

出國報告（出國類別：研討會）

參加多國退休金論壇暨拜會退休金 協會及資產管理機構報告

服務機關：公務人員退休撫卹基金監理委員會

職稱姓名：專員 陳金懋

派赴國家：法國

出國期間：107年10月9日至10月14日

報告日期：108年1月7日

摘要

本次希冀藉由參加多國退休金論壇，洞察近期全球經濟情勢變化、退休基金管理及營運發展與相關金融產業動態。另利用參與論壇的機會，透過主辦單位安排，拜會歐洲退休金協會秘書長 Matti Leppälä 先生，就歐盟國家退休基金發展與現況等議題進行交流。最後參訪摩根資產管理公司巴黎辦公室，了解歐洲及巴黎不動產投資市場發展與動態。

本次參加研討會及拜會活動後，提出建議事項包括：(1)建議管理會未來可規劃運用數位技術開發類似退休金儀表板（Pensions Dashboards）應用軟體，俾利提升與本基金參加人員之溝通與適時揭露基金財務動態；(2)為提升本基金長期投資績效與兼顧社會責任，建議管理會妥適規劃資源或人力以落實相關 ESG 議題。

目次

壹、緒論.....	1
一、參與多國退休金論壇之動機.....	1
二、拜會行程.....	3
貳、研討會與拜會重點概述.....	4
一、多國退休金論壇.....	4
二、拜會退休金協會及資產管理公司.....	12
參、心得與建議.....	20
肆、附錄.....	22

壹、緒論

一、參與多國退休金論壇之動機

多國退休金論壇係摩根大通銀行自 2009 年起開始籌辦，今（2018）年為第 9 屆，該論壇提供全球退休基金及法人機構發表意見和進行交流平台，以便洞察全球經濟情勢變化、退休基金管理與營運近期發展及相關金融產業動態。為蒐集先進國家退休金發展新知，爰本次安排參加該論壇，並期利用和他國與會團體難得之交流機會，建立連絡網路，供作未來互相學習及借鏡之管道。本次該論壇議程詳表 1：

表 1 多國退休金論壇議程

日期	議程主題	與談人員
10/11(四) 10:00- 10:45	妥適建構跨國退休金制度	■ Phillip Caldwell, Global Head of TTF Product Development and EMEA Head of Tax, J.P. Morgan ■ Tsira Kemularia, Head of Pensions Strategy and Standards, Group Pensions, Shell International Limited ■ Hansjörg Muellerleile, Director of Corporate Pensions and Related Benefits, Robert Bosch Group
10/11(四) 10:45- 11:30	當前經濟情勢下追求報酬極大化	■ Nick Cavala, Chief Investment Officer, University of Cambridge ■ Bart van der Steenstarten, VP Treasury, Group Pensions, Shell Asset Management Company BV ■ Adam Baker, UK Pension and Insurance, J.P. Morgan
10/11(四) 12:00- 12:40	良好企業治理下成功的案例	■ Howard Brindle, Deputy Chief Executive Officer, USS Investment Management Ltd

		<ul style="list-style-type: none"> ■ Sherman H.M. Lin, Chairman and Chief Executive Officer, Taiwan Depository & Clearing Corporation ■ David Page, Head of Investment, Aviva Staff Pensions ■ Natalie Leaver, Trustee, J.P. Morgan UK Pension Plan
10/11(四) 14:00- 14:45	科技如何形塑未來的退休金產業	<ul style="list-style-type: none"> ■ Alexandre Kubiak, Head of Global Investment Operations, Nordea ■ John Whitworth, Head of UK Insurance-Partner, Oliver Wyman ■ Josh Barraclough, Fintech and In-residence Lead, Corporate & Investment Bank, J.P. Morgan
10/11(四) 14:45- 15:25	永續經營理念在投資過程中的實踐	<ul style="list-style-type: none"> ■ Claudia Kruse, Managing Director, Global Responsible Investment & Governance, APG Asset Management ■ Neha Coulon, Head of EMEA Capital Strategies, Sustainable Finance, J.P. Morgan
10/11(四) 15:25- 16:10	專題座談：全球地緣政治氛圍	<ul style="list-style-type: none"> ■ James P. Rubin, Former Assitant Secretary of State in the Clinton Administration ■ Hussein Malik, Head of Global Investor Client Management & Global Investor Services Sales & Marketing, J.P. Morgan

二、拜會行程

本次利用參與多國退休金論壇的機會，透過主辦單位摩根大通銀行安排，與其他與會者之一歐洲退休金協會秘書長 Matti Leppälä 先生交流歐盟區退休基金發展與現況。另為了解歐洲不動產投資現況，並於前開論壇結束隔日於摩根資產管理巴黎辦公室與相關投資團隊進行交流，相關行程詳表 2：

表 2 交流與參訪行程

日期	會議地點	議程主題	與談人員
10/10(三) 17:15- 18:00	摩根大通 巴黎辦公 室	歐盟區退休基金發展	■ Matti Leppälä, Secretary General, Pensions Europe ■ Kate Wang, Vice President Sales and Client Manager Investor Services, J.P. Morgan
10/11(五) 10:00- 11:30	摩根資產 管理巴黎 辦公室	歐洲及巴黎不動產投資市 場發展及動態	■ Marie-Claire A. Bolton, Executive Director Global Alternatives, J.P. Morgan ■ Jean-Philippe Vergnol, Executive Director Global Real Assets Real Estate Europe, J.P. Morgan ■ Kate Wang, Vice President Sales and Client Manager Investor Services, J.P. Morgan

貳、研討會與拜會重點概述

一、多國退休金論壇

本次參加多國退休金論壇，議程緊湊且充實，與談人來自不同國家且相關領域經驗豐富，以下就妥適建構跨國退休金制度等 6 項議題內容，重點摘述如後。

(一)妥適建構跨國退休金制度

1. 跨國企業僱用多國籍員工，同時也為其提供退休金保障，面對起伏不定的金融環境及人類平均壽命普遍增加下，這些企業面臨許多前所未有的挑戰。例如跨國企業母公司資產負債表中退休金負債具有一定重大性，因此也會影響其淨負債、盈餘、自由現金流量等財務數據及信用評等。
2. 對於跨國企業而言，當前重要任務是在不同國家退休金制度中，達成制度一致性、營運效率及穩固的公司治理，同時能夠在考量退休金制度對該跨國企業長期負債之影響、確定給付制 (Define Benefit, 以下簡稱 DB 制) 的風險管理或推行確定提撥新制 (Define Contribution, 以下簡稱 DC 制) 等相關議題時，作出明智決策。
3. 通常為了增加財務透明度與減低退休金風險，跨國企業決策中心會採取一定程度的集中控制與監管，典型的例子是依據財務集中與合併報導概念建構，檢視其退休金結構與跨國確定給付義務的曝險程度。以 Robert Bosch Group 為例，過去 10 年間已將德國境內之 18 個退休基金整合成單一退休金。
4. 跨國企業決策中不論選擇採用何種程度集中化的退休金治理，有下面 2 項因素必須加以考慮，一項是由於不同國家當地法令規章及對於退休基金受託人責任之規範有所不同，當地的因素有必要加以保留；第二是任何整合後的退休金制度必須對該企業當地與全球的商業活動有所幫助及符合其企業文化。
5. 隨著退休基金逐漸集中化，跨國企業也開始思考將不同國家退休基金資產結合 (Asset Pooling) 起來加以運用，並善加利用資產管理公司與全球保管銀行所提供的服務，以便提高整體退休金報酬、減輕風險及降低成本，特別是那

些採混合制 (hybrid) 而有相當比例為 DB 制給付義務的跨國企業，對結合其 DB 制與 DC 制基金資產感到興趣。

6. 通常有 2 種方式將退休基金資產結合，一種為虛擬結合 (Virtual Pooling)，另一種為實體結合 (Physical Pooling)。虛擬結合純粹為保管銀行執行帳務上的結合，而非將不同國家的退休基金資產結合進行投資；實體結合則是將不同國家的退休基金資產結合進行投資，並將其切割成股份分配給參與的退休金制度，應加以注意的是以實體結合方式進行投資時，須考量各國稅制之不同而可能導致稅務上缺乏效率。
7. 隨著 DB 制計畫逐漸由 DC 制所取代，跨國企業可移轉其退休金負債風險至個別參加人員，並將投資決策轉由他們來負擔。縱使如此，退休基金受託人仍然必須確保 DC 制參加人員之參與，並提供其適當訊息與工具以達成較佳退休結果。其中一個有效改善確定提撥退休結果的方法，即是提升作業效率而因此降低退休基金管理成本。

