豁免適用商品期貨交易管理委員會的相關限制：(1)基金係依據 1933 年證券法募集及銷售或依據該法豁免者；(2)未來係以從事證券或證券衍生性商品交易為主者；(3)未來就期貨契約、期貨選擇權契約的交易投入於這些契約的原始保證金及權利金總額(加計這些契約未實現的損益)不會超過基金資產市值的 10%者；及(4)從事此等期貨交易僅限以附隨其證券交易活動之方式為之。¹⁰²

適用前述的豁免規定必須符合商品期貨交易管理委員會規則所規定的特定條件：如(1)基金的募集說明文件係依據 1933 年證券法的要求準備，或是依據該法，可豁免者；(2)募集說明文件之內容包括商品期貨交易管理委員會規則第 4.24 條(c)-(m)及(o)-(u)的規定；(3)符合商品期貨交易管理委員會規則第 4.24 條(v)及(w)的規定等。¹⁰³

¹⁰¹ NFA, “Disclosure Documents-A Guide for CPO and CTAs”, p.37, March 2004

¹⁰² 17 CFR 4.12(b)(1)

¹⁰³ 17CFR 4.12(b)(2)

四、基金應向大眾揭露的資訊

商品期貨交易管理委員會對於期貨基金的管理，主要是期貨基金的風險揭露。在 2003 年 3 月以前，公開募集之基金，其揭露資訊需同時送交商品期貨交易管理委員會及美國全國期貨公會，為避免成雙重管理成本，商品期貨交易管理委員會決定授權美國全國期貨公會為專責管理揭露文件的機構，不論公開募集或私募基金皆需向其呈報相關文件及資訊。依據現行的規定，期貨基金經理人及期貨交易顧問皆需向美國全國期貨公會揭露相關資訊。任何揭露文件在沒有取得美國全國期貨公會的書面核准前，不得使用之。¹⁰⁴此外，依據商品期貨交易管理委員會管理規則之規定，期貨基金經理人必須在交付給可能之基金參與人申購合約書之前，交付揭露文件；¹⁰⁵期貨交易顧問則須在交付給可能的基金參與人顧問合約之前，交付有關其交易計畫的揭露文件。¹⁰⁶

(一) 文件

依據美國全國期貨公會規則，¹⁰⁷公開募集的期貨基金必須準備的文件包括二個部分，第一個部分是揭露文件(Disclosure Documents)，第二部分是額外資訊報告(Statement of Additional Information)。第一個部分包括商品期貨交易管理委員會規則第四部分所要求的資訊、美國證券管理委員會或其他州證券主管機關要求的資訊；至於非屬前述強制公開揭露的資訊，而期貨基金經理人認為必要揭露的資訊必須揭露於第二部分。¹⁰⁸

在期貨基金經理人接受或收受任何資金前，一定要將第一部分揭露文件及第二部分額外資訊報告交給潛在的客戶。¹⁰⁹

私募基金，依據規定僅需要準備前述揭露文件中商品期貨交

¹⁰⁴ Supra note 100, p.33

¹⁰⁵ 17 CFR 4.21(a)

¹⁰⁶ 17 CFR 4.31(a)

¹⁰⁷ NFA Compliance Rule 2-35

¹⁰⁸ Supra note 100, p17

¹⁰⁹ Id.

易管理委員會規則第四部份所規定之文件。但若期貨基金經理人擬揭露前述規定要求以外的資訊時，應列示在第二部分額外資訊報告。期貨基金經理人，雖無義務交付第二部分文件給潛在的客戶，但必須告知有此文件的存在，若客戶要求其提供該份文件時，必須交付給客戶。¹¹⁰

(二) 揭露文件內容

依據商品期貨交易管理委員會規則之規定，對於期貨基金之揭露文件應包含下列資訊：¹¹¹

1. 封面警語
2. 風險預告書
3. 目錄
4. 前言
5. 關係人
6. 商業背景
7. 主要風險因素
8. 投資計畫及收益之運用
9. 費用及支出
10. 利益衝突
11. 關係人交易
12. 訴訟
13. 為自己帳戶交易
14. 績效揭露
15. 保本基金應揭露的文件
16. 轉讓及贖回
17. 基金參與人的責任¹¹²
18. 獲利分配及稅賦

¹¹⁰ Id.

¹¹¹ 17 CFR 4.24

¹¹² 必須揭露有關基金與人就其持有資產以外所需另行負擔之損害賠償範圍。

19. 交易及其他資訊
20. 基金持有人(Ownership in pool)
21. 向基金參與人報告
22. 補充資訊
23. 重大資訊

(三) 文件審查

依據期貨公會之相關說明，期貨公會之目標係收件後 14 天內能完成前述揭露文件之審閱。若文件無須修正，則會發出書面許可函，否則即會發出補正通知。惟期貨公會主要在於確定文件包含了所有必須揭露之資訊，以及該等資訊與期貨公會之記錄資料是否相符。至於文件內含之資訊是否正確，則非屬期貨公會審查之工作。¹¹³

(四) 豁免規定

商品期貨交易管理委員會規則規定如期貨基金經理人係以私募基金向合格人士(qualified eligible person)¹¹⁴募集或銷售基金者單位或股份者，得申請豁免提供商品期貨交易管理委員會規則所規定需要揭露的文件及財務報告。

五、境外基金

對於下列情況之境外基金，期貨基金經理人可依規定向商品期貨交易管理委員會申請豁免揭露、報告及保存特定紀錄的規定，商品期貨交易管理委員會會依個案審查：¹¹⁵

- 一 申請豁免者係業經登錄為期貨基金經理人者；
- 一 期貨基金於美國境外設立組織，將來亦持續會在美國境外營運；
- 一 期貨基金將不會在美國境內開會或從事管理活動；

¹¹³ Supra note 101, p. 33

¹¹⁴ 詳參附錄四，第 38 頁

¹¹⁵ CFTC, Offshore Commodity Pools Relief for Certain CPOs From Rule 4.21, 4.22 and 4.23(a)(10)and (a)(11) and From the Location of Books and Records Requirement, No.18-96, Release: April, 11, 1996

- 期貨基金之持有人中沒有任何美國居民；
- 期貨基金不會直接或間接收受、持有或投資任何源自於美國境內的資本；
- 期貨基金經理人、期貨基金及任何關係人將不會基於向美國居民勸誘銷售基金之目的，而進行任何行銷活動或有合理的理由認為有行銷效果之活動。

由上述規定可以反面推論，如期貨基金涉及於美國境內從事行銷活動、或其持有人中有美國居民、或其持有或收受或投資之資本直接間接源自於美國境內時，仍需受商品期貨交易法及相關法規之拘束。此可由美國全國期貨公會有關外國登錄者及申請者之說明可以證明：

設立於美國境外之期貨基金經理人如涉及向美國客戶為任何交易活動時，原則上必須依與美國期貨基金經理人相同的申請規定，向美國全國期貨公會辦理登錄；此外，必須同意商品期貨交易管理委員會及美國全國期貨公會有權予以查證。¹¹⁶

第四節 期貨基金與共同基金、對沖基金之比較與差異

基本上，在整個金融市場上，期貨基金係對沖基金之一種。對沖基金並沒有法律上的定義，但通常在實務上所稱的對沖基金係指非 1940 年投資公司法之投資公司，持有證券及其他資產的基金(包括固定收益證券、可換股證券、貨幣、集中市場交易之期貨契約、店頭市場交易之衍生性商品、期貨契約、選擇權及其他非證券投資工具)，其受益單位無須登記，亦未向大眾公開銷售。¹¹⁷

¹¹⁶ NFA, Foreign Registration and Applicants, www.nfa.futures.org

¹¹⁷ See United States Securities and Exchange Commission, Implication of the Growth of Hedge Funds, September 2003, p3, www.sec.org

而所謂的共同基金，目前在實務上多以符合 1940 年投資公司法之投資公司為代表。依據美國商品期貨交易管理委員會對於期貨基金之解釋，任一基金只要從事一件期貨交易即被視為期貨基金，¹¹⁸投資公司與期貨基金的範圍有相當程度的重疊。

綜上所述，要依據法律上的認定，明確畫分共同基金及期貨基金及對沖基金實屬不易。然而美國證券交易管理委員會在一份探討對沖基金在市場上的成長對市場的影響報告中，¹¹⁹為能有效規範對沖基金的投資顧問，仍然針對這些相關的投資工具特色予以比較，以視區分。以下即就該份報告所作之分析概要說明：

一、投資標的

期貨基金、共同基金及對沖基金在投資標的上，其範圍沒有什麼不同，皆可投資於證券、期貨及其他資產。但從主管機關的角度，一般係以投資比重為畫分管轄的重點。

(一) 期貨基金

期貨基金可投資的標的包括期貨、選擇權、股票、債券、貨幣市場基金及其他金融工具。¹²⁰在美國現行法規中，並未限制期貨基金可投資的標的。¹²¹商品期貨交易管理委員會雖然主張只要基金從事一件期貨交易即被視為期貨基金，但為避免造成管轄上的競合，在運作上，仍以基金投資於證券或期貨之比重作為區分重點。期貨基金應以從事期貨交易為主。

(二) 共同基金

共同基金之投資標的已如前述，基本上區分共同基金(投資

¹¹⁸ See CFTC Interpretive Letter 98-18 (Mar. 12, 1998)

¹¹⁹ Supra note 117

¹²⁰ 參閱行政院金融監督管理委員會證券期貨局有關美國期貨服務事業之內部研究報告，第 15 頁；also see The CPO and Commodity Pool Industry, CFTC Backgrounder 1-04, June 8, 2004

¹²¹ See Supra note 74

公司)與期貨基金之標準，係依 1940 年投資公司法第 3(b)(1) 條之規定，將直接或間接從事非以證券交易為主之發行人，排除於投資公司定義之外。¹²² 因此如以投資期貨為主之基金則非屬於投資公司。然有疑義者為證券期貨這種商品。這種商品既屬於 1933 年證券法所定義之證券，亦屬於期貨商品，因此如基金主要投資於證券期貨時，商品期貨交易管理委員會定有特別之規定，且依 2000 年期貨現代法之規定，此種商品之相關訊息及處置必須同時通知二個主管機關，而二個主管機關亦須彼此互相通知。

(三) 對沖基金

一般區分對沖基金與期貨基金，亦以該基金是否以投資期貨為主作區分。¹²³

二、操作策略

大體上而言，對沖基金係以追求絕對的報酬為目標，因此其操作策略與期貨基金及共同基金雖有類似之處，但在選擇各種投資工具時，仍較其他二種基金範圍更大且更具選擇性。

(一) 期貨基金

從法規的角度而言，並沒有針對期貨基金操作上作任何限制，但是期貨基金必須揭露其能符合保證金要求的風險控管方式。

(二) 共同基金

依據投資公司法之規定，投資公司必須依規定計算基金的資產淨值，避免利益衝突，在槓桿交易及某些投資操作策略之運用上亦受有限制。¹²⁴

¹²² See supra note 117, p.9 foot note 24

¹²³ See supra note 117, p.8

¹²⁴ See supra note 117, pp.6-7

(三) 對冲基金

不受任何投資策略之限制，其所運用的投資策略範圍廣泛，例如可投資於急售證券 distressed securities, 非流動證券 illiquid securities, 新興市場公司之股票及衍生性商品，此外亦可運用套利機會，如運用可能的合併及收購所產生的機會套利。¹²⁵

三、募集銷售對象

期貨基金及共同基金之銷售對象視其為公開募集或私募而有所區分；如屬於公開募集者，其對象為一般投資人，其屬私募者，其對象則多屬符合特定資格之人士。至於對冲基金，其對象主要為符合特定資格之人士，一般係財力雄厚者。

四、規範法規

(一) 期貨基金

受商品期貨交易法及相關法規規範，在公開募集的部分，尚受證券交易相關法規規範。

(二) 共同基金

受 1933 年證券法、1934 年證券交易法及 1940 年投資公司法之規範，投資公司之投資顧問尚受 1940 年投資顧問法之規範。

(三) 對冲基金

對冲基金之投資顧問通常多以符合商品期貨交易法、1933 年證券法、1934 年證券交易法、1940 年投資公司法之相關豁免規定，以規避各種相關規範。

然而美國證券交易管理委員會基於下述因素，決定修正 1940 年投資顧問法，以規範對冲基金之經理人：

¹²⁵ See supra note 117, p. 4

- 隨著對沖基金快速成長，估計約有 7,000 支基金，共 8,700 億美元的資產，預計於 2004 年底對沖基金之規模將超過 1 兆美元(US\$1 trillion)。¹²⁶
- 在過去五年間，共發生 51 個詐騙案件與對沖基金相關，其詐騙金額估計超過 10 億美元。¹²⁷
- 小額投資人、退休者，其他市場參與者直接間接參與對沖基金的成長，使得對沖基金之投資人不再侷限於財力雄厚者。此一成長除因國際市場上大幅降低投資門檻之外，1985 年以後，將各合夥、信託、公司視為一個客戶，而投資顧問多集中客戶之資產設立有限合夥、商業信託或公司，如此使得投資顧問得規避登錄，亦可管理許多小額投資人所匯集的大規模資產。¹²⁸

依據美國政府公報，證券交易管理委員會基於對沖基金投資標的主要為證券及證券相關商品，因此認為應將對沖基金投資顧問納入投資顧問法中規範，以利規範，同時藉由該等投資顧問資料的揭露，有助於投資人查詢相關基金投資顧問的情況。¹²⁹

衡諸多方面的因素，美國國會通過 1940 年投資顧問法修正案，將特定對沖基金之交易顧問納入規範，必須依法向美國證券交易管理委員會登錄，並遵守相關法規，包括績效費用(performance fee)之限制、帳冊及紀錄之保存、廣告及現金勸誘之規範。

新修正之法規中最重要的變更為修正單一客戶認定的標準(但此並非惟一認定單一客戶的方式)，並重新定義私募基金

¹²⁶ See Federal Register Vol 69, No. 237 p.72055, December 10, 2004

¹²⁷ Id., p.72056

¹²⁸ Id., p.72057

¹²⁹ Id., 72065.

金。茲說明如下：

1. 單一客戶的定義：

(1) 一般規定¹³⁰

依據規定，單一客戶係指

(a) 一自然人，及

- 該自然人之未成年小孩(any minor child)，
- 與自然人住所地相同的任何親戚、配偶及姻親，
- 自然人及/或前述提及之任何人係惟一主要受益人的所有帳戶；及
- 自然人及/或前述提及之任何人係惟一主要受益人的所有信託。

- (b) 一法人、無限合夥(general partnership)、有限合夥(limited partnership)、有限責任公司(limited liability company)、信託(前述(a)所提之信託除外)或其他法人組織，且投資顧問係依據前述法人等之投資目標提供顧問，而非針對其股東、合夥人、有限合夥人、會員或受益人之投資目標提供顧問；
- 前述所提之法人等，若其股東完全相同時，二個以上之法人亦視為單一客戶。

(2) 特別規定¹³¹

在下列情況，需個別規定認定：

- (a) 如針對前述法人等之個別股東提供不同於法人的個別顧問服務時，則該個別股東應視為一個客戶，且將該個別股東視為一個客戶

¹³⁰ 17 CFR 275.203(b)(3)-1(a)

¹³¹ 17 CFR 275.203(b)(3)-1(b)

不會影響本規定對其他股東的適用；

- (b) 單純代表法人等向其股東募集、推廣或銷售股份(單位)；或僅就法人等資產或類似事項的表現績效或計畫定期向其股東視為一個團體報告之情況，則該等法人之個別股東不視為單一客戶。
- (c) 有限合夥或有限責任公司之無限合夥人、常務會員或其他人擔任該等合夥或公司之投資顧問時，該有限合夥、有限責任公司視為一個客戶。
- (d) 沒有收取顧問報酬者，無須將其視為一個客戶。
- (e) 主事務所、營業場地在美國境外，無須將非美國居民列入客戶人數之計算，但若在美國境內，則需列入計算。
- (f) 前述(b)第一種情形不得視為私募基金。

(3) 不得因投資 1933 年證券法之有限合夥私募股份(單位)而對外以投資顧問身份自居。¹³²

2. 私募基金

(1) 定義：

私募基金係指符合下列情況之基金¹³³

- (a) 係指符合 1940 年投資公司法第 3(c)(1)或 3(c)(7)之公司；
- (b) 其股東或持有人得自購買時起二年內要求贖回任何股份或單位；
- (c) 其單位募集係依投資顧問之投資技術、能力及經驗。

¹³² 17 CFR 275.203(b)(3)-1(c)

¹³³ 17 CFR 275.203(b)(3)-1(d)(1)

(2)除外情況

下列情況非屬私募基金：

- (a) 投資公司僅在(i)特殊情況下，且(ii)僅得以資本利得或收益再投資所取得之股份(單位)許可其股東自購買時起二年內許可其股東贖回其利益者，非屬私募基金；¹³⁴
- (b) 設址於美國境外之基金，在美國境外公開募集基金，依各該國法律，依公開募集基金予以規範者，非屬私募基金。¹³⁵

因此，只要對沖基金不符合上述私募基金的條件，其交易顧問則必須依據 1940 年投資顧問法向證券交易管理委員會登錄。

第五節 美國期貨市場運作情況

依據商品期貨交易委員會於 2004 年在網站上公佈的報告，截至 2003 年底，向主管機關登錄的期貨基金經理人共計有 2,059 名，他們所管理的基金約有 3,244 支基金。¹³⁶而依據 2005 年 3 月 24 日網站公佈的資料顯示，截至 2004 年底，向主管機關登錄的期貨基金經理人計有 1,898 名，而所管理的期貨基金則增加至 3,500 支基金。¹³⁷

依據該份報告，截至 2003 年 12 月 31 日止，則有 3,255 支基金，基金總值 6,140 億美元(相較於 2002 年 12 月 31 日之統計數據，成長了 45%，增加了 1,900 億美元的基金規模)。基金規模在 5 千萬美元以下的有 1,621 支，基金總值為 260 億美元。規模在 5 千萬美元至 1 億美元者，有 432 支基金，基金總值為 3 百億美元。規模在 1 億美元至 5

¹³⁴ 17 CFR 275.203(b)(3)-1(d)(2)

¹³⁵ 17 CFR 275.203(b)(3)-1(d)(3)

¹³⁶ see The CPO and Commodity Pool Industry, CFTC Backgrounder 1-04, June 8, 2004

¹³⁷ See The CPO and Commodity Pool Industry, CFTC Backgrounder 1-05, March 24, 2005

億美元者計有 736 支基金，基金總值為 1,640 億美元。規模在 5 億美元至 10 億美元者計有 173 支基金，基金總值為 1,230 億美元。規模在 10 億美元以上者計有 121 支基金，基金總值為 1,710 億美元。其中有 3,198 支基金是私募基金，只有 57 支基金是公開募集的基金。¹³⁸

依據業者表示，美國期貨市場如此生態，主要是因為公開募集的成本高於私募基金。¹³⁹而由前述基金的募集型態及揭露資訊亦可看出，私募基金發行的有價證券不需向美國證券交易管理委員會登錄，其揭露的資訊亦較公開募集基金簡單。

第六節 小結

一、管轄權及法規的適用

儘管商品期貨交易管理委員會規則針對期貨基金定有明確的定義，但由於 1933 年證券法之證券範圍相當廣泛，加上實務上經常運用衍生性商品交易及期貨交易作為避險或提昇投資效益的工具，因此雖然理論上期貨基金、共同基金及對沖基金係不同的投資工具，但在區分法規適用上，則未必可以清楚地畫清界限。

商品期貨交易管理委員會曾經作出解釋，任一基金只要從事一件期貨交易即被視為期貨基金，¹⁴⁰受商品期貨交易管理委員會管轄。又依據美國全國期貨公會之說明，對於某些同時涉及期貨交易及證券交易之基金，商品期貨交易管理委員會仍有管轄權限，只是為避免雙重管理，有權選擇不予管理，而由美國證券交易管理委員會負責。¹⁴¹法規的適用上，則若不在豁免範圍，則有同時

¹³⁸ Id., 57 支係依 2004 年年中統計數據所作出的保守估計。

¹³⁹ 葉一豐總經理，曼仕期貨，參閱前揭註。

¹⁴⁰ See CFTC Interpretive Letter 98-18 (Mar. 12, 1998)

¹⁴¹ See supra note 36

受證券法規及期貨法規規範之情況，如證券期貨及公開募集之期貨基金。

由美國 2000 年期貨現代法即可看出金融商品的管轄越來越難區分，因此規定商品期貨交易管理委員會與美國證券交易管理委員會對於涉及證券及期貨的相關規範及處置應彼此互相通知。

實務運作上，如基金經理人或期貨交易顧問所管理或操作的基金同時具有證券及期貨基金的性質時，且期貨基金經理人或期貨交易顧問無法符合相關的豁免規定，亦有同時向證券交易管理委員會及商品期貨交易管理委員會辦理登錄的情況。

二、期貨基金經理人及期貨交易顧問之資格

期貨基金經理人及期貨交易顧問除了須具備專業之能力外，自然人或法人只要向美國全國期貨公會完成登錄的手續皆可任之，沒有任何財務條件的要求。

三、期貨基金經理人與投資人之法律關係

期貨基金經理人與投資人的法律關係，必須依該基金之組織型態而定，如為有限合夥，則期貨基金經理人與投資人各依據其佔有之資產比例負有限責任。如為公司，則各依據其股份負責。至於信託型態，則依其所定之信託契約為之。

四、期貨基金的風險控管

美國對於期貨基金之風險控管，並非著重於商品的投資限制或資產配置，而係著重於充分揭露基金之相關風險及控制風險的方式，確保基金能符合有關保證金要求的規定，以利投資人選擇及判斷。對於揭露資訊之正確性及時間，則由美國全國期貨公會負

責審核。此外則須符合對於期貨交易的一般規範，如鉅額交易之申報、部位限制等。

第肆章 英國期貨基金之規範制度

第一節 概述

英國政府對金融市場商品及活動，一律視之為金融服務事業，除了銀行、保險等性質特殊之業別外，其他參與市場之人，一併由整合性質之母法所規範，僅依其活動與商品標的的性質，制訂其相關標準及監管制度，但不就事業本身作區分。此種放棄分業式立法型態，邁向單一法源及主管機關的整合型立法，乃為全球金融市場之先驅之一。

而基金在英國法上稱為「集合投資計畫」(Collective Investment Scheme)，除在歐盟(European Union, 下稱"EU")他國設立而經英國政府認可進入市場者外，大可分為依開放型投資公司及依信託契約設立運作兩類型。每一集合投資計畫均有基金經理人與基金保管機構，計畫之設立、從事基金經理人及保管機構業務活動，除了符合豁免條件外，均必須得到金融市場之主管機關，即英國金融服務局(Financial Service Authority，下稱"FSA")的授權。

如前所述，因整合型的立法揚棄了傳統的分業管理，作為集合投資計畫之基金經理人與保管機構，不再以所得從事之投資標的分別授權，而是經由財務及資本的條件限制、投資風險控管機制、內部管理與控制程序等方式，落實主管機關保障投資人權益之任務。反應在集合投資計畫上，同樣也不再以投資標的作形式上的標準，給予差別待遇，而是均視為「經授權之集合投資計畫」(authorized collective investment scheme)，在允許投資之標的範圍內，依法令的投資限制，由各經理人所決定投資策略和風險分配、管理，操作計畫之投資。從而，儘管現實上或有計畫以強調投資期貨為產品特色，「期貨基金」一詞，在英國現行法令上已不復存在，欠缺規範或管理上的法律意義。

至於豁免的基金，係針對具有專業知識、經驗與相當財力之投資人，所募集的集合投資計畫，無須經主管機關授權，於存續期間內大致僅受低密度的監督，可運用高度槓桿、賣空等技巧達成投資目的。所謂低密度的監督，主要包括募集對象與促銷廣告方式，亦即，相對於經主管機關授權的集合投資計畫，此類豁免計畫無須亦不得向大眾開放申購，類似「私募」之基金型態。英國法下之對沖基金(hedge fund)，亦屬此一類型。

本文第二節將介紹英國集合投資計畫之法規架構，第三節說明經授權的集合投資計畫的相關規範與主管機關之權限，復於第四節討論基金經理人與保管機構之責任。至於第五節則介紹未經授權之集合投資計畫；其中特定資格投資人計畫雖然必須經過 FSA 之授權，惟由於投資人之資格限制與銷售規則與未經授權之計畫相同，而不適用經授權計畫必須公開接受大眾申購之規定，故一併納入本節。

第二節 法規架構

由於英國的地理位置與政治情勢，其金融市場法規與 EU 立法政策發展有密不可分之關係：一方面，英國以其歷史悠久而繁榮之金融市場，引導歐洲金融市場之發展，從而牽動 EU 金融指令制訂與修正之方向；他方面，配合指令之修正，如同其他會員國，英國負有落實在國內相關立法、制訂或修正配套的細則以及徹底執行與監督之義務。換言之，在研究英國金融法規時，必須先瞭解 EU 指令中對相關活動與商品規範之精神與方向，再著手於國內規則、立法沿革之文件（特別是配合 EU 指令修正而進行的諮詢報告、討論報告），方能窺得全貌。

以下，將簡介 EU 與英國集合投資計畫之規範，包括 EU 之 UCITS 指令(Council Directive of Undertakings for Collective Investment in

Transferable Securities)，英國「金融服務暨市場法」(Financial Service and Market Act 2000; FSMA)及 FSA 所制訂之集合投資計畫規則(The New Collective Investment Schemes Sourcebook)。

一、歐盟法令

EU 於 1985 年通過 UCITS 指令，以規範 EU 內之集合投資事業與活動；該指令於 2002 年 1 月再經 EU 理事會(European Council)修正(稱為 UCITS 產品指令及管理指令，UCITS Product Directive 及 Management Directive)，擴大集合投資計畫之投資標的，並授予投資公司於歐洲經濟區域(European Economic Area, EEA) EEA 國家內經營相關投資事業之護照權利(“Passport”)。UCITS 指令修訂部分要求各會員國於 2003 年 8 月 13 日前採行新的指令規範，依指令內容制訂各國內國法律或命令，並且應於 2004 年 2 月 13 日生效施行。

舊 UCITS 指令所允許於 EU 國家交易之集合投資計畫，投資標的僅限於為轉讓證券，亦即主要為股票與可流通之債權證券¹⁴²。然而英國於 1989 年採行該指令時，即允許集合投資計畫投資其他非 UCITS 指令之標的，因此英國關於集合投資計畫之規範，自始即可分為 UCITS 與非 UCITS 之兩類型。其後，英國並於 1991 年再次擴大集合投資計畫之投資標的，使其包含認股權證、期貨暨選擇權、槓桿型期貨暨選擇權與財產計畫等類型¹⁴³。2002 年 UCITS 修正指令順應各會員國之普遍要求，擴大 UCITS 下集合投資計畫所得投資之標的，允許混和型基金(“mixed fund”)，使各投資計畫的經理人得於指令關於投資風險分配與其他限制內，自由決定資產配置之方式。

¹⁴² UCITS Directive (Directive 85/611/EEC), Article 1

¹⁴³ See FSA Consultation Paper 135, *New Collective Investment Scheme products*, 2.8-2.10

如前所述，期貨及選擇權計畫、貨幣市場計畫以及專屬投資基金之計畫均非原 UCITS 所允許之基金類型，但於 2002 年之修正後，期貨、選擇權、貨幣或其他計畫均納為 UCITS 計畫之投資標的。而 UCITS 商品指令對於衍生性商品之投資，則規範了關於風險控制與管理之機制：風險控制上，集合計畫之債務不得超過該計畫之資產；風險管理方面，標的資產的市場風險必定不得超過基金資產總值，各基金管理人必須採取適合其衍生性商品投資策略的風險管理機制，同時應揭露基金的高變異性(“higher volatility fund”)。UCITS 商品指令允許之衍生性商品投資不僅可作為避險之用途，亦得作為投資之目的。關於投資衍生性商品之規範，指令主要分為四大方向：

1. 投資衍生性商品應符合該計畫之投資目的。¹⁴⁴

針對計畫投資可轉讓證券及貨幣市場工具，UCITS 修正指令僅要求投資策略與工具應符合「效率的資產組合管理」，而授權各會員國制訂其他標準或限制。而當計畫投資衍生性商品時，指令則進一步要求各計畫必須遵守 UCITS 基金規則，不得悖離發行計畫與公開說明書內相關之基金投資目的。此項要求同時亦將隱含在對於基金管理人權限與義務之相關規則內。

2. 投資衍生性商品所致潛在的最大風險不得超過計畫資產。¹⁴⁵

UCITS 指令開宗明義即要求，各集合投資計畫必須遵守風險分散原則。¹⁴⁶UCITS 對於投資衍生性商品的風險控管採取總括性的標準，任何交易，必須在所生風險得以現在或將來確定可取得的基金資產涵蓋(cover)之限度內，方得進行。對於風險的評估必須納入標的資產的現值、市場趨勢、交易

¹⁴⁴ UCITS Product Directive (Directive 2001/108/EEC), Article 21(2)

¹⁴⁵ UCITS Product Directive, Articles 22

¹⁴⁶ UCITS Product Directive, Articles 1(2)

相對人與變現所需時間等因素。同時，此類計畫亦必須符合 UCITS 指令中關於投資同一主體發行之證券、投資店頭市場衍生性商品等比例上的限制。

3. 計畫經理人必須採取風險管理程序以監控計畫風險暴露 (“exposure”)程度。¹⁴⁷

各計畫經理人必須建立風險管理程序，確保監控各部位以及整體資產組合的風險，該程序應包括可投資之衍生性商品種類、投資標的之風險、總量限制、計算風險採用之模式等項目，各國政府可就細項部分訂定標準，而經理人應定期向主管機關提出報告。

4. 從事衍生性商品的策略、技術及其限制必須對投資人或任何潛在的投資人適當揭露。¹⁴⁸

UCITS 如為經授權許可投資衍生性商品之計畫，應在公開說明書載明，並說明該操作是為投資目的抑或避險目的，以及將對風險程度產生的影響。而如果 UCITS 預定以特定金融商品作為投資標的，例如僅投資證券、存款、貨幣市場、衍生性商品之其中一類，或者其資產配置方式將導致計畫具有高度變異性時，更應以明顯方式強調此投資策略。¹⁴⁹在投資店頭市場衍生性商品時，其交易相對人必須符合主管機關之規定，該標的必須有足以信賴的每日交易價格，而具有在任何時候皆可以公平市價出售、變現之特性。

集合投資計畫之經理人必須為 UCITS 下定義之管理公司，而管理公司所得從事之業務，限於管理集合投資計畫、操作投資、處理集合投資計畫單位(unit)相關事務、依個別投資人指示管理與操作其他投資組合及從事投資建議¹⁵⁰。另一方

¹⁴⁷ UCITS Product Directive, Article 21(1)

¹⁴⁸ *Supra* note 143, 3.15

¹⁴⁹ UCITS Product Directive, Articles 24a(1) & (2)

¹⁵⁰ *Supra* note 143, 2.1.3 & UCITS Management Directive, Articles 5 (3)

面，關於集合投資計畫之保管機構，必須為大眾控制(“public control”)及足以提供相當財務與專業上保證之機構。保管機構之職責為保管計畫資產，以及確保計畫單位之銷售、贖回、銷除、發行及定價等程序係依法辦理。

二、金融服務暨市場法(FSMA 2000)

英國所有金融相關服務事業與金融投資，均由 FSMA 所規範，再授權 FSA 就投資標的、交易規則、申請程序等細節訂定子法，與我國所採分業管理之模式不同。

依據 FSMA，集合投資計畫(Collective Investment Scheme，簡稱 CIS)之定義為一種關於任何形式財產（包括現金）之約定，該約定使投資人有權參與或享有基於取得、持有、管理及處分該財產而生的收益或收入；而投資人在約定關係中，不得對財產之管理，享有經常性的控制，但或可提供諮詢或指示。該約定應具備(a)參與者共同出資，共享獲利；(b)財產由計畫管理人為一體性之管理。¹⁵¹

CIS 大可分為三種型態，包括(a)開放型投資公司(Open-end Investment Companies; ICVC); (b)單位信託(Unit Trust Scheme; AUT); (c)許可計畫(Reconised Scheme)。其中，許可計畫是指外國投資事業設立之投資計畫，如在英國從事營業時，提出申請而獲得英國政府認許之計畫。在英國境內成立之投資計畫，則以 ICVC 與 AUT 兩者為主。

依據 FSMA 之規定，ICVC 為可變動資本之投資公司(Investment Companies with Variable Capital)，各投資人以財產取得投資公司

¹⁵¹ FSMA s.235.

