

出國報告

(出國類別：其他)

參加證基會「2017『資產管理 ALPHA+ 培訓計畫』第二階段海外研習之 德國盧森堡海外研習參訪團」出國報 告

服務機關：臺灣土地銀行

姓名職稱：財務部科長林振宇

企劃部領組蔡明佐

國外部領組廖怡鈞

派赴國家：德國、盧森堡

出國期間：民國 106 年 10 月 13 日至

民國 106 年 10 月 24 日

報告日期：民國 106 年 12 月 7 日

摘要

隨著我國金融市場與國際接軌日益重要，隨著大數據時代來臨，資產管理需要面對的資產種類成千上萬，涉及到大量的計算，僅靠人工將無法完成，因此，數字化資產配置時代也隨之而來。另外在監管上，針對投顧的監管需要引入智能的考量，有效防範風險的同時，給數字化資產配置創造優良發展空間。

近年金管會持續推動「金融發展戰略」，除了原先的四大主軸(提升金融產業的競爭力、建立金融市場新秩序、維護金融消費的公平與正義和落實金融社會責任)之外，還新增強化融資、籌資效能，讓台灣的金融業有更多發展空間，其具體作法包含引導金融業資金到長期照護機構或公共建設上，或開放投信業者可以投資私募股權基金，也是提升籌、融資效能的一種。

本次由證券暨期貨市場發展基金會主辦之「資產管理 ALPHA+培訓計畫」，本行由財務部科長林振宇、企劃部領組蔡明佐及國外部領組廖怡鈞於 106 年 10 月 13 日至 10 月 24 日赴德國法蘭克福市及盧森堡進行研習與參訪，身為金融業的一員，藉由本次研習課程，增進對資產管理及歐洲金融監管組織運作基本之瞭解，且本次規劃「建構全球資產配置與風險管理」及「私募股權基金實務」兩主題課程，更體會到資產配置是一種投資理念，也是一種避險策略，絕對是值得我們深究及實踐，成為資產管理的重心。

目錄

第一章 研習目的.....	3
第二章 研習課程內容重點.....	4
第一節 建構全球資產配置與風險管理.....	4
第二節 私募股權基金實務.....	6
第三章 參訪行程及內容重點.....	9
第一節 德國聯邦金融監理總署(BaFin).....	9
第二節 安聯全球投資 (Allianz Global Investors, AGI)	11
第三節 盧森堡投資基金公會 (Association of Luxembourg Fund Industry ; ALFI)	14
第四節 盧森堡交易所(Luxembourg Stock Exchange, LuxSE).....	16
第五節 NN 投資夥伴(NN Investment Partners).....	18
第六節 聯博控股(AB Group).....	19
第四章 心得與建議.....	21

第一章 研習目的

面對全球變化快速之金融市場環境，新金融商品亦朝多元化與國際化發展，有鑒於國際金融管理及專業人才之培養不易，針對資產配置及操作策略，朝向海外學習國際實務經驗益顯重要。本次由財團法人中華民國證券暨期貨市場發展基金會（以下簡稱證基會）舉辦之「資產管理 ALPHA+培訓計畫」係首屆辦理，其前身為「跨國資產管理培訓計畫」，係為培育國際化金融人才之專案課程，考量我國金融市場與國際接軌日益重要，及我國資產管理業務國際專才的需要，並依據金融監督管理委員會公布之106年度施政計畫中之「推動金融體制與國際接軌」、「擴大金融業務範疇」、「鼓勵研發金融創新商品及服務」及「擴大發展普及數位金融服務」等政策而舉辦。

本培訓計畫之第一階段為國內培訓，第二階段海外培訓於106年10月13日至10月24日赴德國法蘭克福市及盧森堡進行研習與參訪，研習課程係與德國交易所集團所屬資本市場學院(CMA)合作；參訪行程則包括：德國及盧森堡之金融主管機關及重要金融機構等，安排資產管理與私募股權基金等主題。

本研習報告得以順利完成，首先誠摯的感謝證基會承辦人陳建志副主任之培訓及參訪行程安排，其次，在本報告撰寫期間，亦感謝同行團員提供相關補充資料並從旁協助解惑，順利完成本報告，本研習報告共計四章，第一章前言，對本次行程概略介紹，第二章研習課程，為德國交易所集團(Deutsche Borse AG; DBAG)所屬資本市場學院(Capital Market Academy; CMA)等一系列課程，第三章參訪行程，包括德國聯邦金融監理總署、安聯全球投資、盧森堡投資基金公會、盧森堡交易所、NN投資夥伴及聯博控股等機構，同時亦結合時事進行研討，例如如何應用金融科技進行 KYC 作業等有所著墨，第四章即針對本次研習所提出之心得與建議。