(二)當前經濟情勢下追求報酬極大化

1. 目前全球整體經濟情勢受數項重大事件的發展而影響，包含美中貿易戰、英國脫歐等，但美國經濟持續穩健成長，在 2020 年前應不致出現衰退，因此目前看不出有立即大規模系統性風險會出現，但必須注意美國仍處於升息階段，股票投資仍有一定風險，若就不同國家股市間本益比作比較，美股較昂貴，其他國家則相對便宜。
2. 觀察近期市場波動幅度似有加大現象，經理人若執行市場擇時投資策略，則可能面臨更大風險，過去研究亦發現基金經理人較具備選股能力，而在擇時能力上較不具備。未來市場波動加大，意味投資難度提高，投資組合集中某一類資產則風險較高，若能將多元資產投資加入整體投資組合中，則對提升整體績效與降低其風險有一定幫助。
3. 退休基金在 2008 年金融海嘯期間無可避免地遭受重大損失，過去這段時間

在退休金參加人員敦促的壓力下，如何於類似事件發生時，退休基金資產可獲得較佳保護，遂成為矚目的議題。在尋找降低下檔風險（Downside Risk）之解決方案時，退休基金必須考慮風險忍受度、投資期間與額外支出的成本。管理下檔風險策略包括建構有效的投資組合（Effective Portfolio Construction）、保護核心資產（Core Protection）、策略性資產配置（Tactical Asset Allocation，TAA）等，可視退休基金個別需求將各種策略搭配運用。

4.年初以來新興市場貨幣趨貶，主要原因在於美國持續升息帶動美元強勢，加以美國與中國處於貿易戰中，貿易戰可能會進一步減緩中國經濟發展，中國則以適度的人民幣貶值作為因應。可預見目前新興市場分歧表現未來將會持續。以印度市場來說，目前看來該國經濟基本面良好，加上明年將有大選，預料執政當局將會釋出利多政策。此外，印度盧比在美中貿易摩擦影響下已有相當幅度貶值，目前不失為布局該市場之契機。

(三)良好企業治理下成功的案例

1.英國大學教職人員退休基金（Universities Superannuation Scheme，USS）的治理係由非執行業務之受託人委員會（Trustee Board）所組成，目前該委員會計有 12 名成員，其中 4 名成員係大學代表，3 名代表由英國大學聯盟（University and College Union，UCU）推舉，另有 3-5 名獨立代表。受託人委員會肩負退休金有效的治理與監管，以確保退休基金依退休給付條件支付其參加人員。受託人委員會底下尚設有諮詢小組（Advisory Committee）、聯席協調小組（Joint Negotiating Committee）、投資小組（Investment Committee）、審計小組（Audit Committee）、治理與提名小組（Governance & Nominations Committee）、薪酬小組（Remuneration Committee）及政策小組（Policy Committee）等 7 個小組。其中在企業治理方面，治理與提名小組之設立係確保退休金治理相關事項妥善設計與日常執行。

2.英國大學教職人員退休基金投資管理公司（USS Investment Management Ltd）為了保護資金長期的價值，設有由 6 位專責人員組成之責任投資團隊

(Responsible Investment)，該投資團隊與經理人合作，在投資決策過程中將 ESG (Environmental, Social and Governance) 議題納入考量，以提升公司社會責任及未來長期投資績效。

3. 臺灣集保結算所 (Taiwan Depository & Clearing Corporation) 於 2018 年 3 月舉辦「電子投票百分百暨公司價值提升論壇」，邀集臺灣境內發行公司與國內外機構投資人共同參與見證此上一歷史新頁。臺灣股票市場自 2018 年起達成上市櫃公司 100% 電子投票之里程碑，另在投資人關係方面，近年來公司治理、ESG (Environmental, Social and Governance，以下同) 或 CSR (Corporate Social Responsibility) 逐漸成為退休基金等長期機構投資者布局全球最重視之因子，也是發行公司與國際投資人溝通互動時最常見之議題。臺灣集保結算所預計於 2018 年底結合公司治理及 ESG 評鑑，並與國際投票研究機構合作，推出中英文版「公司投資人關係整合平台」(IR Platform)，此平台可提供發行公司與投資人間直接與精確的溝通管道，便利機構投資人即時查詢發行公司相關資訊，擴展臺灣資本市場國際能見度 (詳圖 1)。

◆ Taiwan Depository and Clearing Corporation (TDCC)'s Plan for Better Corporate Governance to Issuers

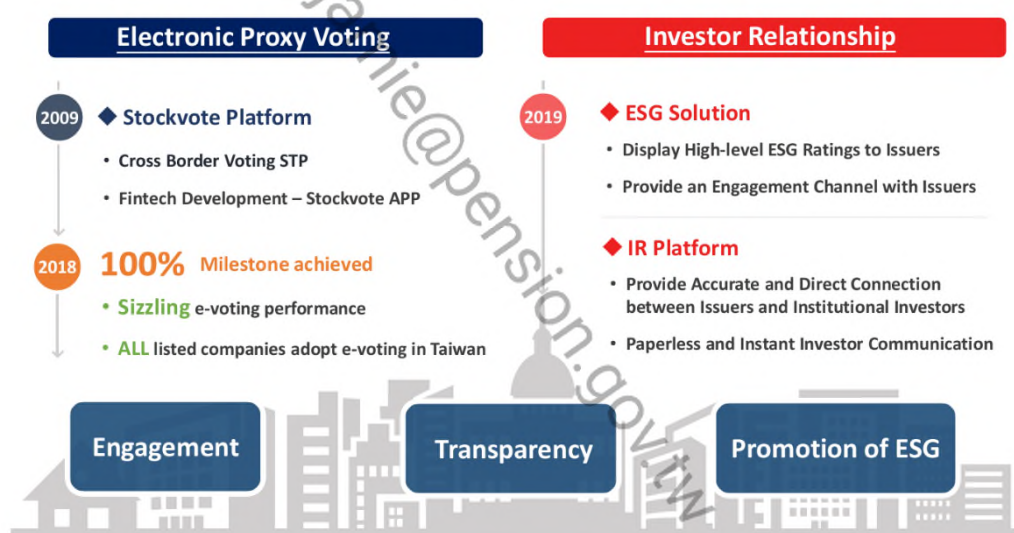


圖 1 臺灣集保結算所企業治理歷程

資料來源：臺灣集保結算所

(四)科技如何形塑未來的退休金產業

1.現代科技正快速轉變金融產業之營運方式，退休基金管理與營運自不在話下，金融科技（FinTech）已應用在改善退休基金管理者與參加人員的溝通過程及參與情形，以下就金融科技運用在退休基金產業作進一步說明：

(1)運用數位技術在退休基金受託人與參加人員溝通時，運用金融科技可以幫助提升參與程度，例如以多媒體、電子遊戲等互動方式吸引，且通常金融主管機關也鼓勵無紙化電子資訊溝通。此外，有些歐洲國家已經在推行退休金儀表板（Pensions Dashboards）的使用，便利退休基金參加人員或受益人了解其基金財務狀況。值得注意的是，數位通訊的使用亦有風險的存在，例如欲傳達之資訊選擇必須考量其間具有一定相關性，否則受託人可能會存在未善盡告知義務的責任。

(2)金融科技的發展也可幫助退休基金受託人提升營運效率與降低營運風險，特別是對那些資源較不充足的小型退休基金。例如在英國，金融科技技術已經運用在「自動加入」（Auto-enrollment）機制¹平台之設置，對較無足夠資源與專業知識的小型企業僱主來說，金融科技幫助他們選取自選方案與連接相關薪資系統。

(3)幾乎每項金融科技所提供的好處都會有其相應風險，例如運用在退休基金受託人與參加人員溝通時，對於那些不接觸數位資訊的人，參與退休金的可能性會愈來愈低。此外，個人資料的私密性與資訊安全在導入金融科技時特別重要，許多提供金融科技服務的公司可能運用雲端技術將資料儲存於監管者無法企及之處。再者，金融科技可能產生新型態風險，例如金融產業結構改變或非受監管業者的加入。

