德 國 證 券
市場相關制度

臺 灣 證 券 交 易 所

２０１９年７月

德國證券市場相關制度

壹、主要法規 1
一、立法緣起 1
（一）沿革 1
（二）配合歐盟要求進行金融改革 2
二、證券相關法令概述 3
（一）證券交易法 4
（二）證券交易所法 6
（三）公開說明書法 8
貳、市場架構 9
一、證券交易市場架構 9
二、證券相關機構組織功能及運作 12
(一)聯邦金融監管局 12
(二)德國交易所集團公司 12
(三)歐洲期貨交易所結算保管股份公司(Eurex Clearing AG) 19
(四)明訊國際保管股份公司(Clearstream International S.A.) 19
(五)證交所會員 20
參、主管機關組織及權責 21
一、設立緣起 21
二、組織架構 21
三、主要權責 23
（一）一般權責 23
（二）不法行為處罰權 24
肆、市場規模 30
一、集中市場 30
(一)市場商品種類 30
(二)主要指數 31
(三)市場規模 32
二、店頭市場 32
伍、證券發行 32
一、有價證券公開發行 32
（一）有價證券公開發行規定 33
（二）初次公開發行 33

（三）二次發行(無相關資料可考) 33
（四）其他金融商品之公開 33
二、有價證券上市申請程序 33
三、有價證券上市標準 34
四、有價證券上市審查作業規定 36
(一)高級市場及一般市場 36
(二)初級市場 36
五、有價證券上市費規定 36
六、有價證券下市規定 39
(一)監管市場 39
(二)初級市場 40
七、有價證券承銷制度 40
八、資訊揭露之內容 40
（一）資訊揭露之內容 40
（二）處置規定(無相關資料可考) 42
（三）上市公司之平時與例外管理(無相關資料可考) 42
（四）關係企業資訊揭露制度(無相關資料可考) 42
（五）上櫃公司之平時與例外管理(無相關資料可考) 42
九、國際組織募集與發行情形 42
陸、證券交易 42
一、有價證券交易制度及相關規定 42
（一）集中市場交易制度 42
（二）店頭市場交易制度 51
（三）證券商買賣有價證券相關規定 51
二、信用交易相關規定 54
（一）辦理有價證券融資融券之相關規定 54
（二）授信機構辦理融資融券應具備之資格條件 54
（三）得為融資融券有價證券之標準 54
（四）委託保證金之比率及其法源依據 54
（五）市場之管制措施 54
（六）授信機構辦理融資融券之資金來源及證券來源 55
（七）授信機構確保債權的方法 55
（八）轉融通之制度 55
柒、證券結算交割 56

一、有價證券結算交割相關規定 56
（一）結算交割機構概況 56
（二）結算參與者 59
（三）結算交割流程 60
（四）補購作業 63
(五)違約基金規(Defult Fund) 64
二、有價證券借貸規定 64
（一）前言 65
（二）有價證券借貸服務 66
（三）三方擔保品管理服務 70
捌、德國市場監視制度 71
一、監視組織架構及業務職掌 71
（一）交易監視室 73
（二）州政府交易所監管機關 74
（三）聯邦金融監管局 74
二、監視相關規定 74
（一）作業 74
（二）離線監視作業 75
（三）不法查核作業 75
三、處置措施 76
四、跨市場監視制度 76
五、店頭市場監視制度 77
玖、集中保管 77
一、集中保管機構概況 77
(一)組織型態 77
(二)資本額 77
(三)股東成員 78
(四)成立法源 78
二、參加人結構 78
三、保管作業 78
(一)保管標的及其發行形式 78
(二)保管方式 78
(三)送存、領回作業 78
(四)金庫管理 79

四、帳簿劃撥作業 79
(一)制度架構 79
(二)結算交割帳簿劃撥流程 79
五、股務作業 81
(一)CBF 不具擬制人身分 81
(二)服務項目 82
(三)股東權利行使方式 82
拾、證券商管理 83
一、證券商設置及營運相關規定 83
（一）證券商設置標準 83
（二）證券商營運規範 84
(三)證券商公會組織與運作 90
二、證券商風險管理相關規定 91
三、對證券商之查核及監督 91
（一）主管機關之查核及監督 91
（二）自律組織之查核及監督 94
四、證券商業務範圍、轉投資事業相關規定 97
拾壹、投資人保護 97
拾貳、證券投資信託事業暨投資顧問事業相關法律規範 98
一、證券投資信託事業設置與管理 101
（一）設立之條件 101
（二）投信事業之從業人員資格及限制 107
（三）金融市場工具指令 107
（四）得從事之業務範圍 127
（五）有關歐盟 UCITS III 指令規範之相關過渡規定 165
（六）德國基金公會：德國資產管理協會（BVI） 166
（七）費用基礎投資顧問法（Fee-BasedInvestment Advice Act） 179

德國證券市場相關制度

壹、主要法規

一、立法緣起

（一）沿革

1896 年 6 月 22 日公布「交易所法」（Exchange Act；Börsengesetz），係適用於證券交易所及商品交易所之混合法制。依據該法規定，經濟部為中央主管機關，但實際監督管理，乃依法授權各邦政府設置交易所監理官，行使監督管理職權。證券交易所規章須經該邦監理官之核准；不設有交易所監理官者，邦政府委由當地工商團體代行管理[1]。該法曾歷經數字修正[2]，1989 年為配合德國期貨交易所（簡稱 DTB）之設立，修訂交易所法，使電子交易之方式有法律依據。

德國政府為整合證券及期貨市場，以達成資源有效運用，乃於 1994 年頒佈「次級金融發行市場法案」（Second Financial Promotion Act）。該法案之內容，主要係將交易所之政策、法規之制定及監督工作，移轉至交易所委員會（Exchange Council）。另於同年 7 月 26 日依上述法案，制訂「證券交易法」（Securities Trading Act；德文原文 Wertpapeirhandelgesetz，簡稱 WpHG）。

1994 年以後，德國又進行多項立法，採取一系列措施，對金融市場實施進一步改革。證券市場得到迅速發展，市場管理由自律管理模式向政府監管模式轉變。而由於歐盟加快了歐洲一體化進程，在資本市場方面相繼頒布了一系列條例，協調統一各成員國資本市場監管規則。歐盟頒布的條例對成員國具有普遍約束力，在德國直接生效。因此，為使德國證券法與歐盟法律相互協調，同時適應證券市場發展需要，德國對金融領域多部法律進行修改，並對證券監管體制作出改革。主要立法和改革包括 1997 年頒布「關於轉化歐盟指令以協調統一銀行和證券監管法律規定」，通過該法律，擴大受監管機構的範圍，增加受監管機構之義務；1998 年頒布「第三級金融市場促進法案」，

[1] 袁則留，「訪問美國及歐洲七國主要證券交易所報告」，載於證交資料，民國 56 年 3 月，頁 14。

[2] 如 1908 年、1920 年、1931 年、1934 年、1945 年等。

擴大聯邦證券監管機關對內線交易的調查權，增加上市公司大股東的報告義務等。

2001 年 9 月德國宣布有關「第四級金融市場強化法案（the Fourth Financial Markets Enhancement Act）」該法案的目的在於改善個別投資人保護及擴大德國資本市場的操作範圍，它並非建構一個全新的金融市場法案，而係修正原有的相關法規，包括交易所法、證券交易法、投資基金公司法、國外投資法、公開說明書法、銀行法、抵押銀行法、存款暨投資人賠償保護法及保險監督法。