第二章 研習課程內容重點

本次研習課程主題包括建構全球資產配置與風險管理及私募股權基金實務兩部分，茲分述如次：

第一節 建構全球資產配置與風險管理

一、安排講師：Mr. Stefan Toetzke，長期與德意志交易所集團(Deutsche Borse Group)轄下所屬之訓練機構資本市場學院(Capital Markets Academy,CMA)合作，提供訓練課程。該講師所屬公司 mmSuisse 即是提供專業衍生性商品訓練之機構，其並擔任管理總監。

二、課程摘要

1. 現代投資組合理論 (Modern Portfolio Theory)

(1) 介紹

現代投資組合理論，簡稱為 MPT，也有人將此理論稱為「現代證券投資組合理論」、「證券組合理論」或「投資分散理論」。此理論目標為辨別無法透過「分散投資」而消除的風險，投資風險包含市場風險與系統風險，其中後者是無法由分散投資來減輕，因此，此理論希望找到有效的資產組合(efficient portfolio)，以「只有一個投資期間且市場均衡」作為假設，藉由證券曲線(securities line)顯示出有效組合的風險與收益的簡單依賴。理論主要探討理性投資者如何衡量不同的投資風險以及如何利用分散投資來優化他們的投資組合。該理論認為組合金融資產的投資風險與收益之間存在一定的特殊關係，且投資風險的分散具有規律性。

(2) 效率前緣(Efficient Frontier)之意義

市場投資組合(Market Portfolio)效率前緣(Efficient Frontier)無風

險資產(Risk-Free Asset)，效率前緣的意義為「當總風險一致時，相對上能獲得最優渥的預期報酬率」或「當預期報酬一致時，相對上總風險最低」之投資組合，希望藉此讓投資者了解該如何由一組資產之中，挑選出最適當的投資組合。

(3) 投資組合優化(Portfolio Optimization)

投資組合優化是指按照投資者的需求將各種投資資產做最佳比例配置的過程，以使得此投資組合優於根據其他準則訂定出的投資組合。投資組合優化以在主要資產類型間調整權重、在各資產類型內選擇投資標的兩階段組成，通過這兩個步驟可以消除個人資產和資產類別層面的非系統風險。

優化投資組合中不同的風險有不同的方式，包含優化資產類型的權重、優化內部資產類型的權重等兩個步驟，在某些情況下組合優化是遭受限制的，例如法規限制、稅捐、流動性、消費者偏好等，皆可能優化結果不完善。

(4) 管理資產類型的選擇與風險

影響投資組合表現的各項因素中以資產類型的選擇最為重要，其次為證券選擇與進出場時間。所以應該把有限的時間、能力、資源分配在對的因素中；而其投資風險主要是在資產類型的選擇。

2. 戰略性資產配置的實踐 (The Practice Of Strategic Asset Allocation)

(1) 資產配置流程

戰略性資產配置是根據投資者的風險承受能力，對個人的資產做出一種事前的、整體性的規劃和安排。其應思考投資組合中應該包含哪些資產類型、是否需有積極型投資組合、投資者應該自行管理資金或尋求外部經理人的協助等，而資產配置流程則包含定義目標與時間範圍、評估投資者風險承擔能力、定義目前投資組合的資產調配、創造理想的資產組合、

模型，以及特定的投資選擇、評估和再平衡投資組合等。

(2) 資產驅動、投資風險及市場操作的深入細節

在投資風險方面，須先了解各個資產類型的風險、各資產類型的風險報酬概況及以往的風險報酬趨勢，並針對自身投資組合進行風險管理。

資產驅動、投資風險及市場操作的深入細節		
投資風險	普遍風險	資產相關風險
了解以下資產類型的知識： <ul style="list-style-type: none"> • 了解各個投資類型的風險 • 各資產類型的風險報酬概況 • 各資產類型在歷史上的風險報酬趨勢 • 各資產類型的不同風險 • 針對自身投資組合進行風險管理 	<ul style="list-style-type: none"> • 通貨膨脹風險 • 與經濟、政策相關之風險 • 虧空風險 	<ul style="list-style-type: none"> • 國家風險 • 信用風險 • 流動性風險 • 貨幣風險 • 利率風險 • 管理者風險 • 市場風險