(五)永續經營理念在投資過程中的實踐

1.所謂 ESG 投資（ESG Investing）是將環境、社會與公司治理的理念納入投資

¹ 英國自動加入（Auto-enrollment）機制請參見，公務人員退休撫卹基金監理委員會 105 年度「考察英國退休金產業與資產管理相關機構暨參加巴黎多國退休金論壇」出國報告第 13 頁。

過程中。近年來 ESG 的概念逐漸受到投資人重視，根據全球永續投資聯盟（Global Sustainable Investment Alliance，GSIA）所發布的 2016 年報告²，截至 2015 年底止，全球約有 22.9 兆美元為 ESG 投資資產。此外，該報告亦顯示，以 ESG 占全部投資資產比重而言，以歐洲地區投資人最為重視，比重達 52.6%，澳洲次之為 50.6%，加拿大第三為 37.8%，美國則為 21.6%。全球多數退休基金多已將 ESG 議題納入其投資過程中，根據法國巴黎銀行 2017 年對全球基金經理人及機構投資人所作 ESG 調查³，約有 79% 的受訪者已將 ESG 因子納入，並有約 72% 的受訪者認為考量 ESG 因子可提高長期投資績效。

2. 目前較為常見之 ESG 投資策略包含：

(1) ESG 資訊整合(ESG integration)：應用系統性分析將財務上具有重大性之 ESG 因子納入原有投資分析過程，但並不會因為某個國家或公司從事不利 ESG 活動，而將其排除在投資組合池中。

(2) 積極運用所有權(Active ownership)：投資人因具有股東身分，在持有股數達到具有影響力程度時，利用內部或外部資源主動影響企業在 ESG 相關議題的行為。

(3) 投資組合篩選(Portfolio screening)：根據投資人、受託經理人或第三方所設定的條件，主動於投資池中篩選或設計客製化指標。對特定公司或國家可以採取降低或提高權重之方式處理。

(4) 影響力投資(Impact investing)：設定 ESG 與財務報酬雙重目標，通常是私募基金或投資債券市場會採用此策略。

3. 早期社會責任投資（Social Responsibility Investment，SRI）比較專注於排除對健康有害或違反社會道德的產業，例如煙酒、武器及賭博等產業。近期 SRI 發

² 參見 GSIA 官方網站，<http://www.gsi-alliance.org/members-resources/trends-report-2016/>。擷取日期 2018/11/30。

³ 該調查對象涵蓋全球 461 名基金經理人及機構投資人；調查方式除以問卷方式外，並輔以深度訪談。參見巴黎銀行官方網站，<https://securities.bnpparibas.com/insights/great-expectations-esg.html>。擷取日期 2018/12/1。

展則往投資人主動參與影響公司決策方向思考，由於股東可於股東會對被投資公司之營運作為表達看法並具有表決權，不論是股票投資人或債券持有者皆可透過保管銀行主動參與公司股東大會、與企業主直接對話或於公開媒體表達立場等。實務上具體的例子有大股東或債券持有者可直接與被投資公司董事會或高層執行人員進行建設性對話，以使其了解對 ESG 相關議題之看法。

(六)專題座談：全球地緣政治氛圍

- 1.2018 年 8 月俄羅斯駐美國大使館聲稱美俄關係已步向無法回復的分歧，受俄羅斯與烏克蘭間緊張關係、西方國家對俄羅斯所採取之貿易制裁禁運及俄羅斯涉嫌干涉 2016 年美國選舉等事件影響，近來美俄之長期雙邊關係更形惡化。雖然美國總統川普與俄羅斯總統普丁間彼此互有好感，但整體來說，美國政界對俄羅斯採取較為強硬的立場，2016 年以來美國對俄羅斯採取一連串包括對俄羅斯貿易制裁、關閉俄羅斯領事館，及授權軍事單位對俄羅斯與敘利亞聯盟採取軍事行動。西方政治觀察家認為，普丁在烏克蘭與克里米亞的所作所為，驗證他是一個國際秩序與原則的破壞者。
- 2.在美中貿易戰已持續一段時間之際，較令人擔心的是美中關係是否會變成 1980 年代美俄之間的冷戰關係。雖然美方與中方在意圖取得對第三國政治、外交及經濟全面影響力之競爭方興未艾，但美中之間並沒有在第三國進行代理戰爭。美國國會與情治單位已開始關切該國在科技上的領導地位未來可能會受到挑戰，惟目前美國仍是中國留學生與研究人員最大去處，因此美中之間尚未進入冷戰的狀況。然而值得注意的是，美中兩國過去 40 年所建立的關係，已逐漸由合作關係轉變為競爭關係。美國在中國改革開放期間，相信其透過參與全球經濟發展，終將轉變為自由主義國家，然近年中國主張建立世界新秩序，雙方理念分歧逐漸加深。
- 3.過去 2 年在北韓金氏新一代接班人金正恩領導下，在核武導彈技術上獲得重大突破，北韓對美國的威脅，從原本影響其於東亞區域的利益，轉變為可能挑戰其國土安全。2018 年中於新加坡美國總統川普及北韓領導人金正恩達成

“朝鮮半島全面去核化”協議，美國並承諾提供北韓 10 億美元的人道援助與能源作為交換，然該協議並未就去核化之定義、時程及驗證機制多所著墨。此外，值得注意的是，北韓與中國近年趨於冷淡的雙邊關係，在新加坡川金會談後已有回復熱絡的跡象。

二、拜會退休金協會及資產管理公司

(一)與歐洲退休金協會交流

本次利用參與多國退休金論壇的機會，透過主辦單位摩根大通銀行的安排，與其他與會者之一歐洲退休金協會秘書長 Matti Leppälä 先生交流歐盟國家退休基金發展與現況。

1.歐洲退休金協會的組成與宗旨

(1)歐洲退休金協會係國際性退休金組織，其會員由歐盟地區退休基金協會及職業退休基金所組成。目前該協會在歐盟 18 個國家及 3 個非歐盟國家中有 23 個會員（如圖 2），所涵蓋的退休基金參加人員達到 1.1 億人，退休基金規模超過 4 兆歐元。此外，該協會成員尚包含與職業退休金產業相關的行號與組織。

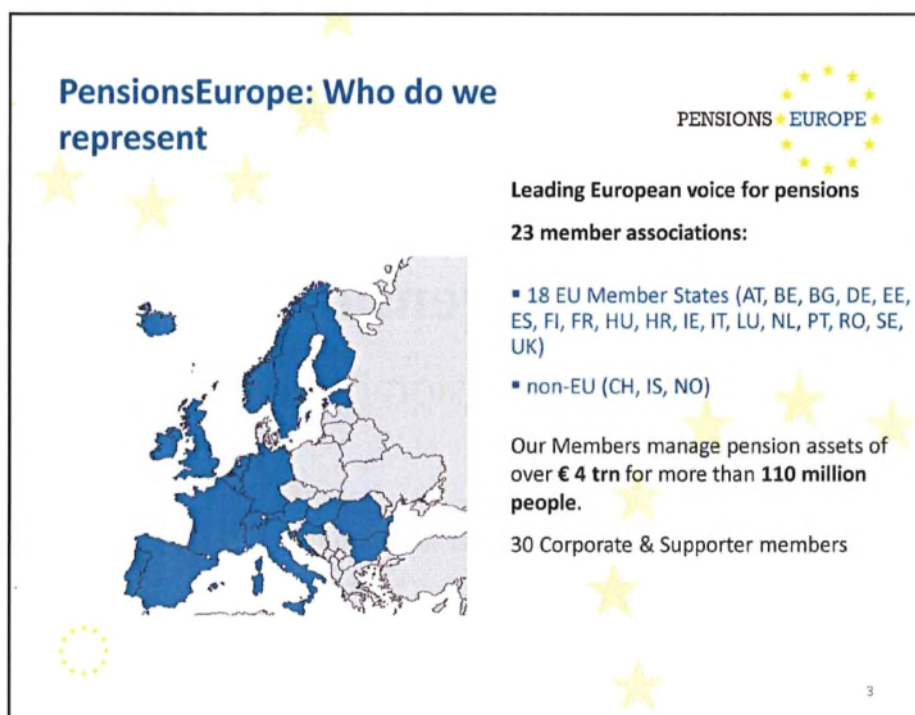


圖 2 歐洲退休金協會組成

資料來源：Pensions Europe

(2)歐洲退休金協會成立的宗旨係代表其協會與退休基金參加人員，為其權益向歐洲地區重要民意與行政機關發聲，其對象包含歐盟主要立法與行政單位之歐洲理事會（Council of Europe）、歐盟執委會（European Commission）、歐洲議會（European Parliament），其他行政單位尚包括歐洲保險和職業養老金管理局（European Insurance and Occupational Pensions Authority，EIOPA）、歐洲央行（ECB）及經濟合作暨發展組織（OECD）等（詳圖3）。