（二）配合歐盟要求進行金融改革

2003 年 3 月 5 日德國聯邦政府再度發布「2006 年金融市場強化方案（Financial Market Promotion Plan 2006）」，該方案目的為發展德國成為一個具競爭力的現代化金融中心並重獲投資人的信心[3]，以及吸引國際投資者。該方案的重點之一即為整合有關證券市場相關法規的十項計劃，以強化企業誠信與落實企業責任。該方案重點如下：

1. 整合有關公司及證券市場相關法規的 10 項計劃，以強化企業誠信與落實企業責任：包括強化投資人信心的措施，例如設立獨立機構監督財務報表、加重企業管理者的個人責任、加重資本市場犯罪者的刑事責任，再者並將加強分析師及評等機構的可信度及改善「灰色資本市場（Gray Capital Market）」的投資人保護。
2. 新增及修訂相關規範，以擴大投資基金、避險基金及資產擔保證券(Asset-Backed Securities, ABS)等方面在德國資本市場業務的範圍：包括制定「2003 年投資法」（2003 Investment Act）取代現有的投資基金公司法及外人投資法，將對沖基金納入規範。

2004 年 10 月 28 日，德國再次修改「證券交易法」和「證券交易所法」，其中最重要措施包括(1)擴大監管機關職能：特別是擴大聯邦監管機構、州政府交易所監管機關和交易所交易監控部門的調查權；(2)修改市場操縱禁令，最重要的是對市場操縱行為構成要件做出修改。根據修改後的「證券交易法」第 20 條有關市場操縱的構成行為規定是德國證券立法的最新突破。其次，為因應歐盟頒布以「市場濫用指令」（Market Abuse Directive，簡稱 MAD）為首之各指令必須轉化為內國法之要求，德國政府於 2004 年 10 月 30 日公布「投資人保護改善法」[4]（Investor Protection Improvement Act，簡稱 AnSVG ）。主要修訂內容包括：修訂內線交易、

[3] German government introduces Financial Market Promotion Plan, Securities & Derivatives Newsletter—March/April 2003.

[4]原文為 Anlegerschutzverbessserungsgesetz，英譯名有稱之為 Investor Protection Enhancement Act 或 Investor Protection Implementation Act 等，參見 German Business Group Update, Protecting Investors in Germany, November 2004, http://www.ashurst.com，瀏覽日期 2019 年 5月。

市場操縱等不法行為，交付公開說明書義務與責任等條款。

原德國法制係以「證券交易法」（WpHG）為中心，對於「內線交易」等不法行為，另於 1988 年訂有「內線交易禁止與依證交法特定揭露指引」（Insider Trading Prohibition and Ad hoc Disclosure Pursuant to the German Securities Trading Act）做為細部規範，提供給在德國境內進行證券交易本地與外國發行人參考，惟此指引已因國會通過「投資人保護改善法」而停止適用。

德國於 2007 年 5 月 11 日頒布「金融市場指令執行法」(Financial Market Directive Implementation Act, FRUG)，該法通過後，包括證券交易法、交易所法、銀行法、投資法在內等資本市場相關法規也隨之修改。為因應對沖基金以及私募股權基金之發展，並強化市場資訊透明度，德國於 2008 年 8 月 19 日通過「限制風險法案」（Risk Limitation Act，Risikobegrenzungsgesetz）），包括：「證券交易法」（WpHG）、證券收購法（WpÜG）等相關法律也一併配合修正。本法增加對沖基金與私募股權基金投資人的法律遵循與通知義務，並對欲進行融資收購行為者，訂定明確的財務資格條件。

德國過去沒有相關的銀行重整與破產法規，應對金融危機只有通過國家救助，缺乏專門的法律制度來規範破產信貸機構的整頓與有序清算。2010 年 12 月 9 日德國頒布了「關於信貸機構重整與有序清算、為信貸機構建立重整基金以及延長股份公司法上機構責任時效法律」，簡稱重整法。德國新法創設的重整基金是該次金融監管法律改革的重要措施，通過業務拆分和為自身風險行為買單的方式破解了所謂太大不能倒的棘手問題。德國政府的主要立法宗旨在於希望能夠在不損害金融系統穩定性的情況下克服銀行體系系統性風險之困境。

德國證券管理的法律基礎為「證券交易法」（Wertpapierhandelsgesetz，WpHG）、「證券收購與合併法」（Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz，WpÜG）、「證券公開法」（Wertpapierprospektgesetz，WpPG），以及「公開說明書法」（Wertpapier-Verkaufsprospektgesetz，VerkProspG ）。至於資產管理方面法律基礎，則為「銀行法」(Kreditwesengesetz，KWG)以及「投資法」(Investmentgesetz，InvG)[5]。

二、證券相關法令概述[6]

[5] 參見 https://www.bafin.de/EN/RechtRegelungen/Rechtsgrundlagen/Gesetze/gesetze_artikel_en.html?nn=8356586，瀏覽日期 2019 年 5 月

[6]非於交易所上市之證券，其交易則係受證券買賣公開說明書法(Securities Sales Prospectus Act，德文 Wertpapier-Verkaufsprospektgesetz)規範，該法之詳細條文內容可至 BaFin 網站查詢，本文說明以交易所上市證券法規為主。

（一）證券交易法（Securities Trading Act，WpHG）

該法於 1998 年 9 月 9 日頒布，最近次大幅修正為 2009 年 7 月，主要係配合轉化歐盟金融工具市場指令(MIFID)為德國國內法而修訂相關條文，特別是配合落實歐盟市場濫用指令與資訊透明化指令，修改上市公司資訊揭露的相關規範，包括持股申報通知中有關持股比例、通知期間等條款，修訂後全文分為 13 章共 47 條[7]。最近一次修訂為 2018 年 7 月 10 日，僅針對第 5 條修正。其內容簡要說明如下表：

德國證券交易法 WpHG 條文摘要

章節名稱	條號	規範內容摘要
第一章 適用範圍、定義	§1~§2b	規範本法之適用範圍，並詳細定義證券、衍生性商品、金融商品等內容。
第二章 聯邦金融監督管理局	§3~§11	本章提供BaFin之設置法源及職權內容、與國內主管部門或其他國家主管當局之合作、報告可疑交易等，另BaFin下設證券委員會，該委員會中包含各邦的代表，並諮詢來自市場中的產、官、學各界專家。
第三章 監視內部人	§12~§20	本章維護內部人名單、內線證券（insider securities）、內線消息之定義、記錄保存之義務，以及對內部人交易之限制，一旦違反本章規定，即禁止其「取得與處分金融商品」（acquisition and disposal financial instruments）並規定聯邦金融監管局對內部人交易之監督方式，以及觸犯規定之刑事罰等[8]。
第四章 有價證券交易之禁止事項與市場價格操縱之監視	§20a~§20b	受規範市場之發行人應公布所有對財務業務或證券價格有重大影響之事件，未公開發行者則不適用此規範，違反者將處以罰款。BaFin負責監督發行人是否符合證券交易法案之揭露規定，交易執行委員會(Exchange Operating Board)負責判斷公告之訊息是否需暫停交易。
第五章 上市公司	§21~§30	本章對應向主管機關通知持股數量者之資格條件加以定義，並依各種投票權通知屬性，訂定應為揭露之時點

[7]參見 https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/EN/Aufsichtsrecht/Gesetz/WpHG_en.html，瀏覽日期2019年5月。非於交易所上市之證券，其交易則係受證券買賣公開說明書法(Securities Sales Prospectus Act，德文Wertpapier-Verkaufsprospektgesetz)規範，該法之詳細條文內容可至 BaFin 網站查詢，本文擬以說明規範於交易所上市之證券法規為主。

[8]Jürgen van Kann, Karen C. Wiedemann & Clemens Just, German Securities Trading Law - New Share Ownership Notification Rules,https://germanlawjournal.com/volume-08-no-03/，瀏覽日期：2019年5月。