(3) 風險及不確定性：

風險，必須是能被理解、能根據過去資料得出的結果，並且符合原則或原理的，簡單的來說，風險應等同「事件發生的機率」與「事件所產生的影響」的乘積，也就是預期回報。

不確定性，理論上它應能帶領投資人渡過難關，並沒有永遠對的策略，必須要以發生機率來管理、調整自身策略。

第二節 私募股權基金實務

主要討論私募股權投資(Private Equity)的發展，詳細內容如下：

一、私募股權投資(Private Equity)介紹

一家具有成長潛力公司的資金來源，可依照其發展的不同階段有不同取得資金來源方式：

1. 種子期及初創期：資金來源有一般個人、朋友或家庭資金、私有政府創業投資基金或群眾募資(如 Kickstarter 或 FlyingV 等)，此階段投資者面臨極高風險，產品有可能無法成功推出，而有失敗的風險。
2. 發展期及擴展期：資金來源有天使基金(Angel Investors)，主要投資小型企業，仍有很高的風險，另有創投基金(Venture Capital)，主要是公司具有良好的產品及未來的發展性，但經營不佳，故創投基金想要取得經營權，現行創投基金主要是投資智慧財產權相關的公司。
3. 成熟期：資金來源有投資銀行、保險公司、退休基金等，此階段商品發展已趨成熟，故投資之公司相對於創投基金投資公司應是經營較久之公司，基金投資時間長，平均約有 10 年以上，亦有部分基金是透過融資的方式投資，此階段主要目的係希望投資之公司可以 IPO、併購或賣出，藉此取得正報酬。

二、私募基金成功方式：

一個新創公司要成功，必須以最快速度取得獨佔市場的優勢，當無法取得獨佔市場的優勢時，將面臨殺價競爭的問題，如 Blackrock 投資 5 千萬歐元於 Robo Advisor Scalable Capital 主要就是看好未來年輕人資產管理方式為機器人理財，Blockrock 也投資大筆行銷費用讓年輕人可以更了解並利用機器人理財，藉此取得獨佔市場的地位。

三、私募基金的架構：

私募基金管理者稱作 General Partner，其資金來源包含了退休基金、保險公司、高淨值財富之個人、fund of funds、國家主權基金等，統稱 Limited Partners，這些 Limited Partners 必須提供資金及約

2%資產管理費用予 General Partner，General Partner 則會將資金投入公開發行或私有公司，去追求正報酬，投入期間通常為 10 年。透過私募股權引進資金對公司之幫助，提升公司價值、改善公司設備、透過私募股權之投資人，引進產業專家、以更有效治理公司。整體而言，無論就資本結構面、管理面、資源面，皆對公司有正面助益。

四、私募投資基金架構與募資

1. 有限責任合夥(Limited Partners，以下簡稱 LP)與責任合夥(General Partners，以下簡稱 GP)：

私募投資基金多半為有限責任合夥基金(Limited Partnership Funds，以下簡稱 LPF)，在此架構下每間 LPF 至少要有一名 GP 與一名 LP，若為另類投資基金(Alternative Investment Fund)，更應該有一名 GP 與一至二名 LP。若將 LPF 視為一間有限合夥制的公司，GP(通常是另一間法人機構)便是 LPF 之管理階層，擁有管理該公司資產之權利。

2. 私募投資基金說明書(The Private Equity Prospectus)：

提供給投資人了解基金狀況之文件，通常包含一至兩頁的商業計畫概要、所屬管轄機構、投資該基金相關須知與條款、基金風險、經營團隊、資金運用計畫…等項目。

3. 募資策略(Fund Raising Strategies)-創投基金(Venture Capital)融資：

新創公司透過很多輪的融資獲得資金，通常專業投資人喜好在新創公司剛取得不錯成績、開始吸引市場注意時投入資金，此時投資風險相對較小。隨著每一輪融資，通常公司也會發行新股份，原有的股東所持有的股份占比逐漸被稀釋。

五、私募股權交易資源與投資過程(Private Equity-Deal Sourcing and Investment Process)：

在選取投資標的時，透過特定標準進行檢視，如市場定位、多元

成長性、穩定的現金流、低資本支出、有利的產業前景及多領域的價值創造等，皆於投資決策中納入綜合評估。

六、協商投資契約(Negotiating the Investment Contracts)：

投資人一般透過投資意向書(term sheet)作為投資的保障，另亦有投資合約(investment contracts)的形式，一般使用於受法令規定的Private Equity Funds(如歐洲、英國及瑞士)，且需經主管機關核准。

1. 投資意向書與契約(Term Sheet and Investment Contracts)

因企業的種類和投資人皆不同，投資意向書的內容也會有所差異。基金管理公司必須在主管機關的核准下才能提出對合約的修改，並且必須提前發布重大修正內容並通知相關人員，投資人也需受到通知，以確保可以即時連繫主管機關並可提出異議。

2. 收購交易之激勵結構(Incentive Structures in Buyout Deals)

A.公司內部經理人的激勵結構：包含最低的內部投資報酬率(IRR)收購及最高的內部投資報酬率(IRR)收購。

B.基金收購經理人的激勵結構：經理人努力拚績效達成業績取得更高的獎勵，但也可能績效不佳的經理人與投資人會有利益衝突的狀況發生，目前已有機構有限合夥人協會(The Institutional Limited Partners Association；ILPA)著手規劃發行相關指引準則。

第三章參訪行程及內容重點

第一節 德國聯邦金融監理總署(BaFin)