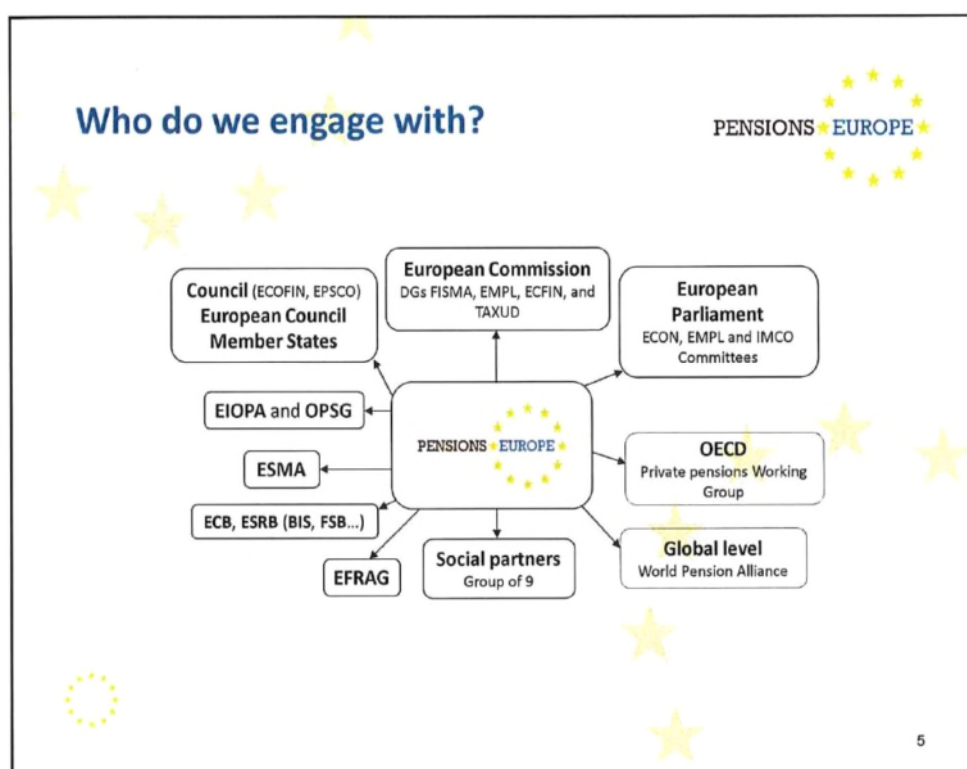


圖 3 歐洲退休金協會交涉對象

資料來源：Pensions Europe

2.歐洲退休金發展趨勢

(1)近年歐盟地區退休金發展的主要趨勢包括：(a)不論從退休金供給面或需求面來看，未來退休金制度將面臨重大改變；(b)社會大眾要求退休基金必須提高績效、透明度與課責性；(c)歐盟國家之退休金改革持續進行，但個別國家間差異頗大；(d)歐盟國家治理議題受到重視與監管機制的整合；(e)歐洲金融市

場的整合；(f)英國脫歐將衝擊歐盟退休制度（詳表3）。

表3 歐洲退休金制度發展趨勢



資料來源：Pensions Europe

(2)根據 OECD 的調查， 歐盟地區老年扶養比例（old-age dependency ratio）將從 2015 年的 28% 上升至 2050 年的 51%，因此在歐盟地區國家第一層保障所廣為採用的隨收隨付制將面臨嚴重財務挑戰。另一方面歐盟地區勞動市場產生重大改變，過去 10 年間勞動市場特色就是非典型就業的自雇者大幅增加，此時退休金自動納入機制必須加以開發，將這類人員的退休安全納入保障。再者，隨著資訊科技的日新月異，有必要提供退休金參加人員容易使用的應用軟體，以即時了解其個人退休金帳戶的變動。最後，ESG 的議題逐漸受到歐盟地區一般大眾的重視。

3. 近期歐盟推動退休基金制度改革概況

歐盟近期修訂「機構管理職業退休金供給指導原則」（IORPII），要求會員

國必須在 2019 年 1 月前實施（如圖 4），具體內容如下：

- (1) 退休金權益說明書（Pension Benefit Statement）必須每年至少 1 次發送給退休金參加人員，內容應包括個人資訊、退休基金資訊及連絡方式、退休時預期給付、退休基金財務概況等。
- (2) 有關 ESG 議題必須納入退休基金投資決策程序。
- (3) 歐盟區內之跨國境職業退休基金必須達到足額提撥，否則該國主管機關必須立即出面提出解決方案，以保障退休金參加人員利益。

New IORP Directive to be transposed in national laws by January 2019

PENSIONS EUROPE

- **Solvency threat postponed**
 - The present EC didn't propose new solvency requirements
 - EIOPA keeps pushing through risk management and stress tests its "Common Balance Sheet" model
- **New IORP II Directive**
 - Aims to:
 - improve governance and communication to members
 - Improve prudential supervision and disclosure
 - Improve cross border provision

19

圖 4 近期歐盟推動退休基金制度改革概況

資料來源：Pensions Europe

(二)參訪資產管理公司

本次參訪摩根資產管理公司巴黎辦公室，由摩根歐洲不動產團隊(J.P. Morgan European Real Estate Group)就歐洲及巴黎不動產投資市場發展與動態等進行解說，有關內容摘述如下：

1. 歐洲不動產投資

摩根歐洲不動產團隊隸屬摩根資產管理公司全球另類投資團隊 (J.P. Morgan AM Global Alternatives Group)，在不動產投資領域，該團隊尚負責美國及亞洲不動產投資。該團隊成立於 1998 年，目前在 4 個國家設有據點，由 40 位具有收購/處分、資產管理、研究與策略及稅務法務等專長之人力所組成，截至 2017 年 6 月底止管理資產達 60 億歐元，在歐洲 11 個國家皆有投資經驗。摩根歐洲不動產投資團隊所涉及的投資策略包括核心型(Core)投資、加值型(Value Add)投資，及機會型(Opportunistic)投資，強調投資於穩定與流動性高之歐洲核心不動產市場。

摩根歐洲機會型不動產基金 (Europe Opportunistic Real Estate Fund IV)，詳表 4，投資標的為歐洲核心地區之不動產，投資目標設訂為獲取標的物件較佳之資產增值，其投資策略與內容如下：

- (1)為封閉型基金，已募集資本 4 次。
- (2)投資標的：直接或間接投資於英國、法國及德國境內核心地區之地點佳與營運中的不動產，包含辦公場所、工業區、零售賣場與住宅等。
- (3)目標報酬：每年 15%以上的內部報酬率 (Internal Rate of Return，IRR)。
- (4)槓桿程度：初次投資後，投資項目舉債程度 (Loan to Value Ratio，LTV) 最多至 75%。
- (5)最小投資單位：1 千萬英鎊或 1 千萬歐元。
- (6)目標基金規模：8 億歐元，截至 2018 年 9 月已募集約 11 億歐元。

表 4 摩根歐洲機會型不動產基金概況

Opportunistic Fund IV:
The Goal and Principal Fund Terms

Target Fund Size	€800 million of equity (hard cap of €1.2bn)	<p>The team has closed on €1,067 million of capital commitments to date (33% over the target fund size of €800 million) from 18 institutional investors including a 2.75%¹ co-investment by J.P. Morgan.</p> <p>No less than 80% of the commitments will be invested in the UK, France and Germany.</p> <p>Strategy, sourcing and execution will be similar to that of Fund III – capitalizing on the team's strengths.</p>
Current Fund Size	€1,067 million of equity as of September 2018	
Geography	EU countries with a focus on UK, France and Germany	
Asset Types	Office, Retail, Industrial and Residential	
Target Return	15%+ IRR net of expenses	
Minimum Investment	€10 million	
Term	10 year life, 4 year investment period (from first close)	
Leverage	Maximum 75% Loan to Value at portfolio level	
Structure	Closed-ended English Limited Partnership	
Currency	Euros	
Management Fees	1.50%/1.25%/1.00% on committed capital during investment period (sliding scale based on the size of the initial commitment)	
Performance Fee	20%; subject to 8% preferred return with 50/50 catch-up.	
Co-investment	2.75% from J.P. Morgan plus significant co-invest by the investment team	