之股份，而投資公司負責經營管理該財產，使投資人因此享有分散風險之利益，再依據投資比例分配該利益。投資人所交付之資產應由保管機構保管，而投資人應得實現投資計畫損益，並同意其投資收益將依財產價值所決定。¹⁵²

AUT 則為英國政府許可的信託計畫。AUT 之組成包括經理人與保管機構，兩者必須訂定信託契約，使保管機構為投資人之利益保管投資計畫之資產，而經理人將負責財產之投資管理。¹⁵³

一般而言，除符合豁免條件的例外情形外，所有投資標的如 CIS 均須獲得 FSA 之授權；而從事投資活動的相關事業，亦必須為經由 FSA 所授權之事業或個人。未經授權之事業或個人，不得向大眾推銷投資計畫；經授權之個人或事業則僅得向大眾募集或推薦 FSA 所授權之 AUT、ICVC 或認許之外國計畫單位。¹⁵⁴

三、新集合投資計畫規則

依據 FSMA 之授權，FSA 制訂集合投資計畫規則(Collective Investment Scheme Sourcebook，簡稱 CIS 規則)，作為管理 CIS 投資與其事業之準則。2002 年 UCITS 指令修正後，由於擴大了集合投資計畫投資標的，並且制訂了投資限制、投資事業管理等方針，從而與當時英國法令遂生扞格，FSA 即邀集學者實務代表，籌畫 CIS 規則之修訂。¹⁵⁵

¹⁵² FSMA s.236

¹⁵³ FSMA s.237

¹⁵⁴ FSMA s.238

¹⁵⁵ FSA Consultation Paper 135, *New Collective Investment Schemes Products – Proposals to implement the UCITS Amending Directive (2001/108/EEC)*及 FSA Consultation Paper 163, *The UCITS Management Directive- A Joint Consultation: Proposals to implement the UCITS Product Directive (2001/107/EC)*.

FSA 隨後通過新集合投資計畫規則 (New Collective Investment Schemes Sourcebook (COLL)) 取代原 CIS 規則。惟該規則於 2004 年 4 月正式適用於此後新設立之集合投資計畫，2004 年 4 月前設立之計畫得繼續適用 CIS 至 2007 年 2 月，或選擇適用新 COLL 規則以享有 UCITS 指令下 EU passport 之優惠；2004 年 4 月後獲得授權的投資計畫，亦得在所有相關當事人同意之條件下，選擇適用原 CIS 規則並告知 FSA。

COLL 規則將 CIS 分為 UCITS 計畫、非 UCITS 計畫與特殊投資人計畫(qualified investor scheme)三類。在 COLL 中，ICVC 之授權董事(authorized corporate director; ACD)與 AUT 的經理人通稱為授權基金經理人(authorized fund manager)；ICVC 之保管機構與 AUT 之受託人通稱為保管機構。大致而言，COLL 對於集合投資計畫之規範適用於 ICVC 與 AUT 兩類，僅有少數部分因其性質相異之處而有所區分，故以下如無特別註明，亦將就此二類集合投資計畫一併介紹。

COLL 規則所規範者包括 CIS 申請授權之條件及程序、CIS 之發行計畫、CIS 對投資人之通知義務及投資人會議、CIS 之投資限制與借款、CIS 經理人及保管機構之義務與責任、基金交易停止或終止授權等處分與費用等等。其他與 CIS 相關者諸如從事 CIS 相關投資活動事業或個人之授權應參照授權規章 (The Authorization Manual(簡稱 AUTH))；各事業營業規則應參照營業準則 (The Principles for Businesses(簡稱 PRIN))；投資標的之銷售管理應參照行為規範 (The Conduct of Business sourcebook(簡稱 COB))；客戶資產管理規範應參照客戶資產規範 (The Client Assets sourcebook(簡稱 CASS))。

第三節 集合投資計畫

UCITS 指令修正允許貨幣市場工具、期貨及選擇權、存款等作為 UCITS 計畫之投資標的，而使得 UCITS 計畫成為混和型基金後，英國法亦將 CIS 規則中原有證券基金、期貨選擇權基金、貨幣市場基金、不動產基金等分類取消，使得所有集合投資計畫一體適用 COLL 規則，不再以計畫本身為區隔標準，改就計畫個別投資標的，要求風險控管之標準。基於同樣之理由，過去以避險目的與投資目的區別期貨交易行為，而設定若干標準允許證券型基金從事避險之期貨交易，該區分於新 COLL 規則中亦不再重要，除了基金經理人仍必須在公開說明書中揭露期貨交易之目的外，交易本身則不會因為目的之不同，適用不同之規則。¹⁵⁶

以下，將介紹 CIS 計畫之法律關係、設立要件與其經營管理之規範，其中如有就期貨投資部位特別規定時，亦將另為說明；本節末了，並說明主管機關對於 CIS 計畫之權責所在。

一、集合投資計畫之法律關係

ICVC 為英國法上的開放型投資公司，換言之，即係以投資公司型態集合投資人之資金，使投資人認購股份參與證券投資，成為投資公司之股東，公司再將所得資本投資於證券，屬於一般所謂公司型之基金型態。此類型態中，公司及投資人為兩方當事人，法律關係受公司設立章程、基金發行計畫所規範。ICVC 至少需有一位授權董事(ACD)，並應將財產委由保管機構保管；ICVC 之董事與保管機構間必須相互獨立，不得具有任何利益關係。

¹⁵⁶ *Supra* note 143, 3.27

AUT 則依據基金經理人與受託人之信託合約所成立，經理人將募集之資金從事投資，並指示受託保管機構依信託契約運用、管理信託財產，再將投資成果分配給投資人。投資人、經理人與保管機構三方乃依信託契約規範其法律關係，在基金之分類中，屬於契約型之投資基金型態。

二、CIS 設立

CIS 所得投資之標的有：於特定適當市場交易之證券、非適當市場交易之可轉讓證券、政府或公眾組織發行之證券、投資計畫、受益憑證、投資信託、存款、衍生性商品、不動產、黃金。¹⁵⁷ 其中，UCITS 僅得投資於適當市場交易之證券、經政府授權之集合投資計畫單位、受許可之貨幣市場工具、衍生性商品與遠期交易及存款。¹⁵⁸

集合投資計畫設立時，應向 FSA 申請授權命令，並提出發行計畫。發行計畫必須記載之內容主要包括：¹⁵⁹

- 1.計畫名稱與類型(是否屬於 UCITS)；
- 2.計畫投資標的；
- 3.計畫評估與定價標準；
- 4.計畫預定期間(如有特定期限者)；
- 5.基金經理人之費用；
- 6.計畫單位銷售與贖回之限制；
- 7.於投資人會議行使投票權之方式；
- 8.計畫收益之分配或再為投資之策略；

¹⁵⁷ See FSA Handbook, *The New Collective Investment Schemes Sourcebook (COLL)*, 5.6.4R

¹⁵⁸ *Id.*, 5.2.8R

¹⁵⁹ *Id.*, 3.2.6R

此外，ICVC 之發行計畫應包括投資人得以相對多數解除董事任命，以及 ICVC 之管理費與其他費用得自計畫財產中扣除之聲明。AUT 則應於信託契約中記載經理人與受託人之職權、受託人得自計畫財產中收取之保管服務費用，與投資人應受信託契約拘束之聲明。

計畫經理人必須準備計畫之公開說明書，免費提供予任何提出請求之投資人，同時應向 FSA 提出。計畫之公開說明書大略應包括下列事項：¹⁶⁰

1. 基金基本資料，如名稱、ICVC 之總事務所、存續期間、計價貨幣、ICVC 之最大或最小資本額、依法令或投資人決議得為終止之事由。
2. 基金投資標的與策略，如資產配置、投資限制、投資市場、因投資組合策略使計畫資產可能產生高浮動性之情形...等；於投資衍生性商品時，則應記載係為避險或單純投資之目的，以及可能的風險預測。
3. 投資報告書、會計資料之提供。
4. 投資單位之資料，如投資人所得行使之投票權、贖回或銷除、轉換之權利等。
5. 基金管理人之資料。
6. ICVC 之董事名稱與報酬。
7. 保管機構之資料。
8. 基金審計人員。
9. 基金相關重要契約與法律關係，如與基金經理人之合約、與保管機構之合約、基金與任何投資顧問之合約之重要內容，以及基金經理人之權限等。
10. 以基金財產所支付之費用。

¹⁶⁰ *Id.*, 4.2.5R

11. 基金財產之評價與定價。
12. 計畫單位之發行與贖回之規定與限制。
13. 對投資人聲明，投資人與其專業投資顧問得於指定處所取得發行計畫、公開說明書或相關年度、半年度報表與投資風險管理資料。

基金經理人應確保公開說明書中並無不實或引人誤導之文字，亦無隱匿任何法定記載事項，否則應對因該不實陳述或隱匿之事由認購計畫單位從而遭受損失之人，負損害賠償之責任。¹⁶¹計畫經理人在該計畫單位持有人要求時，並應提供風險管理之數量管制方式及近期主要投資範圍與所生風險之相關資料。

三、投資限制與風險管理

各集合投資計畫於投資時應符合 COLL 規則內所訂關於標的、沖銷、交易對象之限制，以確保基金風險之控制，並且使基金財產得以正確評價與隨時變現。¹⁶²

基金經理人依據公開說明書所記載之基金投資目的及策略，應確保基金財產配置達到適當風險分散之標準，¹⁶³而基金發行計畫如有對基金投資標的、投資資產之比例、基金借貸能力等限制，經理人於進行交易時亦必須嚴格遵守。¹⁶⁴

一般投資計畫必須符合 COLL 內分散之標準，包括：投資同一機構之存款不得超過基金資產 20%；投資同一機構發行之可轉讓證券或貨幣市場工具不得超過基金資產 5%；與同一相對人從事店頭市場之衍生商品交易所生之風險超過基金資產 5%；基金資產

¹⁶¹ *Id.*, 4.2.4R

¹⁶² *Id.*, 5.1.2G

¹⁶³ *Id.*, 5.3.2R

¹⁶⁴ *Id.*, 5.2.4R

不得持有超過其總額 20%之同一集團發行之證券；基金資產不得持有超過其總額 20%之同一集合投資計畫單位...等。¹⁶⁵

投資計畫投資衍生性商品時，除前述限制外，衍生性商品必須在政府認可市場交易之商品，且該衍生性商品交易之標的限於該投資計畫投資標的內的可轉換證券、貨幣市場工具、存款、衍生性商品、集合投資計畫、金融指數、利率、匯率或貨幣。¹⁶⁶如該衍生性商品為店頭市場交易標的時，除交易相對人必須為經 FSA 或其他國家核可於非集中市場擔任交易人之機構外或經許可之銀行外，該交易之條件亦必須事先獲得保管機構之同意，確保交易相對人已同意每日提供可信的估價，而基金經理人提出請求時得立即以該公平價格結清交易部位。¹⁶⁷

從事衍生性商品交易時，基金經理人必須考量公開說明書所記載之投資目的與策略，採行適當的風險管理措施，經常性地監控該衍生性商品及遠期部位之風險，以及對於投資計畫整體風險之影響。該風險管理措施所採行之評估方式，與投資衍生性商品之種類及相關總量之限制，應事前向 FSA 核備。對於投資部位之風險監控分析，至少須每日或於每個估價時點為之¹⁶⁸。

風險管控措施外，投資計畫從事衍生性商品之投資應確保基金財產可完全涵蓋該交易所生之風險，衍生性商品之債務必須可由基金財產之價值或數量完全承擔。在風險評估時，亦必須包括任何從事交易所需投入之最初花費(initial outlay)。¹⁶⁹該衍生性商品交易所生之風險，包括交易之本金或象徵性本金，並應考量合理市

¹⁶⁵ Id., 5.2.11R

¹⁶⁶ Id., 5.2.20R

¹⁶⁷ Id., 5.2.23R

¹⁶⁸ Id., 5.2.24R-5.2.25G

¹⁶⁹ Id., 5.3.2G

場趨勢、交易相對人、變現性之因素；¹⁷⁰而衍生性商品之總風險暴露程度，不得超過計畫財產之淨值。而此種風險限制不僅適用於從事交易時，其後基金經理人亦必須隨時重新計算現存衍生性商品與部位之風險，符合 COLL 所訂之標準。¹⁷¹

此外，COLL 亦針對投資計畫出借股票、金錢借貸與保證等訂有相關限制。¹⁷²投資計畫持有現金及相當於現金必須限於為達成投資目的、贖回計畫單位、基金管理或其他輔助投資目的之情形，否則於初次發行後不得於計畫財產保留現金資產。¹⁷³

至於非 UCITS 之投資計畫，如前所述所得投資之標的與 UCITS 略有不同外，投資可移轉證券、計畫單位之比例限制亦有放寬；¹⁷⁴惟對於衍生性商品之風險控管規定，與屬於 UCITS 投資計畫之規範並無不同。

以基金資產支付之項目，限於經營與管理基金，或從事投資與保管之費用為限，並且應於公開說明書上詳細記載。¹⁷⁵基金資產不得支付任何基金單位廣告或徵求贖回之費用。¹⁷⁶

四、通知與報告

基金經理人提出基金計畫之變更時，依其變更事項之重大程度，應分別依基金投資人之決議、事前對各投資人之通知或公告及事後通知之方式為之。

¹⁷⁰ *Id.*, 5.3.3R

¹⁷¹ *Id.*, 5.3.6R

¹⁷² *Id.*, 5.4-5.5

¹⁷³ *Id.*, 5.5.3R

¹⁷⁴ *Id.*, 5.6.2G

¹⁷⁵ *Id.*, 6.7.3G-6.7.4R

¹⁷⁶ *Id.*, 6.7.12R-6.7.13G

應取得投資人會議決議之變更為投資計畫基礎事項之變更，係指計畫目的或本質之變動，以及計畫風險性質之轉變與計畫支付費用類型權利之變更，包括投資策略轉變為針對特定國家之金融市場、投資標的加入衍生性商品、投資收益分配方式之變化、限制計畫單位贖回之情形...等。¹⁷⁷基金經理人召集投資人會議時，應於 14 天前向各投資人發出書面通知，並遵守 COLL 其他關於會議之規範；¹⁷⁸投資人會議須有兩人以上出席，議案則須經由出席投資人過半數以上決議為之。

應事前通知之變更屬於重大事項變更，係該變更將影響投資人之投資意願、增加所支付經理人等相關人員費用之情形，例如該變化將影響計畫單位價格之公告、權利稀釋政策或基金支付費用規則等情形。¹⁷⁹其他需要通知之變動則係基金經理人認為不重大之變動情形，例如基金名稱之變動、基金保管機構之變動、基金發行單位之限制、其他重要政治事件產生之影響等，此類事由發生時，經理人可選擇寄送通知、網站公告或記載於下次寄送之報告之方式，使投資人知悉。¹⁸⁰

除通知義務外，基金經理人於每年度與半年度結束後四個月及二個月內，須編制長式與短式報告向 FSA 提出，並將短式報告寄送給各基金投資人。在 ICVC，除經理人(ACD)外，所有董事亦同時負有該編製報告之義務。¹⁸¹

年度長式報告應包括之項目為：財務報告、經理人投資報告、近五年基金收益與價格及近三年基金績效報告、基金保管機構保管

¹⁷⁷ *Id.*, 4.3.4R-4.3.5G

¹⁷⁸ *Id.*, 4.4

¹⁷⁹ *Id.*, 4.3.6R-4.3.7G

¹⁸⁰ *Id.*, 4.3.8R-4.3.9G

¹⁸¹ *Id.*, 4.5.3R & 4.5.14R

與監督報告及基金審計人審計報告；¹⁸²半年度長式報告應包括半年度財務報告及半年度經理人投資報告。¹⁸³短式報告之內容應包括基金之投資目的與採取之策略、基金風險概況、基金投資活動與投資績效、基金期末資產配置與其他投資人所應知悉之重要資料或改變。¹⁸⁴

五、主管機關之權限

Financial Services Authority (FSA)為英國金融服務產品與事業之主管機關，集合投資計畫以及計畫相關管理事業與保管機構，均受 FSA 之管轄。FSA 依據 FSMA 之授權，¹⁸⁵授權(authorize)投資計畫之成立，以及授權事業從事與投資計畫相關活動。FSA 依據計畫經理人提出之申請，於六個月內決定是否同意計畫之授權¹⁸⁶。對於已授權之集合投資計畫，FSA 有權監督其運作，如計畫有違反 FSMA 或 COLL 規則之虞，FSA 得介入調查，並指示計畫經理人暫停發行或贖回計畫單位。¹⁸⁷FSA 亦得於必要時，要求基金經理人公告基金相關資料或製作相關報表，投資計畫則應隨時將最新之投資人登記簿資料呈送 FSA 保存紀錄。¹⁸⁸

集合投資計畫存續期間內，基金經理人應向 FSA 報告關於投資計畫之變動，於更換經理人或保管機構時，亦應通知 FSA。前

¹⁸² *Id.*, 4.5.7R

¹⁸³ *Id.*, 4.5.8R

¹⁸⁴ *Id.*, 4.5.5R

¹⁸⁵ 於 ICVC，FSMA 授權 HM Treasury(似我國財政部)制訂 OEIC 規則，而 OEIC 規則中再以 FSA 作為 ICVC 之主管機關。故無論 AUT 或 ICVC 集合投資計畫與相關事業均以 FSA 為主管機關。又 OEIC 規則雖為管理 ICVC 之主要根據(此外，公司法部分條文，主要如股東會議之召集，亦適用於 ICVC)，其內容大多關於公司治理、董事責任及交易詐欺行為等事項，至於投資經營管理及投資人保護之規範，仍以 COLL 規則為主。參見 FSA Handbook, *The Collective Investment Scheme Information Guide (COLLG)*, 4.1.6G。

¹⁸⁶ FSMA s.244 及 OEIC Regulations 12-17。實務上，FSA 審查該申請程序多於六個星期內完成。參見 *supra* note 185, 3.1.3G。

¹⁸⁷ FSMA s. 257& s. 281 及 OEIC Regulations 25。

¹⁸⁸ FSMA s.248 及 OEIC Part IV。

述事項，FSA 將於收受通知後一個月內決定是否否決該變動；但 ICVC 之相關變動，則必須取得 FSA 之准許方得為之。¹⁸⁹

FSA 於 1.集合投資計畫不再符合授權標準 2.經理人或保管機構提供錯誤或誤導之資料 3.該計畫未從事任何投資活動已逾12個月，或 4.對投資人或潛在投資人而言，該投資計畫之存在已無意義時，得撤銷其授權。撤銷授權時，FSA 應已調查所有相關因素，並確認撤銷授權將不會影響投資人權利，在符合 UCITS 指令之條件下，向集合投資計畫之經理人與保管機構發佈撤銷命令。¹⁹⁰

第四節 基金經理人及保管機構

從事基金經理人及基金保管人業務者，必須取得 FSA 就該業務 (activities)之許可。無論是經理人或保管人，皆必須為法人機構；包括 ICVC 公司型投資計畫中，以 ACD 董事為該基金經理人，此時 ACD 亦必須具有法人人格。¹⁹¹

依 UCITS 指令及 FSA 關於投資事業注意義務規則(IPRU(INV)；The Interim Prudential Sourcebook for Investment Businesses)規定，基金經理人之最低資本額為 12 萬 5 千歐元，倘若其管理之基金超過 2 億 5 千萬歐元者，最低資本額必須再增加超過部分的 0.02%；¹⁹²惟法定最

¹⁸⁹ FSMA s.251 及 OEIC Regulations 21。

¹⁹⁰ FSMA s.254 及 OEIC Regulations 23。

¹⁹¹ FSA Handbook, *The Interim Prudential Sourcebook for Investment Businesses (IPRU(INV))*, 7.1.2G, 及 FSA Consultation Paper 163, *The UCITS Management Directive- A Joint Consultation: Proposals to implement the UCITS Product Directive (2001/107/EC)*, 4.8.

¹⁹² UCITS Management Directive, Article 5a(1)(a), 及 FSA Handbook, *The Interim Prudential Sourcebook for Investment Businesses (IPRU(INV))*, 7.2.2R

低資本額之上限為 1 千萬歐元。此外，基金經理人應保持一定流動資產比率。¹⁹³

主管機關應確保基金經理人具有良好聲譽及專業經驗之資格，監督管理公司有無盡其專業注意義務、採取健全的行政、會計與內部控制程序或機制，以減少基金或投資人財產因利益衝突因素招致損失的風險。¹⁹⁴

一、基金經理人之責任

基金經理人之權利與義務應依據 FSMA、COLL 規則與基金發行計畫之規範，以及公開說明書中所揭載的相關程序，執行基金之日常營運。基金經理人所應執行之任務，於符合一定條件下，亦得委任他人執行。¹⁹⁵

基金經理人應負責基金單位之發行與銷除。ICVC 股份之發行應由 ACD 董事負責辦理與做成記錄；¹⁹⁶ AUT 則由受託保管機構經基金經理人指示後，辦理發行與銷除計畫單位事宜，保管機構並且得依保管契約與公開說明書之記載，或於認為該次發行單位有違全體投資人之利益時，拒絕基金經理人之指示，而不為基金單位之發行或銷除。¹⁹⁷¹⁹⁸

¹⁹³ FSA Handbook, *The Interim Prudential Sourcebook for Investment Businesses (IPRU(INV))*, 7.2.3 R，即年度審計固定費用支出之 13/52，加上其他非基金計畫管理業務風險因素條件所計算之數額。

¹⁹⁴ UCITS Management Directive, Article 5a(1)(a) & 5f (1)

¹⁹⁵ *Supra* note 157, 6.1.3G

¹⁹⁶ *Id.*, 6.2.5R

¹⁹⁷ *Id.*, 6.2.6R

¹⁹⁸ 但如已於基金發行計畫與公開說明書中記載，基金經理人得在保管機構之同意下，於一定程度內自行決定基金單位之發行與銷除事宜，惟該次發行不得與經理人或其關係人間存有利益衝突之情形。*Supra* note 157, 6.2.7R-6.2.8R。

基金經理人亦應負責基金單位之銷售與贖回。經理人在一般交易時間內，對於投資人之申購原則上應無拒絕之權利，僅於任何存在特殊合理之理由或符合公開說明書上限制銷售之情形時，得拒絕投資人之請求。¹⁹⁹而投資人原則上亦得隨時辦理基金之贖回，基金經理人必須於辦理後四天內支付贖回單位之款項，除非同一期間內，申請贖回之單位超過基金淨值之 10%，或超過其他公開說明書內記載之適當比率，此時經理人方得暫緩辦理投資人贖回之請求。²⁰⁰

一般而言，基金經理人亦負責登記基金投資人之資料，於 AUT，該登記簿將作為投資人權利之最終證明。²⁰¹AUT 之登記簿亦得由基金保管機構為之，但應於信託契約中載明。

在基金財產管理事項上，經理人應負責基金財產之估價與基金單位定價。關於估價的程序上，經理人必須遵守 COLL 規則中詳細的指示，根據財產淨值以公開說明書上揭示的定價方式，公告基金單位價格。相關估價與定價之因素及程序，則必須妥善保留紀錄。²⁰²保管機構有權監控基金經理人採用之定價系統與控制程序，亦得不時查核經理人有無考量所有相關因素評估基金資產之價值，切實執行其定價程序。²⁰³

除基金單位之發行、銷除及定價外，基金經理人之義務尚包括：²⁰⁴

1. 決定基金財產投資目的與策略；
2. 指示保管機構行使基金財產享有之權利；

¹⁹⁹ *Id.*, 6.2.18R

²⁰⁰ *Id.*, 6.2.20R

²⁰¹ *Id.*, 6.4.3G

²⁰² *Id.*, 6.3

²⁰³ *Id.*, 6.3.6G3

²⁰⁴ *Id.*, 6.6.3R

3. 修正任何錯誤之定價，指示相關退款或向保管機構等補足金額；
4. 保存基金之相關記錄，並允許保管機構於適當時期查閱。

205

UCITS 計畫之經理人，依據 UCITS 指令與 COLL 規則之規範，僅得從事基金經理與集合投資財產組合之投資經理、管理、顧問或行銷，以及其他資產組合之管理(the discretionary portfolio management service)，除此之外不得從事其他業務²⁰⁶。如經理人就資產組合管理業務亦取得 FSA 之授權，該經理人除非得到顧客事前概括授權，否則不得將投資人委託之財產投資於其所管理之基金計畫。²⁰⁷

二、保管機構之責任

如前所述，保管機構除為發行、銷除計畫單位、處理登記簿事宜外，其義務亦包括：²⁰⁸

1. 確保基金經理人遵循 COLL 規則、發行計畫或公開說明書中，關於投資限制、交易限制、風險管控、發行與銷除計畫單位、估價與定價、會計與分配收益之規範；
2. 為投資人之利益，保管集合投資計畫之財產；
3. 確定基金經理人如執行基金單位之銷售或贖回時，已遵循 COLL 中關於價金給付之規定，或基金經理人對基金價值進行稀釋調整時，已考慮所有必要相關因素，依有關規定辦理；
4. 於重大事由發生時通知 FSA。²⁰⁹

保管機構保管計畫財產，應採取適當程序及製作相關文件，以確保計畫投資交易所生權義效力歸於計畫財產，而以保管

²⁰⁵ *Id.*, 6.6.6R

²⁰⁶ UCITS Directive, Article 5 及 *Supra note 157*, 6.9.9R

²⁰⁷ UCITS Management Directive, Article 5f (2)

²⁰⁸ *Supra note 157*, 6.6.4R

²⁰⁹ *Id.*, 6.6.11G

機構或其指定之人之名義登記。從事衍生性商品交易時，並於確認交易完成後，確認該交易所生利益，已由保管機構取得。保管機構就其保管責任應保存近六年期間內之所有記錄，以作為遵守 COLL 規則之證明。²¹⁰

三、顧問或委外人士

集合投資計畫得聘請投資顧問提供投資建議，此情形應揭露於公開說明書，²¹¹基金經理人於其年度或半年度報告中，亦應加以註明。²¹²關於投資顧問，其它應告知投資人之事項包括：基金投資顧問契約之重要內容、投資顧問與基金經理人或 ICVC 為同一集團之情形、該顧問取得經理人相關授權之內容…等。²¹³

基金經理人或 ICVC 其他董事得授權他人代為執行職務，惟關於投資操作之授權對象必須為經過 FSA 許可從事投資管理 (Managing of investment)，並且其專業注意義務受 FSA 規則監督之人，且不得授權予保管機構、與經理人或基金投資人具有利益衝突情事之人。基金經理人授權他人之情形，經理人應持續注意基金經營管理事務，擁有對該被授權人指示管理之權限，並且得隨時基於投資人利益撤銷授權，而基金經理人於相關法令應負之責任不受授權行為之影響，仍必須為其他被授權人之行為負責。

²¹⁴

基金保管機構亦得授權第三人處理基金事務，但不得授權計畫之經理人或 ICVC 其他董事，或任何經理人之關係人，保管信託財產或其他監督經理人執行職務之權利。保管機構亦不得授權其他

²¹⁰ *Id.*, 6.6.12R

²¹¹ *Id.*, 4.2.5R

²¹² *Id.*, 4.5.9R

²¹³ *Id.*, 4.2.5R

²¹⁴ *Id.*, 6.6.15R

公司或個人，代為保管基金財產之權利證明文件，除非兩方已同意該證明文件不得交付第三人持有。²¹⁵

保管機構依法授權他人處理計畫財產事務時，如能授權係基於適當之理由，該第三人具有相當能力執行其職務，且保管機構已盡合理注意確保該他人協助職務之執行者，對第三人之行為不負責任。僅 ICVC 之保管機構如授權 ICVC 董事或關係人處理事務時，保管機構仍應對被授權人之行為負責。²¹⁶

第五節 未受管制之集合投資計畫與特定資格投資人計畫

一、未受管制之集合投資計畫與特定資格投資人計畫

FSMA 第 235 條對 CIS 有廣泛的定義，而第 237 條則規範了開放型投資公司(authorised open-ended investment company)、單位信託(authorised unit trust scheme)及許可計畫(reconised scheme)三類需經由 FSA 授權或認許之集合投資計畫。除此之外，其他類型的 CIS 即為未受管制之集合投資計畫(unregulated CIS)。²¹⁷

未受管制的集合投資計畫可能的投資標的，包括有形(如黃金、古董、房地產)或無形(如金融工具)的資產，甚至也可能是投資於電影或其他表演藝術，而參與其盈餘的分配。另一方面，由於 CIS 與 COLL 規定 CIS 計畫必須遵守經常性的估價要求，以及禁止經理人在發行計畫與公開說明書中任意限制贖回，凡不符合

²¹⁵ *Id.*, 6.6.15R

²¹⁶ 其他關於授權應注意之事項，如遇有授權行為發生時，應立即通知 FSA 等規範，可參酌 FSA Handbook, *Senior Management Arrangements, Systems and Controls (SYSC)*, 3.2 及 FSA Handbook, *The Supervision manual (SUP)*, 15.8.6R。

²¹⁷ Statutory Instrument 2001 No. 1060, The Financial Services and Markets Act 2000 (Promotion of Collective Investment Schemes) (Exemptions) Order 2001, article 2.

此類條件的集合投資計畫，則為常見的未受管制集合投資計畫之類型。²¹⁸

COLL 規則規定集合投資計畫之經理人，除非有特殊理由或已在公開說明書中揭露限制發行單位之情形外，凡交易時間內，皆必須同意一般投資大眾關於計畫單位的認購申請²¹⁹。未受管制之集合投資計畫則不受 COLL 或 CIS 規則規範，從而不適用集合投資計畫與基金經理人、保管機構義務之準則²²⁰。而此類計畫不得進行公開招募，僅得向特定對象募集之。

為了保護投資大眾，FSMA 第 238 條規定，經授權之人/事業不得促銷任何未經授權或認許之計畫，除非依據 HM Treasury(類似我國財政部)所制訂規則之條件，該類非對一般大眾募集之集合投資計畫，得豁免於募集的一般規範。在集合投資計畫募集豁免條例 2001 (Promotion of Collective Investment Schemes (Exemptions) Order 2001)，HM Treasury 同意未受管制的投資計畫從事特定形式或針對特定人士之促銷行為；而 FSA 亦基於 FSMA 授權，於行為規則(Conduct of Business; COB)中，就非對大眾招募之未受管制投資計畫，允許對特定投資人為投資邀約或引誘²²¹。

投資計畫募集豁免條例所豁免的範圍，一為針對英國境外相關推銷行為，一為對特定形式或人士之推銷。境外推銷行為之例外，包括對於境外居民的推銷、境外基金經投資人邀約之對話式推

²¹⁸ Response from FSA, Associate Nicola Jarman, dated 2005.2.8. Note: "The mail does not constitute individual guidance from the FSA; it is merely repetition or summary of existing guidance rules or other material."