一、接待人員：Mr. Jochen Robert Elsen, Deputy Head, the section for technical co-operation, German Federal Financial Supervisory Authority

二、公司簡介及參訪簡報摘要：

(一) 機構簡介

德國聯邦金融監理總署(BaFin)是德國的金融監管機構，也是歐洲最大的金融監管機構之一，為在德國聯邦財政部監督下的獨立的聯邦機構。起源於 2002 年 4 月德國通過金融機構合併法，將原本分別負責監督銀行（BAKred）、保險業務（BAV）及證券期貨業務（BAWe）的三個主管機關合併於一個新的金融監理機構，該架構於 2002 年 5 月 1 日正式運作。BaFin 成立後，整個金融體系包括 4000 多家銀行、保險、證券等金融機構以及數千個投資基金都在其監督之下。

(二) 參訪內容

1. 德國因應金融市場的變化，有愈來愈多的銀行、金融業者與保險公司合併成金融控股公司，因而實施全方位金融監理，使所有金融市場參與者有一個中央的監理機關，亦可加強與外國監理機關的合作。BaFin 監督企業的償債能力，實行專業行為標準，保護投資者對金融市場的信心，並試圖防止未經授權的金融業務。

2. 金融科技(FinTech)

以科技提供專業及消費者導向的金融服務，目前有行動支付，自動化財富管理，群眾募資，虛擬貨幣等等形式，在德國則以網路銀行業務為先聲。位於波昂的 Division SR 3(主要負責金融科技創新業務)除負責前期辨認金融科技(FinTech)機會及對市場影響，亦隨金融創新的策略發展所需發展監管措施。BaFin 採「相同業務—相同風險—相同規範」的準則，相較大型具影響力金融機構，對新創 FinTech 事業會採取比例原則監管。

3. 內線交易監視(Insider Surveillance)

BaFin 的市場監理機制中，特別著重市場操縱及防止內線交易。

(1) 監管機關：

德國證券市場的監管體制由三個組織所構成，包含德國聯邦金

融監理總署 (BaFin)、州政府交易所監管機關 (The Exchange Supervisory Authority) 以及交易監視室 (The Trading Surveillance Office, TSO)。

(2) 市場操縱：

BaFin 會分析交易和訂單數據，並對機構提交的可疑交易報告進行評估，偵測是否有市場操縱情形。此外，交易場所的營運商和安排或執行交易的人員，也有義務通知 BaFin 所有可能違反市場操縱的違規行為，並建立有效的合規體系，以防止和發現市場操縱。

不構成刑事犯罪(例如過失行為)的市場操縱行為可由 BaFin 追究為行政犯罪，並處以罰款。行政罰款個人最高可處 500 萬歐元，法人最高可處 1500 萬歐元或營業額的 15%，另行政犯罪可以處以三倍以上犯罪經濟利益的罰款。

4. 集合性消費者保護(Collective Consumer Protection)

消費者訴願可使 BaFin 介入進一步調查，但也可能遭遇民事法庭、律師和財務顧問等干擾，如出現不利的市場趨勢，BaFin 有權禁止該產品或品類，抑或限制其公開發行。

第二節 安聯全球投資 (Allianz Global Investors, AGI)

一、 接待人員：

(一) Sue-ju Huang, Director, Growth Markets Team

(二) Stefan Hofrichter, Managing Director, Head of Global Economics & Strategy

(三) Sven Schäfer, Managing Director, Head of Products Europe

(四) Nicolas Schmidt, Head of Strategic Development, Global Business Management

(五) Pierre Wrobel, Director, Senior Product Specialist

二、公司簡介及參訪簡報摘要：

(一) 公司簡介

安聯環球投資(Allianz Global Investors, AGI)為安聯集團(Allianz SE)旗下子公司，目前總管理資產已逾美金 5,240 億元。安聯環球投資透過充分傾聽及了解客戶的需求、切合當地金融市場的關鍵策略及行動，成為客戶信賴的投資夥伴，並讓投資經理人更專注追求穩健卓越的績效表現，穩步提升客戶的資產價值。

(二) 參訪內容

1. 戰術及策略投資展望

(1) 生產力下降造成經濟成長趨緩

全球 M1 貨幣供給成長率下滑，與全球名目 GDP 成長率之間呈現收窄趨勢，顯示短期內全球經濟雖溫和成長，然未來幾季經濟成長恐趨緩，另各國景氣循環步調不一致，區域與國家之間的差異也愈來愈明顯。