資料來源：摩根資產

2. 歐洲不動產市場概況（詳表 5）

(1) 市場高度不確定氛圍

- A. 政治變遷：美國總統川普的當選與英國脫歐公投結果反應政治面的衝擊，無可避免會影響經濟政策與景氣循環。
- B. 利率上升：美國總統承諾的擴張性財政政策，雖然降低全球通貨緊縮的疑慮，但也帶動另一波利率走升。
- C. 下檔風險：雖歐洲經濟已見復甦，但過程中充滿著下檔風險，例如部分受債務困擾的國家經濟持續疲弱、歐洲國家政治改革停滯及歐洲受限的貨幣政策已無法持續刺激經濟等。

(2) 風險規避意識提升

- A. 投資轉向國內市場：近期投資人已經開始回歸本國投資市場，此趨勢通

常意謂投資人風險偏好趨向規避。

B.投資轉向高品質標的：整體歐洲不動產投資市場偏好主要資產（prime assets），但對非主要資產市場之高品質區域性標的會造成不利影響。

C.價格錯置（Mispricing）：目前不動產投資市場偏好高品質標的之結果，造成主要資產與非主要資產之投資報酬利差擴大，投資人可妥善利用此價格錯置的機會進行投資。

表 5 歐洲不動產市場概況

European market environment

Risk aversion continues to underpin the opportunity

A highly uncertain environment

- **Political change:** The election of Donald Trump in the US and the vote in favour of Brexit in the UK reflect a fundamental shift in politics which will inevitably have an impact on economic policy and the economic cycle
- **Rising interest rates:** The promise of an expansionary fiscal policy in the US has suppressed fears of global deflation but it has also triggered a significant shift in interest rates
- **Downside risks:** The European economy is growing but the recovery is fraught with downside risks due to continued weakness in some of the more indebted European countries, a general level of political fatigue, and an already accommodative monetary policy which limits any further monetary stimulus

Heightened risk aversion

- **Inward looking investment:** Investors have started to focus again on their domestic markets which is traditionally a sign of increased risk aversion
- **Flight to quality:** The investment market is increasingly biased towards prime assets in the larger European cities to the detriment of good quality assets in some of the stronger regional markets
- **Mispricing:** The current flight to quality will eventually result in a further widening of property yields between prime and non-prime assets and provide investors with an opportunity to take advantage of substantial mispricing of good-quality, wholly institutional assets which require some degree of asset management

The economic landscape has, once again, enhanced the opportunity for investors to take advantage of increased volatility

資料來源：摩根資產管理

3.巴黎不動產市場概況

相對其他歐洲市場，法國不動產投資市場規模在過去數年穩定成長，大部分來自於巴黎地區，反應出巴黎不動產投資市場具有領導地位及投資人偏好巴黎之指標型資產。巴黎商務中心區的租用率於 2017 年達到高峰，預計 2018 年會比前一年更高，未使用率（vacancy rate）2018 年第 1 季只有 2.2%，此區域主要資產每平方米每年租金約 800 歐元，近 2 年持續平穩；根據世邦魏理仕集團（CBRE）⁴

⁴ 世邦魏理仕（CBRE Group, Inc.）是一家美國商業不動產服務公司，總部位於美國加洛杉磯。

估計巴黎商業中心地區，主要資產投資報酬率從 2008 年全球金融危機之高點 6%，逐年下降後反彈至 2018 年第 1 季高點 3%。此外，英國脫歐公投後，已有部分企業移出倫敦金融中心轉往巴黎商業中心（詳圖 5）。

Paris CBD

Key metrics & trends

Take up, rents & vacancy

- Take up in Paris CBD registered a total 309,434 sqm for 2018 first semester, while it hits a 10-year high in 2017 to a total 481,000 sqm; 2018 figures should be above. The 2017 take-up embodies a 7% year over year increase and is 23% higher than the 2007-2017 average take-up in this submarket.
- Prime rents have remained stable at €810 psm with peak to €850 psm on certain transactions such as the lease signature of Lazard at the 173 Boulevard Haussmann. On the other hand second-hand rents remain included between €510 and €600 in this submarket.
- The vacancy rate as at H1 2018 stands at 2.2% versus 5.9% overall in the Ile-de-France region, proof of the strong and

Prime rent & vacancy rate in Paris CBD, 1H 2018



Source: CBRE as at 1H 2018

Prime yields

- In the last decade, prime office yields decreased from 6.00% in 2008 during the peak of the GFC to a new record level at 3.00% as at 1H 2018.

Prime yield in Paris CBD, 1H 2018

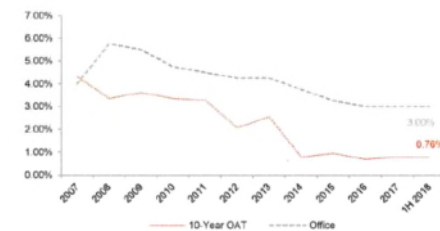


圖 5 巴黎商業中心不動產市場概況

資料來源：摩根資產管理

目前世邦魏理仕共有約 70,000 名員工（不含聯營公司），全球約有 400 個辦公地點。世邦魏理仕提供全面的綜合服務，包括設施、交易及項目管理、物業管理、投資管理、評估與估值、物業租賃、策略顧問、物業銷售、案件融資及開發服務等。（參見維基百科，https://en.wikipedia.org/wiki/CBRE_Group）

參、心得與建議

本次赴巴黎參加「多國退休金年度論壇」汲取退休金有關新知，並利用參與論壇機會與其他與會人員交流，最後並參訪摩根資產管理巴黎辦公室，以下就參加研討會及參訪心得與建議事項說明如後。

一、參加研討會與參訪心得

- (一)先進國家退休制度在過去數十年間多以 DC 制取代 DB 制，採取 DC 制的好處是退休基金受託人可移轉其退休金負債風險至個別參加人員，並將投資決策風險轉由他們來負擔，縱使如此，受託人仍然必須確保其參與，並提供適當訊息與工具以達成較佳退休結果。
- (二)目前全球整體經濟情勢受美中貿易戰、英國脫歐事件等影響，但美國經濟持續穩健成長，在 2020 年前應不致出現衰退情形，因此目前尚無法看出系統性風險會立即出現。美中貿易戰可能會進一步減緩中國經濟發展，預期未來新興市場的表現將視個別市場而定。此外，印度市場經濟基本面良好，加上明年將有大選，加上印度盧比在美中貿易摩擦影響下已有相當幅度貶值，目前不失為布局該市場之契機。
- (三)根據法國巴黎銀行所作 2017 年全球 ESG 調查，約有高達約 8 成的受訪者（基金經理人及機構投資人）已將 ESG 因子納入其投資決策過程。例如英國大學教職人員退休基金投資管理公司即設有專責人員組成之責任投資團隊，該責任投資團隊並與投資經理人合作，在投資決策過程中將 ESG 議題納入考量，以提升退休基金社會責任與兼顧未來長期投資績效。
- (四)運用金融科技可以幫助提升退休基金參加人員的參與程度，例如以多媒體、電子遊戲等互動方式吸引，金融科技的發展也可幫助退休基金受託人提升營運效率與降低營運風險，特別是對那些資源較不充足的小型退休基金。例如在英國，金融科技技術已經運用在「自動加入」(Auto-enrollment) 機制平台之設置。

(五)歐盟國家人口老化問題愈趨嚴重，老年扶養比例將從 2015 年的 28% 上升至 2050 年的 51%，因此在歐盟地區國家第一層保障所廣為採用的隨收隨付制將面臨嚴重財務挑戰。另一方面歐盟地區勞動市場產生重大改變，過去 10 年間勞動市場特色就是非典型就業的自雇者大幅增加，此時退休金自動納入機制必須加以開發，將這類人員的退休安全納入保障。