持股異動之通知及揭露		與內容。除發行人持股，與關係企業之持股外，修正後之新法更將金融商品持有人納入應為通知與揭露之範圍。另針對特定狀況與條件，訂定豁免通知與揭露之義務。
第五a章 行使有價證券權利之必要資訊	§30a~§30g	本章針對發行人對證券持有人的義務、利用遠距資訊系統（如電子公報）傳輸或認可資料的公開、修改發行人之法令依據、對歐盟及EEA等地區發行人相關條款、額外資訊的公開，以及關於相關資訊公開之豁免條款等，進行規範。
第五b章 放空及衍生性商品交易	§30h~§30j	本章針對放空交易的禁止、通知、要求，以及禁止特定的信用衍生性商品進行規範。
第六章商業行為責任、組織要求、透明度責任	§31~§37a	本章針對金融業商業行為應遵守之規範與責任、受客戶委託進行交易行為或為其管理資產時，應注意之行為規範與及對所提供之商品與服務之資訊揭露責任等予以詳細規範。並將原「交易所法」規範之事向納入本章。
第七章 怠於公開資本市場訊息之責任	§37b~§37c	資訊公開與透明是證券市場公平交易的不二法門，因此本法特別針對未即時公開影響股票價格之重要事實、或散佈與股價相關之不實事實，必須要負損害賠償責任的規定。
第八章 金融期貨與遠期交易	§37d~§37g	本章針對金融期貨與遠期交易相關的禁止事項進行規範。
第九章 仲裁協議	§37h	本章針對仲裁協議進行規範。
第十章 歐盟以外地區金融工具市場	§37i~§37m	本章針對授權、拒絕授權、廢止授權等進行規範。
第十一章 企業財務報表的監督、財務報告的公開— 第一項企業財務報表的監督	§37n~§37u	包括對企業財務報表及財務報告的審計、主管機關之檢查權限與檢查時機、其他主管機關之認可、國際合作、檢查結果之報告與不符檢查結果之申訴程序等。
第十一章 企業財務	§37v~§37z	本章包括企業年度財務報告、半年報、臨時管理聲明、合併財報等之相關規範。公告語言應使用德文，依主要

報表的監督、財務報告的公開—第二項企業財務報告的公開及傳送		標準上市之公司，亦需公告英文版本。在公告前，所有訊息應送至金融監管局及交易執行委員會。 主要標準上市之揭露事項包括：(1)年度財務報告：需以國際會計準則(IFRS)或美國一般會計準則(US GAAP)編製。使用語言為德文及英文，未在德國註冊之公司可僅使用英文。(2) 年度財務報告公告期限（含合併報表）：需於年度結束後4個月內連同電子檔檢送管理委員會，由該會以網路公告之。 (3) 季報：使用語言為德文及英文，未在德國註冊之公司可僅使用英文。(4) 季報公告期限：期間結束之2個月連同電子檔檢送管理委員會，由該會以網路公告之。 (5) 每年年初需以德文及英文公告發行公司年度計畫(Corporate Action Timetable)，包含股東會日期，記者會，及分析師會談日期，並以電子格式送交管理委員會，由該會以網路公告之。(6) 一年至少舉行一次分析師會談(Meeting of Analysts)，宣布公司營運成果。 (7) 所有公告及重大訊息均需同時以英文發布。
第十二章刑事處罰及行政罰款之規定	§38~§40b	對於違反內線交易者（§14），處以刑事制裁。其他有關違反申報義務（§9）、申報義務人的通知義務（§21）、表決權追加計算（§22），以及對影響股價的事實疏於通知和公告（§15）等，則處以行政罰。
第十三章轉換條款	§41~§47	有關前面條款有關通知或公開之要件、§11之賠償費用認定、§37a有關損害賠償之範圍限制、外國受規範市場之範圍，以及歐盟資訊透明指令適用法（TDI）之轉換適用等解釋性條文。

資料來源：本研究整理，相關條文可至 https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/EN/Aufsichtsrecht/Gesetz/WpHG_en.html 查閱，瀏覽日期，2019年 5 月。

（二）證券交易所法[9]（Stock Exchange Act,德文為 Börsengesetz）

德國「證券交易所法」（The Exchange Act，Börsengesetz，簡稱 BörsG）屬於聯邦商法，為德國首部規範證券交易行為之法律。於 1896 年 6 月經國會通過，1897 年 1 月 1 日起生效，歷經多次更迭，2007 年 11 月為因應 MiFID 指令實施，大幅修改條文，最新修正日為 2017 年 6 月 23 日。依德國監理架構，BaFin 為聯邦主管機關，為各交易所之管理為各州主管事務，故各州財政（經濟）部設有交易所監理機構負責執行「證券交易所法」規範之職權，內容包括監督各交易所及其行政管理、遵循管理交易所之法規等。特別是監督交易所價格行程過程、對違反交易所規則之調查、以及參與立法及交易所政策決定。為履行其監督功能，交易所具備發布命令、核可交易所制定之規則等職權。故 BörsG 之屬性實屬行政法，茲將該法內容簡述如下表：

[9] 本法詳細條文內容可至 http://www.gesetze-im-internet.de/b_rsg_2007/查詢，瀏覽日期，2019 年 5 月。

證券交易所法 Börsengesetz 條文摘要

章節名稱	條號	規範內容摘要
第一章 總則	**§1~§22a**	本章主要為交易所設置及其機構之總則規定。交易所原則係由邦政府管理，邦政府得許可交易所之設立或撤銷，核准交易所委員會所提之規則，指定官方經紀人及任命該邦之委員擔任股票交易之監督人。該法第 8 條在規定監管機關應密切合作，相互交換所有與履行職責有關的信息。另該法第 12 條授權交易所設置不超過 24 人的諮詢委員會，負責有關交易所管理規則及收費原則之決定等事項。
第二章 交易價格之決定	**§23~§26g**	商品或證券之交易價格應公定之。交易價格之決定，主要係根據電子交易系統或在證券商處所議價。此外交易價格之形成，亦必須考慮到有價證券交易條件、公益保護以及交易之公正行為。
第三章 證券交易所經紀和透明度要求	**§27~§31**	證券交易所依據參與證券交易所交易系統之規定，要求證券商依規定處理交易價格。另申請人及其管理人員必須具備經紀業務所需之專業和能力。相關細節受證券交易所條例規範。
第四章 證券交易所	**§32~§47**	本章內容包括交易相關規定、核准條件；債券之發行、櫃檯交易以及糾紛之處理等等。
第五章 場外交易、中小企業交易系統	**§48~§48b**	本章規範場外交易等細節，交易所提供交易系統運作的詳細說明，包括與其他多邊或組織的交易系統聯繫，以及交易所參與者名單等。交易所另可以要求發行人提交與其金融工具相關的參考數據，以滿足法規要求。
第六章 刑罰、罰款條例	**§49~§52**	犯罪型態包括意圖操縱市場價格、投機交易誘使收取高利，並包含犯罪之處罰、過渡性法規等。

資料來源：本研究整理，詳細條文內容（德文）可至http://www.gesetze-im-internet.de/b_rsg_2007/查詢，瀏覽日期：2019年 5 月。