(2) 世界經濟的重新調整才正要開始

AGI 預估產出缺口的收窄將促進核心通膨率走升，根據 AGI 預測，不僅是美國，已開發國家的央行將採取升息動作，朝利率正常化的政策目標邁進。

(3) 部分資產分類顯現高槓桿/價格高估之情形

AGI 分析房價的高估與過度槓桿是房市過熱的警訊，中國的房市有明顯過度槓桿的情形，紐西蘭、加拿大及澳洲等地則呈現房價高估的情形。

(4) 民粹主義的興起與反全球化聲浪形成經濟的不確定因素

貧富差距擴大導致部分民粹主義的興起，成為反全球化(Deglobalisation)的不確定因素。這類風險可能要求提高關稅壁

壘，導致進口成本增加拉升通膨，並有可能拖累經濟成長。

2. AllianzGI 產品發展

(1) 產品挑選的優先順序符合安聯環球投資(AGI)策略:

安聯環球投資(AGI)將另類投資產品區分為流動性及非流動性 2 大類，流動性產品種類的主要投資人為零售客戶；非流動性產品種類的主要投資人為機構法人客戶。此外，安聯環球投資(AGI)亦透過向外收購發展成熟的投資管理公司。

(2) 安聯環球投資(AGI)於現今低利率投資環境下產品發展之三大方向，包含避險基金較為偏好策略、固定收益策略及收益策略，另透過通路合作夥伴整合客戶需求並融入在安聯環球投資(AGI)的投資策略。

(3) 安聯環球投資(AGI)基金係依盧森堡的標準 Share Class 系統:

在歐盟金融工具市場規則(MiFID II)框架下，其要求所有基金公司須向客戶揭露投資人付出的費用明細，而 AGI 發行多個不同 Class 並搭配不同之收費費率可提供投資人客製化產品及更多元選擇。

3. Current Trends in Asset Management globally and in Europe

(1) 全球資產管理趨勢

全球市場受到低利率及 ETF 高速成長，使得目前金融業於風險性資產投資上愈來愈不易提升獲利，在過去二年國際大型金融業者互相併購，積極朝向資產管理以提升獲利，而安聯認為併購趨勢仍會持續 5~10 年，藉以降低成本及提高資產競爭性。

(2) AllianzGI positioning and growth strategy

AGI 在資產管理上，以主動式管理作為主要投資模式，近幾年受到低利率影響，成功轉向至多元資產及另類投資，提高整體收益率。

4. Euro High Yield Strategy

(1) 總體經濟環境

安聯環球投資(AGI)預估歐元區經濟仍保持良好動能，未來 12 至 18 個月內並無經濟衰退的跡象，物價水準亦維持穩定，總體經濟面為高收益債提供了一個良好的投資環境。

(2) 基本面分析

歐洲區非投資等級之企業資金運用相較於美國企業保守且財務結構基本面良好，根據信評機構 Moody' s 分析，近期歐洲高收益債違約率為 2.63%，預期未來 1 年內將會降至 1.5%，較歐元區長期平均違約率 3.79% 為低，顯示未來 1 年內投資歐洲高收益債之信用風險不高。

(3) 技術面分析

在歐洲央行實行企業債購買計畫(Corporate Sector Purchase Program, CSPP)的外溢效應影響之下，市場資金由投資等級債券擴散至高收益債，導致 BB 及 B 等級之高收益債需求強勁。

(4) 市場面分析

近一年以來高收益債的信用利差(credit spread)不斷收窄，在信用利差減少以及潛在升息機率的綜合影響下，2017 年初持有至今之歐洲高收益債的收益率約為 5.6%，市場整體表現佳。

(5) 安聯投資策略

首先透過財報分析公司之基本面以選擇標的，並關注未來潛在的信評調整及市場的風險偏好情緒之改變，以價格選擇適當的投資時機。

第三節盧森堡投資基金公會 (Association of Luxembourg Fund Industry ; ALFI)

一、接待人員：Anouk Agnes, Deputy Director General, ALFI

二、公司簡介及參訪簡報摘要：

(一) 公司簡介

盧森堡投資基金公會（Association of Luxembourg Fund Industry；ALFI）於 1988 年 11 月創設，其會員涵蓋監管銀行，行政機構，註冊登記機構，基金代銷機構，律師事務所，諮詢公司與稅務專家，審計單位及會計師事務所，科技服務公司等。ALFI 為盧森堡投資基金業的官方機構，同時與盧森堡主管機關（Commission de Surveillance du Secteur Financier；CSSF）保持聯繫並協助會員取得基金發展最新趨勢。ALFI 致力於引領產業力量使盧森堡成為最具吸引力的世界投資基金中心。

(二) 參訪內容

1. 選擇盧森堡的理由

盧森堡居於投資基金跨境行銷領域的全球領導地位，接近 75%行銷全球的 UCITS 基金是在盧森堡註冊的。除了擁有金融專長及投資基金技術解決方案領域的豐富經驗外，也持續為保護投資人權益努力。品牌的認同度、跨境行銷市場的佔有率、出色的基金架構和專業條件及穩定的經濟、政治、監管環境，一連串的因素使得盧森堡成為投資基金市場切入的主要的地區。盧森堡持續領導歐洲基金產業，盧森堡基金市場佔有率接近愛爾蘭基金和德國基金加總。