(六)目前歐洲經濟雖呈現復甦狀態，但過程中仍存有許多下檔風險，近期投資人趨於規避風險的結果，在不動產投資方面，已經開始回歸本國投資市場，並以投資主要資產為首選。相對於其他歐洲市場，法國不動產投資市場規模在過去數年穩定成長，大部分的成長是來自於巴黎地區，特別是英國脫歐之後，在巴黎商業區已見到新的公司進駐。

二、建議事項

(一)歐盟國家相當重視退休基金受託人與參加人員的溝通，例如於近期發布之 IORP II 中明訂，受託人每年必須至少 1 次發送退休金權益說明書給參加人員，目前本基金對參加人員的溝通僅包含官方網站所公布之相關資訊與每月發送電子報，考量歐盟國家退休基金目前多屬 DC 制，前述退休金權益逕與個人帳戶連結，與本國軍公教退休制度屬 DB 制性質不同，且本基金參加人員人數眾多，若以紙本發送所費不貲，惟仍可參酌 IORP II 加強與參加人員溝通之原則，建議管理會未來可規劃運用數位技術開發類似退休金儀表板（Pensions Dashboards）應用軟體，俾利提升與本基金參加人員之溝通與適時揭露基金財務動態。

(二)根據巴黎銀行 2017 年對全球基金經理人及機構投資人所作 ESG 調查，約有高達 8 成的受訪者已將 ESG 因子納入其投資決策過程中，並有約 72% 的受訪者認為考量 ESG 因子可提高長期投資績效，顯見國外大型退休基金已逐漸落實與重視永續經營及 ESG 議題，本基金雖已於投資政策說明書將社會責任投資列入投資過程，惟為提升本基金長期投資績效與兼顧社會責任，建議管理會於未來妥適規劃資源或人力以落實相關 ESG 議題。

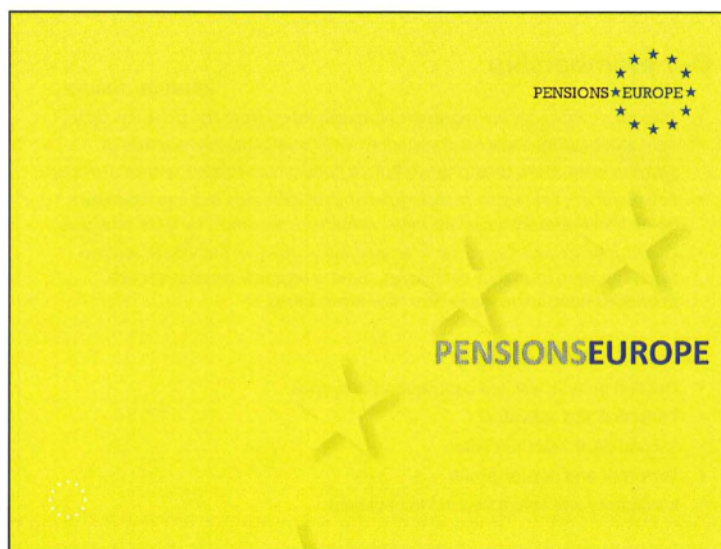
肆、附錄

一、多國退休金論壇與會情形



二、歐洲退休金協會簡報資料

9/10/2018



PensionsEurope: Who do we represent



PENSIONS • EUROPE

Leading European voice for pensions

23 member associations:


- 18 EU Member States (AT, BE, BG, DE, EE, ES, FI, FR, HU, HR, IE, IT, LU, NL, PT, RO, SE, UK)
- non-EU (CH, IS, NO)

Our Members manage pension assets of over **€ 4 trn** for more than **110 million people**.

30 Corporate & Supporter members

3

Our membership



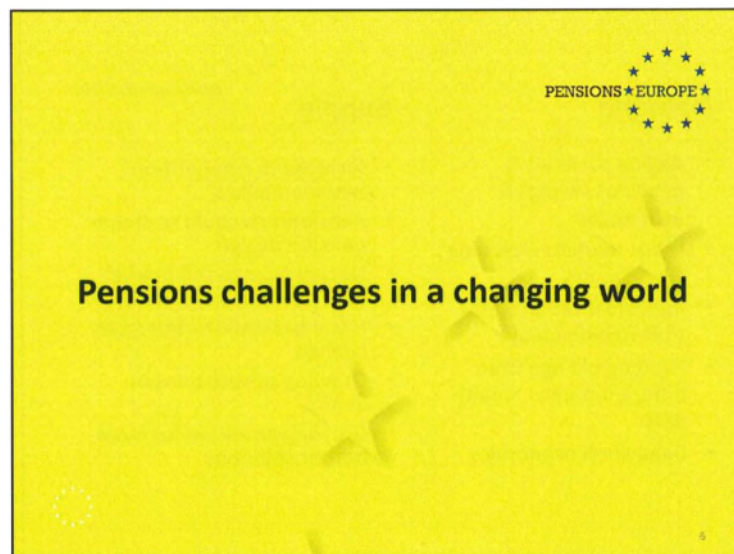
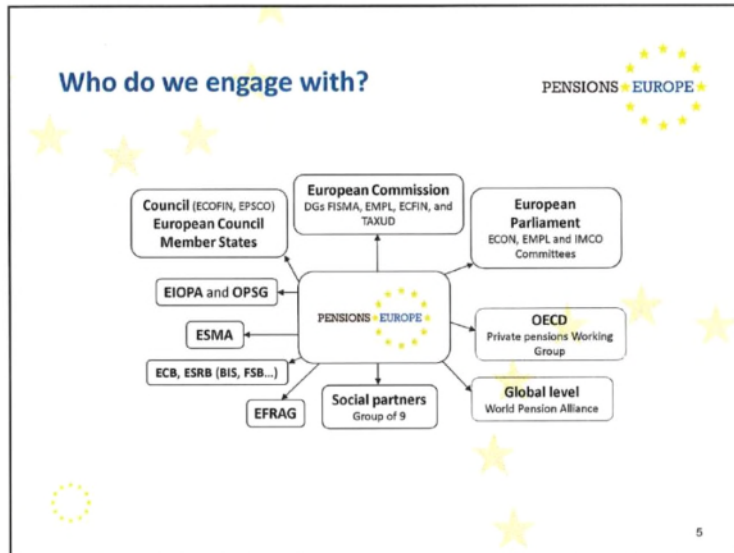
PENSIONS • EUROPE

- Directly or indirectly we represent all stakeholders from the pensions sector
- **Full membership:** national associations whose membership consists of pension institutions financing workplace pensions or related service providers
- Full members are mostly **associations of pension funds or asset managers**. Some also represent social partners, actuaries, insurance, services providers
- Our **Corporate and Supporter Membership** is open to: individual pension funds, pension insurance companies, asset managers, investor service providers, fiduciary management, law firms, banks.

Like the EU - unitas in varietate

- Defined benefit, defined contribution & hybrids
- Collective and individual
- Second pillar and third pillar
- For-profit and not-for-profit
- Mandatory and voluntary (and in between)

4



EU Trends in Pensions



- Providing for old age will change fundamentally both on demand and supply side
- Societal change requests value, transparency and accountability for what is being offered
- Pension reform is ongoing but often fragmented
- EU economic governance gains importance including supervisory convergence (macro and micro)
- Integration of financial markets
- Brexit impact on EU pension landscape

7

Demand

- Ageing societies & pensions savings & gender gap
- Labor markets including gig economy
- Individualization & risk shift to individual
- Funding old age from different means ~multi-pillar
- Behavioral economics

Supply

- Increase in competition between pillars
- Piontech could re-shape pension design
- New players to the market with new business models
- Fiscal facilitation undergoes change
- Growing private pension assets
- Growing attention for cross-border solutions

8

Global megatrends will shape the future of pensions

PENSIONS EUROPE

- **Longer life expectancy and changing demography**
 - According to the OECD the old-age dependency ratio, which is the ratio of older dependents (people older than 64) to the working age population will increase from 28% in 2015 to 51% in 2050
 - The 1st pillar PAYG pensions will face tremendous challenges.
 - Financial and social sustainability
 - Sustainability of Public finances
- **Structural changes in the labor market**
 - More self-employed workers – Automatic enrolment to pension schemes needed in order to safeguard adequate and sustainable pensions?
- **Technological breakthroughs**
 - Easy-to-use applications to follow up all pension savings, returns, costs etc.
- **Growing interest in ESG factors**
 - Impact on investment portfolios and reporting standard