對上市公司之監管係由 BaFin 透過「交易所法」授權給證券交易所執行，監管重點在於價格形成機制與有價證券交易是否係在監管單位監控下進行。惟依 2007 年公布 之 MiFID 指令規定，歐盟境內的證券市場主要分為兩類，公司若要在歐盟境內籌資，必須選擇其一：一為符合歐盟規範之正規市場（EU–Regulated Market），另一為非官方管理市場（Regulated Unofficial Market），前者是直接遵循歐盟的法規，後者則由境內的各交易所自行規範。由於交易所法主要規範者為交易所與證券交易，為因應 MiFID 指令施行，本法自 2007 年起管理分類方式已與歐盟規定一致，將原有官方市場與管理市場合併成為單一的「受規範市場」（Regulated Market），歸於歐盟認定之受規範

市場（EU–Regulated Market）分類之下，而原有的開放市場（Open Market）[10]則歸於歐盟認定之非受規範市場架構下。其中，對一般稱為「另類交易系統」（ATS）的「多方交易系統」（Multilateral Trading Systems ，簡稱 MTS）交易之有價證券（即所謂的場外交易系統 off exchange trading），由於該等系統多為信用或金融服務機構所營運，雖非「證券交易所法」規定之對象，交易所法亦指明仍屬 BaFin 監管範圍[11]。本法於「證券交易法」（WpHG）於 2009 年大幅修正後，已將金融交易行為全數納入規範，市場操縱行為則另有刑法規範，本法僅餘對交易所之核准與監管行政程序。2010 年起，BaFin 將本法規範權責分拆併入「聯邦金融監理局組織法」(Finanzdienstleistungsaufsichts gesetz – FinDAG)[12]。

（三）公開說明書法

於「證券交易所法」（Stock Exchange Act）[13]存在時期，非於交易所上市之證券受「證券買賣公開說明書法」（Securities Sales Prospectus Act，Wertpapieprospektgesetz）規範，於交易所上市之證券即受 VerProspG 及「證券交易法」（WpHG）規範。公開發行有價證券之公開說明書適用法律為新訂之「公開說明書法」（Securities Prospectus Act，Wertpapierprospektgesetz，下稱 WpPG）[14]，於 2005 年 6 月 22 日公布施行，最近修正日為 2016 年 6 月 30 日。茲簡述章節內容如下表：

公開說明書法 WpPG 條文摘要

章節名稱	條號	規範內容摘要
第一章 適用範圍、定義	§1~§4	規範本法之適用範圍、定義與發布公開搓名書之義務與豁免情形。
第二章 公開說明書之制定	§5~§12	公開說明書、基本是向、最低限度資訊、資訊省略、公開說明書之有效性、基本公開說明書與登記文件、年報、公司章程引註、公開說明書附件。

[10]開放市場之進入條件由境內各交易所自行制訂Exchange Rules規定，不同市場的資訊揭露透明度的要求亦不同。要進入正規市場必須至少符合一般標準（General Standard）與主要標準（Prime Standard）之規定，其中又以主要標準的資訊揭露要求度較高，符合全球性的標準；反觀欲進入開放市場者則僅需符合參加標準（Entry Standard），主要是便利成長性高中小型公司可快速且以較低成本進入德國資本市場募集資金。

[11] Stock Exchange and Markets, https://www.bafin.de/EN/RechtRegelungen/Rechtsgrundlagen/Gesetze/gesetze_artikel_en.html?nn=8356586，瀏覽日期 2019 年 5 月。

12 Act Establishing the Federal Financial Supervisory Authority (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht – BaFin) (Finanzdienstleistungsaufsichtsgesetz–FinDAG), last amended on Dec.6, 2011. https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/EN/Aufsichtsrecht/Gesetz/findag_aktuell_en.html?nn=8356586，瀏覽日期：2019 年 5 月。

[13] 本法詳細條文內容可至 http://www.gesetze-im-internet.de/b_rsg_2007/查詢。

[14] Wertpapierprospektgesetz, Federal Law Gazette I, p. 1698. 本法詳細條文內容可至 https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/EN/Aufsichtsrecht/dl_wppg_en.html 查詢。

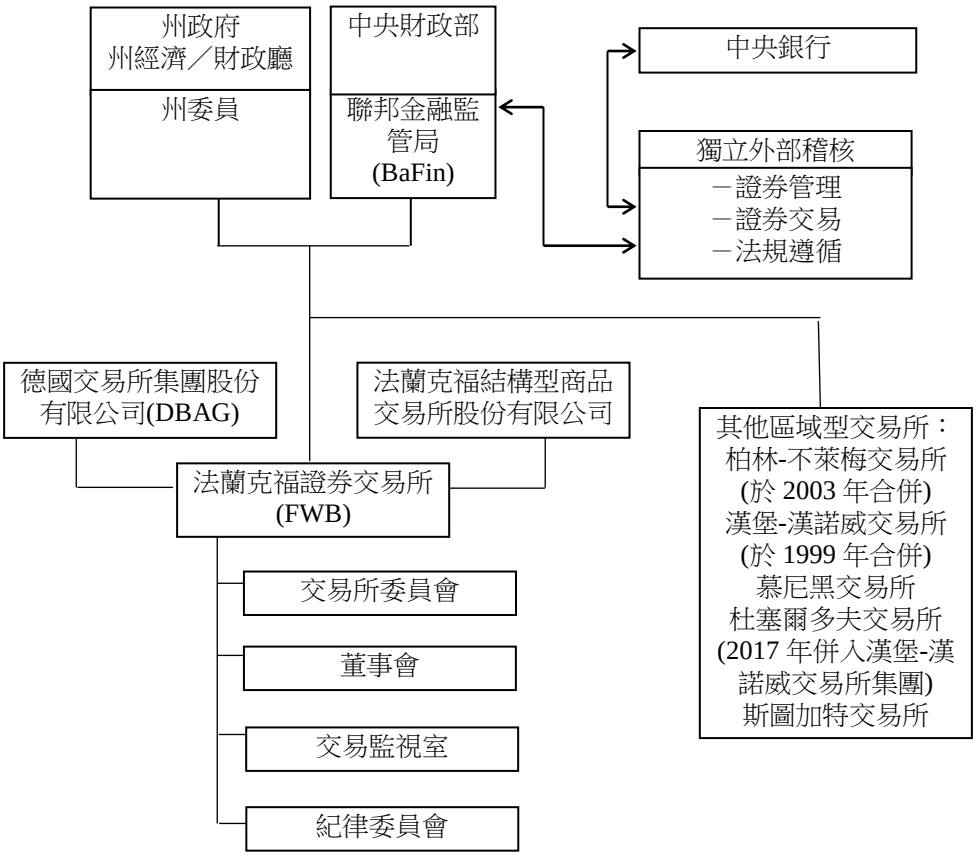
章節名稱	條號	規範內容摘要
第三章 公開說明書和核准與發布	§13~§16	公開說明書之核准、申報與發布、廣告，公開說明書補正。
第四章 跨境要約與交易核准	§17~§18	經核准公開說明書之跨境效力、核准證明書。
第五章 使用語言與發行人所在地於第三地之情形	§19~§20	使用語言、發行人來自於其他國家。
第六章 公開說明書之責任	§21~§25	公開說明書內容正確之責任、免責事由等。
第六章 主管機關與程序	§26~§31	監理主管機關之權限、保密義務、與其他EEA會員國監理機關之合作、事前警示措施、公布措施、立即執行
第七章 其他條款	§32~§37	登記、費用、指定代理人之責任、依法行政罰鍰、轉換條款。

資料來源：本研究整理自德國BaFin網頁，https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/EN/Aufsichtsrecht/dl_wppg_en.html，瀏覽日期：2019年5月