2. FinTech 對基金銷售的影響

ALFI FinTech 論壇已經正式成立並受到認同。數位創新將改變基金和金融商品類型、分銷方式及投資型態，新世代的投資人可以透過網路，比較他們和個別群組的投資，同時也更簡單取得產品資訊。根據 ALFI 2016 春季會議發布的 FinTech 報告，線上平台的關鍵功能教育、風險和績效指標、帳戶管理功能及有關投資目標、市場觀點的豐富報告。FinTech 為資產管理業帶來的最大挑戰將是了解及分析新業務模式的優勢及彈性並確實執行

3. 法規管制

歐盟以投資商品之發行影響、規範彈性為度，分別設計兩套不同規範系統：其一是歐盟可轉讓證券集合投資計劃(Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities；UCITS)，用以規範一般投資高流動性證券之基金公司；其二是歐盟地區另類投資基金管理公司法令（Directive on Alternative Investment Fund Managers；AIFMD），用以規範不動產、私募股權、對沖、基礎建設等基金，其中 AIFMD 尚可區分為 UCI Part II、專業投資基金、保留另類投資基金、風險資本投資公司等不同子項目，各種子項目均有不同的特色與規範密度，以符合各式基金的運作需求。

第四節盧森堡交易所(Luxembourg Stock Exchange, LuxSE)

一、接待人員：Olivier Portenseigne, Managing Director & Chief Commercial Officer of Fundsquare

二、公司簡介及參訪簡報摘要：

(一) 公司簡介

1. 盧森堡交易所(Luxembourg Stock Exchange, LuxSE)

成立於 1928 年 4 月 5 日，是目前全球掛牌證券檔數最多的交易所，提供各種幣別的商品掛牌交易，並以快速審查流程、低成本、便捷管道著稱，截至目前已有超過 36,000 檔、2,500 個發行人及 100 個國家的有價證券在此掛牌交易，商品多元，包含債券、股票、ETF、基金、權證等金融商品。盧森堡交易所目前約有 62% 的發行人來自歐洲，20% 來自北美，10% 來自亞洲，5% 來自南美，非洲、大洋洲及中東地區分別各佔 1%。

2. Fundsquare

於 2013 年 6 月 7 日在盧森堡交易所倡導下成立，為盧森堡交易

所之子公司，旨在建立一個能夠提供標準化、自動化跨境基金銷售服務的國際化市場基礎設施。Fundsquare 平台的主要目標是促進專業投資者和基金之間的密切關係和溝通管道，該平台提供了使用者有關下單管理、訊息溝通、資訊報告與部位監管等多元整合服務。

(二) 參訪內容

1. 傳統模式之KYC

長期以來KYC(Know Your Customer)一直是盧森堡基金產業和整體金融業銷售商品予新客戶時，所必須面臨最耗時的法遵事項，特別是像盧森堡金融產業之客戶來自於全球，KYC過程之繁複與困難自是不在話下。在這樣的情況下，不同的基金常須對相同的客戶進行相同的身分檢查與驗證程序，形成資源及成本的重複耗費。據統計，盧森堡基金產業的每年KYC成本高達約1.8億歐元。若能將一系列KYC程序合併起來，而非由不同機構單位對同一個客戶作逐一認證，預估支出成本最多可減少70%，降至2,000萬歐元。

2. 金融科技下之KYC

因KYC程序具前開成本重疊之問題，盧森堡金融市場近年由Fundsquare與歐洲22家資產管理公司及資產服務供應商，共同組成工作團隊制定出一套解決方案，並由Fundsquare、InTech及KPMG合作開發出整合的基金系統平台(FundsDLT)，大幅簡化傳統KYC程序。

FundsDLT 能大幅降低 KYC 成本，關鍵因素即在於應用了區塊鏈(Blockchain)技術。區塊鏈本質上是一個「去中心化」(Decentralized)的資料庫，藉由聯結一連串極其複雜的加密訊息所組成的「數據塊」(Block)，擁有對所有人公開，卻又只對特定人群授權解碼的特質，既能提升效率效益，又能保障用戶資料安全。Fundsquare

將其應用於基金系統開發平台(FundsDLT)，以整合原有的 KYC 流程及提高效能，並藉此與金融監管機構建立更密切的關係。FundsDLT 之優勢是以安全的自動化流程來簡化一系列的資金管理及基金訂單程序，且不受地域限制。

綜上，FundsDLT提供了客戶管理、訊息回饋、資料庫管理、決策支持等多功能的基金服務，將B2B或B2B2C的商業模式完全體現於基金市場，是金融科技一大創新突破與應用。

第五節 NN 投資夥伴(NN Investment Partners)

一、接待人員：

- (一) Mr. Robert Williams, Head of Business Development；
- (二) Mr. Mark Robertson, Head of Multi-Asset Portfolios