9

Pension systems design

PENSIONS EUROPE

- The design of the pension system is a matter of competence of each EU Member State
- Pension systems vary extensively across Member States and there are significant differences not only in their structure but also in their adequacy and sustainability
- The coverage of funded pensions also vary extensively
- Trend: global growing relevance of funded pensions


Example: France and the Netherlands



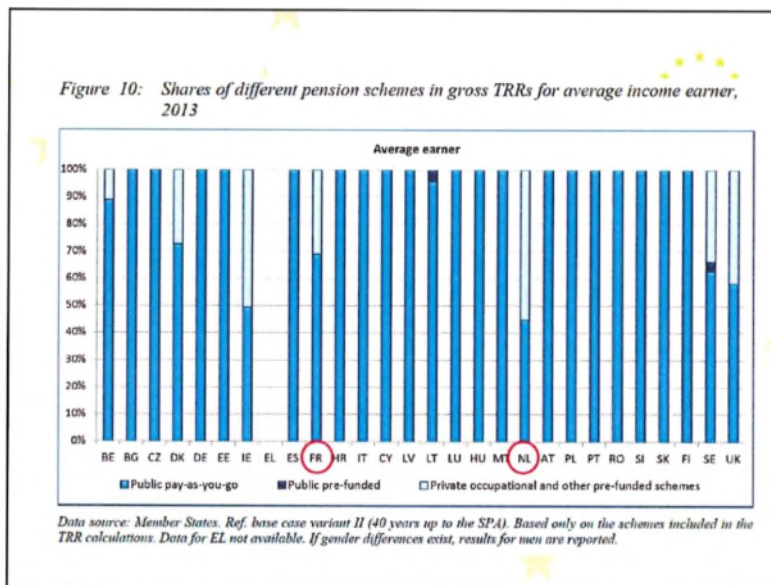
- 1st pillar public PAYG
- 1st pillar bis: AGIRC (for executives) and ARRCO (for non-executives)
 - mandatory
 - PAYG
 - under EU Reg. 883/04, not IORPs!
 - set up and managed by the social partners
- 3rd pillar personal pension schemes

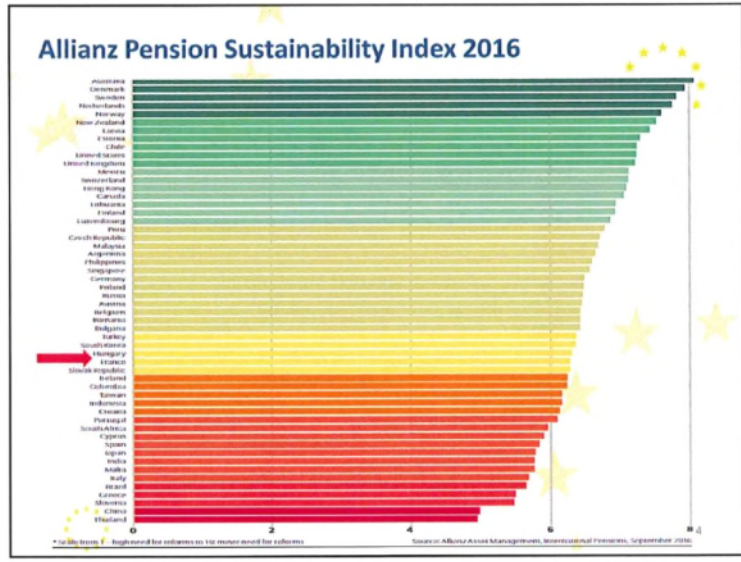
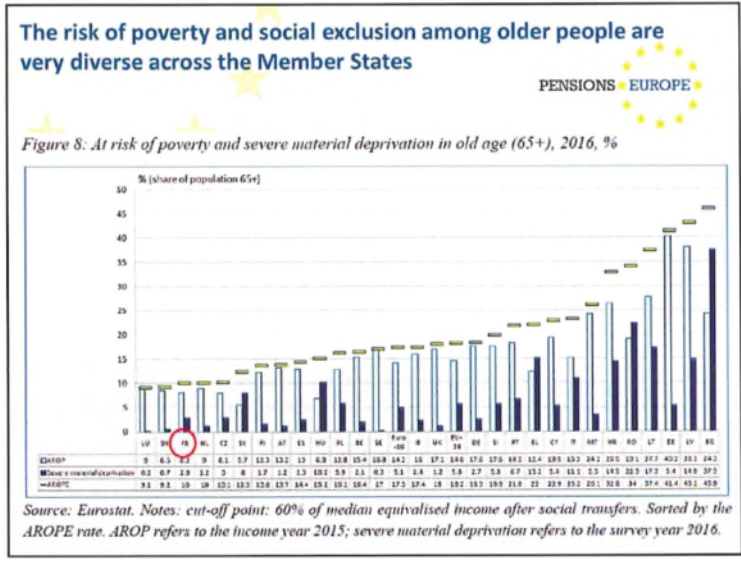
Reforms:

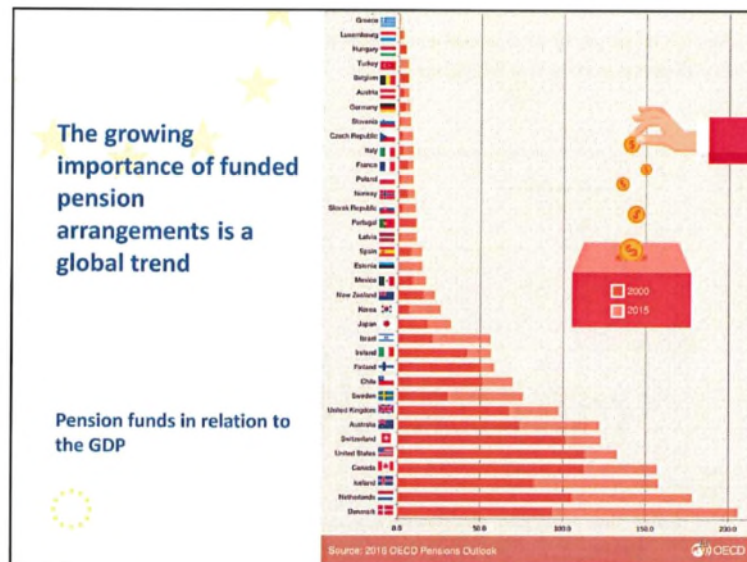
- New Unified Regime will replace Agirc-Arrco by 2019 (→ cost cutting and consolidation)
- December 2016: "Sapin II"** (came into force 1 June 2017):
 - Introduction of new type of entity dedicated to supplementary pension provision: *Fonds de retraite professionnelle supplémentaire* (FRPS)
 - Regulatory framework combining elements of Solvency II and the IORP Directive



- first pillar state pension PAYG (AOW)
- Quasi-mandatory 2nd pillar occupational pension schemes (more than 90% of employees are covered)
 - not for profit
 - role of social partners
 - funded
 - can be industry-wide funds (they cover ¼ of employees)
- 3rd pillar individual pension products