貳、市場架構

一、證券交易市場架構

(一)證券市場管理架構



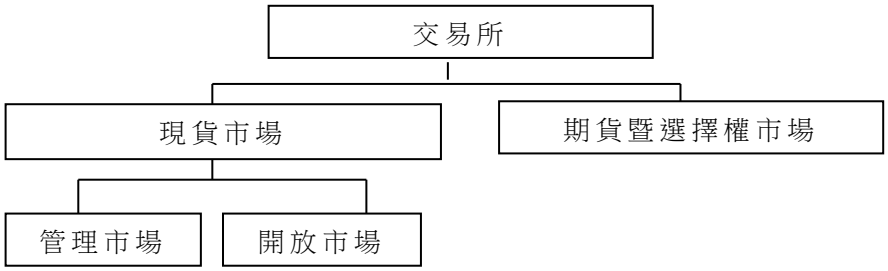
德國證券交易市場是由德國各地之證券交易所組成，證券交易市場的監督機構為聯邦金融監管局(BaFin)。德國現有一個全國性交易所與數個區域性證券交易所，由 DBAG(Deutsche Börse AG)控股之法蘭克福證券交易所(Frankfurt Stock Exchange, FWB)為全國性交易所，其餘為區域性交易所，分別位於柏林-不萊梅(於 2003 年合併)、杜塞爾多夫(2017 年也加入漢堡-漢諾威交易所集團)、漢堡-漢諾威(於 1999 年合併)、慕尼黑與斯圖加特。交易之商品為股票、債券、衍生性商品、基金與其他金融產品。

德國歷來十分重視對證券交易所的監督。根據德國《交易所法》和《證券交易法》之規定，交易所除了有本身的內部監管外，還接受聯邦金融監管局(Bafin)和州政府的外部監管。根據《交易所法》之規定，監管機關可為履行職責而要求證券交易所提供有關證券交易資料，或進行必要的調查。

自 2007 年起德國證券市場管理分類方式均已和歐盟規定一致，每個交易所可經營二種市場，圖示如下：

1、管理市場(Regulated Market)

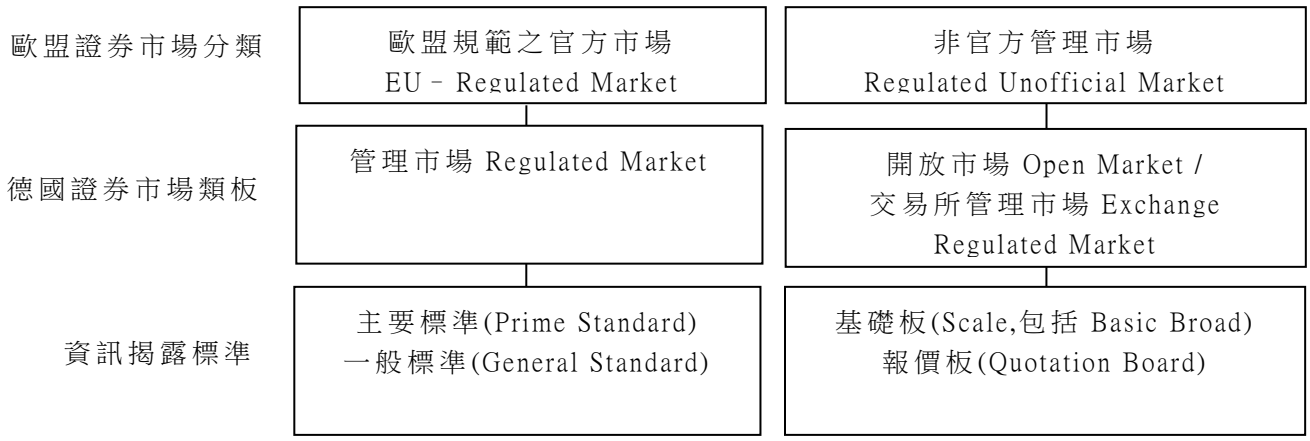
2、開放市場(Open Market)



按歐盟規定，在歐盟境內的證券市場主要分為兩類，公司若要在歐盟境內籌資，必須選擇其中一市場：一為歐盟規範之官方市場(EU－Regulated Market)，另一為非官方管理市場(EU Non-Regulated Market)，前者是直接遵循歐盟的法規，後者則由境內的各交易所自行規範。由於德國隸屬歐盟之成員，為符合歐盟之規範，德國證券主管機關將其原有官方市場與管理市場合併成為單一的管理市場(Regulated Market)，劃分在歐盟認定之官方市場(EU－Regulated Market)規定之下，並將現有的開放市場(Open Market)劃分在歐盟認定之非官方管理市場架構，視為由交易所管理之市場(Exchange Regulated Market)下。其中管理市場之定義與進入條件主要規定在證券交易法(German Securities Trading Act)、Stock Exchange Admission Regulation、Prospectus Act 與 Exchange Rules 等，至於開放市場之進入條件則由境內各交易所自行制訂之 Exchange Rules 中規定。

不同市場的資訊揭露透明度要求亦不同，要進入管理市場必須至少符合一般標準(General Standard)與主要標準(Prime Standard)之規定，其中又以主要標準的資訊揭露要求度較高，符合全球性的標準；反觀欲進入開放市場者則僅需符合基礎板(Scale,又稱 Basic Broad)較簡易的規範，另開放市場也設置了報價板(Quotation Board)，提供服務給已在其他國內外交易所上市的公司，基礎板與報價板主要是便利成長性高的中小型公司，可快速且以較低成本進入德國資本市場募集資金。

下圖彙整目前德國證券市場類板分類與資訊揭露標準：



德國交易所於 2012 年初宣布調整法蘭克福交易所開放市場的類板架構，以增進市場透明度、品質與效率，進而提升公司持續籌資的能力與流動性，及遏止市場操縱案件。其將架構簡化為入門標準(Entry Standard，後來更名為 Scale)與報價板(Quotation Board)，其中入門標準主要規範未於其他任何交易所上市的中小型企業，報價板則是規範已於其他國內外交易所掛牌之公司(雙重上市 Dual Listings)。

二、證券相關機構組織功能及運作

(一)聯邦金融監管局

德國證券市場之中央管理單位為聯邦金融監管局(Federal Financial Supervisory Authority; BaFin)。BaFin 是目前德國唯一的金融監理機構，過去德國境內的金融機構是採銀行、保險與證券業等分業監督的方式，自 2002 年 5 月起，金融監管進行整合，由當年新成立的 BaFin 同時負責監督銀行業、保險業以及證券期貨業。BaFin 負責確保德國境內金融機構的償付能力(Solvency Supervision)與監督全市場之公平透明(Market Supervision)，此外，BaFin 也致力於保護消費者權益並與歐盟境內各國監管機關合作。BaFin 內設有三個專業管理部門分別監管銀行、保險、證券業務及多個交叉業務管理部門，並負責處理跨領域之問題。

(二)德國交易所集團公司

1. 集團運作法源

德國境內各證券交易所辦理交易的法令依據為 1896 年 6 月 22 日制訂之證券交易法 (Securities Trading Act; Wertpapierhandelsgesetz - WpHG)。另外交易所是依據交易所法 (Stock Exchanges Act; Börsengesetz - BörsG)的規定設立，交易所主要設有交易所委員會、董事會、交易監視室與紀律委員會。其中交易所委員會(Exchange Council)是最高決策單位，制定交易規則，並且指派或解除董事會成員。董事會則管理交易所的組織與營運，交易監視室係根據德國證券交易法所設立在交易所的獨立個體，監管交易所交易與結算業務，另紀律委員則會負責對於違反規定之市場參與者及發行者進行處罰。

2. 集團組織

以下以德國規模目前最大同時也是最主要的交易所，法蘭克福證券交易所與所屬集團公司德國交易所集團進行說明(德國境內超過九成以上的證券交易均在法蘭克福證券交易所進行)：