²¹⁹ *Supra* note 157, 6.2.16(2)R

²²⁰ 總地說來，未受管制之集合投資計畫僅於計畫募集促銷受相關規則規範與 FSA 之監督。但，基金經理人與保管機構仍應就其從事集合投資計畫業務取得 FSA 之許可；FSMA s. 19

²²¹ See FSA Handbook, *Conduct of Business (COB)*, 3.11

銷，以及境外基金對於過去境外顧客之推銷²²²。特定形式推銷如概略推銷(未針對特定基金)、引介基金經理人、經投資人徵求之單次對話型推介等。²²³至於特定人士，亦即未受管制投資計畫的目標投資人，大略有以下幾類：²²⁴

1. 投資專業人士
2. 目前投資其他未受管制計畫之投資人
3. 經專業人士證明有相當財富(high net worth)之個人
4. 有相當經驗(sophisticated)之投資人
5. 高淨值之公司
6. 其他高淨值或有投資經驗之機構

上述投資人中，對於經專業人士證明有相當財富之個人以及有相當經驗之投資人之促銷，必須事先取得投資人符合該資格之聲明，同時應告知：1. 該促銷標的係屬於 FSMA 募集限制豁免對象之未受管制投資計畫；2. 投資人必須為經證明有相當財富或有相當經驗之人；3. 購買該計畫之單位具有高度風險，可能喪失所有投資之財產；4. 投資人對本投資有疑問，應向經授權之專業人士諮詢。

COB 3.11 章節對於非投資計畫募集豁免條例所豁免之情形，再進一步補充未受管制投資計畫可為投資邀約或引誘之條件²²⁵，例如：對目前投資未受管制投資計畫之投資人，或過去 30 個月內曾投資未受管制投資計畫或特定資格投資人計畫者，得再推銷該投資計畫，或與該投資計畫之投資標的、風險因素實質類似的其

²²² The financial Services and Markets Act 2000 (Promotion of Collective Investment Schemes) (Exemptions) Order 2001, article 8-10.

²²³ The financial Services and Markets Act 2000 (Promotion of Collective Investment Schemes) (Exemptions) Order 2001, article 11-13.

²²⁴ The financial Services and Markets Act 2000 (Promotion of Collective Investment Schemes) (Exemptions) Order 2001, article 14, 18, 21-24.

²²⁵ *Supra* note 221, 3.11.2R

他投資計畫；對授權事業評定投資人符合該投資計畫目標投資人之要件，而投資人已為授權事業之顧客；或，金融市場之交易相對人、Lloyd's 成員、從事計畫投資標的事業之人與其他法令規定之專業人士等，得推銷其專業知識領域內之投資計畫。²²⁶

未受管制之集合投資計畫外，COB 3.11 章節同時適用於特定資格投資人計畫，因此該等計畫之邀約或引誘，亦僅限於針對前述所列對象。²²⁷ 特定投資人計畫為經 FSA 授權之投資計畫，相較於未受管制之計畫，受 FSA 較高密度的管制與監督，亦適用 COLL 之規定；²²⁸ ²²⁹ 惟因其性質不屬於一般零售型的投資計畫，在投資標的限制、計畫經營管理等，規範上不若一般經授權或認可之計畫嚴格。²³⁰

二、對沖基金(Hedge Fund)

對沖基金於英國法令下，並沒有一個統一而完整的定義，僅由基金投資經理專家提出其特色，作為定義對沖基金之標準：²³¹

1. 於一定範圍之市場，就投資部位採用高度差異化之交易策略；
2. 運用各式交易技巧與工具，通常進行包括賣空、衍生性商品及槓桿交易；
3. 經理人得運用廣泛的投資組合管理技巧；以及

²²⁶ *Id.*, Annex 5.

²²⁷ *Id.*, 3.11.6R

²²⁸ *Supra* note 157, 8.

²²⁹ 既然特定資格投資人計畫與未受管制之集合投資計畫，所得推介之投資人資格相同，計畫經理人選擇成立特定投資人計畫並受 COLL 管制之誘因主要有二：一為特定投資人計畫受 FSA 授權，可以增加投資人信心，較容易募集資金；另一方面，經授權之計畫將享有部分的稅賦上的優惠待遇。Response from FSA, Associate Nicola Jarman, dated 2005.2.8.

²³⁰ *Supra* note 157, 8.1.4G。如特定資格投資人計畫可投資公開說明書上所揭露的國內外不動產、貴金屬、英國境內或境外經認許之交易所之商品契約；又如特定資格投資人計畫之贖回期間，可因投資人屬性、計畫投資標的與操作策略之需要，允許經理人決定限制贖回之期間，惟應於公開說明書中說明。參見 *Supra* note 157, 8.4.4R & 8.5.12G。

²³¹ See FSA Feedback on Consultation Paper 16, *Hedge funds and the FSA: Feedback statement on DP16*, 4.4.

4. 依績效支付經理人費用。

對沖基金於英國屬於未受管制之集合投資計畫，從而除了若干特殊情形外，如 FSA 授權之財務顧問認為適當時得向其顧客推荐，否則不得對個別投資人從事廣告行為或銷售。²³²

英國境內之對沖基金，由於稅務上之考量，均屬於海外(如開曼群島)設立之基金，交由英國之基金經理人操作。該基金運作之依據係依基金設立與經營地區之法令，換言之，英國金融服務法與相關法令，並未就此類基金加以規範，FSA 亦未直接監督基金本身，僅藉由約束基金經理人之權利義務，提供投資人較低密度之保障。²³³

對沖基金無法向一般投資人銷售或於倫敦股票交易所上市之原因為，²³⁴相較於其他受管制的集合投資計畫，對沖基金無法達到適當分散風險之要求；²³⁵同時，對沖基金所使用的高度風險投資組合與投資管理技巧如賣空、槓桿交易等，一般零售基金也受有嚴格限制，²³⁶因此僅能對於具相當經驗之投資人或其他豁免的對象銷售。²³⁷除此之外，對沖基金不受 CIS 計畫中，關於揭露、借貸限制、投資限制、績效費用、贖回與經常性估價之要求。²³⁸

2002 年 8 月時，英國曾就是否應開放對沖基金作為一般投資人之投資選擇，徵詢各方意見。然而 FSA 最終決定，英國一般投

²³² See FSA Newsletter March 2003, “Hedge funds and the FSA: Feedback statement on DP16” and *Supra* note 231, 4.3.

²³³ *Supra* note 231, 2.3-2.4.

²³⁴ 但少數投資公司型態專門投資避險基金之基金，於符合風險分散之要求時，可於英國上市。
Id. 4.7-4.8

²³⁵ *Id.*, 4.7

²³⁶ *Id.*, 1.9

²³⁷ *Id.*, 3.4

²³⁸ *Id.*, 3.8

資人對對沖基金並無明顯的需求，一旦將對沖基金納入管制之投資計畫，反而可能影響對現有金融服務市場之基金商品之投資人保護，從而維持對於具備特定資格投資人之銷售，並且加強對於此類投資人之教育，強調對沖基金僅受到 FSA 有限度的管制，應已符合現實金融市場之需求。²³⁹

此外，對沖基金的經理人適用之規範與其他基金經理人相同，主要為採取適當注意建立並維持其營業(基金經理)所需之系統與控制，²⁴⁰違反時將受到 FSA 相關制裁；但由於對沖基金之特性，FSA 對於風險控管之監督較為寬鬆。²⁴¹

第六節 小結

依據英國投資管理協會(Investment Management Association；IMA)之統計，截至 2004 年底，英國境內之 AUT 及 OEIC 總數為 1,975 件投資計畫，兩者管理之資產總額為 2,754 億英鎊，其中 OEIC 佔 1,163 件，管理資產總額約 1,724 億英鎊。基金資產投資英國股權證券之部位佔基金總值之 43%，投資全球股權證券者佔 32%，投資債券者佔 15%，投資貨幣市場者佔 1%，而其他資產僅佔 2%。至於屬於未受管制集合投資計畫之對沖基金，於英國金融市場之市值約為英鎊 987 億元，為歐洲對沖基金(總值英鎊 1,330 億元)最主要的市場。²⁴²

由於英國金融服務市場採取整合型立法與單一主管機關之架構，基金商品，亦即所謂集合投資計畫，以 FSMA 2000 為母法，受 FSA 之管

²³⁹ *Supra* note 232.

²⁴⁰ FSA Handbook, *Senior Management Arrangements, Systems and Controls (SYSC)*, 3.1.1R.關於基金經理人之規範，主要係為基金經理人應確保遵守相關法令規定(如 FSA Handbook 之 Conduct of Business)，並確實追蹤、控制、管理與紀錄包括客戶之公平交易、投資人保護、投資人信心、金融犯罪等風險因素。

²⁴¹ *Supra* note 231, 3.15 *our response*.

²⁴² Reuters News Article, Feb. 28, 2005.

轄。FSA 於 FSMA 2000 授權下，針對集合投資計劃制定 COLL 規則，規範集合投資計畫及從事經理、保管業務者之限制與要求。而 COLL 並未依投資標的區分集合投資計畫類型，換言之，在 COLL 所允許的標的範圍內，集合投資計畫皆可從事投資，期貨亦屬其中一類。但從事期貨投資時，經理人必須在公開說明書中揭露，並說明該投資係專為投資目的或僅為避險目的，此類衍生性商品同時必須採行適當的風險管理與評估機制，於事前向 FSA 報備。

COLL 所規範之集合投資計畫，於設立時必須取得 FSA 之授權，其後凡在交易時間，必須同意一般投資人的認購申請。未經授權的集合投資計畫則非 COLL 管制之對象，但依據集合投資計畫募集豁免條例 2001 以及 FSA 對金融服務事業頒布的行為規則，此類基金僅得從事境外銷售或針對特定專業人士或有相當資歷之個人與事業銷售。儘管英國並未定義基金之公募與私募行為，但觀察上述英國法架構，對應於我國證券公募與私募之概念，或可謂 FSA 授權之集合投資計畫屬於公募型基金，可向並應向大眾募集資金，而未經授權之集合投資計畫則屬於私募基金。至於投資標的方面，無論公募或私募基金，依其經理人之決定，皆可從事期貨之交易。

對沖基金所使用之高度風險投資組合，以及賣空、槓桿交易等投資管理技巧，因無法符合 COLL 對基金操作之限制，從而無法獲得 FSA 的授權，僅得依未經授權之集合投資計畫，向特定專業人士或有相當資歷者銷售基金單位。而 FSA 並未就對沖基金制訂特別規範，因此對於對沖基金之管理，英國法仍係針對基金經理人，要求經理人必須遵守相關專業人士行為準則，該準則亦為經授權集合投資計劃經理人所適用。

至於從事集合投資計畫事業之人，即基金經理人及基金保管人，依據 FSMA 之規定，必須取得 FSA 之授權。在 ICVC，基金經理人為 ICVC

之授權董事(ACD)，保管人為其資產之保管機構；AUT 則是依據基金經理人和受託保管機構之信託契約成立之投資計畫，投資人為信託契約下的受益人。基金經理人負責集合投資計畫之成立、基金單位發行與銷除、基金之銷售與贖回以及基金操作與管理，必須為符合一定資本額之法人機構，並且僅得從事基金投資管理或資產組合管理之業務；保管機構必須是大眾控制(public control)之公司、得提出相當財務與專業保證之機構，負責保管計畫資產及確保基金經理人遵守 COLL 規則。基金經理人得授權他人執行其經理人職務(但投資操作不得授權保管機構)，而必須為被授權人之行為負責；保管機構亦得授權第三人處理保管基金資產事務，但第三人不包括基金經理人、其關係人及 ICVC 之其他董事。

第伍章 新加坡期貨基金法律規範

第一節 期貨基金之基本法規架構

1970 年新加坡國會呼應金融環境多元化及金融政策執行一致性之需求，通過新加坡金融局法案（Monetary Authority of Singapore Act），並於 1971 年 1 月 1 日成立新加坡金融局（Monetary Authority of Singapore，MAS）成為規範各項金融或銀行業務之主管機關，並負責制定與執行各項與貨幣、銀行、保險、證券等業務有關的法規。新加坡金融局(MAS)證券及期貨監管部門(Securities and Futures Supervision Department)，負責證券及其他衍生性金融商品相關交易、集合投資計畫及市場操作者的監督與規範，並對違規者執行民事制裁。有關規範期貨交易之另一主管機關為新加坡國際企業局(International Enterprise of Singapore)，新加坡國際企業局與新加坡金融局均隸屬於新加坡貿易工業部。

依新加坡之基金實務，基金是以集合投資計畫(collective investment scheme)之型態展現。新加坡證券期貨法(Securities and Futures Act)第十三章第二節(Part XIII, Division 2)針對集合投資計畫有原則性之規範。依證券期貨法第 286 條及第 287 條之規定，依各集合投資計畫所適用之申請程序，可分為經核准之集合投資計畫(authorized scheme)及經認可之集合投資計畫(recognized scheme)」。經核准之集合投資計畫是適用於在新加坡設立之集合投資計畫，而經認可之集合投資計畫則適用於在新加坡以外地區設立之集合投資計畫。在證券期貨法該章節內並規定經核准或認可之集合投資計畫的廢止、暫停或撤銷，集合投資計畫受託機構之職責，集合投資計畫之解散，集合投資計畫公開說明書之製作原則及有效期間，廣告之限制及免予適用公開說明書相

關規定之情事等等。該章節特別明文排除適用於具商業信託(business trust) 性質之集合投資計畫。²⁴³

此外，新加坡金融局又依證券期貨法第 321 條制訂頒佈集合投資計畫法規(Code on Collective Investment Scheme)[最近修訂版本為 2005 年 3 月 21 日]。集合投資計畫法規除對於集合投資計畫之核准或是認可作通則性之規定外，並有各類型之基金之專章規範，其中包括(一) 非特種基金；(二)財產基金；(三)貨幣市場基金；(四)對沖基金 (對沖基金)；(五)保本型基金；(六)組合式基金；(七)期貨及選擇權基金；及(八)貨幣基金。

集合投資計畫法規為新加坡金融局為提高集合投資計畫之行政監督與控管，所制定之行政命令，針對各種集合投資計畫的架構、經理人受託機構之職責、投資限制、借貸限制、會計、報告揭露及淨值計算等事項作出規定。集合投資計畫負責人如違反證券期貨法，將涉及刑責，但違反集合投資計畫法規並無刑事罰責，但新加坡金融局可以考慮決定撤銷或暫停已經核准或認可的集合投資計畫或是拒絕授權或認可該負責人所提出新的集合投資計畫。

除上所述，尚有依據證券期貨法所訂定之各相關事項之施行細則，其中有對於集合投資計畫募集之細則規範[Securities and Futures (Offers of Investments) (Collective Investment Schemes) Regulations 2003]。

²⁴³ 新加坡證券期貨法 **284B** This Division shall not apply to an offer to the public of units in a collective investment scheme for subscription or purchase, or an invitation to the public to subscribe for or purchase units in a collective investment scheme, where

(a) the collective investment scheme is also a registered business trust within the meaning of Division 1A; (b) the collective investment scheme is also a business trust and the offer or invitation is one referred to in subsection (1) of section 282P which complies with subsection (2) of that section; or (c) the collective investment scheme is also a business trust and the offer or invitation is made in reliance on an exemption under Subdivision (3) of Division 1A.

有關期貨交易另有商品交易法(Commodity Trading Act)予以規範，商品交易法屬另一主管機關--新加坡國際企業局(International Enterprise Singapore Board)主管之事務，該法主要規範期貨交易市場之交易秩序、期貨交易市場上各個參與者(經紀人、期貨交易顧問或期貨基金經理人)須依規定取得必要之營業執照、並明訂行為規範及罰則。

商品交易法對於「期貨基金經理人」一詞定義為從事證券期貨法第2條所指集合投資計畫性質業務之人，且直接或經由出資或出售股票或其他型式之有價證券或其他方式而自其他人收受資金、證券或財產以從事商品交易。²⁴⁴此定義與證券期貨法所定義之經理人有重疊。商品交易法中有「商品期貨交易顧問」(commodity futures trading advisors)之定義，乃就商品期貨契約之投資提供諮詢或顧問服務之人。此定義與金融顧問服務法所定義之金融顧問有交集之處。商品交易法所定義之"商品 (commodity)"係指為下列合約或交易標的之商品或項目：(1)商品期貨合約；(2)商品遠期合約；(3)商品槓桿交易；(4)價差交易合約；或(5)即期商品交易，並包括此等商品之指數或權益或 主管機關所公告之其他商品之指數或權益等。²⁴⁵

針對前述不同法律就性質相同事項應如何適用的議題，依據與新加坡國際企業局官員電話訪談之結果，先依各該法律所規定商品類別為基準，區分由金融局或國際企業局管轄，非在證券期貨法所規範之期貨商品即不受金融局監管，而由國際企業局管轄。雖然此二法是為規範不同之事項，然而在實務上二部主要法規中就商品之定義有重疊者，則金融局及國際企業局二機關將會同討論如何劃分監管權限，此決定是以個案為基礎，屬機關內部之決定，並無相關之法規或解釋命令供大眾參考。因為證券期貨法以及商品交易法有多處重疊，且無法有非常明確之區隔標準，新加坡目前正進行精簡此二法之工作。²⁴⁶

²⁴⁴ 請詳見商品交易法第2條

²⁴⁵ 同上註

²⁴⁶ 2005年2月7日新加坡國際企業局(IES)信件函覆及4月6日電話訪談結果。

第二節 核准或認可之集合投資計畫

集合投資計畫法規附錄 7 為期貨及選擇權基金之專章規定，該專章開宗明義規定適用於主要投資標的為金融或商品衍生性合約之基金。有關基金之基本運作架構仍依據證券期貨法及集合投資計畫法規通則性的規定。以下先就集合投資計畫法規下基金之基本運作及管理規範予以說明。

壹、核准計畫

依證券期貨法集合投資計畫可分為經核准之計畫 (authorized scheme) 以及經認可之計畫(recognized scheme)，分別規範在證券期貨法第 286 條及第 287 條。證券期貨法第 285 條明訂任何人不得就未依第 286 條經核准之集合投資計畫或依第 287 條經認可之集合投資計畫向大眾募集。違反此規定者，將被處以二年以下有期徒刑及/或新幣十五萬元以下之罰金；如連續違反者，則每日加罰新幣一萬五千元以下之罰金。²⁴⁷

依證券期貨法第 286 條規定，所謂「核准計畫」為在新加坡境內設立的集合投資計畫，採取單位信託形式之核准計畫須符合下列條件：

2005 年 2 月 7 日新加坡國際企業局(IES)信件函覆內容：“The CTA therefore covers all commodities except those already regulated under the Securities Futures Act (SFA), such as financial instruments, gold and oil futures. The two legislations therefore serve different objectives.”

²⁴⁷ **285.** —(1) No person shall make an offer of units in a collective investment scheme to the public for subscription or purchase, or an invitation to the public to subscribe for or purchase units in a collective investment scheme, if the collective investment scheme has not been authorised under section 286 or recognised under section 287. (2) Any person who contravenes subsection (1) shall be guilty of an offence and shall be liable on conviction to a fine not exceeding \$150,000 or to imprisonment for a term not exceeding 2 years or to both and, in the case of a continuing offence, to a further fine not exceeding \$15,000 for every day or part thereof during which the offence continues after conviction.

- (1) 具備符合該條第 3 項所訂資格之經理人；
- (2) 具備同法第 289 條所核准之受託機構；
- (3) 具備由經理人及受託機構所簽訂符合法規之信託契約（trust deed）；
- (4) 該集合投資計畫、經理人、受託機構必須符合證券期貨法及集合投資計畫法規的相關規定。²⁴⁸

此外，證券期貨法第 286 條(4)項規定，如果非單位信託型式的集合投資計畫及經理人符合主管機關及相關法規之要求，主管機關得予以核准。同法第 286 條(5)項規定主管機關如認為非對公眾有利，得拒絕核准集合投資計畫。

貳、認可計畫

依證券期貨法第 287 條規定，所謂「認可計畫」為在新加坡境外設立的集合投資計畫，必須符合下列條件，主管機關得予以認可：

- (1) 設立該認可計畫的外國，其法令及投資市場對新加坡投資者所提供的保護，不低於證券期貨法就核准計畫所提供的保護；
- (2) 以公司形式設立的投資計畫而言，該公司必須依照新加坡公司法第十二章第二節「外國公司」登記設立；
- (3) 具備合乎本條(3)項之資格要求的經理人；
- (4) 具備代表人，該代表人須為新加坡的居民；

²⁴⁸ **286.** —(1) The Authority may, upon an application made to it in such form and manner as may be prescribed and subject to subsection (2) and the conditions specified in subsection (3), authorise a collective investment scheme constituted in Singapore.

(2) The Authority may authorise, under subsection (1), a collective investment scheme which is constituted as a unit trust if and only if the Authority is satisfied that (a) there is a manager for the scheme which satisfies the requirements in subsection (3);

(b) there is a trustee for the scheme approved under section 289; (c) there is a trust deed in respect of the scheme entered into by the manager and the trustee for the scheme that complies with prescribed requirements; and (d) the scheme, the manager for the scheme and the trustee for the scheme comply with this Act and the Code on Collective Investment Schemes.

- (5) 提供主管機關該外國公司營業所的相關資料、代表人的姓名和聯絡方法及其他主管機關要求的資訊；
- (6) 該認可計畫、經理人、受託機構必須符合證券期貨法及集合投資計畫法規的相關規定。²⁴⁹

主管機關如認為聲請認可之集合投資計畫非對公眾有利時得拒絕認可。²⁵⁰

金融局於 2004 年 2 月 5 日頒佈命令，在國外設立之集合投資計畫申請成為認可計畫者，得豁免遵守依證券期貨法第 287 條(2)(b)有關公司型投資計畫需依新加坡公司法登記為外國公司及第 287 條(3)(c)(i)有關非公司型投資計畫須該計畫之經理人必須依新加坡公司法登記為外國公司之規定。此外，投資計畫必須具備新加坡居民為代表人之要件亦可豁免適用，如果其代表人為一公司或依新加坡公司法第 2 章第 11 節登記之外國公司。²⁵¹

參、期貨基金投資之相關規範

一、可投資之標的

依據集合投資計畫法規附錄 7 期貨及選擇權計畫專章之規定，期貨及選擇權集合投資計畫可投資於(i)在集中市場交易之期貨及

²⁴⁹

287. —(1) The Authority may, upon an application made to it in such form and manner as may be prescribed and subject to subsection (2) and the conditions specified in subsection (3), recognize a collective investment scheme constituted outside Singapore. (2) The Authority may recognize a collective investment scheme under subsection (1) if and only if the Authority is satisfied that —(a) the laws and practices of the jurisdictions under which the scheme is constituted and regulated affords to investors in Singapore protection at least equivalent to that provided to them by or under this Division in the case of comparable authorized schemes; (b) in the case of a scheme which is constituted as a corporation, the corporation is a foreign company registered under Part XI, Division 2 of the Companies Act (Cap. 50); (c) there is a manager for the scheme which satisfies the requirements in subsection (3); (d) there is a representative for the scheme who is an individual resident in Singapore for the functions set out in subsection (13); (e) the Authority has been furnished with information regarding the situation of the registered office of the foreign company or company referred to in paragraph (b) or subsection (3) (c), as may be applicable, the name and contact particulars of the representative referred to in paragraph (d) and such other information as the Authority may prescribe; and (f) the scheme, the manager for the scheme and the trustee for the scheme, where applicable, comply with this Act and the Code on Collective Investment Schemes.

²⁵⁰

證券期貨法 287(4)

²⁵¹

請見 Securities and Futures Act (Chapter 289) Securities and Futures (Collective Investment Schemes Constituted outside Singapore Exemption Regulations 2004. No. S 55.

選擇權契約，包括商品期貨及選擇權契約；(ii) 與適格當事人簽訂之 OTC 選擇權、遠期契約及交換合約；(iii) 本地或外國公司所發行之有價證券；(iv) 貨幣市場工具或債券；(v) 黃金；及 (vi) 現金。

二、基金之投資應適用之準則

(一) 風險部位之計算原則 ²⁵²

投資在前段所述(i)及(ii)項風險部位之計算應考量合約每日之市價(market to market value) 及其他因素，如期貨市場之動向、結清部位所需的時間、標的資產目前之價值以及交易對造之信用風險等。如果前述方式不適宜者，則可依據更換交易合約最大之可能成本為考量。期貨選擇權基金應依下述原則計算風險部位：(i)應至少每一營業日計算一次；(ii)應以每一投資部位所持有之期間不少於一個月為基準。相關計畫之公開說明書上應揭露所使用決定投資計畫風險部位之方式，且由經理人內部風險控管之專家或獨立專家加以評價。

(二) 特定交易上限

投資在前段所述(i)及(ii)項標的風險部位不得超過期貨及選擇權集合投資計劃資產總淨值之百分之二十。期貨及選擇權基金只能買賣在集中市場交易之選擇權及必須是完全避險(fully covered)。就完全避險而言，如期貨選擇權基金持有選擇權合約之標的金融工具或商品，且此等工具或商品具足夠之價值或金額可與所承作之選擇權交易已存在或可能產生之 DELTA EXPOSURE 風險相配，則符合完全避險。²⁵³

期貨及選擇權基金得投資在集中市場交易之衍生性合約及 OTC 選擇權，支付 OTC 選擇權交易之權利金不得超過期貨

²⁵² 集合投資計劃法規第 5.1, 5.2, 及 5.3 條

²⁵³ ²⁵³ 集合投資計劃法規第 5.4 及 5.5 條

及選擇權基金資產淨值之百分之十，此上限不包括遠期合約及交換合約，基金所承作之遠期合約及交換合約只能用於規避基金幣別之風險。

(三) 分散性投資

期貨及選擇權基金之經理人應確保基金就期貨及選擇權之風險部位是合理分散，例如投資組合之到期日、作為標的之金融工具或商品以及基金期貨及選擇權合約未平倉部位可能之承諾。但以單一金融工具或商品或特定類別金融工具或商品為標的之期貨或選擇權為主要投資標的之期貨及選擇權基金，不在此限。

以期貨契約月份或選擇權系列而言，期貨及選擇權基金不得持有期貨契約月份或選擇權系列之未平倉部位或是取得 OTC 選擇權系列，而其所須保證金及支付權利金之總和超過基金資產淨值之百分之五。

以標的金融工具或商品而言，期貨及選擇權基金不得持有有關單一標的金融工具或商品之未平倉部位之期貨或選擇權合約其所須保證金或支付權利金之總和超過該期貨及選擇權基金資產淨值之百分之二十，不論是在那一個集中市場交易。

前述之限制不適用於以單一金融工具或商品或特定類別標的金融工具或商品為標的之期貨或選擇權為主要投資標的之期貨及選擇權基金。

(四) 最低變現準備

期貨及選擇權基金應最少維持其資產淨值之百分之二十的變現準備。該變現準備須為現金及/或合格之貨幣市場工具及債券。該 20%之變現準備不包括 FOAF 之借款，且可用於保證金之追繳或作為期貨及選擇權基金所買入選擇權之

擔保(cover)。²⁵⁴ 最低變現準備是以交易時為準，如果因為基金資產之升值或貶值或因基金單位之贖回或申購而違反此比例時，經理人不得再進行增加違反此比例之交易，且經理人應在三個月內採取必要之改正措施，以符合此規定，此三個月期限可以展延，如經理人經受託機構同意認為此展延是為基金受益人之最佳利益。

(五) 借款限制

除為基金贖回及短期借款(不超過四週)需要之目的，期貨及選擇權基金不得借款。且為此目的借款之總額不得超過基金資產淨值之百分之十。²⁵⁵ 借款之比例以交易時為準，如果因為基金資產之升值或貶值或因基金單位之贖回或申購而違反此比例時，經理人不得再進行增加違反此比例之交易，且經理人應在三個月內採取必要之改正措施，以符合此規定，此三個月期限可以展延，如經理人經受託機構同意認為此展延是為基金受益人之最佳利益。

三、期貨及選擇權基金特別揭露事項

除法規所要求一般集合投資計劃應揭露之事項外，經理人應在向受益人提出之基金半年報及年報內揭露(i)在該期間內已結清部位所實現之淨利或淨損總額；(ii)在該期間內未平倉部位未實現之淨利或淨損之變化；(iii)基金在該期間內因其他交易所生之淨利或淨損總額，包括所生之利息及股利；(iv)在該期間內所生之所有交易成本，包括經理費、投資顧問費、經紀商手續費及支付予交易所及自律組織之費用。

²⁵⁴ 集合投資計劃法規第7條

²⁵⁵ 集合投資計劃法規第8條

第三節 期貨基金之經理人

一、經理人之要件

依證券期貨法第 286 條規定，核准集合投資計劃經理人必須(1)領有基金管理之資本市場服務執照，或是依證券期貨法第 99 條規定就基金管理得豁免領有該執照之公司，例如依據銀行法成立之銀行或依保險法成立之保險公司進行各自相關業務時從事基金管理。且金融局在考量集合投資計劃經理人是否適任時，可就下列事項予以考慮：(1)經理人之受雇人或與經理人有關係之人；(2)對經理人施予影響之人；及(3)對經理人之關係企業施予影響之人。²⁵⁶

依證券期貨法第 287 條規定，認可集合投資計劃之經理人必須在其主營業所在地國業經核准並受管理規範，且是新加坡主管機關認為適當之經理人，主管機關得考量下列事項以決定該經理人是否適當：(1)經理人之受雇人或與經理人有關係之人；(2)對經理人施予影響之人；及(3)對經理人之關係企業施予影響之人。²⁵⁷ 如果投資計劃非公司型態者，則必須依公司法第二章第十一節之規定登記為外國公司，且領有基金管理資本市場服務執照或依證券期貨法第 99 條規定就基金管理得豁免執照之公司。²⁵⁸

²⁵⁶ 286 (3) It shall be a condition for the authorisation of a collective investment scheme under subsection (1) that —
(a) the manager for the scheme is (i) the holder of a capital markets services licence for fund management or a person exempted under section 99 (1) (a), (b), (c) or (d) in respect of fund management; or (ii) a public company which does not carry on business in fund management or is specified in the Third Schedule or is exempted under section 99 (1) (e), (f), (g) or (h) in respect of fund management; and (b) the manager for the scheme is a fit and proper person, in the opinion of the Authority, and in considering if a person satisfies this requirement, the Authority may take into account any matter relating to (i) any person who is or will be employed by or associated with the manager; (ii) any person exercising influence over the manager; or (iii) any person exercising influence over a related corporation of the manager.