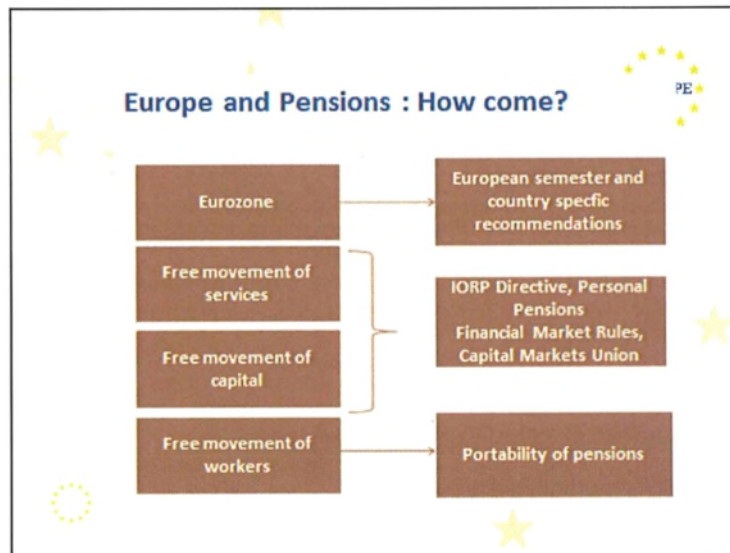
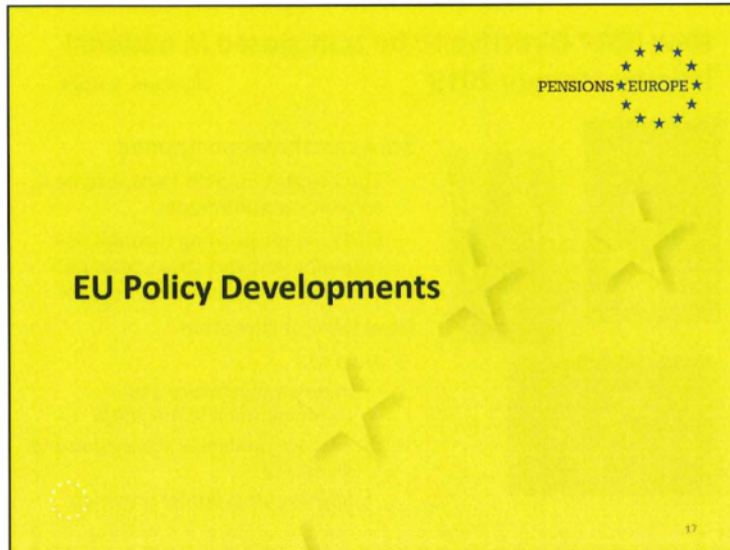


What PensionsEurope stands for:

PENSIONS EUROPE

We believe that private pension saving should be encouraged to compensate for potential lower state pension benefits. In particular we support a regulatory environment encouraging workplace pension membership. Work based pensions indeed offer:

- Economies of scale in governance, administration and asset management;
- Risk pooling and often intergenerational risk-sharing;
- Often not-for profit;
- Members of work based pension schemes often benefit from a contribution paid by the employer;
- Wide-scale coverage due to mandatory participation, sector-wide participation based on collective agreement and soft-compulsion elements such as auto-enrolment;
- Good governance and alignment of interest due to participation of the main stakeholders.



New IORP Directive to be transposed in national laws by January 2019

PENSIONS EUROPE



- Solvency threat postponed
 - The present EC didn't propose new solvency requirements
 - EIOPA keeps pushing through risk management and stress tests its "Common Balance Sheet" model
- New IORP II Directive
 - Aims to:
 - improve governance and communication to members
 - Improve prudential supervision and disclosure
 - Improve cross border provision

19

New pension data reporting requirements

PENSIONS EUROPE

- Financial crisis → New requirements and legislations for financial institutions
- Good policy decisions are based on good data and pension funds are a sector of the utmost importance in the coming years due to their increasing relevance
- ECB and EIOPA wanted to have higher quality pension data
- New pension data reporting requirements adopted end 2017
 - larger set of data
 - higher level of harmonisation and transparency

↓

stronger information base for policy decision-making

- First reporting end of next year

ESA Review - recap

PENSIONS EUROPE

- Proposal for a review of the mandate and powers of the European Supervisory Authorities came September 2017
- Main driver – empowering ESMA as capital markets supervisor in light of Brexit
- But important changes for EIOPA
 - Governance
 - Mandate
 - Funding
 - Stress tests
 - Stakeholder group
 - Supervisory convergence

ESA Review - progress

PENSIONS EUROPE

Council views

- Limiting the extension of direct supervisory powers for ESMA
- Governance: MS do not support radical changes
 - Keep current Management Board instead of proposed Executive Board
 - Board of Supervisors would have 2 out 5 seats in Management Board
 - Balance of power between BoS and MB is broadly kept
- Limit extension of power for EIOPA in approval internal models
- Skeptical about direct industry funding for ESAs

Parliament views

- More checks and balances in Level 2 processes (particularly RTS)
- More power for EP in scrutinizing the ESAs, appointing the Chairs, budget
- Governance: broadly supportive of EC proposal
- Supervisory governance: broadly supportive of EC proposal
- Funding: keep industry funding

Sustainable Finance

PENSIONS EUROPE

- High-Level Expert Group (HLEG) report published in January 2018.
- Context provided by Paris Accord, therefore a focus on environmental and climate issues.
- There is strong political support by the European Commission and certainly the European Parliament.
- Pension funds are seen as the 'purest' long-term investors that are most exposed to long-term risks.
- However, incorporating these sustainability risks is allegedly not happening (only 5% of funds would consider climate risk).
- There is a supposed disconnect between preferences of members and investment decisions.



EU Action Plan March 2018

PENSIONS EUROPE

Key Recommendations

1. **Introduce sustainable finance taxonomy to ensure market consistency and clarity, starting with climate change**
2. Explore EU **green bond standard and ecolabels**
3. **Clarify fiduciary duty or 'investor duties'**
4. Following EFSI, **reinforce advisory capacity for sustainable infrastructure projects**
5. Make conversation on ESG part of **financial advice** under suitability test in MiFID II and Insurance Distribution Directive
6. Increase transparency of sustainability **benchmarks** and explore measures to encourage sustainability ratings and incorporation in **credit ratings**.
7. Explore incorporation of ESG risks in **prudential frameworks for banks and insurance**
8. Upgrade Europe's **disclosure rules** for financials and non-financials to make climate change risks more transparent.
9. Assess need to change **corporate governance rules**, including need for boards to develop sustainability strategy and director duties.

Pan-European Personal Pension Product (PEPP)

PENSIONS EUROPE

- PEPP proposal June 2017



STATE-BASED PENSIONS



OCCUPATIONAL PENSIONS



PERSONAL PENSIONS

A new, voluntary pan-European personal pension product (PEPP), complementary to existing national products.

Capital Markets Union: Linking savings with growth



The diagram illustrates the flow of capital in the Capital Markets Union. It starts with 'Savings' (represented by a blue circle) which flows into 'PEPP' (represented by an orange circle). From 'PEPP', the flow goes to 'Growth' (represented by a blue circle). This leads to 'Higher capital returns for retirement savings' (represented by a light blue circle). The flow is also linked to 'More capital for long-term investments' (represented by a light blue circle) and 'More competition, better products and prices' (represented by a light blue circle).

Potential market uptake and main points under discussion

PENSIONS EUROPE

Personal pension product assets under management in EU28:

Year	Assets (trillion EUR)
in 2017	EUR 0.7 trillion
in 2030	EUR 1.4 trillion (without the PEPP)
in 2030	EUR 2.1 trillion (with the PEPP with tax incentives pursued)

Source: Ernst & Young study to the Commission

- Authorization procedure and the role of EIOPA
- PEPP providers
- Portability service and compartments
- Investment options
- Decumulation phase
- Delegated acts
- PEPP distribution regime
- PEPP information documents (PEPP KID and PEPP BS)

26

The High-Level Group of Experts on Pensions

PENSIONS EUROPE

2017 | Q1 2018 | Q2 2018 | Q3 2018 | Q4 2018 | **2019**

December 2017: EC decision of setting up a High-level group of experts on pensions

August 2018: EC appoints the HLG members

14 September: first meeting of HLG members

Q1 2019: HLG interim report

HLG:

- Recital 20 IORP II Directive
- Small group: only 3 members representing stakeholders in pensions, 4 academics, the EU level social partners, EIOPA and the European Commission.
- Matti Leppala, PensionsEurope CEO, appointed.
- Goal: providing policy advice to the Commission on matters related to ways of improving the provision, safety through prudential rules, intergenerational balance, adequacy and sustainability of supplementary (occupational and personal) pensions.
- Members appointed for a period of 18 months, and the Commission might decide to extend the duration.
- Interim-report and final report.

PensionsEurope international activities: the World Pension Alliance

PENSIONS EUROPE

- Founded in 2011, renamed and revamped in 2016
- 9 members from EU, USA, Canada, Australia and South America
- Members are advocacy associations of pension providers
- They represents more than 400 million people covered by retirement plans, and roughly 5000 pension providers managing more than 7 trillion US \$
- PensionsEurope chairing and coordinating the Alliance in 2018-2019
- WPA event in US – 19 June 2019 in US
- <http://worldpensionalliance.org/>

Contacts

PENSIONS EUROPE

PensionsEurope
Koningsstraat 97 Rue Royale
1000 Brussels
Tel.: +32 2 289 14 14
info@pensionseurope.eu
www.pensionseurope.eu