(1) 創立

德國交易所集團公司(DBAG，The Deutsche Borse AG)自 1993 年創立，為法蘭克福證券交易所(FWB，Frankfurt Stock Exchange)之控股公司，FWB 則為一公開法的客體，DBAG 提供人力，物力與財力供 FWB 提供證券交易，FWB 的最高執行主體為 FWB Exchange Council(交易所委員會)，負責執行交易所重大決策，包含核准交易所規章以及建構交易所的費用與經營條件及指派與監督一般的管理，決定交易系統與結算系統，為期整合全歐洲之交易及結算系統，建立德國交易所集團公司在全歐資本市場之核心地位，並提供市場參與者能以更低成本、更便捷地進行各類交易。DBAG 積極尋求策略聯盟對象，於 1994 年 DBAG 接管德國期貨交易所股份有限公司(DTB)，1998 年 10 月 28 日 DTB 與 SOFFEX(瑞士衍生性商品交易所)合作成立歐洲期貨交易所(Eurex)，DBAG 成為出資 Eurex 50%的股東(2012 年 Eurex 已成為 DBAG 完全持股之子公司)。另外，除拓展至衍生性商品交易外，DBAG 也進行產業內的垂直整合，將結算、交割與資訊提供等業務一併納入集團內，以成為提供全面服務性的交易所為目標。

(2) 跨境合作與策略聯盟

i. <u>穩固歐美市場</u>

為能於全球交易所產業取得領先地位，DBAG 持續與歐、美各國交易合併或進行策略聯盟，並積極吸引中國與俄羅斯等新興國家的企業。其中 2007 年 1 月份 DBAG 與瑞士交易所集團(SIX)共同成立「Scoach」交易所，以成為歐洲最大的結構型商品包含參與憑證、權證等之交易平台為目標，該交易所並利用 DBAG Xetra 交易系統的技術來提供泛歐投資人交易結構型商品，但於 2013 年 2 月隨著 SIX 終止合作，該平台亦於該年 6 月停止營運，平台上交易之商品則各自回歸原交易所。另外，在衍生性商品市場的拓展部分，DBAG 旗下的歐洲期貨交易所(Eurex)與美國的國際證券交易所(International Securities Exchange)已於 2007 年完成合併，共同成立美國交易所控股公司(US Exchange Holding Inc.)，Eurex 成為該控股公司百分之百的股東。此舉讓德國交易所進入美國的衍生性商品市場，業務橫跨大西洋，進一步強化其成為全球頂尖衍生性商品交易所的地位。

另外，為了在歐洲交易所與交易市場的高度競爭中取得優勢，自 2009 年 11 月起，DBAG 正式提供現有 Xetra 交易系統的會員，可經由「Xetra 國際市場」(Xetra International Market，簡稱 XIM)從事歐洲多國藍籌股之跨國交易，並可在各國境內直接進行後續款券交割事宜。XIM 採分階段推動方式，首先納入交易之股票為 DJ Euro STOXX 50 指數成分股與歐洲市場其他流動性極佳的股票，且投資人在 XIM 買賣成交後，皆經由 Eurex Clearing 辦理結算事宜，並可在各自境內直接辦理交割，由 DBAG 旗下的 Clearstream 擔任各國當地保管業者與 Eurex Clearing 間之中介機構，此服務可省下不少過去辦理跨國交割之成本。

而為重整德國交易所與 Xetra MidPoint 所提供之黑池交易服務，2013 年 7 月起 DBAG Xetra MidPoint 交易系統之委託單正式與黑池營運商 Liquidnet 網絡直接連接，拓展會員範疇與成交規模，強化 DBAG 對資產管理公司及退休基金等國內外機構投資人的服務，提升市場大額交易流動性之效率。

2011 年 6 月 7 日 DBAG、瑞士交易所集團(SIX Group)與瑞士交易所(SIX Swiss Exchange)共同簽署協議，將瑞士交易所集團當初與 DBAG 合資成立的 Eurex 股份，在 2012 年 1 月 1 日前全數轉讓給 DBAG，DBAG 成為 Eurex 的唯一股東，認列百分之百來自 Eurex 的所有收入與盈餘(原認列收益比例為 85%)，瑞士交易所集團則將獲得 2.95 億歐元的現金和 DBAG 的公司股份，作為交易對價，瑞士交易所集團擁有 2.7% DBAG 之股權，而雙方對 Eurex 之合資契約已於 2014 年底到期。

2015 年 DBAG 完全收購歐洲指數編制公司 STOXX，加強關於指數方面的相關服務；同年 DBAG 也收購了德國外匯交易平台 360T，豐富了在 DBAG 交易的商品類別。

2017 年 DBAG 旗下歐洲能源交易所(EEX)完全收購以美國市場為主的 Nodal 能源交易所(Nodal Exchange)，EEX 透過購併將業務版圖拓展至美國能源交易市場，企圖成為一個全球化的能源交易所。Nodal 能源交易所主要提供電力及天然氣期貨產品供投資人交易，為北美重要的能源商品交易中心，近幾年業績成長快速。

ii. <u>布局新興市場</u>

德國交易所集團相當看好亞洲等新興市場的發展潛力，近幾年來於亞洲布局其影響力動作頻頻。

2012 年 11 月 16 日莫斯科交易所與 DBAG 簽訂合作意向書，同意未來雙方交易所在策略方面的合作，以及為更健全發展金融市場而提供廣泛的資訊交流。這項合作協議也將為未來莫斯科與法蘭克福兩地金融中心之連結做準備。兩交易所除了在基礎架構方面合作外，在產品開發、資訊技術，以及關於交易、結算、交割、保管、擔保品管理和市場數據及指數等法規制度層面上都將相互配合，並將協助彼此增加市場成交量及流動性，以及爭取國際發行人、中介機構與投資人等的發展。

2013 年 10 月 DBAG 擊敗倫敦交易所集團(London Stock Exchange, LSE)及美國那斯達克交易所集團(Nasdaq OMX)，成功取得孟買證券交易所(Bombay

Stock Exchange, BSE)市場資訊產品獨家授權商資格，得以將市場資訊授權給所有國際客戶使用，另外，DBAG 並執行 BSE 之交易平台技術升級委託，提供 BSE 具彈性且可自由修改之程式軟體，以因應其制度或措施變革。

2014 年 3 月 DBAG 旗下 Eurex 取得臺灣期貨交易所 5%之股份，5 月 15 日，臺灣期貨交易所並正式授權 Eurex 上市臺指期貨與臺指選擇權一天期期貨契約。

Eurex 同時於 2014 年宣佈，計畫於新加坡投資成立期貨結算所，並以此為據點向亞洲各國發展業務，2015 年 7 月已獲新加坡方面同意，原預計 2016 年正式成立，並擬以”Eurex Clearing Asia”命名，Eurex Clearing Asia 預計將德國政府債(German Bund, Bobl, Schatz)、德國股市指數(DAX)及 Euro Stoxx 50 指數期貨引進亞洲掛牌交易，延長交易時間，然因 DBAG 策略考量，此計畫暫時延至 2017 年下半年執行，2018 年 1 月 DBAG 宣布此計畫終止，替代方案係再度延長 Eurex 的交易時間，使亞洲投資者能更方便於 Eurex 平台上交易。