²⁵⁷ 287 (3) It shall be a condition for the recognition of a collective investment scheme under subsection (1) that the manager for the scheme is (a) licensed or regulated in the jurisdiction of its principal place of business; (b) a fit and proper person, in the opinion of the Authority, and in considering if a person satisfies this requirement, the Authority may take into account any matter relating to (i) any person who is or will be employed by or associated with the manager; (ii) any person exercising influence over the manager; or (iii) any person exercising influence over a related corporation of the manager.

²⁵⁸ 287 (3)-- (c) in the case of a scheme which is not constituted as a corporation —
(i) a foreign company which is registered under Part XI, Division 2 of the Companies Act (Cap. 50); (ii) the holder of a capital markets services licence for fund management or a person exempted under section 99 (1) (a), (b), (c) or (d) in respect of fund management; or (iii) a public company which does not carry on business in fund management or is specified in the Third Schedule or is exempted under section 99 (1) (e), (f), (g) or (h) in respect of fund management.

除證券期貨法之規定外，集合投資計劃法規附錄 7 有關期貨及選擇權基金專章要求該類型基金之經理人必須具有經理此等基金之專業。如果經理人將投資決定委外由次經理人或顧問提供服務時，則次經理人或顧問應有管理此等計劃之專業。經理人或有委外情事時之次經理人或顧問至少應有一位執行經理有五年以上之金融投資經驗(包括顧問、交易及套利) 以及視情形而定需有商品期貨及/或選擇權交易之經驗。²⁵⁹

除期貨及選擇權基金外，集合投資計劃法規附錄 4 為對沖基金之專章。對沖基金有不同之特質及投資策略。通常對沖基金尋求絕對之投資回收。新加坡主管機關在決定對沖基金之規範是否適用時，將會評估考量 a)基金利用槓桿操作、放空、套利及衍生性交易之策略；及 b) 基金對於非主流資產之投資，亦即上市股票、債券及現金以外之投資情形。²⁶⁰ 集合投資計劃法規要求單一對沖基金之經理人必須有經管此等計劃之專業，如果投資決定委外由次經理人或顧問提供服務時，次經理人或顧問應有經理此等計劃之專業。當在評估專業時，主管機關將會考量專業經驗、資格、所經管之資產及經理人或顧問以往之績效。經理人或委外投資決定之次經理人或顧問應至少有二位執行經理有五年以上經管對沖基金之經驗。²⁶¹

二、金融顧問

新加坡金融顧問法(Financial Advisers Act)是針對投資商品之顧問及銷售予以規範。所謂「投資商品」在該法之定義是證券期貨

²⁵⁹ 集合投資計劃法規附錄 7 第 3 條

²⁶⁰ 集合投資計劃法規附錄 4 第 1 條

法第 2(1)所定義之資本市場商品、任何保單或是所規定之其他商品。

金融顧問法所規範之顧問服務其中有包括涉及行銷集合投資計劃。依金融顧問服務法第 6 條之規定，任何人未經取得金融顧問執照或未能依法豁免取得此執照者，不得提供金融顧問服務。金融顧問服務(financial advisory service)之類型，依據該法附件 2 之規定，包括(1)對他人就投資商品以直接或經由刊物或書面或其他方式且不論是以電子或印刷或其他形式提供建議，但不包括就企業金融提供建議；(2)以電子 印刷或其他之方式，就投資商品製發分析或報告；(3)行銷各種集合投資計畫；(4)就保險商品安排保險契約，但不含再保險契約。

金融顧問(financial adviser)一詞依據金融顧問法第 2 條之規定，係指以提供任何金融顧問服務為營業的人。

金融顧問法及證券期貨法對於從事該法所規範相關行為所須之證照，採單一證照之制度。根據金融顧問法第 6 條規定，只有經金融局核予執照金融顧問及依該法豁免證照的金融顧問(“exempt financial adviser”)方可提供金融顧問法所規範的金融顧問服務，且在執行時相關業務時，皆須遵守金融顧問法相關行為規範。豁免持有金融顧問證照之人是因該等金融服務提供者已受其他主管機關規範，為減少規範重疊、降低規範成本，乃特設免除之規定。

金融顧問法第 23 條(1)項(d)規定，擁有證券期貨法的資本市場服務執照（capital markets services license）者，無須取得金融顧問法下的金融顧問證照，便可進行金融顧問法所規範的金融業務。證券期貨法第 99 條(1)項(e)亦規定，擁有金融顧問執照者，就其

在金融顧問執照可從事之行為無須再取得證券期貨法下之資本市場服務執照。²⁶²

申請金融顧問執照除須依照主管機關明文規定之程序外，主管機關認為有必要時，申請人尚須提供相關資訊或文件供主管機關審核²⁶³。金融顧問法第 9 條規定，在某些情況下，主管機關得拒絕其申請，例如，申請人不是公司法定義的公司、申請人無法達到或維持最低財務標準或其他主管機關規定之標準、申請人未取得主管機關規定的專業責任保險、申請人未依同法第 8 條(2)項規定提出相關資訊或文件供主管機關審核、主管機關認為申請人執行金融顧問業務的人員之教育背景或經驗不足，甚或主管機關認為申請人或其人員無法有效率、誠實、公平地執行職務等；同法第 13 條(1)項規定，主管機關得依照其認為適當的條件或限制，核准或更新金融顧問之執照，且可隨時增加、改變或廢除其所設之條件或限制。

三、經理人之職責

²⁶² 99. —(1) The following persons shall be exempted in respect of the following regulated activities from the requirement to hold a capital markets services licence to carry on business in such regulated activities:

- (a) any bank licensed under the Banking Act (Cap. 19) in respect of any regulated activity;
- (b) any merchant bank approved as a financial institution under the Monetary Authority of Singapore Act (Cap. 186) in respect of any regulated activity which it is approved to carry out under that Act;
- (c) any finance company licensed under the Finance Companies Act (Cap. 108) in respect of any regulated activity that is not prohibited by that Act or for which an exemption from section 25 (2) of that Act has been granted; (d) any company or society registered under the Insurance Act (Cap. 142) in respect of fund management for the purpose of carrying out insurance business; (e) any person licensed under the Financial Advisers Act (Cap. 110) in respect of any regulated activity that is solely incidental to his carrying on of the business for which he is licensed under that Act; (f) any securities exchange, futures exchange or recognised trading system provider in respect of any regulated activity that is solely incidental to its operation of a securities market or futures market, as the case may be; (g) any clearing house in respect of any regulated activity that is solely incidental to its operation of a clearing facility; and (h) such other person or class of persons in respect of any regulated activity as may be exempted by the Authority. (2) Any securities exchange, futures exchange or recognised trading system provider which intends to carry on business in any regulated activity but which does not fall within subsection (1) (f), may apply in writing to the Authority for exemption from the requirement to hold a capital markets services licence and the Authority may grant such exemption if in the Authority's opinion, the carrying on of the activities referred to in subsection (1) is not a significant business of the securities exchange, futures exchange or recognised trading system provider.

²⁶³ FAA §8(2), "The Authority may require an applicant to furnish it with such information or documents as it considers necessary in relation to the application."

集合投資計劃法規第 4 條規範核准計劃之經理人職責及業務執行上所負的義務，第 4.1 條規定經理人之職責，計有記錄之保存，例如經理人對受託機構所為關於表決權如何行使的指示，經理人所收到之其他優惠回饋(soft dollars)；經理人不應將投資計畫之財產支付計劃成立之相關文件所未規定之費用，或用於行銷或廣告活動、或投資於經理人或其關係企業發行之證券等。

經理人業務執行時應負之義務，例如

- (1)應備置半年度營業報告或年度營業報告；
- (2)有利益衝突之虞時，應依受託機構之指示行使表決權；
- (3)於投資計畫之重大變動前一個月期間內，通知投資人該變動之內容；
- (4)如有非其可控制之原因而違反附錄對借款上限或投資之各項準則時，經理人應在獲悉有違反情事後三個營業日內通知主管機關此情事；
- (5)經理人就計劃所執行之交易而取得之退佣或其他優惠回饋不得列入自己之帳戶；經理人原則上不得收受其他優惠回饋，但如所收受之回饋是用以協助經理人提供計劃之投資顧問或相關服務，相關交易之執行是以市場最佳之條件成交，且經理人並非為符合取得其他回饋而進行不必要之交易等情況，不在此限。收受物品或旅遊招待或娛樂等非屬所定義之其他優惠回饋，故經理人不得收受；
- (6)為投資決策時，應遵守附錄中就各種集合投資計畫所為之規定；
- (7)每一營業日評價計劃之價值。

此外，商品交易法亦規定期貨基金經理人應將基金之運作視為一獨立之法人，與期貨基金經理人本身應有所區別。期貨基金經理人不得將所收到運用之各項資金與他人之財產混同。期貨基金經理人在未提

供風險揭露文件予投資人以及取得投資人簽名聲明已收到並瞭解風險文件內容前，不得向投資人為投資要約或予其簽訂合約。

第四節 期貨基金之受託機構

一、受託機構之資格要件

集合投資計劃法規各附錄就不同類型之集合投資計劃所為之專章規範，並未對受託機構之資格有特別規定。期貨基金受託機構之資格要件主要規定在證券期貨法及證券期貨施行細則 (Securities and Futures Regulations)。

集合投資計劃之受託機構須為公開發行公司且經主管機關核准擔任受託機構。受託機構須達到一定的財務標準，並符合證券期貨法、證券期貨施行細則、信託公司法(Trust Companies Act)、集合投資計劃法規及相關子法所定之各項標準及行為規範。不同的集合投資計畫就各該受託機構之職責、權利及義務於各集合投資計劃之信託契約予以規範。

依證券期貨施行細則第 6 條之規定，受託機構須符合下列條件：

- (a) 公司實收資本新幣一百萬元以上；
- (b) 股東之資金新幣一百萬元以上；
- (c) 具有健全之財務狀況；
- (d) 就相關受託業務具有足夠經驗之員工，以履行受託機構之職責；及
- (e) 健全之稽核制度。

此外，公司必須是合宜擔任相關集合投資計劃之受託機構；公司之主管皆合宜且適當參與相關受託業務之執行。主管機關並可要求受託機構依照主管機關之書面要求，取得專業責任保險，相關

之保險額度及保險條件須依主管機關之書面要求定之；或提供由公司之控股公司（若該公開公司有控股公司）依主管機關之要求及條件出具履約保證或其他類似之保證。

主管機關決定某一公開公司是否具備健全稽核制度，會考慮該公司之管理系統及內部控制系統是否(i)符合一切有關受託機構之法規要求；(ii)可在職責範圍內監督集合投資計畫經理人之行為；及(iii)維持有力之控制環境與有效率之控制程序。

主管機關決定某一公開公司是否合宜且適當擔任受託機構時，考慮下列因素：(i)該公司之主管或受雇人員，或與該公司有關係之人；(ii)任何主管機關認為對該公開公司有影響力之人；及(iii)任何主管機關認為對於該公司之關係企業有影響力之人。所謂「主管」係指該公司之董事或秘書長或任何其他有決策執行能力之人；「人員」則係指在該公司內任何具有決策執行能力或事務經理能力之人或為該公司進行決策執行或事務經理之其他人士。

二、受託機構執行業務時之規範

經核准集合投資計畫之受託機構(i)發覺基金經理人有違反任何法令規定時，應於知悉後三個營業日內通知主管機關；(ii)應保管投資計畫之所有財產，以受益人之名義加以信託，為受益人之利益而持有；(iii)確保對投資計畫之所有資產負責；(iv)確保該集合投資計畫之財產與該受託機構及受託機構其他客戶之財產各自獨立；(v)自行或使他人保管並維持集合投資計畫受益人之登記資料；(vi)於受託機構之營業時間內，免費提供上述登記資料供投資計畫之經理人或任何投資計畫之受益人檢閱。於每一會計年度終了時，應提出該投資計畫之年度財務報告以供查核，並寄送予受益人集合投資計畫之半年度財務帳冊及年度財務帳冊、半年度報告及年度報告及該年度財務帳冊所作之查核報告。

三、受託機構核准之撤銷

經核准之受託機構應繼續維持前述資格要件，如果主管機關認為(i)經核准之受託機構未符合前述資格要件；(ii)未盡善良管理人注意義務履行職責；(iii)受託機構之行為對於集合投資計劃之受益人有不利之情事；或(iv)未遵守證券期貨法或集合投資計劃法規時，主管機關得撤銷先前對受託機構之核准或直接命令相關集合投資計劃之經理人更換受託機構，並禁止該受託機構擔任任何新集合投資計劃之受託機構或是發佈其他適宜之命令。

第五節 期貨基金之相關募集規範

一、公開募集

任何人不得就集合投資計劃向大眾為申購或承買之要約，除非此等要約是在公開說明書中或附隨著公開說明書而提出，且該公開說明書是依法律規定之要件製作並遵守法律之規定，業向金融局提出申請登記該公開說明書，並經金融局完成登記者。²⁶⁴但此規定有免予適用之多項例外情事，其中包括對特定機構或人員所作購買集合投資計劃之要約。

二、免予適用之例外情事

(一) 對金融機構募集之集合投資計劃不須經主管機關之核准或許可

依據證券期貨法第 304 條之規定，對於下列之人就集合投資計劃為要約，不受該法有關核准及認可計劃以及公開說明書及廣告限制等規定，此等對象計有：(a) 依銀行法領有執照之銀行；(b) 依法經核准為金融機構之商人銀行；(c) 依金融公司法(Finance Companies Act)領有執照之金融公司；(d)

²⁶⁴ 證券期貨法第 296 條

依保險法登記為保險人之公司或團體；(e)依信託公司法登記之公司；(f) 政府或法定之各部門組織；(g) 退休金或集合投資計劃；(h)持有資本市場服務執照以從事(1)有價證券交易、(2)基金管理、(3)有價證券保管服務、(4)有價證券融資或(5)期貨合約交易之人；(i) 與經認可之投資人或業務涉及有價證券取得、處分或持有之人從事債券交易業務之人；或 (j) 其他經主管機關宣告為例外之申購人或是屬於主管機關所宣告例外類別之人。

(二) 向特定資格投資人募集限制型集合投資計劃

此外，向富有經驗之投資人(Sophisticated investors)或每一筆交易至少二十萬新加坡幣者，就限制型集合投資計劃(restricted scheme)提出申購要約，不論該計劃是在新加坡成立或是在新加坡以外地區成立，除有法定修正範圍外，不適用證券期貨法集合投資計劃專章有關核公開說明書等規定。所謂「限制型集合投資計劃」一詞在集合投資計劃投資募集細則[Securities and Futures (Offers of Investments) (Collective Investment Schemes) (Amendment) Regulations 2003，其定義係指只對富有經驗投資人提出投資要約之集合投資計劃，且符合證券期貨法第 305 條規定。集合投資計劃法規附件五第 1 條明定任何人就未經核准或認可之限制型集合投資計劃，不得募集。因此，對富有經驗投資人募集限制型集合投資計劃仍須經核准或認可之申請程序。

所謂「富有經驗投資人」是指(a)依相關要約，以本人身分取得投資計劃之單位之人，其個人總淨資產須逾二百萬新加坡幣(或等值之其他外幣)或其在取得該計劃單位之前十二個月收入不少於三十萬新加坡幣(或等值之其他外幣)；或(b)是投資人為公司時，該公司最近年度查核之資產負債表所載之總淨資產須逾一千萬新加坡幣(或等值之其他外幣)，如果

該公司之會計不須查核者，則由該公司認證資產負債表為真正反映該公司截至資產負債表之日期之情況，資產負債表之日期自向該公司為要約之日起回算不得早於十二個月；(c)為要約之人的主管人員(officers)或是該主管人員之配偶、父母、兄弟、姊妹或子女。²⁶⁵

但向前述之人募集限制型集合投資計劃尚須符合下列條件：(a)所為之要約必須未附隨任何引人注意該要約之廣告；(b)就該要約除支付行政管理或專業服務之費用或對持有資本市場服務執照之人就交易有價證券支付服務費或佣金外，未支付任何銷售或推廣費用；及(c)附隨該要約之說明資料須載明：「本說明資料所為要約只限向有經驗之投資人，而非向一般零售大眾為要約。此外，本說明資料非證券期貨法所定義之公開說明書。因此證券期貨法所規範公開說明書之法定責任將不適用。台端應仔細考慮是否適合此項投資。並應說明(i)就限制型投資計劃之投資標的、重點、方法及申購該計劃單位之風險；(ii)該限制型計劃之要約是否受金融監督機關之規範，如果是受規範者，則須載明該機關之名稱及該計劃所受規範之管轄國家及法規名稱，以及管轄機關之名稱及與該機關聯絡之詳細資訊；(iii) 該計劃如果是在新加坡成立者，須載明經理人及受託機構之名稱及其設立地；及(iv)如該計劃是在新加坡以外地區成立且是公司型態者，則應載明其設立地及營業地址以及該計劃經理人及受託機構或保管機構之名稱及設立地。如果該計劃不是公司型態者，載明該計劃之經理人及受託機構或保管機構名稱及營業所在地。」

²⁶⁵ 證券期貨法第 305 條(3)

如果限制型計劃之經理人及受託機構是受任何金融監督機關之規範，則應將該主管機關之名稱及與該機關聯絡之詳細資訊。²⁶⁶

對於經認可之限制型集合投資計劃，必須有該計劃在新加坡之代表人，負責投資人與該計劃外國經理人間之聯絡。該代表人必須是在新坡之個人、在新加坡設立之公司或是依公司法在新加坡登記的外國公司。

三、廣告

有關集合投資計劃廣告之注意事項，主要規範在證券期貨法第 300 條。證券期貨法第 300 條規定，如果公開說明書就投資計劃對大眾為要約或企圖要約是必要者，除非該廣告或刊登業經本規定核准或是符合所規定之要件，否則任何人不得為廣告要約或直接或間接地就集合投資計劃提及要約或企圖要約或是合理可能促使他人申購投資計劃之單位者為聲明陳述。

在決定聲明陳述是否間接提及要約或企圖要約或是合理可能促使他人申購投資計劃之單位應視是否該聲明陳述非常可能因該聲明而鼓勵他人做成投資該計劃之決定而非以依據公開說明書或是投資說明書所載之資訊為投資基礎。

任何人可以散佈業經向金融局登記之公開說明書或投資說明書，不視為違反前述規定。

但集合投資計劃募集細則規範中對於集合投資計劃之廣告，另有訂定特別條款。集合投資計劃募集細則規範第 2 節第 20A 條對於證券期貨法第 300 條(1)有關廣告要件免予適用規定。該條明文規定如果任何人以廣告要約大眾投資集合投資計劃或刊登聲

²⁶⁶ 證券期貨法第 305 條(1)

明陳述直接或間接提及申購集合投資計劃之要約或是合理促使他人購買集合投資計劃，而其廣告或刊登聲明陳述內容符合後列條件，則免予適用證券期貨法第 300 條(1)有關之規定：

- (a) 廣告內容必須真實且無誤導；
- (b) 對於已經向大眾募集之集合投資計劃之廣告應說明
 - (i) 該計劃之公開說明書或投資說明書已備妥；
 - (ii) 如何可以取得公開說明書或投資說明書；
 - (iii) 有意投資之人應在決定申購該計劃單位前閱讀公開說明書或投資說明書；
 - (iv) 以及該計劃單位之價值或所生之任何收益可能會升貶；
 - (v) 計劃負責人之姓名；
 - (vi) 計劃之主要投資標的及重點（如果計劃名稱無法指出該計劃之投資標的）；
 - (vii) 如廣告有援引他人之推介該計劃或相關計劃之核准者應加註出處；
 - (viii) 對於非保本型之集合投資計劃不得使用投資本金保證或一定回收保證或投資人不會承受損失等字眼；
 - (ix) 保本或收益保證之集合投資計劃應註明保證人；
 - (x) 對於對沖基金或其他高風險基金應指出投資該計劃涉及高度風險，只適合能夠並願意承受此等高度風險之投資人；
 - (xi) 對於掛牌上市交易之集合投資計劃必須說明全部或大多數投資人只能透過集中市場交易，投資人不能請求經公司贖回或只能在某些特定情形下請求經理人贖回；以及
 - (xii) 針對上市交易之計劃不保證該單位具市場流動性。²⁶⁷

²⁶⁷ Securities and Futures Act (Offer of Investment) (Collective Investment Schemes) Regulations 2002, Part 3, Division 2, 22

(c) 對於廣告刊登之時尚未向大眾募集之集合投資計劃，但在合理情形非常可能會向大眾募集者，其廣告內容應說明：

- (i) 當向大眾募集時可取得有關計劃之公開說明書或投資說明書；
- (ii) 預計可以取得有關計劃公開說明書或投資說明書的時間；
- (iii) 如何可以取得有關計劃之公開說明書或投資說明書；
- (iv) 有意投資之人應在為投資決定前仔細閱讀公開說明書或投資說明書；
- (v) 投資計劃之單位價值及所生之收益可能會有升貶。

以及前述(b)(v)至(xii)項之資訊。²⁶⁸

(d) 以集合投資計劃以往之績效為廣告時，除應以顯著方式表明投資計劃以往之績效不當然為該計劃日後績效之指標；並應將投資計劃之回收以及回收計算之基礎；以及績效表現之期間（至少須一年，如計劃成立未滿一年者，則以該計劃自成立時起之期間為基礎。），又如果廣告所引之績效表現有因為特殊情形而該特殊情形已不存在者，則應以顯著方式標明。²⁶⁹

(e) 以集合投資計劃以往績效與其他集合投資計劃或指數為比較性之廣告時，必須相關集合投資計劃之投資標的及投資重點相近似，且應以 offer to bid basis 為比較基礎並應將比較基礎於廣告中載明。如果是與指數做比較時，則該指數必須與該集合投資計劃之投資重點相關，並且以 offer- to- bid 或 bid- to-bid 為比較基礎，應在廣告中註明比較基礎。此外，相比較之投資計劃或指數應以共同之幣別為比較基礎，如各

²⁶⁸ Securities and Futures Act (Offer of Investment) (Collective Investment Schemes) Regulations 2002, Part 3, Division 2, 23

²⁶⁹ Securities and Futures Act (Offer of Investment) (Collective Investment Schemes) Regulations 2002, Part 3, Division 2, 24

自表彰之幣別有不同則應依同一時間之匯率轉換為相同之幣別再做比較。²⁷⁰

此外，尚有對以其他型式投資作比較廣告時必須以具相似之風險投資組合為比較，且應以 offer- to-bid 為比較基礎，並應在廣告中載明此基礎。²⁷¹如以經理人之績效或以投資計劃日後之績效為廣告時，亦有特定規範。²⁷²

廣告內容必須清晰可讀，如刊登在報章雜誌或是其他電子網路等其字體大小亦有一定規範。²⁷³

第六節 小結

新加坡有關集合投資計劃運作之主要法律規範為證券期貨法、集合投資計劃法規、證券期貨法之相關規則、商品交易法以及金融顧問服務法等。因商品交易法規範期貨交易之相關事項，其主管機關為國際企業局，證券期貨法規範之集合投資計劃之主管機關為金融局，針對期貨相關商品之交易此二機關之職權或有重疊之處。新加坡當局目前正進行相關規範精簡整合之工作，以使此二機關就期貨交易相關之事項所經管之職責能清楚界定。

一、經集合投資計劃須經主管機關核准或認可

除依證券期貨法第 304 條規定向金融機構募集之集合投資計劃不須經核准或認可亦不須準備公開說明書外，對於特定資格之投

²⁷⁰ Securities and Futures Act (Offer of Investment) (Collective Investment Schemes) Regulations 2002, Part 3, Division 2, 25

²⁷¹ Securities and Futures Act (Offer of Investment) (Collective Investment Schemes) Regulations 2002, Part 3, Division 2, 26

²⁷² Securities and Futures Act (Offer of Investment) (Collective Investment Schemes) Regulations 2002, Part 3, Division 2, 27 and 28

²⁷³ Securities and Futures Act (Offer of Investment) (Collective Investment Schemes) Regulations 2002, Part 3, Division 2, 29

資人募集限制型之集合投資計劃或是對於一般投資人募集之集合投資計劃均需經過主管機關之核准或認可，但向一般人募集之集合投資計劃須具公開說明書，其內容格式有一定之法律規定。至於向富有經驗之投資人募集限制型集合投資計劃雖可免除公開說明書，但仍須備置資訊摘要（information memorandum）。核准程序及認可程序適用最大之不同在於核准程序適用於在新加坡成立之集合投資計劃，認可程序則適用於在新加坡以外地區成立之集合投資計劃。

二、期貨基金之投資標的及限制

集合投資計劃法規附錄 7 針對期貨及選擇權基金有專章規範，期貨及選擇權集合投資計畫可投資於(i)在集中市場交易之期貨及選擇權契約，包括商品期貨及選擇權契約；(ii)與適格當事人簽訂之 OTC 選擇權、遠期契約及交換合約；(iii)本地或外國公司所發行之有價證券；(iv)貨幣市場工具或債券；(v)黃金；及(vi)現金。此外，並對於風險部位之計算、特定交易上限、分散性投資、最低變現準備、借款限制以及所須特別揭露之事項加以規定。

三、期貨基金經理人之資格

集合投資計劃之經理人必須領有基金管理之資本市場服務執照，但經該法另有豁免領有該執照者，不在此限。集合投資計劃法規附錄 7 有關期貨及選擇權基金專章並要求經理公司須具有經理此等基金之專業，經理公司可以將投資決定委外由次經理人或顧問提供相關服務，受任之次經理人或顧問必須具備至少一位有五年以上金融投資經驗或商品期貨/或選擇權交易經驗的執行經理。

除期貨及選擇權基金外，集合投資計劃法規附錄 4 為對沖基金之專章。對沖基金有不同之特質及投資策略。通常對沖基金尋求絕對之投資回收。新加坡主管機關在決定對沖基金之規範是否適用

時，將會評估考量 a) 基金利用槓桿操作、放空、套利及衍生性交易之策略；及 b) 基金對於非主流資產之投資，亦即上市股票、債券及現金以外之投資情形。集合投資計劃法規要求單一對沖基金之經理人必須有經管此等計劃之專業，如果投資決定委外由次經理人或顧問提供服務時，次經理人或顧問應有經理此等計劃之專業。當在評估專業時，主管機關將會考量專業經驗、資格、所經管之資產及經理人或顧問以往之績效。經理人或委外投資決定之次經理人或顧問應至少有二位執行經理有五年以上經管對沖基金之經驗。

四、期貨基金的受託機構

期貨基金受託機構之資格要件主要規定在證券期貨法及證券期貨施行細則(Securities and Futures Regulations)。集合投資計劃之受託機構須為公開發行公司且經主管機關核准擔任受託機構。受託機構須達到一定的財務標準，並符合證券期貨法、證券期貨施行細則、信託公司法(Trust Companies Act)、集合投資計劃法規及相關子法所定之各項標準及行為規範。

五、期貨基金之募集

原則上任何人不得對於未經核准或認可之集合投資計劃，且公開說明書未經向主管機關登記者，向大眾為募集。但證券期貨法有特殊規定免予適用公開說明書及核准或許可之規定。依現行實務，對於金融機構之募集集合投資計劃可以完全不受公開說明書之規定，亦不須經核准或認可。對於特定有經驗之投資人為募集則可適用限制型之集合投資計劃規範，免予適用公開說明書之規定，但仍須準備資訊摘要說明，且該計劃仍應經核准或認可之程序。

目前新加坡主管機關正研擬向大眾募集是否作成公募及私募之區分，擬參考英國、香港、澳洲之立法，增列「私募(private

placement)」或「小型募集 (small offering)」等不同之規範，考慮以人數作為認定為私募或小型募集之基礎。²⁷⁴

²⁷⁴ Company Legislation and Regulatory Framework Committee, Recommendation Requiring Amendments to the Securities and Futures Act, April 2003.