二、公司簡介或參訪摘要：

(一) 公司簡介

NN 投資夥伴(NN Investment Partners, 以下簡稱 NNIP)原 ING 投資管理，為 NN 集團(NN Group)旗下資產管理中心，總管理資產已逾 2,450 億歐元(2,800 億美元)，企業版圖遍及歐洲、美洲、拉丁美洲、亞洲及中東市場等 15 個國家，主要的區域投資中心位於紐約、東京、新加坡、倫敦及荷蘭海牙。

NNIP 資產管理規模包含主權財富基金(Sovereign Wealth Funds)及退休基金(19%)等機構投資人、一般投資人(26%)及 NN 集團保險公司(55%)。NNIP 以相對低的投資組合波動度，提高投資報酬率，穩步提升客戶的資產價值為目標。

(二) 參訪內容

1. NNIP 多元資產團隊(Multi-Asset Team)經營策略

- (1) 指標導向多元資產策略(Benchmark oriented Multi-Asset Strategies)

- (2) 結果導向多元資產策略(Outcome oriented Multi-Asset Strategies)
- (3) 要素投資策略(Factor Investing Strategies)
- (4) 退休基金解決方案(Pension fund Solutions)
- (5) 戰略資產配置策略(Tactical asset allocation advice)

NNIP 多元資產團隊以發展指標導向多元資產策略為主，近年來轉而發展結果導向多元資產策略，並與 NNIP 固定收益、股票團隊相互合作，應用特殊投資技巧增加獲利空間，為全球投資人提供客製化服務。

2. 目前全球仍處於低利環境，美國、德國及日本 10 年公債殖利率僅分別為 2.31%、0.37%及 0.07%，投資人為尋找新的獲利來源，轉而投資新興市場債、另類投資、多元資產等，以追求較高的風險調整後報酬。以多元資產投資策略而言，藉由對總體環境，短中期趨勢及不同資產、區域及產業相對強弱的看法，採取多空操作策略，以創造和股、債不同的收益型態，有助於降低整體投資組合的風險。多元資產投資策略除運用量化指標(經濟成長率、經濟循環動能、流動性及資金流向)，及質化指標(結構性測試、未預期回跌的動態調整)外，並透過基本面及投資行為的分析，以建構股票、債券、不動產、價差及商品交易策略。

第六節 聯博控股(AB Group)

一、接待人員：

- (一) Bertrand Reimmel , SVP - Managing Director
- (二) Thomas Becker, VP - Transfer Agent Services
- (三) Giovanni Cataldi , VP - Compliance Officer
- (四) Giampiero Gariglio, AVP - Risk Manager

二、公司簡介或參訪摘要：

- (一) 公司簡介

聯博控股(AB Group)為一家多樣化的資產管理公司，目前旗下管理全球客戶總管理資產已逾 5,170 億美元，全球共有 3,454 名員工遍佈於 21 個國家及 47 個城市，擁有 201 名超過 16 年經驗分析師及 141 名超過 22 年經驗的投資經理人。聯博控股的企業理念為「To Keep Clients ahead of Tomorrow」即致力協助客戶達成投資願景，秉持投資紀律，贏得信賴，時刻為客戶掌握未來為宗旨。

(二) 參訪內容

1. 內部控制制度

依據歐盟可轉讓證券集合投資計劃(UCITS)與另類投資基金管理公司法令(AIFMD)為指導原則所建立，分為三大部分：法遵、風險管理與內部稽核，職能各自獨立並直接向董事會報告

2. 風險管理制度

風險管理部門會負責確認、評估、管制並即時掌控任何風險，並透過測試建立風險預估模型，以執行並制定風險管理的規範，隨時調整並加強模型準確度。

3. 內部稽核制度

聯博控股內部稽核工作內容係依據內部稽核協會(IIA)公布之內部稽核準則執行，並於每年度針對具體的主題，如反洗錢等議題進行詳細檢視。此外，內部稽核部門有完全之獨立性，可直接向董事會匯報。

4. 法令遵循制度

聯博控股的董事會採用兩關鍵文件：法遵政策(Compliance Policy)及法遵章則(Compliance Charter)。依據前述關鍵文件，聯博控股有效地建立法遵職能以監控現行方法、政策及程序之適切性和有效性，並對適用現行法規的人員進行協助與建議。聯博控股除每月定期向管理委員會提出法遵報告及每季向董事會更新相關法規和法遵事務外，並向董事會提交年度法遵報告，以善盡法遵相

關職能及原則。

5. 洗錢防範與反恐制度

聯博控股已規劃至 2019 年未來各年度洗錢防制與金融市場規範的落實期程，其有一系列的逐年實踐計劃。

第四章 心得與建議

本次得以參加證基會舉辦之「2017 資產管理 ALPHA+培訓計畫第二階段海外研習之德國盧森堡海外研習參訪團」，感謝我們所屬單位、人力資源處及各級長官的支持，這些都讓我們三位銘感五內。