2014 年 4 月 DBAG 與上海證交所達成合作協議，由上交所負責在中國大陸推廣及銷售德國交易所的市場資訊。

2014 年 8 月 DBAG 與菲律賓證交所簽署合作備忘錄，合作範圍預計包括市場資訊相互授權、增加即時資訊授權的通路管道，以及新產品的設計和創新。

2015 年 10 月 DBAG、上海證券交易所及中國金融期貨交易所共同成立合資公司「中歐國際交易所股份有限公司(CEINEX)」，簡稱中歐所，公司總部位於德國法蘭克福。早些年前，上交所與 DBAG 即提議在歐洲建立離岸人民幣交易平台，經過研究與商討，也獲得兩國監管機構與政府支持，最後正式合資成立中歐所。中歐所定位於打造離岸人民幣資產的交易和定價中心，目前推出產品為股票、債券、基金與指數 ETF 期貨等商品。

2017 年 11 月 DBAG 旗下證券交割與保管機構明訊(Clearstream)推出中國債券通(China Bond Link)服務，提供國際客戶參與中國銀行間債券市場(CIBM)之結算服務。

(3) <u>跨境整併、擴大規模</u>

i. 2011 年至 2012 年與 NYSE Euronext 合併案

除在結構性商品與衍生性商品市場的跨境合作持續有進展外，在全球交易所整併浪潮中，DBAG 也希望能更有突破性的發展。於 2011 年 2 月 9 日，DBAG 與紐約泛歐交易所(NYSE Euronext)再次宣布合併計畫，預計在 2012 年組成全球最大的金融交易所集團。在此之前 DBAG 曾於 2008 年和 2009 年兩度嘗試與 NYSE Euronext 合併，但均以失敗告終。然而黑池(Dark Pool)和其他另類交易系統(Alternative Trading System，ATS)的迅速崛起大幅削弱交易所競爭力，迫使 DBAG 不斷思考新成長模式。根據雙方原協議內容，DBAG 股東持有合併後新公司 60%的股權，NYSE Euronext 股東持有另外 40%。新公司將在荷蘭註冊，分別於法蘭克福及紐約設立兩大總部。全球衍生品業務規劃由法蘭克福總部領導，全球上市和現貨交易業務由紐約負責。

此案在合併過程中一直相當受到注目，在 2011 年間也陸續取得雙方股東與兩國證券主管機關之同意。不過，當初預期此合併案最大之考驗是在反壟斷審查部分，雙方於 2011 年 9 月取得美國司法部有條件地核准，但歐盟部分一直面臨極大阻力，特別是無法解決在衍生性商品業務與結算交割業務等可能造成在歐盟境內高度壟斷的疑慮，儘管兩交易所提出許多建議方案，但皆無法取得歐盟公平競爭委員會的同意。最終此合併案，在歐盟委員會 2012 年 2 月宣布否決後正式劃下句點。DBAG 表示將持續現有的發展策略，不因合併案受阻而影響未來的營運模式與健全成長。

ii. 2016 年至 2017 年與倫敦交易所(LSE)合併案

2016 年 DBAG 與倫敦交易所(LSE)於 3 月宣布達成合併協議，DBAG 將佔 54.4%股權，新合併公司總部同設於倫敦與法蘭克福，合併後預估市值僅次於芝加哥商品交易所(CME)，在現貨商品與衍身性商品方面將產生互補，創造綜效，預期將可以主導整個歐洲資本市場發展，雙方股東皆表決通過此項合併案。

然而，歐盟官方於 2017 年 3 月 29 日宣布，拒絕批准 DBAG 與倫敦交易所合併案，理由為雙方合併後會在清算固定收益商品重要領域造成壟斷。在審查的過程中，倫敦交易所曾提出把倫敦清算所(LCH)旗下的法國清算所(Clearnet)出售給泛歐交易所(Euronext)，降低歐盟對於壟斷之疑慮，但歐盟認為讓步不夠，要求倫敦交易所把旗下之義大利債券交易平台(MTS)也出售，倫敦交易所拒絕，合併案就此破局。市場對此解釋，英國脫歐公投以後，歐盟對英國分手的強硬態度，就使得德英交易所世紀合併案失敗機率大幅提升。

(4) 協助新創公司發展

i. 德國交易所創業網(Deutsche Börse Venture Network)

DBAG 為了協助新創公司發展，於 2015 年 6 月成立德國交易所創業網，主要提供新創公司與投資人媒合的服務，除了提供籌資管道以外，亦提供技術與管理的相關訓練，協助新創公司於早期成長階段能有效的達成財務目標。

ii. 德國交易所金融科技樞紐(Deutsche Börse Fintech Hub)

DBAG 於 2016 年 4 月在法蘭克福市中心建立金融科技新創公司，提供共同辦公與彼此交流的環境，及提供諮詢與教育訓練的服務，其中包括德國交易所創業網的員工將會在籌資、建立網絡與開發客戶等領域，協助新創公司成長。

3. 集團架構

自 2018 年 1 月 1 日起，DBAG 將事業群區分成 3 大面向，9 個部門，有利於集團檢視各部門績效表現與營收貢獻：

德國交易所集團公司 Deutsche Börse

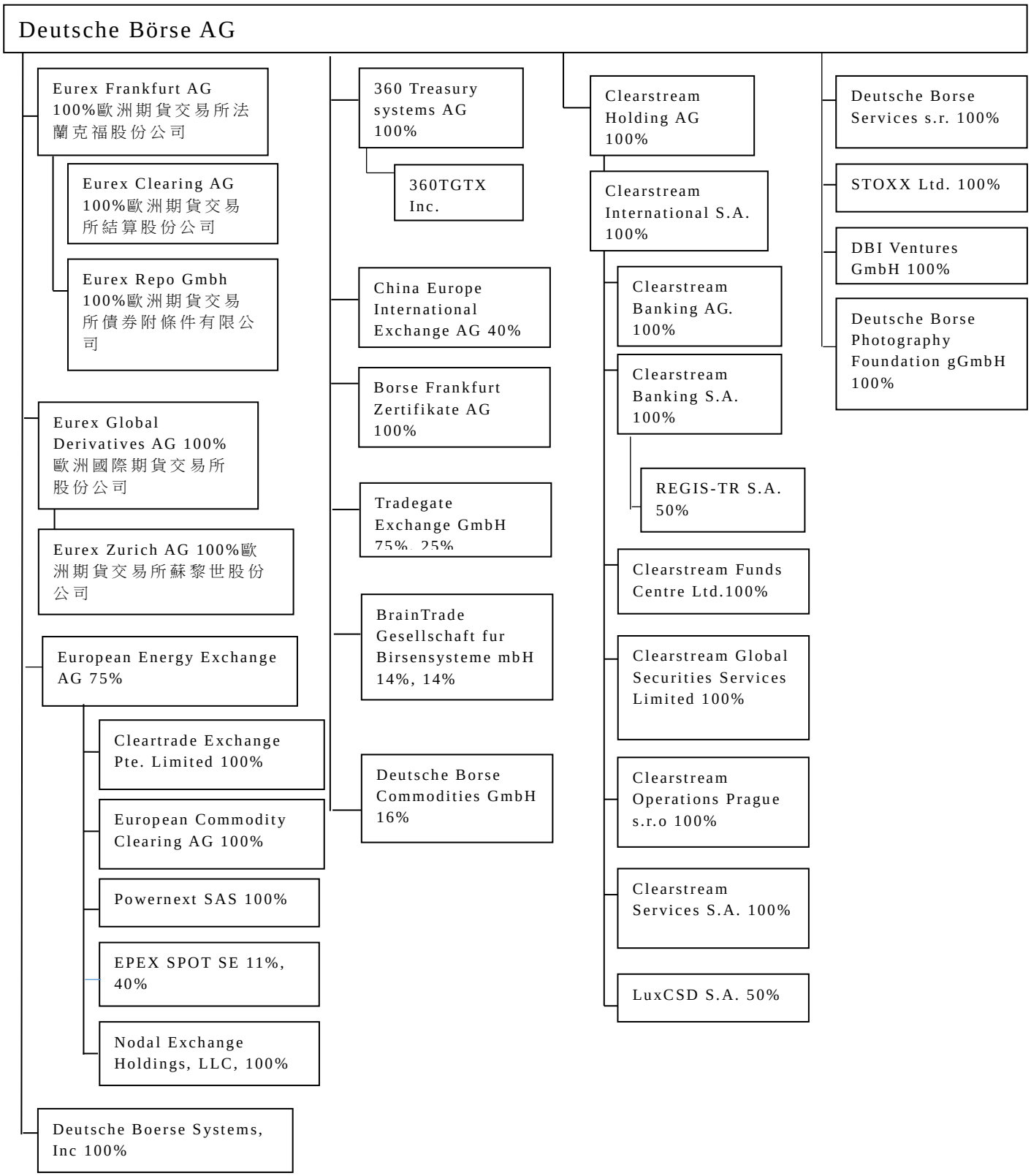
面向	交易前作業 (Pre-trading)		交易與結算 (Trading&clearing)				交易後作業 (Post-trading)		
事業群	STOXX	Data	Eurex	EEX	360T	Xetra	Clearstream	GSF	IFS
業務內容	編制與維護指數	資訊服務部門，提供客戶資料傳輸解決方案	主要金融衍生性商品交易所，旗下 Eurex Clearing 為期貨與現貨主要結算平台	能源交易所	外匯交易平台	主要現貨交易平台	證券交割與保管	證券融資與擔保品管理	基金交易平台
2018 年營收占總集團百分比	5%	6%	34%	9%	3%	8%	26%	3%	6%