第陸章 我國關於共同(信託)基金法律規範

第一節 證券投資信託基金之基本規範

一、證券投資信託基金

證券投資信託基金，依據現行證券投資信託及顧問法，係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而交付受益憑證，從事有價證券、證券相關商品之投資等集合投資行為。

經營前項業務者為證券投資信託事業，並應經主管機關許可始能經營證券投資信託業務。證券投資信託契約謂：「由證券投資信託事業為委託人，基金保管機構為受託人所簽訂，用以規範證券投資信託事業、基金保管機構及受益人間權利義務之信託契約」；保管機構則為「本於信託關係，擔任證券投資信託契約受託人，依證券投資信託事業之運用指示從事保管、處分、收付證券投資信託基金，並依本法及證券投資信託契約辦理相關基金保管業務之信託公司或兼營信託業務之銀行。」；受益人係指「依證券投資信託契約規定，享有證券投資信託基金受益權之人。」基金組織型態屬契約型而非公司型。

二、證券投資信託基金之募集及私募

依據證券投資信託及顧問法第三條規定，募集證券投資信託基金之方式，包括向不特定人募集證券投資信託基金而發行受益憑證；或向特定人私募證券投資信託基金而交付受益憑證等二種方式。公開募集是對不特定當事人為之，應向投資人交付公開說明書；如為私募者，應向特定投資人交付投資說明書以揭露相關交易資訊。證券投資信託事業如未交付公開說明書或投資說明書或所交付之公開說明書或投資說明書內容有虛偽不實，對於善意相對人應負賠償責任。

依據證券投資信託及顧問法第十一條規定，私募對象包括

1. 銀行業、票券業、信託業、保險業、證券業或經主管機關核准之法人或機構。
2. 符合主管機關所定條件之自然人、法人或基金。

私募對象之所謂主管機關所定條件之自然人、法人或基金，係指對於證券投資信託契約具有充分了解之國內外自然人，且以三十五人為限，並且須符合下列條件之一：²⁷⁵

1. 本人淨資產值超過新台幣一千萬元，或本人與配偶淨資產值合計超過新台幣一千五百萬元；
2. 最近二年度本人年平均所得超過新台幣一百五十萬元，或本人與配偶之年平均所得超過新台幣二百萬元；
3. 最近經會計師查核簽證之財務報表總資產值超過新台幣五千萬元之法人或基金，或依信託業法簽訂信託投資契約之信託財產超過新台幣五千萬元者。

關於前述特定人資格，證券投資信託事業應盡合理之調查責任並且應募人須配合提供佐證之依據。私募證券投資信託基金而交付投資人受益憑證，採事後申報制（參證券投資信託及顧問法第十一條第三項），與公開募集事前核准或申報生效制不同。

三、受益憑證之轉讓

關於私募之受益憑證轉讓，依據證券投資信託基金管理辦法第五十二條之規定，除非 1.證券投資信託事業申請買回；2.轉讓予符合該法十一條之私募對象者；3.基於法律規定所生效力之移轉；或 4.經主管機關核准外，私募之受益憑證不得轉讓。

至於公開募集之證券投資信託基金之受益憑證，除如為開放式基金得自由轉讓或要求回贖外，封閉式基金之受益憑證並得於證券

²⁷⁵ 行政院金融監督管理委員會九十三年十一月一日金管證字第 090005249 號令

集中交易市場流通交易。

四、證券投資信託業之管理

證券投資信託及顧問法關於證券投資信託事業之管理及營業項目，原則上仍採許可核准制，除訂定證券投資信託事業設置標準，規範證券投資信託事業之基本設立條件外，並訂定證券投資信託事業管理辦法、證券投資信託基金管理辦法等行政規則，暨透過法規授權命令，不斷頒布相關管理細則函令，試圖建構一套完整之規範架構。

私募基金與募集基金之管理非全然一致。依據證券投資信託基金管理辦法第五十五條規定，該法第一條至第七條、第九條第一項、第三項、第十四條、第十九條、第二十條、第二十二條、第五十七條、第五十九條至第七十七條及第七十九條至第八十九條等原則性規定，於私募基金適用之。但第二十三條、第二十五條至第三十四條及第四十二條至第五十條規定，除私募基金之證券投資信託契約另有規定外，亦適用之。另外依據同法第五十六條規定，證券投資信託事業私募基金應每一營業日計算基金之淨資產價值，並得依證券投資信託契約規定向受益人報告基金每一受益權單位之淨資產價值，不適用有關適用於公開募集基金之公告規定。又私募基金之買回程序及買回價金之給付期限，依證券投資信託契約之規定辦理，亦不適用於公開募集基金之買回部分規定。私募基金之年度財務報告依證券投資信託契約之規定應向受益人報告，不適用公告之規定。證券投資信託事業私募之基金不再存續或證券投資信託契約終止後，其清算及分配方式，依證券投資信託契約之規定應向受益人報告，不適用有關基金清算及分配方式應公告之規定。又私募證券投資信託基金有關修改信託契約之程序，無須事先取得主管機關之核准。

相較於主管機關過去對證券投資信託基金市場之管理，目前作法已緩和部分之管制，並經由部分以業者自律之管理方式，而減輕主管機關之負擔。

茲就相關重要規定說明如下：

(一) 營運監理

證券投資信託事業如發生重大影響受益人權益之事項，應於事實發生之日起二日內公告，並向金融監督管理委員會申報並通知中華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會。重大影響受益人權益事項，包括證券投資信託事業有喪失債信情事、訴訟事件造成營運重大困難、聲請重整、經營階層三分之一以上發生變動、變更公司或所經理證券投資信託基金之簽證會計師、與關係企業或其公司董事、監察人、經理人或持有已發行股份總數百分之五以上股東本人或其關係人購買不動產、暫停及恢復計算買回價格、基金移轉他證券投資信託事業承受或合併、契約終止等均屬之。

(二) 行銷規範

依據證券投資信託事業管理規則第二十二條，不能對未經核准募集或生效之證券投資信託基金，預為宣傳廣告或其他促銷活動。核准後如以廣告、公開說明會及其他營業促銷活動時，亦不得以募集之核准或生效作為證實申請（報）事項或保證受益憑證價值之宣傳，或使人誤信能保證本金之安全或保證獲利者；亦不得提供贈品或以其他利益勸誘他人購買受益憑證或就過去之業績作誇大之宣傳或對同業為攻訐之廣告。更不能有為虛偽、詐欺或其他足致他人誤信之行為；或為證券投資信託基金投資績效之預測及對新台幣匯率走勢之臆測。

五、證券投資信託基金之管理

(一) 募集證券投資信託基金之種類

依據證券投資信託基金管理辦法第二十三條規定計有股票型、債券型、平衡型、指數型、指數股型、組合型、保本型、貨幣市場基金及其他經核准發行之基金。並且關於各類型基金之定義與投資標的比例均有規定。基金之名稱不得違反其基本方針及投資範圍，且不得使人誤信能保證本金之安全或保證獲利。

基金以結構式利率商品為主要投資標的者，依據證券投資信託基金管理辦法第五十條規定，應於名稱中標明結構式利率商品或類似文字，基金以轉換公司債、附認股權公司債或其他具有股權性質之有價證券為主要投資標的者，應於名稱中標明主要投資標的之文字。前述基金均不得以債券型基金為名，並不得於受益人買回受益憑證請求到達之當日或次一營業日給付買回價金。

另外，證券投資信託事業就每一證券投資信託基金之資產，依證券投資信託及顧問法第三十條第一項規定方式應保持一定流動比率。例如在國內募集之開放式證券投資信託基金，其比率不得低於該基金淨資產價值之百分之五。但組合型證券投資信託基金及保本型證券投資信託基金，不在此限。又證券投資信託基金之受益憑證在集中市場買賣者，其比率得為零。但在國外募集投資國內證券市場之證券投資信託基金，其比率不得低於該基金淨資產價值之百分之五。但

其比率於國外募集地另有規定者，依法得向金管會申請核准依各該募集地之規定。²⁷⁶

證券投資信託事業之私募基金，其投資限制較為放寬，除應依據證券投資信託契約之約定運用基金外，其資金運用之限制原則如下：

- (i)不得投資證券交易法第六條規定以外之有價證券。
- (ii)不得從事證券相關商品以外之交易。
- (iii)不得為放款。
- (iv)不得對於本證券投資信託事業經理之各基金間為證券交易行為。
- (vi)不得投資於本證券投資信託事業或與本證券投資信託事業有利害關係之公司所發行之證券。
- (vii)不得運用基金買入本基金之受益憑證。但經受益人請求買回或因基金全部或一部不再存續而收回受益憑證者，不在此限。
- (viii)不得轉讓或出售基金所購入股票發行公司股東會之委託書。
- (ix)持有存放銀行或向票券商買入短期票券或其他法定方式存放資金之總額不得超過規定之一定比率。

證券投資信託事業私募證券投資信託基金從事證券相關商品交易，得包括非在期貨交易所進行衍生自貨幣、有價證券、利率或指數之期貨交易。²⁷⁷但私募之證券投資信託基金運用於期貨交易所及非在期貨交易所進行之期貨交易契約總市值合計，應符合證券投資信託基金管理辦法第五十

²⁷⁶ 金融監督管理委員會 93 年 11 月 01 日金管證四字第 0930148192 號

²⁷⁷ 行政院金融機監督管理委員會九十三年十二月八日金管證四字第 0930005893 號函

四條第三項規定，即除因避險外，所持有之未沖銷證券相關商品空頭部位外，其未沖銷證券相關商品部位之契約總市值，占基金發行額度，原則上不得超過百分之三十，否則應申請兼營期貨信託事業。

(二) 從事證券相關商品交易之限制

證券投資信託基金從事臺灣期貨交易所期貨或選擇權交易，每營業日持有未沖銷多頭部位之期貨契約總市值加計買進選擇權買權及賣出選擇權賣權之履約價格乘以契約乘數或契約單位總額不得超過該基金淨資產價值之百分之十五，且不得大於該基金可運用資產扣除依基金管理辦法第十八條規定保持之最低流動資產比例。

證券投資信託基金每營業日投資於任一公司發行之有價證券總額加計買進該公司股票選擇權買權及賣出該公司股票選擇權賣權之履約價格乘以契約單位總額，不得超過該基金淨資產價值之百分之十。證券投資信託基金每營業日持有未沖銷空頭部位之期貨契約總市值加計買進選擇權賣權及賣出選擇權買權之履約價格乘以契約乘數或契約單位總額不得超過該基金所持有之相對應有價證券總市值²⁷⁸。

證券投資信託基金每營業日未沖銷之買進選擇權之權利金總額，不得超過該證券投資信託基金淨資產價值之百分之五。證券投資信託基金扣除未沖銷期貨契約及選擇權契約依規定需繳交之保證金或權利金後之流動資產比例不得低於基金管理辦法第十八條規定應保持之最低比例。

²⁷⁸ 所稱相對應有價證券係指與期貨契約或選擇權契約標的物價格具高度相關之有價證券；或指股票選擇權之標的股票

證券投資信託事業運用指數型基金及指數股票型基金從事證券相關商品交易，每營業日持有多頭未沖銷部位限額之計算，得不扣除依基金管理辦法第十八條規定保持之最低流動資產比率，並得加計證券投資信託事業預計於次一營業日運用該指數型基金及指數股票型基金賣出股票以從事期貨與選擇權交易之總金額及預計於次一營業日該指數型基金及指數股票型基金所收現金股利以從事期貨與選擇權交易之總金額。證券投資信託事業每營業日預計於次一營業日運用每一指數型基金及指數股票型基金賣出股票以從事期貨與選擇權交易之總金額，不得超過該營業日基金淨資產價值之百分之一。

投資於國外之證券投資信託基金從事國外期貨交易所期貨或選擇權之避險交易：

證券投資信託基金每營業日持有未沖銷空頭部位之期貨契約總市值加計買進選擇權賣權及賣出選擇權買權之履約價格乘以契約乘數或契約單位總額不得超過該基金所持有之相對應有價證券總市值之百分之十五。所稱相對應有價證券係指與期貨契約或選擇權契約標的物價格具高度相關之有價證券；或指股票選擇權之標的股票或存託憑證。

證券投資信託基金每營業日未沖銷之買進選擇權之權利金總額，不得超過該證券投資信託基金淨資產價值之百分之五。證券投資信託基金扣除未沖銷期貨契約及選擇權契約依規定需繳交之保證金或權利金後之流動資產比例不得低於基金管理辦法第十八條規定應保持之最低比例。

證券投資信託基金從事國外期貨交易所之期貨或選擇權交易，以國外金融商品所衍生之商品為限，不得涉及以我國證券、證券組合或股價指數為標的之期貨或選擇權交易。

證券投資信託事業運用證券投資信託基金從事證券相關商品交易，應分交易分析、交易決定、交易執行及交易檢討等四步驟；各步驟之內容由各證券投資信託事業自行制定，並提經董事會決議通過後實施。並應按月公告所管理證券投資信託基金從事證券相關商品交易之內容，並於依基金管理辦法第七十六條編製之基金月報及年報，揭露該基金持有之未沖銷多空頭部位口數、契約月份、保證金金額、契約價值、未實現損益、未沖銷多頭部位之期貨契約總市值加計買進選擇權買權及賣出選擇權賣權之履約價格乘以契約乘數或契約單位總額占基金淨資產價值之比例、投資於任一公司發行之有價證券總額加計買進該公司股票選擇權買權及賣出該公司股票選擇權賣權之履約價格乘以契約單位總額占該基金淨資產價值之比例、未沖銷空頭部位之期貨契約總市值加計買進選擇權賣權及賣出選擇權買權之履約價格乘以契約乘數或契約單位總額占基金淨資產價值之比例、未沖銷之買進選擇權之權利金總額占基金淨資產價值之比例。

證券投資信託事業之基金月報及年報除應向主管機關申報外，並應副知臺灣期貨交易所。證券投資信託事業並應每日向臺灣期貨交易所申報所管理個別證券投資信託基金當日從事證券相關商品交易之相關投資組合比例。

(三) 證券投資信託基金融資之限制

證券投資信託事業為因應證券投資信託基金管理辦法第七

十條第一項但書及證券投資信託契約鉅額受益憑證之買回條款所規定之事由，得依規定以該證券投資信託基金之資產為擔保向金融機構辦理借款，並以支付流動資產加計當日申購受益憑證發行價額扣除應保持之最低流動準備金及當日受益權單位買回價金總額後之餘額內即買回價金缺口為限。²⁷⁹

(四) 證券投資信託基金財產之獨立性

1. 證券投資信託事業經理之基金資產，與證券投資信託事業及基金保管機構之自有財產，應分別獨立。並且，證券投資信託事業管理辦法規定，證券投資信託事業應將證券投資信託基金交由基金保管機構保管，不得自行保管。

但信託業兼營證券投資信託業務，如為私募之證券投資信託基金或募集之每一證券投資信託基金設有信託監察人，且能踐行基金保管機構之相關義務，信託業兼營證券投資信託業時得自行保管證券投資信託基金。基金保管機構應按基金帳戶別，獨立設帳保管基金。證券投資信託事業運用基金所持有之資產，應以基金保管機構之基金專戶名義登記。但持有外國之有價證券及證券相關商品，得依基金保管機構與國外受託保管機構所訂契約辦理之。

2. 證券投資信託事業及基金保管機構就其自有財產所負之債務，其債權人不得對於基金資產為任何請求或行使其他權利。

(五) 保管機構權利與義務

1. 保管機構應依證券投資信託事業之指示運用基金之資產，並行使與該資產有關之權利。基金保管機構僅得依證

²⁷⁹ 參證券投資信託事業管理規則第十八條暨行政院機金融監督管理委員會九十三年八月九日金管證四字第 0930003843 號函

券投資信託事業指示而為下列處分基金資產之行為：

- (1) 因投資決策所需之投資組合調整。
- (2) 為避險決策所需之保證金帳戶調整或支付權利金。
- (3) 給付依證券投資信託契約約定應由基金負擔之款項。
- (4) 給付依證券投資信託契約約定應分配予受益人之可分配收益。
- (5) 給付受益人買回其受益憑證之買回價金。

2. 信託業如兼營證券投資信託業務私募基金自行保管基金資產者，有關基金保管機構之義務，得由信託業執行，但應指定專責人員辦理。信託業兼營證券投資信託業務募集基金，經核准得自行保管基金資產者，有關基金保管機構之義務，由信託業執行，並由信託監察人監督。
3. 基金保管機構應依法令及證券投資信託契約之規定，以善良管理人之注意義務及忠實義務，本誠實信用原則，保管基金資產。並且基金保管機構之董事、監察人、經理人、業務人員及其他受僱人員，不得以職務上所知悉之消息從事有價證券買賣之交易活動或洩漏予他人。
4. 基金保管機構知悉證券投資信託事業有違反證券投資信託契約或相關法令，應即請求證券投資信託事業依證券投資信託契約或相關法令履行義務；其有損害受益人權益之虞時，應即向主管機關申報，並通知證券投資信託暨投資顧問商業同業公會。
5. 證券投資信託事業因故意或過失致損害基金之資產時，基金保管機構應為基金受益人之權益向其追償。基金保管機構執行基金保管業務，請求證券投資信託事業履行義務而不履行，致損害受益人權益之情事，經書面通知證券投資信託事業限期改善而屆期不改善時，得經報請主管機關核准後，召開受益人會議更換證券投資信託事業。

6. 基金保管機構因故意或過失違反法令及證券投資信託契約之規定，致生損害於基金之資產者，應負損害賠償責任。證券投資信託事業並應為基金受益人之權益向其追償。
7. 基金保管機構之代理人、代表人或受僱人，履行證券投資信託契約規定之義務有故意或過失時，基金保管機構應與自己之故意或過失負同一責任。信託業兼營證券投資信託業務，經本會核准自行保管基金資產，因故意或過失違反法令及證券投資信託契約之規定，致生損害於基金之資產者，應負損害賠償責任。信託監察人應為基金受益人之權益向其追償。

六、證券投資信託契約

(一) 證券投資信託契約應記載事項：

- (i) 證券投資信託事業及基金保管機構之名稱及地址。
- (ii) 證券投資信託基金之名稱及其存續期間。
- (iii) 證券投資信託事業之權利、義務及法律責任。
- (iv) 基金保管機構之權利、義務及法律責任或信託監察人之權利、義務及法律責任。
- (v) 受益人之權利、義務及法律責任。
- (vi) 運用基金投資有價證券及從事證券相關商品交易之基本方針及範圍。
- (vii) 證券投資信託之收益分配事項。
- (viii) 受益憑證之買回事項。
- (ix) 基金應負擔之費用。
- (x) 證券投資信託事業及基金保管機構之經理或保管費用。
- (xi) 基金及受益權單位淨資產價值之計算。
- (xii) 證券投資信託契約之終止事項。

(xiii)受益人會議之召開事由、出席權數、表決權數及決議方式。

(二) 主管機關介入

關於購買或請求買回受益憑證之費用與證券投資信託事業、基金保管機構所收取經理或保管費用之上限及基金應負擔費用之項目，主管機關得視市場狀況予以限制。

(三) 信託契約性質

以證券投資信託事業為委託人，保管機構為受託人，投資人為證券投資信託契約受益人之信託契約。除依據證券投資信託及顧問法及證券投資信託契約外，應有信託法適用。但依據證券投資信託及顧問法第四十四條明文排除信託法部分規定者，自不在此限。

證券投資信託事業對於基金資產之運用有指示權，並應親自為之，不得複委任第三人處理；證券投資信託事業有指示基金保管機構從事保管、處分、收付基金資產之權，並得不定期盤點檢查基金資產。

證券投資信託事業運用基金投資或交易，應依據書面分析報告作成書面決定書，交付執行時應作成書面紀錄，並按月提出書面檢討報告，其分析報告與決定應有合理基礎及根據。分析報告應記載分析基礎、根據及建議；決定書應載明決定買賣之標的種類、數量、價格及時機；執行紀錄應記載實際買賣之標的種類、數量、價格及時間，並說明差異原因。

第二節 信託業共同信託基金之基本規範

一、共同信託基金

經營共同信託基金業務係由信託業依據信託業法與共同信託基金管理辦法等規定，以有別於證券投資信託基金之信託方式，經營共同基金業務。依據信託業法第八條關於共同信託基金之定

義，謂「信託業就一定之投資標的，以發行受益證券或記帳方式向不特定多數人募集，並為該不特定多數人之利益而運用之信託資金」。

二、共同信託基金募集

參酌信託業法及共同信託基金管理辦法之相關規定，除使用「募集」之文義外，並無其他法律所定義之「私募」或針對特定人發行受益證券而募集共同信託資金之行為規範，因此目前共同信託基金並無所謂私募之法源依據。

信託業經主管機關認可之信用評等機構評等達一定等級以上者，得申請募集發行共同信託基金，於募集發行前應檢具申請書件函送中華民國信託業商業同業公會審查，檢送審查意見轉報主管機關核准後，始能募集。並且信託業所發行之共同信託基金擬於證券交易所或證券商營業處所交易者，並應依證券相關法令提出申請。

信託業募集發行共同信託基金，應向受益人交付公開說明書。信託業申請募集發行共同信託基金經核准後，除法令另有規定外，應於核准函送達之日起六個月內開始募集。但有正當理由，於期限屆滿前，得申請展延，展延期限不得超過六個月，並以一次為限。

信託業如於共同信託基金募集發行期間屆滿未募足最低募集金額致無法成立時，應於期間屆滿後十個營業日內，以書面通知受益人並報請主管機關備查。

信託業發行共同信託基金受益證券應經簽證，其簽證事項，準用公司發行股票及公司債券簽證規則之規定。共同信託基金受益證

券由受益人背書轉讓之。但非將受讓人之姓名或名稱通知信託業，不得對抗該信託業。

三、受益證券之轉讓

依據共同信託基金管理辦法第十八條規定，信託業得以其他表彰受益權證明文件之製發及劃帳方式，取代受益證券之發行及轉讓。因此如果募集共同信託基金而發行之受益證券，依其性質與證券投資信託事業發行之受益憑證相同，如擬於公開市場上市交易，自應經由主管核定為有價證券；惟即使不擬上市交易，而僅發行表彰受益權之證明文件（並非有價證券），卻對大眾募集信託資金而從事共同信託基金之投資業務，卻得豁免於證券交易法有關募集有價證券行銷與交易之相關規範？不無疑問。

四、共同信託基金之投資限制

(一) 共同信託基金信託財產之運用，以下列範圍為限：

- (1) 現金及銀行存款，其金額合計不得超過本基金資產百分之二十。
- (2) 政府債券、金融債券、經中央銀行及財政部核准之國際金融組織來臺發行之債券及短期票券。
- (3) 以前款為標的之附條件交易。
- (4) 上市、上櫃公司發行之股票、公司債、可轉換公司債。
- (5) 黃金。
- (6) 期貨及衍生性金融商品。
- (7) 其他信託業發行之金融資產證券化受益證券。
- (8) 動產及不動產。
- (9) 其他經財政部核准之投資標的。

(二) 共同信託基金募集發行之名稱如非貨幣市場共同基金者，其投資於貨幣市場標的之總額，不得超逾其募集發行額度之百分之三十。信託業除經證券主管機關核准兼營期貨信託業務

外，運用於期貨交易法第三條之期貨交易契約總市值不得超過共同信託基金募集發行額度百分之四十。

- (三) 共同信託基金投資於證券交易法第六條之有價證券占共同信託基金募集發行額度百分之四十以上或可投資於證券交易法第六條之有價證券達新臺幣六億元以上者，應向證券主管機關申請核准，其募集、發行、買賣、管理及監督事項，依證券交易法之有關規定辦理；其經證券主管機關核准者，視為已依本法規定核准。

前述係因投資標的與證券投資信託基金業務有相當同質性所使然，而非完全著眼於其對大眾募集資金之特性使然。²⁸⁰誠然過去因證券與銀行主管機關不同，現雖已整合為單一主管機關但仍有適用不同法規，但相同基礎性質之交易卻有疊床架屋之管理架構，以及不同適用標準，亦為造成將來整合立法之困難原因之一。²⁸¹

四、共同信託基金之管理

- (一) 每一共同信託基金應至少指定一名具有運用決定權人員，專責處理共同信託基金資產運用及管理之事務。對共同信託基金具有運用決定權之人員，除應具備信託專門學識或經驗外，並應依其募集發行計畫之運用目的及範圍，至少具備主管機關所定資格及工作經驗。共同信託基金之運用管理，不得違反法令規定，並應依報經主管機關核准之募集發行計畫書辦理。
- (二) 信託業管理共同信託基金，應依規定保持適當流動性，並依信託業募集發行共同信託基金運用於國外之投資，其投資範圍及限制，由主管機關洽商中央銀行後訂定之。

²⁸⁰ 參王文字前揭文，註 8

²⁸¹ 參賴源河、谷湘儀，前揭文，註 2

(三) 信託業應於每一營業日公告前一營業日之受益權單位淨資產價值。但運用範圍屬共同信託基金管理辦法第二十二條第二項第七款及第八款規定者，其淨資產價值計算之期間及應為公告之期限，得以共同信託基金契約約定，惟最長不得超過六個月。

(四) 信託業運用共同信託基金，應依據投資分析報告作成投資決定，交付執行，作成投資決定與執行紀錄，並應定期向信託財產評審委員會提出檢討報告。投資分析報告應記載分析基礎、根據及建議；投資決定紀錄應記載投資標的之種類、數量與時機；執行紀錄應記載實際投資或交易標的之種類、數量、價格及時間，並說明投資或交易差異原因。

五、依據共同信託基金管理辦法第二十四條之規定，信託業運用共同信託基金，並應遵守下列之規定：

(一) 不得運用於保證或提供擔保。

(二) 不得從事證券信用交易。

(三) 本身管理之各共同信託基金間不得互為交易。

(四) 運用於任一公司發行之股票、公司債、可轉換公司債及商業本票之總金額，不得超過投資當日該共同信託基金淨資產價值百分之十。

(五) 運用每一共同信託基金投資於任一公司發行之股票、公司債、可轉換公司債及短期票券之總金額，合計不得超過投資當日該公司實收資本額百分之十。

(六) 存放於同一金融機構之存款、投資其發行之金融債券與其保證之公司債及短期票券金額，合計不得超過投資當日該共同信託基金淨資產價值百分之二十及該金融機構淨值百分之十。

(七) 信託業除經證券主管機關核准兼營期貨信託業務外，運用於期貨交易法第三條之期貨交易，其未沖銷部位期貨交易契約

總市值不得超過交易當日共同信託基金淨資產價值百分之四十。

- (八) 運用於其他信託業發行之任一金融資產證券化受益證券不得超過投資當日該共同信託基金淨資產價值百分之二十。
- (九) 運用於動產、不動產或財政部核准之其他投資，應遵守之規定，財政部必要時得另定之。
- (十) 不得為其他法令或財政部規定之禁止事項。

六、信託財產

共同信託基金之信託財產，應登記於信託業名義下之共同信託基金專戶。但共同信託基金運用於國外之投資標的時，得依信託業與國外受託保管機構所訂契約之約定辦理。

七、共同信託基金契約

- (一) 信託業經核准募集發行共同信託基金者，應以定型化信託契約條款與不特定多數人分別訂定共同信託基金契約，收受金錢並以發行受益證券或製發表彰受益權之證明文件等方式交付受益權。盡善良管理人之注意義務，為受益人之利益，依共同信託基金契約所指定範圍或方法，對信託財產為共同之管理及運用。共同信託基金契約應以書面為之，並應記載下列事項：

- (1) 基金名稱。
- (2) 有特定運用標的者，該標的之內容及評價標準。
- (3) 受益人之權利及義務。
- (4) 運用管理之基本方針、範圍及限制。
- (5) 受託人不擔保本金及收益率之風險告知。
- (6) 受託人變更時之處理程序。
- (7) 受託人辭任、解任及選任新受託人之程序。
- (8) 設有信託監察人者，其選任方式及報酬。

(9)受益人同意信託監察人或受益人大會行使權利之事項。

(10)受益人大會規則。

(11)適用文字、準據法律、管轄法院及主管機關之監督。

(12)有關通知之送達及公告方式。

(二) 信託業得向受益人收取辦理共同信託基金業務之手續費及報酬，或逕於共同信託基金之信託財產中扣除支付之，並應訂明於契約。信託業辦理共同信託基金業務，因運用、管理所產生之費用及稅捐，信託業得逕自信託財產中扣除後繳納之，並應訂明於契約。

八、信託監察人

(一) 共同信託基金得設信託監察人，並應以善良管理人之注意，代表全體受益人執行下列職責：

1. 以自己名義為受益人為有關信託之訴訟上或訴訟外之行為。
2. 信託業有違背其職務或其他重大事由時，經受益人之請求，得聲請法院將其解任並選任新任受託人。
3. 經受益人之請求，為受益人之利益所為必要之行為。
4. 其他依法令之規定，為受益人之利益所為必要之行為。

(二) 信託監察人有正當事由時，得經信託業之同意或法院之許可辭任。信託監察人怠於行使其職務或有其他重大事由時，信託業得予以解任，並應即選任新信託監察人。信託業選任新信託監察人，應事先檢具信託監察人名單及資格證明文件報經主管機關核准。信託監察人有怠於行使其職務或有其他重大事由情形時，信託業不為解任或選任新信託監察人時，法院得依利害關係人、檢察官或主管機關之聲請予以解任或選任。

九、共同信託基金契約之法律性質

共同信託基金契約之法律關係，是委託人將信託財產移轉交付予受託人後，信託財產獨立於委託人之財產，而形式上為受託人所享有，委託人對於信託財產喪失管理處分權，受託人依照信託契約約定管理運用信託財產。共同信託基金契約之法律關係如未特別約定仍應依信託法之規定補充適用。其次，因受託人同時為保管機構，而與證券投資信託基金由保管機構監督經理事業之運用指示與信託契約是否相符，有所不同。因此，依據信託法設置信託監察人制度，以監察信託資產之運用。委託人同時為受益人，依據信託契約享有信託利益。

第三節 共同(信託)基金運作之基本法律特徵

一、共同(信託)基金投資之特性

一般學理根據共同(信託)基金(包括「證券投資信託基金」與「共同信託基金」)實務發展經驗，咸認為因分散資金來源且由多數人參與投資而分擔募集資金從事交易之必要成本，並且藉由專業經理人管理並為投資之決定，能有效分散投資標的之風險，投資效率因此可能較佳。並且通常係對公眾公開募集，投資金額之門檻相對較低，對於廣大之投資人而言，較能熟悉並接受之投資工具。並且主管機關介入管理之程度亦相對於私募基金而較密集。其次，共同基金因多屬開放式，隨時可申請贖回；即使封閉性共同基金之受益憑證為有價證券而仍得於集中交易市場上市流通。再者，基金經理事業僅有基金資產運用決定權，資產之保管另由保管機構保管，並且以信託方式由基金經理事業或投資人將資金所有權移轉予受託人即保管機構，並透過信託契約及信託法規之規範，有效保障投資人之權益。

二、共同（信託）基金之基本法律關係

前述共同基金運作之架構，在我國法規與實務上證券投資信託基金係以證券投資信託事業為經理人，保管機構為受託人，投資人為前述信託契約之受益人之三方法律關係，除證券投資信託及投資顧問法明文規定及因性質不同而排除信託法部分條文之適用外，基本上信託契約仍應有信託法之適用。投資人與證券投資信託事業及保管機構之間，其法律關係為何？證券投資信託及投資顧問法立法之前，就此採分離說理論者，認為投資人與證券投資信託事業亦屬信託契約（有別於證券投資信託事業與保管機構間之信託契約），投資人即受益人與保管機構間則無直接契約之法律關係²⁸²。若採非分離說者則認為，投資人與證券投資信託事業及投資人與保管機構之間，投資人為證券投資信託契約之當事人，因此分別與證券投資信託事業與保管機構發生法律關係。但證券投資信託及投資顧問法立法後，明定證券投資信託事業與保管機構之間為信託人與受託人之法律關係及當事人，至於投資人屬信託契約下之受益人而非當事人。投資人之保障端視相關保障權益之法令規定以及證券投資信託契約之約定以為補充²⁸³。惟前述之信託關係與一般信託尚有不同，委託人即證券投資信託事業依據信託契約及法律規定，仍保有積極運用並指示保管機構處分資產之權限。

至於共同信託基金之信託契約係存在於投資人(即委託人)與受託人(即保管機構)之間，受託人得同時兼任保管人並從事資產之運用，投資人與受託人即兼營信託業之銀行間，為信託人與受託人之法律關係，並依據信託契約與相關法令保障投資人之權益。

²⁸² 參閱王志誠前揭文。

²⁸³ 郭土木，「證券投資信託基金之法律性質」，全國律師雜誌，93年10月

三、信託業共同信託基金與證券投資信託基金之異同

二者之共同點在於主管機關對於經營業務原則上採核准制，並要求資訊揭露以及信託財產與自有財產之獨立，並且依據信託之法理訂定相關禁止信託業或證券投資信託事業或保管機構之債權人查封扣押信託財產之規定等。但是關於受益憑證或受益證券之法律定性，似無一致性之規範標準，前者不論募集或私募均認定為有價證券，但後者雖公開募集但尚未被認定為有價證券，其間仍有差異。其次，二者因投資標的範圍之不同而有所區隔，但仍有可能性質相近者，例如投資於有價證券市場。因此排除不同形式信託契約架構及經營主體與經營資格條件之不同外，基本上二者均以信託契約為運作核心，並且有信託財產獨立性與會計原則之要求，以及資訊揭露之要求，至於是否強制獨立於受託人外之保管機構，則有不同。其餘如利益迴避與關係人交易之限制，二者均有類似之規範以保障投資人。

第柒章 開放期貨信託事業募集信託基金之探討

第一節 概述

本章擬從外國期貨基金之管理架構與運作借鏡，參酌國內既有證券投資信託及共同信託基金之投資規範架構，就現行我國期貨信託事業募集期貨信託基金之規範，綜合本研究案研究期間與期貨經理業之座談意見，提出管理法制架構之可行性意見，以供參考。

一、開放期貨信託事業之法律依據

現行法令關於期貨信託基金之規定，除期貨交易法第八十二條至八十六條之規定外，其餘則付之闕如。依據現行之期貨交易法第八十二條第一項規定所定義期貨服務事業之一包括期貨信託事業。關於期貨信託基金之管理，依據期貨交易法第八十四條第一項明定，期貨基金之募集，應經核准，否則不得為之；募集期貨信託基金並需提出公開說明書，應記載事項則授權主管機關另行訂定之。因此，期貨信託事業乃期貨服務事業之一種且擬從事期貨信託事業依法應經主管機關即金融監督管理委員會許可並發給許可證照始得營業。

其次，依據期貨交易法第八十二條第三項、及八十五條第二項之規定，期貨信託事業之設置標準、期貨信託事業管理規則及期貨信託基金管理辦法，均授權主管機關訂定之；因此，將來之期貨信託事業之許可設立標準以及期貨信託事業與基金之管理，仍待主機關依據期貨交易法之授權而訂定，以茲遵守。