本次共同參訪之團員除證基會主辦人員、證交所、期交所、櫃買中心、集保中心及證券商同業公會派訓之學員外，另有證券及銀行同業，甚至有兩位法務部檢查官，雖然平常並無業務交集，但與其一起受訓及參訪能取得不一樣的經驗，也經由彼此互動更能獲得專業及非專業的知識分享，實在是一個非常寶貴的人生經驗。

此次課程安排「建構全球資產配置與風險管理」及「私募股權基金實務」，是現今當紅的課題，藉由講師的教導與觀念分享，再次喚起塵封已久的「現代投資組合理論」，並深入了解「私募股權基金實務」，實在獲益匪淺，此即所謂溫故而知新吧。

- 一、本次參訪機構之安排大部分是德國及盧森堡金融機構或主管機關，經各單位或機構之簡報，了解到現今人們消費習慣改變，銀行業務必需隨時代變化而做調整，如數位金融的蓬勃發展，將會使組織縮編而需減少員工的聘用，對照參訪後觀察當地之金融機構確實有這現象，相信台灣銀行業在未來也會面臨到這樣的狀況。
- 二、因本行為銀行業，相關的知識取得均著重在銀行業務上之訓練，在資產管理之專業知識上則需仰賴外界機關所舉辦的課程，為讓本行同仁能有系統了解資產管理專業知識，宜多派人員參加訓練，使能

即時掌握市場脈動，了解最新資產管理專業資訊以增強本行理財業務人員之專業；此外，透過參與此類研習亦能與參訓學員培養感情建立人脈網絡，有助於本行日後業務之推廣。

三、另本次相關課程研習及參訪，針對部分議題提出相關心得：

(一)德國聯邦金融監理總署(BaFin)

面對金融科技(FinTech)，BaFin 採開放態度與相關業者溝通，位於波昂的 Division SR3 組織就是負責連結內外部組織，能先一步辨認市場趨勢，並對於新創事業採取較為鼓勵的態度，之後並配合其發展，研擬相關的管理機制與溝通合作方式，值得我國主管機關參考。

(二)安聯環球投資(AGI)

1. 全球市場受到低利率及 ETF 高速成長，使得目前金融業於風險性資產投資上愈來愈不易提升獲利，過去二年國際大型金融業者互相併購，台灣同樣也朝向相同發展，但 AGI 認為併購雖是特效藥，但若沒有有效整合，只是淪為財務報表美化及人力浪費。因此建議金融監理單位應實施金融業併購活動管理評比，做為未來 5~10 年金融整併監督方式，以預防勝於治療。
2. 在數位金融時代，依 AGI 之看法，業者的策略永遠領先政府的管理法規，因此他們的原則為「勇於嘗試，除非法令明定不允許」；考量數位金融為贏者(快者)全拿的時代，且為避免各類數位金融創意被扼殺於搖籃，各項法令之彈性化應是我國主管機關之政策重點。

(三)NN 投資夥伴

NNIP 銷售多元資產基金予退休基金客戶的經驗分析，主要關鍵在於多元資產能在不增加投資風險下，提供較高報酬率。臺灣亦邁向高齡化社會，退休基金的管理亦是重要的課題，只要退休基金的報酬率提升，基金的財務缺口就可望逐步改善。因此，如何提供退休基金更多元的投資工具，輔以相關的風險控管配套作法，是刻不容緩的議題，爰我國相關主管機關宜評估開放退休基金可運用更多元化

的投資工具及投資策略，以利退休基金因應不同的景氣循環下，創造穩定的風險調整後報酬，除可強化我國社會安全體系，更能提供人民更適足之退休保障。

(四)聯博控股

我國於 2016 年 12 月 28 日公布洗錢防制法修正案，2017 年 6 月 28 日生效施行，此不僅為因應先進國家金融發展趨勢，亦為健全洗錢防制作為。參考聯博控股的資料分享，該公司已描繪出至 2019 年各年度洗錢防制與金融市場規範的落實期程，顯見洗錢法制是需因應經濟環境的動態連續過程，本行可參考該公司之規劃作法，系統性的擘劃洗錢防制及法令遵循的發展藍圖。

(五)盧森堡投資基金公會(ALFI)及盧森堡交易所

隨著智慧型手機的普及和社群網站的崛起，數位科技正不斷的深入人類生活，進而改變人類的消費行為，也促成了 FinTech 的興起。目前 ALFI 正努力面對 FinTech 或數位科技帶來的挑戰與機會，嘗試著找出其中的利基加以利用，以期發展成領先同業的競爭優勢。ALFI 從抗拒 FinTech 到接受、擁抱的態度值得讚許，本行目前亦積極發展數位金融，其心態值得本行借鏡。