二、法律適用順序

惟依據期貨交易法第八十三條規定：「期貨信託事業之管理，除依本法或本法所發布命令之規定者外，適用信託及信託業管理之

法律」。過去規範證券投資信託業務之法律依據主要係依據證券交易法之授權所訂定之行政命令，但證券投資信託及顧問法立法之後，將募集及私募證券投資信託基金之業務獨立立法，並構成完整法規範體系。將來開放之期貨信託事業，於針對期貨信託事業特別立法規範之前，或完成整合性立法目標之前，仍需基於分業立法之法制架構，由主管機關依據期貨交易法之授權，另行訂定管理期貨信託事業及其行為規範，如前所述。

依據期貨交易法第八十二條之規定，有關期貨信託事業之設置標準，授權主管機關訂定，故信託業設立標準不當然適用於期貨信託事業。其次，依據期貨交易法第八十三條規定：「期貨信託事業之管理，除依本法或本法所發布命令之規定者外，適用信託及信託業管理之法律」。又參酌第八十五條第二項規定，期貨基金管理辦法由主管機關訂定，因此所謂之「信託及信託業管理之法律」，應泛指信託法以及信託業法等有關從事信託業務之相關管理規定，包括期貨信託事業以及期貨信託基金之管理。

綜上，期貨交易法對於期貨信託事業活動之法源依據已略具芻形，期貨交易法明文將募集期貨信託基金定位為期貨信託事業之本業，並應經核准始得募集。

第二節 開放經營期貨信託基金業務之必要

一、國際資產管理市場的趨勢

由前述美國、英國、新加坡等各國的期貨基金及相關法規架構、運作的探討，可以具體的看出不論是以何種形式在市場上募集或銷售，期貨基金已是資產管理市場上不可或缺的重要投資工具。

以美國為例，依據美國期貨公會的統計數據，2002 年年底至 2003 年年底一年間，期貨基金數量由 2,995 支基金增加至 3,255 支基金，而其所持有的資產則由 4 千 2 百 40 億美元增加至 6 千 1 百 40 億美元，成長了 45%。²⁸⁴此外投資策略更靈活的對沖基金，其成長的速度，更是驚人，其投資族群由有經驗的、或財力雄厚的個人或機構擴展至一般的小額投資人。

至於英國，由於其法規架構上已不再特別區分期貨基金或一般共同基金，因此無法具體看出期貨基金的成長情況。但是由其所因循的歐盟指令相關規範的改變：基金可以直接將投資衍生性商品納入其投資策略，而不再侷限於為了避險或提昇管理效率所為的特殊投資技術；此外更大幅放寬基金可以投資於衍生性商品的比率。UCITS 開放衍生性商品作為投資標的，反映出在歐盟國家的資產管理市場上，期貨等衍生性商品基金已是基金經理人或投資顧問為投資人增進報酬的重要選擇之一。

新加坡為亞洲的區域金融服務中心之一，其期貨市場成立早於台灣，且新加坡自從揚棄傳統保護政策改採競爭政策(Competition rather than protection)金融服務業市場快速成長，在亞洲除香港之外，僅新加坡對於對沖基金設有專章規範可見一般。此外，近幾年來，新加坡政府為配合其提昇國際競爭力之政策，大幅修改相關金融法規，包括集合投資計畫規則等，可窺見國際資產管理市場的脈動。

相較於新加坡幅員有限的情況下，以台灣具有優勢的地理位置及優秀的金融服務人員的條件，政府正積極地規畫推動各項方案，以利將台灣金融服務業推向世界，成為亞洲另一個區域金融服務

²⁸⁴ See supra note 137

中心。我國證券市場各項投資工具大抵上已臻完備，而在期貨市場上，則尚未開放期貨信託事業募集期貨基金，亦未開放期貨經理事業接受不特定人之委任。因此開放期貨信託事業募集期貨基金已是必然的趨勢，其必要性不言可喻。

二、國內市場需求

根據台灣期貨交易所網站統計，截至目前為止（2005 年 1 月），國內包含自營之專營期貨經紀商(FCMs)35 家，兼營期貨經紀商 38 家，期貨業務輔助人(IB)77 家；從交易人開戶數觀察，自然人有 1,024,432 戶、法人則有 5,398 戶。其中 2004 年全部期貨商品，期貨自營商交易口數買進 15,965,181 口、賣出 16,901,130 口；證券自營商買進 151,690 口、賣出 136,893 口；證券投資信託事業(“證投信”)帳戶買進 316,959 口、賣出 351,566 口；外國專業投資機構買進 3,213,171 口、賣出 2,596,579 口；期貨經理事業買進 317,775 口、賣出 334,462 口；其餘法人買進 822,408 口、賣出 904,909 口；自然人買進 38,359,191 口、賣出 37,920,837 口。

從以上可知，國內期貨市場除期貨商自營及外國專業投資機構參與外、仍以自然人為主要參與者，證投信基於實際避險需要及套利之上限比例限制，參與程度仍有限；雖然自然人得透過期貨經紀商投資經核准之國外期貨市場，但仍需自行承擔操作及專業判斷之工作。又雖然得委託期貨經理事業進行全權委任交易，但仍有一定投資門檻(現行已降低至新台幣二百五十萬元)，且委任期間不得任意終止契約，委任契約非但不具有流通性，目前亦未開放期貨經理事業得受託投資於國外期貨市場。因此，期貨信託基金將係期貨投資人另一重要之投資選擇工具，尤其期貨基金如能一併開放投資於國外期貨市場，更有助於期貨信託事業之發展。

期貨交易法第一百零五條規定「任何人不得委託未經主管機關核准經營期貨業之人從事期貨交易」，雖然該條規定之規範對象係針對投資人而言，違反該條規定者，得依據期貨交易法第一百一十九條規定課予新台幣十二萬元以上，六十萬元以下之罰鍰。並且依據行政罰之法理，依據大法官會議解釋第二七五解釋意旨，處罰違反作為義務或禁止義務之人，無需行為人之故意為必要，但仍需有過失為必要。但如係處罰作為或禁止義務之規範則並不以發生損害或危險為要件者，推定行為人其有過失而於無法舉證無過失時，即應受處罰。因此，該條之規定等同課與投資人交易之前負有自行認清交易對象是否經過合法登記准許營業之期貨業之義務。但實務上該立法似仍未達到防止或嚇阻投資人與地下期貨業者交易之效果，並且有捨本逐末之嫌！

依據期貨交易法規定未經核准而以期貨業（含期貨商與期貨服務事業）為名，或以其他名義實質從事經營期貨事業，或期貨業未經主管機關核准而兼營或從事其他期貨業經營項目，將因違反期貨交易法應經核准始能經營或兼營之規定，違反者將有罰責，以收嚇阻非法期貨業之效力，並將正規之期貨業列入管理之目的。除前述規範非法經營期貨業之人外，依據現行之法令，除期貨商負責人及業務員管理規則第十六條第一項第十一款規定，期貨商負責人與其業務員，不得以個人之名義代理他人（不限於客戶）操作期貨交易外；但任何人以個人名義代理任何人或受委託從事期貨交易，且未達「經營」期貨業之情事之行為，均非期貨交易法之強制禁止規範效力所及；亦不問行為人是否須具有期貨營業員資格。因此，除期貨商負責人與業務員不得代理操作，以及非法經營期貨事業外，其餘從事代理操作期貨業務之行為，均屬期貨交易法豁免規範之範疇。至於何謂經營期貨業務？法理上仍需就個案事實及是否收取報酬以及有無反覆經營期貨業務之行為而定，並未有法律上定義。

目前投資人參與期貨交易發生私權糾紛之案例，有很多是關於代客操作衍生之私權糾紛問題。因為期貨交易之槓桿原理及市場行情變化之快速，與一般現貨交易有所不同，投資風險與獲利相對較大；加上投資期貨之專業知識門檻較高，因此投資人透過第三人（有時為期貨商內部人員）藉由合作投資、聽從投資建議，甚至委由代操方式操作，甚至仍有從事期貨之地下業者詐騙投資人之情事。雖然現行法令已開放期貨經理事業從事期貨為主之代客操作外，但仍未開放投資國外期貨市場並且禁止期貨商及內部人員或期貨投資顧問事業代客操作期貨交易。但前述地下交易、不法代客操作等仍時有所聞。顯見投資人經由現行期貨服務事業之投資管道仍有不足，以致透過非正常管道交易之情事，仍有存在空間。

雖然前述交易糾紛多屬私人間交易所引起，且從立法政策上，主管機關基於管理成本與管理實益，得就相關私人或與大眾利益無涉之行為豁免其管轄，並再強化落實規範期貨從業人員之紀律與利益迴避等基本規範即可。但是將來如能開放期貨信託事業、擴大期貨經理事業接受共同委任交易，以及對不特定人募集資金從事期貨交易，並開放期貨經理與期貨信託事業於國外期貨市場投資交易之管制等，均可使國內期貨市場與期貨服務事業更加發達，並使投資人有多元之投資管道，以壓縮不法業者從事地下期貨業務之可能空間。

第三節 法律規範架構的探討

一、美、英、新加坡

（一）美國

美國對於一般共同基金與期貨基金法律規範架構係採不同

的兩個規範體系，共同基金部分係依據證券法規之拘束；期貨基金部分則受商品期貨交易法的管理。但是由於證券法上有關證券的定義非常廣泛，而商品期貨交易法的期貨定義亦相當廣，因此管理的競合度很高。而為了避免雙重管理造成的管理成本增加，商品期貨交易法及相關法規中，大幅豁免業經證券法及其相關法規範的事業體及基金。儘管如此，由於實務上的區分確有其困難，加以傳統上，證券管理委員會與商品期貨交易委員會所管理的重點及擔負的角色不同，2000 年商品期貨現代法明定在一定狀況下，必須同時知會兩個主管機關，且兩個主管機必須互相知會相關事項。此外，有關公開募集的期貨基金發行有價證券相關事項上，必須同時受證券法規及期貨法規的拘束。

(二) 英國

英國係採單一的法律架構，共同基金與期貨基金適用相同的法規，除以基金投資期貨或衍生性商品時，其風險控管上有所不同之外，其他規範皆係一體適用。

(三) 新加坡

新加坡之證券與期貨係受同一法規—證券期貨法之規範，期貨基金與證券基金亦同受集合投資計畫規則之拘束，該規則針對個別標的商品之差異，如期貨基金，對沖基金或貨幣基金等另行設有專章規範。除此之外，規範期貨基金者尚有商品交易法，其主管機關為新加坡國際企業局，與證券期貨法之主管機關—新加坡金融局同隸屬於新加坡貿易工業部。其適用之區分，主要以標的商品畫分。如屬證券期貨法規定之標的商品受證券期貨法，其他則受商品交易法之規範。但在適用上，由於缺乏客觀認定標準，通常係由二個主管機關之間依個案協商認定。由於此現象已造成管理上之困擾，因於此新加坡政府將於近日內進行修法。

二、適用於我國未來法律規範架構的可行性

我國關於基金投資之規範，因管轄法規、主管機關與投資標的之不同，而分散於相關法規。如前所述之證券投資信託暨投資顧問法之「證券投資信託基金」、期貨交易法之期貨信託基金，信託業法及共同信託基金管理辦法之共同信託基金，以及信託業依據不動產證券化條例募集之不動產投資信託基金、都市更新條例規定之都市更新投資信託事業所募集之都市更新投資信託基金等，均屬募集基金投資之主要規定。目前按不同產業規範之法規架構，係因不同產業逐步發展而主管機關隨之開放從事相關產業而訂定規範使然，從投資標的別區分，可以涵括證券、期貨、不動產及其他各種金融商品與現貨商品等等。簡言之，我國關於基金投資規範架構，具有如下特徵：

(一) 按產業別立法規範；及

(二) 從投資商品比例之劃分定其管轄法規與主管機關。

九十三年七月一日起，原財政部轄下之金融局與證期會組織調整，整併並劃歸新成立之行政院金融監督管理委員會所轄之銀行局與證期局，雖使金融與證券期貨之主管機關統一為行政院金融監督管理委員會，但非屬政策性之事務性質之實質主管單位仍歸各該會轄下各局管轄。

我國在完成整合性立法之前，不同商品之管理架構除因性質特殊外，不宜再疊床架屋，或者訂定迥異之制度而導致將來整合與管理之困難，徒增管理成本及造成跨業兼營之障礙，終將不利於市場之全面開放。從美國及英國暨新加坡之立法制度可略窺知，均朝向避免重複管理、整合共同性質之規範標準、降低交易成本與放寬不必要管制等方向努力，同時加強資訊之揭露與防止詐欺之管理，授權同業公會分擔管理與審查之權責等等。除參照英國之整合性立法體例得達成前述目標外，以美國為例，其就期貨基金之管理，採取不同程度

與性質之豁免規定為其特色，同樣有相同之目的，可資借鏡參考。

第四節 期貨服務事業運作規範的探討

一、美、英、新加坡期貨服務事業及我國證券服務事業

(一) 美國

依據美國現行規範架構，期貨服務事業主要為期貨基金經理人及期貨交易顧問。不論期貨服務事業的組織型態為有限合夥、信託、或商業組織，期貨基金經理人與期貨交易顧問的角色與業務範圍並不因此而有所差異。

至於期貨服務事業與基金持有人間之法律關係，則因基金之組織型態之差異而不同，如為基金係由期貨基金經理人與基金持有人共同集資設立之有限合夥或有限責任公司之型態，則期貨基金經理人與基金持有人就其所持有之股份負有限的責任；如屬於商業組織型態，則視其組織章程規範區分；如為信託時，則依據信託契約之約定，區分責任之歸屬。期貨基金經理人主要業務為募集及管理基金。期貨基金經理人可以選擇自行管理、自行為所募集的基金進行投資操作，亦可委由期貨交易顧問代為投資操作。期貨交易顧問的主要業務範圍則除一般性的提供交易顧問諮詢外，其重點業務在於接受委託，以委託人名義從事交易。

大體上而言，美國期貨基金經理人募集基金後，通常會依各期貨交易顧問之專長，選擇委由一個或一個以上的期貨交易顧問，依據各該基金既定的投資操作策略，代為投資操作。

(二) 英國

依據英國現行法規，集合投資計畫關於投資經營管理的服務事業，包括基金經理人公司、受經理人委託管理財產之事業以及投資顧問。其境內的基金可分為投資公司型及單位信託

型。在前者的情況，投資公司之操作策略及投資交易基本上由其授權董事為之；在單位信託的情況，基金經理人將募集之資金從事投資，並指示受託保管機構依信託契約運用、管理信託財產。依據 COLL 之規定，基金經理人得授權經 FSA 許可管理投資(managing investments)之人代其進行投資操作。

至於在英國投資顧問之業務僅限於建議、諮詢、提供分析等，除非其依規定取得 FSA 授權從事管理投資業務，否則不能接受委託進行投資操作。

(三) 新加坡

依據新加坡現行法規，集合投資計畫組織型態分為單位信託型及非單位信託型，採單位信託形式者其運作模式大抵與英國相同，由經理人將募集資金從事投資並指示受託保管機構依信託契約運用管理信託財產。至於非單位信託形式，其運作模式係由經理人負責管理操作所募之資金。不論是單位信託或非單位信託形成，其經理人皆可另行委任次經理人或顧問。

(四) 我國證券服務事業

依據我國現行法規，證券投資信託事業係負責募集基金及進行投資操作者，同時亦可接受投資人之委託進行全權委託之交易。證券投資顧問事業負責提供交易諮詢、分析及建議，此外亦可接受投資人之委託進行全權委託之交易。證券投資信託事業並不會委託證券投資顧問事業代為進行投資操作。

二、適用於我國未來期貨服務事業法律規範的可行性

(一) 可能之運作模式

期貨基金之可能運作模式，除參酌國外之期貨基金制度可知，原則上得以單位信託與投資公司為主要運作方式，但是國內之主要基金投資業務主要為契約型之證券投資信託與

適用信託法及信託業法之共同信託基金二種方式。因此，如擬採投資公司型態運作，除與規範現行之投資法律架構法制有所扞格外，可能必需修改公司法等相關規定以為因應。從將來朝向整合性立法之趨勢，並且期貨交易法並無就期貨信託基金之運作型態設有限制，依據國內既有之法規架構，除得參考證券投資信託基金模式而成為期貨投資信託基金外，亦得比照信託業之模式經營主要投資於期貨商品之期貨信託基金。理論上期貨信託事業亦得比照美國期貨經理事業自行募集以及管理期貨基金之外，同時亦得分別委由單一或複數之期貨顧問事業(相當於我國期貨經理事業)代為操作之模式。甚至將來亦得一併開放證券投資信託事業投資證券相關商品及信託業就共同信託基金投資期貨商品時，得委由期貨信託事業或期貨經理事業代操作，以利期貨市場之活絡。惟不論具體運作之模式為何，終究仍應透過期貨經紀商進行期貨交易。因此，可以說期貨信託事業之具體運作模式，依據現行之法規並無具體依據可循。

惟查，因為現行證券投資及顧問法係針對證券投資信託事業而特別立法，法律上明文排除信託業法適用，並且明文排除部分信託法之適用，而自成一套專屬法律規範管理體系。將來開放之期貨信託事業，得參酌現行證券投資信託制度及管理架構，訂定相關規範。另一方面，因期貨信託基金之募集不適用證券投資信託及顧問法，且其本質上屬信託業務，而與信託業從事之共同信託基金性質相近。法理上又似乎未能完全排除適用信託業法，因此亦得將期貨信託事業視為一般信託業性質納入管理，並應依據信託業設立標準申請設立並比照信託業之管理與監督，另訂期貨信託事業管理規則及期貨基金管理辦法。但是，因為期貨交易法規定之法律適用順序，已明定期貨事業之管理規則在法律適用順序上優先於信

託及信託業管理之法律，因此立法當時已考量期貨信託事業與一般信託業性質上應有所分野，始特別明定其管理依據。

再依據現行共同信託基金管理辦法之規定，信託業除經證券主管機關核准兼營期貨信託業務外，運用於期貨交易法第三條之期貨交易契約總市值不得超過共同信託基金募集發行額度百分之四十。依其反面意旨，共同信託基金投資期貨商品之交易比例設有限制，作為與期貨基金之區別且超過部份應申請兼營。惟如果期貨信託事業等同於信託業，則又何來兼營之問題？

承上所述，如果未將期貨信託事業視為一般信託業，則其設立標準與管理依據，是否仍需完全比照信託業而另訂性質內容相似於信託業之管理架構？以致造成疊床架屋之法律制度？亦不無疑問。退一步言，如果依據期貨交易法之立法，期貨信託事業似無須完全比照信託業之設立標準與管理架構，並得另行訂定其管理依據，則隨之期貨信託基金之募集與運作，如未能比照共同信託基金之管理，將另行創造出迥異於現行任何管理架構與法制基礎之新制度，造成將來立法整合及管理標準歧異之困難。因此，如參酌現行基金運作制度，比照證券投資信託事業之運作方式，或許值得主管機關制定政策以及立法時得列入考量，同時亦有利於法制上之整合。

(二) 期貨服務事業之區隔

1. 期貨經理事業向非特定人募集資金從事期貨交易

(1) 現行規定

依據期貨交易法第八十七條第二項規定，期貨經理事業向非特定人募集資金從事期貨交易，準用期貨信託事業有關核准、提出公開說明書、委任資金財產之管理運用與保管

分離、期貨經理事業或保管機構就自有財產所負債務，禁止債權人就委任資金予以扣押等法律規定。由此可知，期貨經理事業對非特定人募集資金從事交易應係期貨經理事業之本業而非兼業。其次，期貨經理事業之設置與管理規則仍依期貨交易法第八十二條三項所訂定之期貨經理事業管理規則，但考量其可能因對不特定人募集而發生影響大眾利益之問題，因此需有較高密度之管理，爰準用期貨信託基金核准募集與管理之部分規定。亦即對於不特定人募集資金，本質上仍為集合投資之性質，性質與期貨信託事業相同，雖並未當然準用期貨交易法第八十三條及期貨信託事業之管理規則，但仍準用第八十五條第二項所訂定之期貨信託基金管理辦法。

(2)現行法規適用疑義

因此，除經營業別上之依據不同外，基於法規性質相近始有準用之法理，立法上既已預留期貨經理事業得從事期貨信託基金業務之空間並準用期貨信託基金之募集核准及管理規定，自應有別於目前已開放之期貨經理事業接受「特定人」之全權委任交易。其次，期貨經理事業如向非特定人募集資金從事期貨交易，如準用期貨信託基金管理辦法，其交易法律架構似應採信託法律關係。雖然如仍採委任之法律關係架構作為運作之依據，亦可能非毫無根據（法無明文限制），但則與擬開放之共同委任交易不易區隔。至於期貨經理事業募集之期貨信託基金與期貨信託基金是否應有以及如何區別？如是，則依據現行之法規是否即得以區別等？將係重要之考量問題。

從法理上而言，關於準用之效力，應係指性質相近者準用其他規定之法律效果。並且因期貨經理事業對不特定人募集資金，可能涉及公益與投資人保護與資訊揭露規範，故期貨經理事業依據第八十七條第三項規定，對非特定人募

集資金從事交易，準用第八十四條期貨信託事業募集期貨基金之結果，係指期貨經理事業對不特定人募集資金從事期貨交易，其募集之行為事前應取得主管機關核准與公開說明之義務，並且其資產運用應準用期貨信託基金管理辦法之規定而言。

其次，期貨經理事業對「非特定人」募集資金從事交易，如未經主管機關核准，應係違反同法第一百一十九條第一項第二款有關違反期貨經理事業管理規則而得處以新台幣六十萬元以下之罰鍰；但期貨信託事業未經核准而募集期貨基金，則應依同法第一百一十二條第一項第六款構成七年以上有期徒刑，二者法律評價尚有不同，而無法相提並論。

並且期貨經理事業對「非特定人」募集資金從事交易係相對於接受「特定人」委任經理期貨而言。因此所謂「非特定人」之募集對象與募集條件，主管機關似應無當然拘泥於期貨交易法第八十四條有關募集之定義之道理，而得於期貨交易法第八十二條第二項之期貨經理事業之管理規則中另定。根據學者就期貨服務事之研究，期貨經理事業似得募集一定人數以下類似私募基金之小型基金，以為與期貨信託事業之公開募集有所區隔²⁸⁵，以解決期貨經理事業向不特定人募集資金之適用疑義，可資參考。惟此前提可能建立於期貨交易法第八十四條有關期貨信託事業之業務乃限於公開募集而不及於私募而為立論。至於期貨經理事業得否兼營期貨信託事業，則屬另一問題。

綜上，將來主管機關開放期貨信託事業並訂定相關命令時，應同時將經理事業對不特定人募集資金從事之集合投

²⁸⁵ 邱顯比、李存修、謝文倩等合著「期貨服務事業經營與管理規範之研究」，證券市場發展季刊，88年12月1日

資行為納入考量規範，以資適用。

(三) 期貨信託基金與全權委任及共同委任之區別

共同基金因係向多數不特定人募集資金並委由專業經理人從事操作，雖然法規允許與實務上運作，共同基金得以私募型態運作，但仍不離共同基金之運作架構與法律關係之性質。目前證券投資顧問事業與證券投資信託事業以及期貨經理事業得從事全權委任之交易，主管機關行政院金融監督管理委員會亦擬開放期貨經理事業從事共同委任之全權委託交易。將來我國亦擬開放期貨信託事業從事期貨基金操作。管理政策上朝向開放兼營即多元經營之方向，但相關事業之現行經營或將開放經營之業務彼此間應仍有區隔，以利管理，並釐清投資人權益與受託經理之事業間之權利義務。茲分述如下：

1. 全權委託交易

目前法令開放之全權委託交易（俗稱之「代客操作」），包括證券投資信託事業及投資顧問事業得經營之「全權委託投資業務」、信託業得從事之「全權決定運用權之信託業務」、「信託資金集合管理運用帳戶」，以及期貨經理事業從事「全權委託期貨交易業務」等。一般而言，除經營主體與適用法規不同外，證券投資信託事業及投資顧問事業之「全權委託投資業務」與期貨經理事業從事「全權委託期貨交易」之法律關係，應屬委任關係，即投資人委任受託人即證券投資信託或投資顧問、期貨經理事業間之委任，依照民法委任契約之法律關係。

但是信託業得從事之全權決定運用權之信託業務、信託資金集合管理運用帳戶，則涉及信託契約之法律關係，投資人即信託人與受託人間依照信託契約決定權利與義務。並且委任操作之資金之管理運用與保管亦採分離原則，但信

託業以受託人地位經營全權委託交易，仍得依規定自行保管資金，而有管理運用兼保管之情事。

2. 共同委任

依據期貨交易法第八十七條第一項及期貨經理事業管理規則第二條規定，期貨經理事業得經營接受特定人從事全權委託期貨交易義務，同法第二十三條規定不得接受共同委任。但目前主管機關研擬開放期貨經理事業從事接受共同委任從事全權委託期貨交易。因此將來期貨經理事業從事之共同委任期貨交易，共同委任之投資人人數多寡，均不應影響委任交易之本質。並且不論經營主體或開放兼營期貨信託基金業務與否，以信託法律關係為主要法律關係之期貨信託交易與共同委任交易，法律關係上仍有所區隔²⁸⁶。

第五節 期貨基金管理規範的探討

一、美、英、新加坡期貨基金及我國共同基金

(一) 美國

美國的管理架上，對於期貨基金的規範偏重於期貨基金經理人、期貨交易顧問行為面的監管，例如非經登錄不得經營(但符合特定情況下豁免者不在此限)、反詐欺條款、廣告行為之規範、申報義務、自有資產與基金之資產分離以及紀錄之保存等。但是期貨相關法規中並未明文規定必須由保管機構負責保管基金之資產。

而就期貨基金本身，主要的規範重點在於相關訊息的充份揭露：例如必須揭露期貨基金經理人或期貨交易顧問確保基金

²⁸⁶ 楊清筠、符玉章、陳玉華，「開放期貨經理事業就全權委任交易接受共同委任之可行性研究」，中華民國期貨業商業同業公會研究計畫，93年10月

符合保證金要求的方式、相關投資人具體及潛在的風險以及可能必須負擔的賠償責任、期貨基金經理人及期貨交易顧問及其他相關人士在為基金進行期貨交易時是否涉及任何利益衝突、期貨基金經理人及期貨交易顧問的紀錄(例如是否涉訟、是否為自己帳戶交易、是否有任何紀律懲處案件、財務情況等)、其投資計畫及收益之運用、績效揭露、獲利分配等。此外，則必須交付年報及財務報告。任何一個公開募集的基金，必須在向投資人募集前，將其必要的揭露文件送交美國全國期貨公會審查，審核通過後，才能正式向投資人募集及銷售。此外其所募集的有價證券必須向美國證券管理委員會辦理登錄，但是這些證券並未於集中市場上交易，因此轉讓不需經由集中交易市場。在私募基金的部分，其需要揭露的文件，仍需通過美國全國期貨公會的審核，但是其揭露文件內容較為簡要。所受的規範較寬。此外如基金投資於 90%以上於證券且符合特定條件者，或基金之投資人多為符合資格之人士，則無須依商品期貨交易管理委員會規則之規定提交相關揭露文件。

至於投資標的之範圍(包括海外投資)、比例、閒置資產的配置等並沒有任何強制規定，唯一的要求亦是必須充分予以揭露。

(二) 英國

英國就期貨服務事業體之規範部分包括受託人及經理人資格之要求，申報義務、紀錄保存等之要求。

原則上，經主管機關授權的基金可以向大眾募集，此種經授權的基金，必須遵守一定的規範。依據現行規定，主要著重於風險的控管，對於基金的投資標的、沖銷、交易對象等設有限制，此外亦針對風險分散設定一定的標準。此外經授權之基金必須交付投資人公開說明書、年報、財務報告等文件，充分揭露相關訊息等。

另一方面，有關基金之資產，依規定，必須由保管機構負責保管。

(三) 新加坡

新加坡對於期貨市場之參與者之規範包括經理人、受託機構及交易顧問的資格要求。至於期貨基金部份，除了行銷上之廣告規範外，在風險控管上主要有充分揭露之規範，以及對各種基金的投資標的、資產之配置、風險曝露等設有限制。

(四) 我國證券投資信託基金

依據現行管理規範，我國公開募集之證券投資信託基金必須經主管機關核准，而私募基金僅須於事後向主管機關報備，如主管機關無任何反對意見者，視為同意。

除此之外，公開募集與私募基金之管理雖有不同，但是其投資標的、範圍、資產配置等皆設有一定的規範。

受益憑證之流通，則視其是否為開放式基金或封閉式基金而有不同。就封閉式基金而言，其流通一定要透過集中交易市場才能予以轉讓。

二、適用於我國未來期貨基金的法律規範

(一) 期貨基金之涵義

在目前採取分業立法之規範架構下，國內投資人對於期貨基金商品仍可能陌生，因此初期開放之期貨信託基金，計畫擬由期貨信託事業募集及管理，有別於證券投資信託基金或共同信託基金係由證券投資信託業及信託業募集及管理，因此，關於期貨信託基金之定性，則屬重要之課題。

期貨交易法第三條所稱之期貨交易包括依國內外期貨交易所或其他期貨市場之規則或實務，從事衍生自商品、貨幣、有價證券、利率、指數或其他利益之期貨契約、選擇權契約、期貨選擇權契約、槓桿保證金契約。將來開放之期貨信託事

業從事募集期貨信託基金之業務，其投資標的顧名思義當以前述期貨交易為主要之範疇，自不待言。

(二) 資產之配置

除全部投資於期貨交易之商品外，基於增加投資效益之目的，期貨基金是否得投資於其他現貨商品，例如證券、債券或其他現貨商品？其投資比例應如何訂定上限？

參酌美國期貨基金之管理規定，美國對於期貨基金經理人從事基金操作之資產配置與閒置資金之運用並無強制規定，投資策略及交易多委由期貨經理人或期貨交易顧問決定執行，較具有彈性。但原則上只要從事任一期貨商品就有可能受到商品交易委員會及商品交易管理規則之管轄，但符合豁免期貨經理人定義之主體及投資計畫或帳戶，以及豁免登錄之期貨基金經理人、期貨交易顧問除外。豁免定義之主體係因同時已受其他法規之管轄，對於期貨基金係依據 1933 年證券法之規定募集及銷售，且其主要從事之交易為證券交易者，其投資期貨商品之比例不超過其資產淨值的 10%，且其進行期貨交易之目的係為配合證券交易則可豁免提供相關揭露文件。因此基於美國法規之管理架構下，期貨基金之投資期貨與非期貨商品之比例仍有其管理制度上之考量。

但是相較於單一立法之英國制度，在集合投資計畫架構下，除風險控管程序外，似並未對期貨基金有獨立特別之規範。UCITS 指令修正允許貨幣市場工具、期貨及選擇權、存款等作為 UCITS 計畫之投資標的，而使得 UCITS 計畫成為混合型基金後，英國法亦將 CIS 規則中原有證券基金、期貨選擇權基金、貨幣市場基金、不動產基金等分類取消，使得所有集合投資計畫一體適用 COLL 規則，不再以計畫本身為區隔標準，改就計畫個別投資標的，要求風險控管之標準。基於同樣之理由，過去以避險目的與投資目的區別期貨交易行為，而設定若干標準允許證券型基金從事避險之期貨交易，

該區分於新 COLL 規則中亦不再重要，除了基金經理人仍必須在公開說明書中揭露期貨交易之目的外，交易本身則不會因為目的而不同，如前所述。

依照我國目前對於相關證券投資信託基金與共同信託基金等集合投資行為之規範，除因避險需求外，對於投資證券相關商品之資產配置仍有正面之投資比例限制，超過者應申請兼營期貨信託事業。因此基於現行分業立法之現實與朝向一整合立法制度之過渡期間，開放期貨信託事業募集之期貨信託基金，其投資於非期貨商品之資產配置仍宜有一定比例限制，例如為了跟證券投資信託基金有所區隔，業者建議設定投資於現貨部分不超過基金資產的 50%(期貨應以契約價值 contract value 計算)。另外，可以比照證券投資信託基金的模式，運用衍生性商品避險的部分可以做到 100%，套利的部分做到 15% (私募 30%)，用現貨避險及套利的比例比照證券投資信託基金的比例。否則無法與現行管理架構接軌並區別分業經營之基金商品。²⁸⁷

(三) 投資區域限制

美國、英國之法規，皆未限制基金投資境外期貨市場，鑒於國內期貨市場規模不大，如募集之期貨基金全數投入國內期貨市場，對於現貨市場可能產生之影響難以預期，業者建議應開放投資國外期貨市場，投資範圍可以國外期貨交易所核准的商品為主。

(四) 風險控管

美國之風險控管主要著重於充分揭露，包括如何達成保證金要求之方式等，英國、新加坡之風險控管則不僅要求充分揭露，同時要求風險分散，設定一定之比率。我國期貨市場之規範建制未久，如採美國之充分揭露方式而不設任何風險分

²⁸⁷ 「開放期貨信託事業集期貨信託基金」座談會，94.2.2

散之要求，恐難防患於未然，似宜參採英、新加坡及我國現行證券信託基金之模式，要求分散投資商品比重。而基於考量期貨交易之高風險，似宜另外就操作基金之財務槓桿比例設限。此外，業者從實務運作立場，提出下列具體建議：期貨信託基金之閒置資金的比例得比照證券投資信託基金的比例規範。其次，為避免操作商品集中度太高，發生突發事件會無量下跌，主管機關得要求分散投資商品比重，或者是就財務槓桿比例予以設限。此外，應就備抵保證金部分另作規範，以免有超額損失的問題，其他的風險控管比照證券投資信託基金的規範。並且基於防止超額損失之發生，應設定一定比例，在基金規模低於一定門檻時(例如低於基金資產 25%~40%時)，即要強制清算。由期貨信託事業負責承擔最後風險。²⁸⁸

²⁸⁸ 參閱前揭註

第捌章 建議代結論

第一節 建議與分析

依據前述相關之分析探討，茲就我國法規架構下，未來開放期貨信託事業及募集期貨信託基金之相關管理，分析建議如下：

一、設置標準

前述研究之國家中，只有美國未就相關事業之設置標準予以規定，以我國現階段而言，似不宜比照美國之制度，蓋因我國期貨市場之規範仍在建構中，相關風險控管機制並未如美國成熟。因此仍應就設置我國期貨信託事業設立適當之標準。

期貨信託事業之設置標準，涉及發起人及專業股東資格條件以及實收資本額等基本考量因素。因期貨信託事業乃期貨服務事業之一，雖然其經營期貨信託業務仍不脫以信託關係為核心，但依期貨交易法第八十二條之規定仍委由主管機關訂定，因此不當然應適用信託業法及信託業設立標準等規定。因此主管機關應得基於管理政策及法律之授權，訂定適合之期貨信託事業設立標準。

依據期貨交易法第八十二條之規定，應經核准始能經營本項業務，因此將來擬從事期貨信託事業，不論新設或申請兼營，均應經主管機關之核准。

參酌信託業設立標準第三條規定，信託業限於公開發行之股份有限公司，實收資本額應達新台幣二十億元以上，如僅辦理不動產資產信託者，則最低實收資本額只需新台幣三億元即可；但依據證券投資信託事業設立標準第七條之規定，除須設立股份有限公司外，並未限定需已公開發行。並且其實收資本額僅需新台幣三億元以上。二者差異甚大，主管機關固然有其管理之考量，以及不同之行業別性質與立法背景使然。但從相同之資產管理角度與

集合投資計畫之相似本質，以及考量目前國內期貨市場之量能等因素，要求期貨信託事業比照信託業之實收資本額是否合宜？有待商榷。再考量單一整合性立法之前，為降低跨業兼營之門檻，有關期貨信託事業之實收本額似不宜與現行證券投資信託事業之標準相距甚遠。

至於期貨信託事業兼營其他事業，似亦應達到所兼營事業之法定實收資本額，此外，應否另撥專用之營運資金，應視兼營事業之性質而定。

現行證券投資信託事業並無因從事公開募集與私募而有不同之最低實收資本額要求，係因得同時從事二種募集業務。但如果期貨經理事業得依據期貨交易法第八十七條第三項從事類似私募期貨信託基金時，除非同時開放投資於國內外之期貨市場，否則以國內之量能以及初期基金之可能規模，是否需訂定有別於期貨信託事業之實收資本額之差異性標準，以免過多之資金投資，卻缺乏效益，值得主管機關考量。

二、營業保證金與賠償準備金

期貨信託事業應否繳交營業保證金？依據期貨交易法第八十八條準用同法第六十條之規定，期貨信託事業應繳交營業保證金。另依據現行期貨經理事業管理規則第十七條之規定應繳交營業保證金；依據期貨商管理規則第十四條規定，從事期貨經紀業務或自營業務亦需繳交五千萬元或一千萬元之營業保證金。又依據信託業法第三十四條之規定，信託業為擔保賠償責任應提存五千萬元賠償準備金。但證券投資信託事業相關管理規定，除依據證券投資信託及顧問法第五十二條之規定兼營證券投資顧問事業應繳交營業保證金外，無明定證券投資信託事業應繳交營業保證金。

理論上而言，從全權委任交易性質及相同管理基礎觀察，從事證券投資顧問之全權委託與期貨經理之全權委託，雖商品性質不同，就投資人保障而言要求繳交營業保證金有相同道理；如從相同之投資信託管理基礎觀察，則期貨信託基金如採與投資信託相同之管理架構，既然無明定證券投資信託事業應繳交營業保證金，除非有特別理由，否則何以要求期貨信託事業需繳交營業保證金？而有不同標準？並造成彼此互相兼業之不同門檻？惟繳交營業保證金既為期貨交易法所明定，除非修法自無排除之依據。

有疑問者是，期貨信託事業是否須依據信託業法第三十四條之規定繳交賠償準備金？此至少涉及二個法律層面之問題。其一，期貨信託事業是否能排除信託業法之規定？如不能排除，是否繳交營業保證金即可免除或視為已經繳交賠償準備金之義務？

首先，應探討者係營業保證金與賠償準備金之性質上有無不同？除期貨交易法之營業保證金規定額度及信託業之賠償準備之額度均由主管機關訂定外，依據期貨交易法第六十條第二項之規定，期貨信託事業因為經營業務所生債務之債權人，就此有優先受償之權利。信託業法第三十四第二項則規定，委託人或受益人就賠償準備金享有優先受償之權利，二者之規範效果目的與效果均有雷同之處。再從法律規定繳交目的而言，賠償準備金係明文為賠償目的之準備金；至於期貨交易法就營業保證金雖未明定其用途，但明定期貨信託事業因為經營業務所生債務之債權人享有優先權，應可推知其繳交目的在於保障期貨交易人及與期貨服務事業因期貨業務往來之其他債權人優先受償之目的，二者規範目的在此範圍內應有重疊之處。亦即營業保證金用途似乎已經涵蓋賠償準備金之主要功能，反之，則無法完全涵蓋。惟期貨信託事

業之債權人對於期貨信託事業而言，其取得之債權不一定係限於賠償請求權性質之債權，因此享有優先權者不限於期貨基金之投資人，二者適用對象與效力仍有不同。因期貨信託事業並未被完全排除適用於信託業法，即使依據期貨交易法繳交營業保證金，但仍有可能需繳交賠償準備金之解釋空間。假如期貨信託事業適用信託業法而設立，除應依信託業法提撥賠償準備金外，期貨信託事業似應再依據期貨交易法規定繳交營業保證金。雖仍允宜考量已繳交賠償準備金之事實而酌減提存之營業保證金之數額，但二者功能上基本上無法擇一而彼此完全取代，已如前述。

三、期貨信託事業之兼營

(一) 相關兼營規定

1. 證券投資信託事業除專業經營外，並得經主管機關核准後兼營其他事業。如果證券投資信託事業募集或私募之基金投資於期貨交易，占募集發行額度一定比率或金額者，依證券投資信託及顧問法第六十六條第三項規定證券投資信託事業應申請兼營期貨信託事業。例如依據證券投資信託基金管理辦法第五十四條規定，私募基金除因避險目的所持有之未沖銷證券相關商品空頭部位外，其未沖銷證券相關商品部位之契約總市值，占基金發行額度百分之三十以上者，應申請兼營期貨信託事業。
2. 依據共同信託基金管理辦法第二十二條第四項之規定，信託業除經證券主管機關核准兼營期貨信託業務外，運用於期貨交易法第三條期貨交易契約總市值不得超過募集發行額度之百分之四十。
3. 依據證券投資信託及顧問法第六十五條及第六十六條規定，得由信託業、證券商、期貨信託事業、期貨顧問事業、期貨經理事業或其他相關事業申請兼營證券投資

信託事業或證券投資顧問事業。因此期貨信託事業得兼營證券投資信託事業或證券投資顧問事業。

(二) 避免兼業經營之障礙

雖然目前我國並未開放期貨信託事業，因此尚無法申請兼營期貨信託業務，因此前述資產配置比例尚非得作為申請兼營期貨信託事業之依據。前述資產配置之比例，係作為決定限制共同(信託)基金之投資證券相關商品(期貨)之上限，並作為區隔證券投資信託基金或共同信託基金與以外之基金商品之重要法律依據。

但是，隨著金融商品及工具不斷推陳出新，期貨與證券商品之間期界線亦隨之越不容易截然劃分。加上為從事現貨交易之避險需要與投資效益，而逐步開放期貨商品交易；反之，從事期貨交易者亦有透過現貨交易以達避險之需求。因此如完全以商品投資比例作為法規與主管機關之管轄權劃分，在未來均可能面臨挑戰與實益之檢討。以美國為例，目前在管轄權之區分界限已越來越模糊，僅能利用主管機關間之協調或豁免，以免增加管理成本。而英國則完全採整合性之單一法規、單一主管機關。以目前證券與期貨市場，已經逐步朝向全面開放兼營之趨勢，從證券與期貨市場之長期發展而言，經營不同商品如仍需適用不同管理法規架構與重複申請營業執照，造成兼業之障礙與經營門檻，因而增加交易成本，是否合宜？均值得商榷。但短期內基於法制以及分業管理考量，尤其期貨市場相對晚於證券市場充分開放之經驗，基於公平競爭立足點以扶植期貨服務事業之觀點，仍無法避免前述情形。

(三) 建立公平競爭基礎

因主客觀因素，國內證券市場發展經驗遠較期貨市場發展經驗成熟，證券投資信託業務開放較早，並得於一定比例內從事證券相關商品之操作(從事避險則無比例限制)，對於準備

開放之期貨信託事業而言，毋寧利於較晚起步之窘境。即使同步開放期貨信託事業兼營證券投資信託事業，能否即順利促進期貨市場之蓬勃發展，並扶植期貨信託事業與期貨經理事業而得從事相關期貨信託基金事業，並使其得與證券投資信託事業及信託業利於公平競爭之基礎，尚需主管機關之注意與考量。另外，鑒於從事期貨信託基金之募集與管理，專業經營能力及操作能力係經營成敗與否之重要因素，因此初期建議得由具有期貨經理事業或期貨顧問事業相關經驗之業者參與發起設立兼營或者需委託期貨經理事業從事操作等，亦得列入考量。

四、期貨基金之募集

(一) 募集之定義

所謂募集，通常指證券發行公司為籌募資金或者投資公司募集資金從事投資目的而對於大眾或特定人募集資金或其他財產之行為。通常以募集對象之多寡，其他之條件而在概念上可區分為公開募集與私募二種分類，並且依據法規規定之內容可能有不同定義與要件。例如以美國證券市場為例，雖然其證券交易法相關規定主要仍以應募人數多寡以為區分是否公開募集而應受相關公開募集規範之高度管理，並因此增加募集成本。但是應募人如屬法規認可之機構投資人，則又不受私募人數之限制。²⁸⁹

(二) 募集之基本立法考量

1. 差異化規範之因素

有價證券屬於流通性證券，得於市場中轉讓。因此當發行公司擬向大眾募集資金以發行有價證券，其影響涉及廣

²⁸⁹ 王文宇，「我國證券私募法制之研究」（收錄「新金融法」），元照出版社，92年1月

大投資者利益保護。因此主管機關對於市場交易秩序之管制政策考量，仍須兼顧發行公司籌募資金之時效與成本。因為不論擬採高度管制或相對之低度管制，例如事前採核准制或申報生效制、要求發行公司之財務條件與發行計畫之限制、資訊揭露程度等等，均攸關募集之時效與成本以及投資人是否受到法規之合理保障等，同時亦足以影響證券市場活絡與否。

其實，主管機關之管理成本與管理效率之考量，亦應列入考量。因為如任何影響募集效率與造成募集障礙之因素，均將影響募集之成本，最終可能轉嫁予投資人。訂定法規採取差異化管理之標準時，應一併考量主管機關之管理成本與管理效率是否適宜。

又為避免發行公司以私募為名而行公開募集之實，例如分割發行計畫以分次向少數人募集，或者應募人應募後即轉讓予他人致形成類似公開募集之結果。前者，如果不僅以人數限制私募標準而同時佐以特定身分財力資格者，較無因規避而造成不利影響。後者，通常會於法規對轉讓予以一定之限制，以免發生應公開募集而以私募方式之脫法行為。

2. 差異化規範之理由

綜觀前述各國規範，以及我國證券投資信託基金規範之研究分析，得知募集對象之人數多寡與對象是否有能力取得足夠交易資訊，係法規進行差異化管理募集方式之標準。例如募集人數係特定少數人且具有一定財力；或募集對象係發行公司內部人員或專業投資機構或法人等，得採私募方式。前者因涉及小眾而與大眾公共利益無直接關係且該等人士經濟財務能力較佳，相對於一般投資大眾而言可能具有較多投資資訊與能力判斷交易風險，並與發行公司有談判與協商能力。後者，因內部

人相較於投資大眾而言，較易獲得資訊以為投資判斷。²⁹⁰至於專業投資機構或法人，因投資專業或市場地位本不同於一般投資大眾，因此更有能力與發行公司協商與取得必要之投資資訊以為投資決定。因此立法政策上，對於後者在法規上對投資人保障要求應與預期對不特定大眾公開募集之情形有所區隔。並以募集之人數多寡與對象區分而取得其間之平衡點，作為公開募集與私募門檻，避免不必要之行政干預，以利市場之活絡。

(三) 外國期貨基金之募集方式

參照美國法制，期貨基金符合一定公開募集之條件需要聲請證券管理委員核准。依據美國的法規架構，基金若有 1933 年證券法第 4(2)條及規定及規則 D 之情事(主要為應募人數、應募人之財力雄厚等)。此外，1940 年投資公司法規定之持有人不超過 100 人，且不涉及向公眾募集資金時，為私募之基金，可豁免於相關法規之部分規定，僅受低密度之監管。實務上美國之期貨基金亦多屬私募性質，主要源於募集成本之考量及主要以法人從事期貨商品交易之特質有關。英國則規定，若符合豁免的基金，因係針對具有專業知識、經驗與相當財力之投資人，所募集的集合投資計畫，無須經主管機關授權，於存續期間內大致僅受低密度的監督，包括募集對象與促銷廣告方式。相對於經主管機關授權的集合投資計畫，可運用高度槓桿、賣空等技巧達成投資目的。此類豁免計畫無須亦不得向大眾開放申購，可視作「私募」之基金型態，例如英國法下之對沖基金。因此英國制度在未受管制之集合投資計畫之規範下，可謂亦有別於對大眾銷售募集之私募期貨基金性質之集合投資計畫。

²⁹⁰ 參王文字前揭註 12 文

新加坡亦類似於英國之制度，符合豁免適用部分證券期貨法之基金，其募集對象亦多屬特定之機構投資人或富經驗之投資人。

依據國外經驗顯示，期貨基金市場仍有私募與公開募集之二種方式並採差異化管理方式，將私募界定為特定資格之對象或非對大眾募集之型態，並禁止對公眾任意行銷。

(四) 我國相關募集之規定

現行證券投資信託基金之募集得採公開募集與私募二種方式。從期貨交易法第八十二條立法理由亦可知期貨信託事業係發行受益憑證而募集期貨信託基金。理論上而言，我國將來期貨信託基金之募集方式似亦應得兼採公開募集與私募二種方式。如能開放私募期貨信託基金，除可能得以促進機構投資人參與期貨市場交易，增加目前期貨市場法人參與之比重外，並且對於法人避險需求之工具選擇亦有助益，有利期貨市場之正常發展。

但現行法律架構是否允許私募期貨信託基金？不無疑問。依據現行期貨交易法第八十四條規定「期貨信託事業於募集期貨信託基金，非經主管機關核准，不得為之。期貨信託事業於募集期貨信託基金，應提出公開說明書，其應記載之事項，由主管機關定之」。因此，關於期貨基金之募集是否當然包括不特定人之公開募集與對特定人之私募？依據現行法律，仍存有解釋之疑義。茲分述如下：

1. 證券交易法之規定

依據現行證券交易法第七條規定，「本法所稱募集，謂發起人於公司成立前或發行公司於發行前，對非特定人公開招募有價證券之行為。本法所稱私募，謂已依本法發行股票之公司依第四十三條之六第一項及第二項規定，對特定人招募有價證券之行為」；依據同法第八條規定，所謂發行，謂發行人於募集後製作並交付或帳簿

劃撥方式交付有價證券之行為。關於有價證券，依據該法第六條定義包括「政府債券、公司股票公司、公司債券及經財政部（行政院金融監督管理委員會）核定之其他有價證券。新股認購權利證書、新股權利證書及前述有價證券之價款繳納憑證或表明其權利之證書，亦視為有價證券。並且依據該法第十二條，本法所稱之公開說明書，係發行人為有價證券之募集或出賣，依本法之規定向公眾提出之說明書，並且依據該法第三十一條規定，募集有價證券，應先向認股人或應募人交付公開說明書。

至於私募情形依據該法第四十三之六條第三項規定，發行公司僅對特定條件自然人與法人或基金，應其要求，負有提供本次私募有價證券有關之公司財務業務或其他資訊之義務。前述「特定人」之定義，依據該法第四十三之六條規定係

- (1) 銀行業、票券業、信託業、保險業、證券業或經主管機關核准之法人或機構
 - (2) 符合主管機關所定條件之自然人、法人或基金
 - (3) 發行公司或其關係企業之董事、監察人及經理人。
- 前述(2)、(3)項等人數合計限於三十五人。第(1)項之機構投資人數則無限制。

其次，基於避免私募流於形式及造成上市與店頭市場交易之目的，爰於該法第四十三之八條規定對於符合主管機關所定條件之自然人、法人或基金發行公司或其關係企業之董事、監察人及經理人持有私募證券之轉讓，規範持有最短之時間與讓與數量、以及受讓予前述對象為限等限制；並且如為銀行業、票券業、信託業、保險業、證券業或經主管機關核准之法人或機構持有私募證券

並限定並無相同種類之證券於集中市場或券商營業處交易之情形，始得轉讓予相同對象為限。

2. 證券投資信託及顧問法之規定

依據證券投資信託及顧問法第三條規定，募集證券投資信託基金之方式，包括向不特定人募集證券投資信託基金而發行受益憑證；或向特定人私募證券投資信託基金而交付受益憑證等二種方式。證券投資信託事業募集證券投資信託基金而發行之受益憑證，曾依據證券交易法第六條規定核定為有價證券在案²⁹¹；嗣證券投資信託及顧問法立法後，第五條第一項第五款明文定義屬於有價證券之性質，自應受證券交易法之規範。惟依據該法第一條規定仍應優先適用於證券投資信託及顧問法之規定。因此該法所稱之募集，係以招募證券投資信託基金之對象仍係以特定人或不特定人為勸誘對象而區別。並且依據該法第十三條規定，依主管機關要求之方式，募集證券投資信託基金應交付公開說明書；如為私募者，應交付投資說明書以揭露相關交易資訊。經營證券投資信託事業如未交付對於公開說明書或投資說明書或內容有虛偽不實，對於善意相對人應負賠償責任。

依據該法第十一條規定，私募對象包括下列對象：

- (1) 銀行業、票券業、信託業、保險業、證券業或經主管機關核准之法人或機構。
- (2) 符合主管機關所定條件之自然人、法人或基金。且對於證券投資信託契約具有充分了解之國內外自然人，並以三十五人為限外，尚須符合下列條件之一²⁹²：

²⁹¹ 財政部證券管理委員會七十七年十月二十四日（77）台財政（三）字第 09132 號函

²⁹² 行政院金融監督管理委員會九十三年十一月一日金管證字第 090005249 號令

- (a) 本人淨資產值超過新台幣一千萬元或本人與配偶淨資產值合計超過新台幣一千五百萬元
- (b) 最近二年度本人年平均所得超過新台幣一百五十萬元；或本人與配偶之年平均所得超過新台幣二百萬元
- (c) 最近經會計師查核簽證之財務報表總資產值超過新台幣五千萬元之法人或基金，或依信託業法簽訂信託投資契約之信託財產超過新台幣五千萬元者。

關於前述特定人資格，證券投資信託事業應盡合理之調查責任，並且應募人須配合提供佐證之依據。私募證券投資信託基金而交付投資人受益憑證，採事後申報制(參證券投資信託及顧問法第十一條第三項)，與公開募集事前核准或申報制不同。

關於私募之受益憑證轉讓，依據證券投資信託基金管理辦法第五十二條之規定，除非 1.證券投資信託事業申請買回；2.轉讓予符合該法十一條之私募對象者；3.基於法律規定所生效力之移轉；或 4.經主管機關核准外，私募之受益憑證不得任意轉讓。

3. 信託業法之規定

依據信託業法第八條關於共同信託基金之定義，謂「信託業就一定之投資標的，以發行受益證券或記帳方式向不特定多數人募集，並為該不特定多數人之利益而運用之信託資金」，參酌信託業法及共同信託基金管理辦法之相關規定，除使用募集之規定外，並無其他法律所定義之「私募」或針就特定人發行受益證券而募集共同信託資金之行為。因此可謂目前共同信託基金並無明定所謂之私募共同信託基金之直接法源依據。

惟募集共同信託基金，依據信託業法第八條規定得以發行受益證券或記帳方式向不特定人募集資金；又依照共同信託基金管理辦法第十八條規定，信託業得以其他表彰受益權證明文件之製發及劃帳，替代受益證券之發行及轉讓。共同信託基金所發行之受益證券，依其性質與證券投資信託事業發行之受益憑證相同。尤其如擬於公開市場上市交易，更應經由主管機關依證券交易法第六條核定為有價證券方得為之。但如信託業以其他表彰受益權證明文件之製發，替代受益證券之發行，依規定則無須受到發行有價證券之規範。

(五) 公開募集與私募之法律標準

參酌前述規定分析可知，我國法律規範體系，關於募集之規範係以募集資金而發行有價證券為規範之客體，包括證券交易法所稱之有價證券以及募集證券投資信託基金所發行之受益憑證及信託業募集共同信託基金所發行之受益證券等。至於有價證券之定義以證券投資信託及顧問法所明定或者依據證券交易法第六條規定授權主管機關核定之。並且有價證券之定義範圍相較於美國證券交易法所定義之範圍稍嫌狹義²⁹³。

其次，區分公開募集與私募之法律規範，仍主要以募集人數限制與募集對象資格之雙重管制標準，以為募集之差異化管理依據。關於符合特定資格之自然人或法人人數限定於三十五人，但如銀行業、票券業、信託業、保險業、證券業等專業機構則無私募人數之限制。

(六) 期貨信託基金之私募依據

如果完全依照文義解釋，再參照其他法規有關募集之規定，期貨交易法第八十四條所稱之「募集」及交付「公開說

²⁹³ 參王文宇前揭文註 12.

明書」之規定，似應有別於私募之性質，係指對於大眾募集資金從事期貨交易而言。因此，期貨交易法第八十四條有關募集期貨信託基金之規定，如單從文義及立法體系上觀察，自無法直接做為包含私募之解釋依據。惟如暫不論前述立法體例之比較觀察，而從期貨交易法本身而言，對於期貨信託基金之募集並無特別定義。雖然參酌第八十七條第三項之規定，期貨經理事業得向「非特定人」募集資金從事期貨交易並準用期貨信託基金之管理規定，但似應相對於同法第八十七條之期貨經理事業接受特定人委任經理期貨交易之規範而言，尚不得據此直接推論期貨信託基金之募集限於僅對「非特定人」募集。其次，期貨信託基金之募集應經核准，而與私募情形通常採申報之管理特徵不同，但應屬差異性管理程度之考量，似亦不宜逕以應經核准之規定作為推論期貨交易法並無允許私募期貨信託基金之解釋依據。並且期貨交易法、證券投資信託及顧問法之立法與證券交易法乃分別立法，有關證券交易法、證券投資信託及顧問法之募集與私募及之區別與定義，是否當然得作為解釋期貨信託基金之募集之解釋？亦不無疑問。再者，前述之公開募集與私募之區別乃基於現行證券交易法及證券投資信託及顧問法之立法例，以為分類。但何謂公開募集？何謂私募？又其間劃分標準為何？期貨交易法亦無明文規定。因此，是否應拘泥於前述有關證券法規關於公開募集與私募之概念，並非無疑。其次，如果依據期貨交易法之規定，逕予限制解釋期貨信託事業募集期貨基金之業務並不包含私募，而僅限於公開募集之情形，則性質上應屬於私募之情形，邏輯上自非期貨信託事業之專屬業務，如亦不屬其他期貨服務事業之業務，則恐將不受期貨交易法管轄。在前述邏輯及解釋方法之前提下，即使透過訂定期貨信託基金募集之管理辦法，將私募基金納入規範，仍有違反法律保留原則之違法疑慮。此因主管

機關在無法律授權之情形下，所訂定之任何私募基金管理規定，並非基於法律之授權；並且因涉及限制人民之權利義務，而以職權命令予以規範，無異承認違反憲法第二十三條保留原則之規定，且規定有無效之虞。

又從期貨交易法規定本身觀察，第八十四條第一項則僅謂期貨信託事業「募集」期貨基金應經核准，但第八十七條第四三項則規定期貨經理事業向「不特定人募集資金」從事期貨交易準用前述核准之規定，因此期貨交易法關於募集之概念，似得包含對「非特定人」與未限定「非特定人」募集的二種解釋。於未及修正期貨交易法以根本杜絕任何爭議之前，期貨交易法並無明文規定期貨信託事業得以何種方式募集、經營或有任何限制，因此性質上期貨基金之募集，不論對象與形式為何，均應屬期貨信託事業募集基金之業務範疇。因此，本文認為關於期貨信託事業募集期貨信託基金之任何情形，應得包含現行法規分類下之所謂之公開募集與私募之所有情形，均應屬期貨信託事業管理規則所應規範之對象。期貨信託事業募集期貨基金之條件與對象，應依據該項規定所授權訂定之管理規則。基於配合將私募納入整體管理之考量目的以及參酌從期貨交易法募集之立法體例，包括非特定人與未限定非特定人二者情形，似應將類似私募行為亦應納入管理。

期貨信託事業之募集業務包含所謂私募，則募集之條件與對象自應依法規之授權委由主管機關一併訂定之。至於期貨交易法第八十四條第一項期貨信託事業募集應經核准之規定，是否僅限於公開募集，或者亦包含私募行為均應事前經過核准？解釋上二種均有其立論基礎及解釋可能性。因為，期貨信託事業如辦理私募，既非法之所禁，並且期貨交易法規定募集應經核准而無例外，因此非期貨信託事業基金管理規則所定義之募集行為，似仍經由核准使得為之而無例外。

惟如參酌立法當時之相關法律體系之用語習慣而推知之可能立法原意，並避免因期貨交易法第一百一十二條規定，期貨信託事業未經核准募集期貨基金構成刑事責任，而基於嚴格罪刑法定主義之考量，以及從基金管理政策之差異化考量，如限縮採取針對公開募集之解釋，似較為符合立法本意與目的。

如將期交法第八十四條解釋成限於公開募集之情形，且依法應經核准，則非公開之募集行為，主管機關仍得於期貨信託事業管理規則中明定其報備之準則以利管理。非期貨信託事業違法經營私募期貨信託業務者，仍構成違反期貨交易法第一百一十二條第五款之非法經營期貨業刑事責任。但對於合法登記經營期貨信託事業違法經營私募業務，則屬違反管理規則等行政規範。

綜上，為求利於立法例整合以及作為差異化管理之依據，並避免任何適法性爭議，允宜盡速修訂期貨交易法，以使私募有更明確定義，並明文納入期貨交易法為宜。

五、受益憑證

(一) 受益憑證之性質

依據證券交易法第二十二條第一項規定，「有價證券之募集與發行，除政府債券或經財政部核定之其他有價證券外，非經主管機關核准或向主管機關申報生效，不得為之」。自期貨交易法第八十二條立法理由可知期貨信託事業係發行受益憑證而募集期貨信託基金。但期貨交易法並未明定受益憑證之發行，亦未如證券投資信託及顧問法明定證券投資信託基金之受益憑證（不論私募或募集）為有價證券，如果期貨信託事業發行之受益憑證，依據現行證券交易法第六條規

定，經主管機關核定為有價證券，自應受證券交易法之規範；反之則否。

現行證券投資信託基金募集發行之受益憑證，如為開放式基金，投資人得依信託契約隨時向證券投資信託事業要求贖回；亦得自由轉讓。但封閉式基金，因不能贖回，但可於集中市場掛牌交易。又共同信託基金發行之受益證券，得以其他證明文件替代發行，並且受益權得依受益證券或其他證明文件之轉讓，依據共同信託基金管理辦法第十八條第二項之規定，得依信託契約約定方式自由轉讓，或請求終止信託契約。

因此，將來期貨信託事業發行之受益權憑證或受益證券，除得依法核定為有價證券而得於集中市場交易之外，理論上似應亦得以比照交付受益證明文件方式替代受益憑證發行，以求彈性與降低發行成本。但是同樣基金投資而發行之受益證明，卻發生是否為有價證券之差別，是否造成管理上之困擾？以及法制上之混亂？不無值得商榷之餘地。何況，如果所發行之受益證明擬於集中市場上市交易者，仍需經核定為有價證券方能為之。因此如募集期貨信託基金採封閉式基金型態而不能任意回贖時，將降低其流通性。

併此一提者，如基於證券投資信託基金投資標的，分散投資風險之目的而擬開放投資於不具有有價證券性質之期貨信託基金受益權證明者，因依據現行之證券投資信託基金管理辦法第八條規定，證券投資信託基金投資標的限於經核定之有價證券，第九條則規定得投資於證券相關商品交易，均須配合修正，始能使證券投資信託事業得以投資於期貨信託基金將來發行具有非有價證券性質之受益權證明。但依據共同信託基金管理辦法第二十二條第二項第九款之規定，主管機關依據該款規定公告指定共同信託基金得投資於期貨信託基金發行之受益權證明即可。

(二) 受益憑證之轉讓

如果期貨信託基金得為私募時，是否應限制其受益權之轉讓對象？基於為避免發行公司以私募為名而行公開募集之實，例如分割發行計畫以分次向少數人募集，或者應募人應募後即轉讓予他人致形成類似公開募集之結果。前者，如果不僅以人數限制私募標準而同時佐以特定身分財力資格者，較無因規避而造成不利影響。後者，通常應於訂定法規時考量或對轉讓予以一定之限制，以免發生應公開募集而以私募方式之脫法行為。因此不論受益權證明是否核定為有價證券，似亦應比照證券投資信託基金私募之轉讓予以設限。並且得參照證券投資信託及顧問法之規定，要求私募期貨基金所發行之受益憑證亦須為記名式。

六、比照證券投資信託基金及共同信託基金之運作架構分析

茲依據證券投資信託基金及共同信託基金之運作架構，分析建構期貨信託基金如下：

(一) 證券投資信託基金

1. 經營主體

如果比照證券投資信託事業之運作，將來申設之期貨信託事業應依據期貨信託事業設置標準之規定申請設立。至於申設之標準除最低實收資本額考量現行期貨經理事業最低實收資本額即達新台幣二億元，因此不宜低於該金額；再以證券投資信託事業最低實收資本額台幣三億元，以及參照現行共同基金募集及管理之規模而言，此最低資本額即足當之；並且為有利開放兼營以及立於相同競爭基礎及相同管理基礎之考量，於將來開放之期貨信託事業之實收資本額不宜超過新台幣三億元。基於同一理由，除非期貨信託事業兼營期貨經理事

業，否則不需要繳交營業保證金。主管機關應得基於管理政策及法律之授權，訂定適合之期貨信託事業設立標準。如非依據前述期貨信託事業設置標準申請核准從事期貨信託事業，依照期貨交易法第一百一十二條第一項第五款之規定，得處一年以上，七年以下之有期徒刑，並得併科新台幣三百萬元以下之罰金。

2. 期貨基金之運用

期貨投資信託事業對於基金資產之運用有指示權，原則上應親自為之，除非基金管理辦法允許期貨信託事業委託第三人委託操作，否則不得複委任第三人處理；期貨投資信託事業並應有指示基金保管機構從事保管、處分、收付基金資產之權，並得不定期盤點檢查基金資產。期貨投資信託事業運用基金投資或交易，亦應依據書面分析報告作成書面決定書，交付執行時應作成書面紀錄，並按月提出書面檢討報告，其分析報告與決定應有合理基礎及根據。分析報告應記載分析基礎、根據及建議；決定書應載明決定買賣之標的種類、數量、價格及時機；執行紀錄應記載實際買賣之標的種類、數量、價格及時間，並說明差異原因。

3. 業務範疇

現行期貨交易法第三條所稱之期貨交易包括依國內外期貨交易所或其他期貨市場之規則或實務，從事衍生自商品、貨幣、有價證券、利率、指數或其他利益之期貨契約、選擇權契約、期貨選擇權契約、槓桿保證金契約等。將來開放之期貨信託事業從事募集期貨信託基金之業務，其投資標的應係就前述之期貨交易為主要之標的。依照我國目前對於相關證券投資信託基金與共同信託基金等集合投資行為之規範，除因避險需求外，對於投資證券相關商品之資產配置仍有正面之投資比例限

制，超過者應申請兼營期貨信託事業。因此基於現行分業立法之現實與朝向整合立法制度之過渡期間，開放期貨信託事業募集之期貨信託基金，其投資於非期貨商品之資產配置仍宜有一定比例限制。

現行證券投資信託事業之法定業務範圍包括全權委任投資業務，將來期貨信託事業亦得經由許可而申請兼營期貨經理事業，或者更進一步開放得申請兼營證券投資信託事業及證券投資顧問事業等。

4. 基金募集

期貨基金之募集，基於國外市場發展經驗，無法忽視開放私募期貨基金之必要性。基於國內外公開募集與私募採差異化管理之立法趨勢與管理基礎，私募之期貨基金亦有必要採差異化管理。依據期貨交易法第一百一十二條第一項第六款之規定，期貨信託事業非經核准而募集期貨基金得處一年以上，七年以下之有期徒刑，並得併科新台幣三百萬元以下之罰金。此所謂應經核准之募集行為，是否包括私募之情形？除涉及期貨信託事業之業務範圍外，亦涉及違反者是否觸及刑事責任之問題。本文雖認為私募期貨基金仍應列入期貨信託事業所得從事業務之範疇並應受管理，但期貨交易法第八十五條第一項所稱期貨事業募集期貨基金應經核准，是否應含私募之情形？則屬管理上考量之另一問題。主管機關依據管理辦法訂定應經核准之募集對象與條件，將係決定違反者是否構成違反該條非法募集而構成刑事責任之重要依據。如採非核准制，初期開放私募期貨基金時，基於管理之考量，應否立即採申報生效或報備制？則屬管理上考量。

5. 基金財產獨立性

依據期貨交易法第八十五條第一項規定：「期貨信託事

業募集之期貨基金應與其事業及基金保管機構之自有財產分別獨立」、第八十六條則規定：「期貨信託事業及基金保管機構就自有財產所負債務，其債權人不得對於基金資產請求扣押或行使其他權利」。因此期貨交易法明定期貨基金之財產應有別於期貨信託事業或保管機構之自有財產，與信託財產之獨立性精神相符，制定基金會計規範時亦應將此一精神落實。期貨信託事業及基金保管機構因自有財產發生之負債，期貨信託事業及基金保管機構債權人不得對於基金資產請求扣押或行使其他權利，以保障投資人權益。

6. 在期貨商開戶並繳交客戶保證金

期貨信託事業募集期貨基金後開始從事期貨交易之前，依法仍應於期貨商處以期貨信託基金名義開立交易帳戶，並於指定金融機構之期貨商之客戶保證金專戶存入交易保證金，始能開始操作期貨交易。如果擬從事證券相關商品時，亦應於證券商處開戶辦理交易。

依據期貨交易法第七十條第二項規定，期貨商或存放客戶保證金之指定金融機構之債權人不得對客戶保證金專戶之款項請求扣押或行使其他權利。期貨信託事業擬提領客戶保證金專戶之剩餘資金，仍應依規定事前以期貨信託基金名義開立指定出金之專戶，以匯款方式出金。前述存入客戶保證金，應由期貨信託事業指示保管機構為之。至於期貨信託事業擬自期貨商客戶保證金申請出金，得逕向期貨商為之並通知保管機構即可；並且期貨基金之指定出金專戶，應得以期貨投資信託基金於保管機構設帳保管期貨基金資產之同一帳戶，以利管理並減少不必要作業流程。

7. 流動性風險與超額損失

但是如果期貨信託事業因基金發生流動性不足而有融

資必要時，比照證券投資信託事業為因應證券投資信託基金管理辦法第七十條第一項但書及證券投資信託契約鉅額受益憑證之買回條款所規定之事由，得依規定以該期貨投資信託基金之資產為擔保向金融機構辦理借款，並以支付流動資產加計當日申購受益憑證發行價額扣除應保持之最低流動準備金及當日受益權單位買回價金總額後之餘額內即買回價金缺口為限。²⁹⁴借款期間之利息應由期貨信託事業負擔。

又期貨基金之操作應有一定風險控管以免發生交易保證金不足之情事，前述風險控管應委由期貨信託事業募集基金時，其所擬定之投資操作計畫中載明如何控管其風險（有別於一般性之風險揭露），以及贖回之閉鎖期間。如果因開放贖回而導致基金資產無法按期貨基金之預定投資計畫進行時，或者基金資產淨值已低於一定下限（例如低於基金資產淨值 25%-40%。茲舉 50%為例，提供試算結果詳如附錄七所示），基金應進行清算等程序，以免發生基金破產之情事，清算義務得由保管機構或期貨信託事業為之。通常發生超額損失時，如果係因期貨信託事業未貫徹風險控管之機制以致發生超額損失時，顯乃可歸責於期貨信託業者，其風險與損失自應由期貨信託事業承擔之，並應訂明於信託契約中。但如發生特殊且非預期之事故而屬不可歸責於期貨信託事業者，基於投資人投資基金有限責任之慣例以及實務上向一般投資人追償之困難性，仍需由市場機制承擔此項風險。如果期貨信託業者無力承擔此風險者，或者最後仍將由市場之結算機制承擔此風險。

²⁹⁴ 參證券投資信託基金管理辦法第 12,22 條暨行政院金融監督管理委員會九十三年八月九日金管證四字第 0930003843 號函

8. 保管機構

期貨投資信託事業經理之基金資產，與期貨投資信託事業及基金保管機構之自有財產，應分別獨立。期貨投資信託事業管理規則應明定期貨投資信託事業應將期貨投資信託基金交由基金保管機構保管，不得自行保管。基金保管機構之積極與消極資格，主管機關得比照證券投資信託基金之保管機構要求，酌情訂定之。保管機構之權利與義務，應係依據期貨信託事業之指示運用基金之資產，並行使與該資產有關之權利。並且基金保管機構僅得依據期貨信託事業指示而為下列處分基金資產之行為，包括

- (1) 因投資決策所需之投資組合調整。
- (2) 為避險決策所需之保證金帳戶調整或支付權利金。
- (3) 給付依期貨投資信託契約約定應由基金負擔之款項。
- (4) 給付依期貨投資信託契約約定應分配予受益人之可分配收益。
- (5) 給付受益人買回其受益憑證之買回價金。
- (6) 存入交易保證金於期貨商依法開立之客戶保證金專戶
- (7) 接受自期貨商保證金專戶之出金

基金保管機構應依法令及期貨投資信託契約之規定，以善良管理人之注意義務及忠實義務，本誠實信用原則，保管基金資產，並得依據信託契約收取保管費用。

但有疑義者，基金保管機構有無義務監督期貨信託事業之行為？例如知悉期貨信託事業有違反期貨信託契約或相關法令，是否應即請求期貨信託事業依期貨投資信託契約或相關法令履行義務？期貨信託事業有損害受

益人權益之虞時，有無義務向主管機關申報？從證券投資信託及顧問法第二十三條明定保管機構負有其前述義務之規定，以及期貨經理事業透過委任契約之約定，賦予保管機構前述義務等觀之，似應比照辦理，使保管機構並非消極之資產保管者之角色。但因無法律明文，主管機關得否基於管理及保障投資人之目的強加諸前述義務於保管機構？仍不無疑問。

建議允宜比照期貨經理事業經理全權委任業務之委任契約，而於期貨投資信託契約中明定保管機構之權利與義務，使其擔負較積極之責任。基於此立場，期貨信託事業因故意或過失致損害基金之資產時，基金保管機構依照信託契約應為基金受益人之權益向其追償。基金保管機構因故意或過失違反法令及證券投資信託契約之規定，致生損害於基金之資產者，應負損害賠償責任。基金保管機構之代理人、代表人或受僱人，履行期貨投資信託契約規定之義務有故意或過失時，基於民法第二百二十四條之規定，基金保管機構應與自己之故意或過失負同一責任。期貨信託事業並應為基金受益人之權益向其追償。

但是基金保管機構執行基金保管業務，請求期貨信託事業履行義務而不履行，致損害受益人權益之情事，經通知期貨信託事業限期改善而屆期不改善時，是否得經報請主管機關核准後，逕行召開受益人會議更換期貨信託事業？現行法無明文。基本上變更期貨信託事業即基金經理人，涉及集合投資計畫全體受益人之重大權益，應於信託契約中載明，並且主管機關基於協助與管理之立場，基金管理辦法中允宜明定相關之處理機制。

9. 信託契約法律關係

(1) 基本法律關係

期貨投資信託契約之當事人，如比照證券投資信託及顧問法之規定，期貨信託事業為委託人，保管機構為受託人，投資人則應為期貨投資信託契約之受益人。但證券投資信託及顧問法立法之前，信託契約之當事人究竟為何？投資人是否為委託人？等學理上迭有爭議。各項學理意見雖均亦有值得參考之處，惟基於期貨投資信託契約之信託契約本質，期貨交易法復就期貨基金財產之獨立性與禁止扣押等已有明文，達到保障投資人目的。並且有獨立之保管機構保管基金資產，運用期貨基金交易時，保管機構資金亦應於操作必要範圍內存入期貨商之客戶保證金專戶，並同受期貨交易法相關客戶保證金之規範。再者，基於契約自由原則，期貨信託契約得就相關權利義務明定，因此如比照證券投資信託及顧問法之規定，明定期貨信託事業為委託人，保管機構為受託人，投資人則應為期貨投資信託契約之受益人等，對於期貨投資人而言，保護未必不週。

(2) 信託法之適用

依據證券投資信託及顧問法第四十四條明文排除信託法部分不適合之規定，予以排除。例如信託法第六條第三項因信託事業破產而推定詐害債權、第十六條法院因聲請而變更信託財產之管理方法、第三十二條受益人要求保管機構即受託人提供閱覽、影印受託資產帳冊或處理資產狀況、第三十六第一至第項法院介入受託人即保管機構之辭任、與解任程序、第三十九條至四十二條第一項受託人即保管機構處理信託事務之稅費、費用之償還、優先受償、向受益人請求補償、拒絕交付信託財產、第

四十三條保管機構收取報酬時準用向受益人補償及拒絕交付信託財產規定、第五十二條至五十九條關於信託監察人之規定等。

但期貨交易法並無前述排除信託法之規定。期貨交易法第八十三條僅規定：「期貨信託事業之管理，除依本法或本法所發布命令之規定者外，適用信託及信託業管理之法律」。又參酌第八十五條第二項規定，期貨信託基金管理辦法由主管機關訂定。雖然期貨信託事業管理規則及期貨信託基金管理辦法，以及信託契約中亦得就性質與信託法及信託業法相牴觸者明定其處理機制，但信託法及信託業法仍有補充適用之機會。此因期貨交易法僅明定應優先適用，而非完全排除其他信託及信託管理之法律之適用；並且法院之介入權既為法律所明定，除非透過修法，其與主管機關之行政監督權係併行而無法任意排除。惟法律基於公益而賦予法院介入權，乃最後不得已之手段，法院所為之司法審查係立於被動要求地位，司法實務上法院通常尊重主管機關之意見，以及在不違反法律強制規定之前提下，尊重基於契約自由原則所定之內容。因此，前述關於法院變更信託財產管理方法之變更、受託人及保管機構辭任與選任之規定等，主管機關之管理規定以及信託契約，就相關處理機制愈詳盡，越能避免法院因聲請或職權介入之機會，即使解釋上無法避免法院依聲請而介入，亦得供法院參酌運用以為依據。至於信託監察人選任規定，因信託法第五十二條規定，法院得基於保護投資人而選任信託監察人之規定，亦屬法院之職權。期貨信託事業管理規則與期貨基金之管理辦法，得明定保管機構對於期貨信託

事業運用期貨基金之監督，並且透過主管機關適時之行政監督及召開受益人大會等，以實質取代信託監察人制度。如法院介入時，得以前述管理規定以為依據，並主張因共同基金投資行為與設立信託監察人制度背景不同，加上類推適用證券投資信託及顧問法第四十四條之立法例之法理，主張法院不應任意選任信託監察人，以免發生窒礙難行。法院基於期貨信託事業之管理依據與性質，理論上應不致任意應要求而選任信託監察人，以致破壞管理架構與窒礙難行。

另期貨信託事業於信託成立後六個月內破產而推定有詐害債權，尚屬推定性質而非當然視為有詐害債權，如果期貨信託事業宣告破產，期貨信託基金既非期貨信託事業之資產，且存放於保管機構，應得經由清算程序後返還投資人，不影響投資人權益。

另信託法第三十二條及第三十九條至四十二條、四十三條之受託人即保管機構之權利，基於信託法第三十九條第三項、第四十條第三項之得拋棄之規定，及基於契約自由原則與期貨信託契約之性質，暨類推適用證券投資信託及顧問法第四十四條之立法例之法理，如透過期貨投資信託契約約定，應得拋棄前述之規定權利。

綜上，期貨投資信託契約至少應記載事項：

- (i) 期貨信託事業及基金保管機構之名稱及地址。
- (ii) 期貨信託基金之名稱及其存續期間。
- (iii) 期貨信託事業之權利、義務及法律責任。
- (iv) 基金保管機構之權利、義務及法律責任或信託監察人之權利、義務及法律責任。

- (v) 受益人之權利、義務及法律責任。
- (vi) 運用基金投資期貨商品及從事期貨相關商品交易之基本方針及範圍。
- (vii) 期貨投資信託之收益分配事項。
- (viii) 受益憑證之買回事項。
- (ix) 基金應負擔之費用。
- (x) 期貨投資信託事業及基金保管機構之經理或保管費用。
- (xi) 基金及受益權單位淨資產價值之計算。
- (xii) 期貨投資信託契約之終止事項。
- (xiii) 受益人會議之召開事由、出席權數、表決權數及決議方式。

(3) 信託業法之排除與適用

依據期貨交易法第八十三條規定：「期貨信託事業之管理，除依本法或本法所發布命令之規定者外，適用信託及信託業管理之法律」。因此法理上，信託業法應係補充適用或者性質牴觸者應無適用之餘地。再參酌信託業法第二條規定，「本法所稱信託業，謂依本法經主管機關許可，以經營信託為業之機構。」，同法第九條第二項，「非信託業不得使用信託業或易使人誤認有信託業之名稱。但其他法律另有規定者，不在此限。」。因此可推知，依據其他法律從事與信託業務有關者，其規範之法源依據並非當然應適用信託業法，又期貨信託事業本質上雖從事信託本質有關之業務，但係期貨交易法所定從事期貨信託業務之期貨服務事業，並且期貨交易法之生效施行早於信託業法(93年2月4日)，就此立法者亦有相當考量。因此信託業法本質上應屬

補充適用或者與期貨交易法有抵觸之情形時，則應予排除適用。

10. 主管機關監督

主管機關除對於期貨信託事業之設立予以核准之外，對於期貨基金之募集行為與募集對象與條件之限制，應得予以管制。至於境內募集之期貨基金，所能投資於國內外期貨市場之期貨商品範圍，於開放募集時，亦得視公開募集與私募情形而分別予以酌定。除一般性共同要求外，例如交付公開說明書（或投資說明書）以及應記載之事項外、禁止詐欺或虛偽不實、誇張或保證獲利等行為外，關於期貨基金之廣告行銷等行為規範、期貨信託基金之成立條件、期貨信託事業之管理以及保管機構之資格與應盡義務等，均屬主管機關之監督權責範圍。如果違反管理規定或申請核准事項有虛偽不實者，應得廢止其許可或移轉其他期貨信託事業經理期貨信託基金。此外，參酌證券投資信託基金運作，購買或請求買回受益憑證之費用與期貨投資信託事業、基金保管機構所得收取之經理費用或保管機構保管費用之上限以及屬於期貨基金應負擔費用之項目範圍，主管機關得視市場狀況予以限制。

(二) 共同信託基金

期貨信託事業之經營如比照共同信託基金之型態，理論上可能有三種情形。其一，比照現行信託業法經營模式，除經營主體之設立及管理需比照信託業之外，期貨基金之募集與信託行為之法律關係亦得比照共同信託基金之運作方式。此乃從比照既有之運作規範架構基礎而考量。理論上，期貨信託事業如果視為信託業（信託業法並未排除期貨信託業），開放之期貨信託事業除應適用信託業法之信託業設立標準與管理外，募集期貨基金則應依據共同信託基金之管理辦法。

針對共同信託基金之管理辦法，只需放寬修正投資期商品之比例限制即可。其餘運作與管理比照共同信託基金之管理，期貨基金等於共同信託基金之一種基金型態，期貨信託基金之信託財產，將登記於期貨信託事業名義下之共同信託基金專戶。其與證券投資信託事業不同者在於經營主體、信託契約關係之架構與基金管理方法之不同。其二，雖然，僅得比照信託業之共同信託基金之運作，而未將期貨信託事業認定為信託業法所稱信託業之一種型態，惟則需另行制定一套與信託業運作期貨共同信託基金之管理架構與法令，從管理面考量後者似乎無實益且疊床架屋。其三，係期貨信託事業以共同信託基金之信託契約型態，經營期貨信託基金業務。後者乃僅比照共同信託基金契約之經營型態，但期貨信託事業之設立與管理不比照信託業。後者更將造成立法整合與管理上之困難，益增投資人混淆。

(三) 二種比照模式之比較分析

從本文相關分析可得，如果比照證券投資信託基金運作型態，理論上應最為可行。雖然仍有現行法規規範不足之缺憾，但透過解釋及法規授權命令之訂定，修法之前仍得以暫時因應。長久之計仍應透過修改期貨交易法或整合完成金融服務事業相關立法始能解決。如直接適用信託業法而比照信託業運作共同信託基金，固然直接方便，但信託業之管理與期貨服務事業本質仍有不同，且將造成期貨服務事業本身發展之窒礙，與不公平競爭，且與期貨交易法之立法意旨有悖。如另行制定一套比照信託業及共同信託基金運作之規範，與前述不利結果相同。又如果開創一套迥異於信託業及證券投資信託事業之運作規範，則將治絲益紛而不可期。

第二節 海外募集與境外期貨基金

(一) 海外募集

期貨信託事業如擬於海外募集期貨基金，因發行對象係海外投資人，不涉及境內投資人保護問題。並且除涉及央行對於境外資金匯入與匯兌之管理外，其餘主要係受募集地之法律管轄，因此自有遵守該管轄地法律之必要。以美國為例，如期貨基金經理人於海外募集基金，且其投資人非美國居民，亦不會在美國境內活動營業者，則可向美國全國期貨公會申請豁免於商品期貨交易管理委員會規則之部分規定。至於因境外募集之期貨基金投資國內期貨市場及證券市場之管理，以美國而言，如涉及境內之居民或資金或活動者，則應比照境內期貨基金經理人之相關規範，因此，我國似可參採美國之立法例，原則上比照證券投資信託事業海外募集而投資於國內證券市場及證券相關商品之管理標準。

(二) 境外期貨基金

依據證券投資信託及顧問法之規定，將境外基金統一納入管理。但依據證券投資信託及顧問法之定義，境外基金應具有「證券投資信託性質」者始足當之。換言之，依據該法申請核准中華民國境內銷售之境外基金，其本質應屬證券投資信託基金之性質且主要投資標的為證券商品為主之基金。依據境外基金管理辦法之精神，主管機關將透過個案審查核准之機制，對於類似英國等採集合投資計畫立法之國家申設之境外基金，當可過濾出性質上應屬期貨基金之基金。因此，主要投資於期貨商品之國外期貨基金應非屬該法所定義管理之境外基金。至於將來如何開放境外期貨基金之境內銷售與管理，要屬另一問題。

第三節 結論

綜合本文參酌國外經驗與研究所得，現行法律架構下開放期貨信託事業從事募集期貨信託基金之業務，應具有可行性，而且市場上應有此需求。但以美國市場經驗，多屬私募基金性質，因此初期開放時，不應因法規上部分疑義而因噎廢食，以致不開放私募基金。並且開放投資區域不宜完全侷促於投資國內期貨市場，始能充分展現開放期貨信託事業之效益。尤其如逐步開放相關週邊業務，例如開放期貨信託業、證券投資信託事業得委託不同期貨經理事業代操期貨商品，更有助於期貨市場之發展。因此主管機關需訂定明確之目標，並就現有法制架構逐步建立一套合宜之運作規範。茲分就短期與長期目標分述如後：

一、短期目標

初期開放期貨信託事業，主管機關應根據期貨交易法之授權訂定專屬期貨信託事業募集期貨信託基金之管理規範，運作架構得比照證券投資信託事業之規範為宜，以利將來法制與管理上之整合。

至於初期開放期貨信託事業時，應考量期貨市場發展需要，以及專業經營之要求而由相關期貨服務事業，例如期貨經理事業參與發起設立及兼營等方向考量，投資區域範圍得限定一定比例於國內期貨市場，而無需完全排除國外期貨市場；進一步亦得開放期貨信託事業及證券投資信託事業委託期貨經理事業從事國內外期貨市場期貨操作。至於期貨信託事業募集行為之管理，得比照美國、英國及新加坡管理期貨信託基金之方式，對於特定資格之投資人採差異化管理並豁免其相關義務。

因對沖基金之性質特殊，恐難完全以商品別而定義其屬現貨基金或期貨基金。於整合性立法完成之前，唯有個案逐一檢視其商品屬性以定管轄並由主管機關研商劃分管轄權之辦法以茲適用。

二、長期目標

雖然國際上對於資產管理業務已趨向整合性立法之趨勢，但在現行法制架構限制下，仍需就不同商品區別及分業立法之規範下進行管理。但長期而言，將相同性質之投資行為予以整合規範之目標，應屬可期。故具有集合投資計畫性質之基金投資行為，自應基於現有之規範基礎，訂定一套通用而且合宜之管理架構。例如直接修正證券投資信託及顧問法而成為投資信託及顧問法，納入期貨基金之種類而一併管理。即仿照新加坡制度而將投資於期貨與以外商品之基金同樣納入通用之集合投資計畫規範；或者針對集合投資行為仿照英國單一立法例，基金之管理原則上不以期貨或現貨商品之區分而有差異，但僅就特殊集合投資行為之風險揭露與分散要求有不同規定；甚至另立新法等均係可考量之方向。

完成前述整合性立法之前，得先行修正期貨交易法有關期貨信託事業募集基金相關規定，明定期貨基金之募集得採公開募集與私募二種方式，並明定公開募集與私募之核准與申報要件與私募對象限制等。同時，境外期貨基金之境內銷售管理，亦宜一併納入規範。另外，關於期貨經理事業從事對非特定人募集資金從事期貨交易，因該項業務屬於期貨經理事業本業卻與期貨信託事業募集基金業務間不易區別，尚有待立法予以釐清。並且期貨經理事業未經核准而違法向不特定人募集資金從事期貨交易行為之罰責，亦僅構成違反期貨經理事業之管理規則之行政罰責，而與期貨信託事業未經核准而募集期貨基金之行為構成刑事責任，二者之違法評價並非一致，而屬立法上之漏洞。將來修正期貨交易法時必須一併檢討修正之。

附錄：

文章/書籍

- 1、 楊清筠、符玉章、陳玉華，「開放期貨經理事業就全權委任交易接受共同委任之可行性研究」，中華民國期貨業商業同業公會研究計畫，93 年 10 月
- 2、 賴源河、谷湘儀，「為資產管理業務整合立法催生」，全國律師雜誌，93 年 10 月
- 3、 邱天一，「境外基金管理法制之研究」，全國律師雜誌，93 年 10 月
- 4、 郭土木，「證券投資信託基金之法律性質」，全國律師雜誌，93 年 10 月
- 5、 蕭善言，「銀行辦理資產管理業務之現況介紹」，全國律師雜誌，93 年 10 月
- 6、 王志誠，「論證券投資信託之重新定位」，集保月刊，86 年 7 月
王文宇，「從信託法原理論共同基金之規範」(收錄「民商法理論與經濟分析」二)，元照出版社，92 年 4 月
- 7、 王文宇，「論衍生性金融商品之法律問題」(收錄「民商法理論與經濟分析」)，元照出版社，89 年 5 月
王文宇，「我國證券私募法制之研究」(收錄「新金融法」)，元照出版社，92 年 1 月
- 8、 王文宇主編，「金融法」(合著)，元照出版社，93 年 7 月
- 9、 陳春山，「證券投資信託契約論」，五南圖書出版公司，76 年 12 月
- 10、 陳春山，「信託及信託業法專論-理論與實務」(增修訂三版)，89 年.8 月.，台灣金融研訊院
- 11、 陳春山，「美國共同信託基金法制之發展」，台灣土地金融月刊，87 年 9 月
- 12、 盧庭劼，「我國期貨服務事業未來發展方向」，期貨人，91 年 3 月

- 13、盧陽正、王麗惠、李忠榮著「我國期貨經理事業未來發展方向之評估」，期貨公會網站下載
- 14、陳姿妙，「論期貨信託投資制度」，網站下載
www.ntpu.edu.tw/law/paper/03/2000a/8971308A.PDF
- 15、吳佩玲，「論期貨信託之相關法律問題」
- 16、黃翊琇，「我國期貨投資信託制度相關法律問題之研究」，東吳大學法研所碩士論文，87年
- 17、林啟明，「期貨顧問信託及經理事業管理架構以及市場開放對我國現貨暨期貨市場之研究」，台灣期貨交易所，88年12月
- 18、游翔芸，「我國期貨服務事業規劃方向之介紹」，證券暨期貨管理月刊，91年5月
- 19、鍾幸昌，「日本期貨服務事業現況與經營的檢討」，期貨人，91年9月
- 20、吳佳慧，「期貨信託事業與期貨顧問事業之研究」，財政部證管會（研究專題發展報告），87年6月
- 21、邱顯比、李存修、謝文倩等合著「期貨服務事業經營與管理規範之研究」，證券市場發展季刊，88年12月1日
- 22、陳忠慶，「共同基金投資手冊」，遠流出版社，83年2版
- 23、劉憶如主編，「證券市場」（合著），華泰書局，88年2月，華泰書局
- 24、許誠洲，「衍生性金融商品徹底研究」，金錢文化企業股份有限公司，84年6月
- 25、楊光華編，「美國期貨管理法規論」
- 26、朱純蕙、江念慈、陳玉華，「期貨交易所對期貨商之紀律程序研究」，台灣期貨交易所研究計畫，93年6月

外文部分

1. A Practitioner's Guide to the CIS Regime under the SFA, 2004, MAS
2. CFTC, "FY 2003 Annual Report", www.cftc.gov
3. CLRFC Recommendations Requiring Amendments to the Securities and Futures Act, April 2003
4. Commerce Clearing House Inc. (CCH), Commodity Futures Law Report (2003)
5. FSA Consultation Paper 135, *New Collective Investment Scheme products*
6. FSA Consultation Paper 163, *The UCITS Management Directive- A Joint Consultation*
7. FSA Handbook, *Authorization (AUTH)*
8. FSA Handbook, *Collective Investment Schemes Sourcebook (CIS)*
9. FSA Handbook, *FSMA Glossary*
10. FSA Handbook, *Senior Management Arrangements, Systems and Controls (SYSC)*
11. FSA Handbook, *The Collective Investment Scheme Information Guide (COLLG)*
12. FSA Handbook, *The New Collective Investment Schemes Sourcebook (COLL)*
13. FSA Handbook, *The Supervision manual (SUP)*
14. Kenneth S. Philips and Ronald J. Surz edited, "Hedged Funds", published by John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey, 2003
15. NFA, "Disclosure Documents-A Guide for CPO and CTAs" March 2004, www.nfa.futures.org
16. NFA, "National Futures Association Manual", 2003
17. NFA, "NFA Regulatory Requirements-For FCMs, IBs, CPOs and CTAs", November 2004, www.nfa.futures.org

18. NFA, “Security Futures Products-A Regulatory Guide”, January 4, 2004, www.nfa.futures.org
19. Policy Consultation on Amendments to the SFA and FAA, September 2003, MAS
20. Second Reading Speech by Mr Tharman Shanmugaratnam, Minister for Education and MAS Deputy Chairman - The Securities and Futures (Amendment) Bill 2005, January 2005
21. The CPO and Commodity Pool Industry, CFTC Backgrounder 1-04, June 8, 2004, www.cftc.gov