經營團隊

策略規劃與執行 CEO：T. Weimer
財務 CFO：G. Pottmeyer
市場營運、IT 與創新 CIO/COO：C. Böhm
交易與結算：T. Book
現貨市場、首次公開發行前及成長型企業融資：H. Stars
數據與指數：S. Leithner

DBAG 集團控股及投資公司與持股比例如下圖所示。

德國交易所集團公司組織結構圖[15]



[15]資料來源：德國交易所網站。資料日期：2019.01.01

4. 集團上市

DBAG 2001 年 2 月 5 日於 FWB 之官方市場以每股 335 馬克首次公開發行上市，透過資本市場來募集資金，是交易所上市的先驅，除部分由原股東(於交易所內交易銀行、交易商及其他區域性證券交易所)按持股比例認購外，其餘由員工、機構及個人投資人取得。截至 2018 年底，DBAG 的股東結構中高達 94%來自於機構投資人，在外流通股數約為 1.9 億股，若以年底的每股收盤價 104.95 歐元計算，年底總市值約為 192 億歐元。

(三)歐洲期貨交易所結算保管股份公司(Eurex Clearing AG)

目前 FWB 進行的證券交易(含 Xetra 與 Floor Trading)之集中結算均是由 DBAG 集團與瑞士交易所集團(Swiss Exchange)共同持股成立的 Eurex(歐洲期貨交易所)旗下完全持股的子公司 Eurex Clearing 負責。

Eurex Clearing 於 1998 年成立，2003 年起開始處理在 FWB 交易之結算業務，擔任德國境內證券交易之集中結算對手(CCP，Central Clearing Party)。Eurex Clearing 也同時負責在 Eurex 交易的債券、附買回交易、期貨、選擇權、在歐洲能源交易所與 Eurex 交易的碳排放權及愛爾蘭交易所等之 CCP。

(四)明訊國際保管股份公司(Clearstream International S.A.)

早期德國證券集中保管公司 DKV(AG)負責證券的保管與結算，為 DBAG 百分之百的子公司，在各證交所皆有分支機構，結算時款券的帳載為 DKV 所控制，而銀行間的轉帳則透過 DKV 在德國央行的地方分行下指令後自動轉帳，1997 年在 DKV 的基礎上成立德國交易所結算保管股份公司(DB Clearing AG, DBC)，1999 年 6 月由 DB Clearing AG 宣布與世達國際公司 Cedel International 證券市場之公司各出資 50%成立 Clearstream 公司，尤其負責德國現貨市場之結算與保管業務，2002 年德國交易所集團公司完成併購 Cedel，取得 Clearstream 全部股權。2003 年起為提昇結算交割效率，現貨市場改採集中交易對手(CCP)，結算業務由 Clearstream 轉至 Eurex Clearing AG 負責，Clearstream 則專職證券交割與保管業務。自此結算與保管業務分離，開始進行現貨與期貨結算業務之水平整合。

另為提升歐洲證券跨國交易後的交割作業效率與降低作業成本，Clearstream 與希臘、西班牙、奧地利、瑞士、丹麥、挪威、賽普勒斯等地共八國之證券集中保管公司宣布將在西班牙共同創設 Link Up Markets 之交割作業平台(隸屬 DBAG 集團旗下)，專門處理跨國交割作業，提供七個證券集中保管公司跨國交割作業的連結機制。該平台是依據 2000 年歐盟產業政策與競爭力結論，建立單一窗口處理跨國交割作業，以降低跨國交易之複雜度。為深耕亞洲影響力，且看好亞洲為未來證券市場主力成長區域，Clearstream 於 2013 年 9 月與新加坡交易所簽訂合作意向書，決定共同發展亞洲抵押品管理

服務事業，2014 年 4 月 Clearstream 亦與臺灣集中保管公司互相開戶簽約，暢通海外款券交割作業，至今 Clearstream 已與 16 個證券市場完成直接開戶交割之協議，其國際中央證券保管(International Central Securities Depository，ICSD)業務亦已與全球 54 個證券市場之集保中心、中央結算所或交易所之結算業務連結。

2010 年 12 月，Clearstream 與西班牙交易所(BME，Bolsas y Mercados Españoles)共同成立 OTC 衍生性商品交易資訊管理機構 REGIS-TR，主要業務為蒐集與整理由交易者彙報的 OTC 商品交易。目的是讓 OTC 的衍生性商品交易資訊更為透明，也反映出市場對金融風暴後的 OTC 商品監管議題之重視。

Clearstream 為完整其基金全球化與多樣化之服務範圍，2012 年 10 月將避險基金(Hedge Fund)納入其服務流程中，增加基金服務之作業效率並降低風險。

(五)證交所會員

1. 在德意志交易所集團尚未公開上市以前：

   交易所的會員型態有三種，分別為銀行代表、官方經紀商(Official Brokers; Kursmakler)與獨立經紀商(Free Bookers; Freimakler)。

   (1) 銀行代表：客戶僅能透過銀行在交易所的代表下單。銀行是官方經紀商必須的仲介者，因官方經紀商不直接與投資人交易，僅撮合銀行間的交易。銀行代表可以自己帳戶交易，將客戶的買賣單與自己或與其他銀行撮合，再將餘額報給官方經紀商。

   (2) 官方經紀商：係由地方政府指派，建立官方報價與安排交易員間的交易是他們獨有的權利。除非職務上需要否則不能以自己名義或自己帳戶交易。

   (3) 獨立經紀商：是非官方的經紀商，允許在交易廳活動，其功能為撮合銀行間在管理市場或在非官方管理市場的交易，以及固定價格。

2. 1990 年 8 月由銀行與證券經紀商共同成立法蘭克福證券交易所控股公司(Frankfurter Wertpapierbörse AG)並進行商業登記，逐步整併各項業務單位，1992 年 12 月法蘭克福證券交易所控股公司正式改名為德意志交易所集團控股公司(Deutsche Börse AG)，於 2001 年 2 月正式掛牌上市，交易所已由會員制轉變為公司制。

參、主管機關組織及權責

一、設立緣起

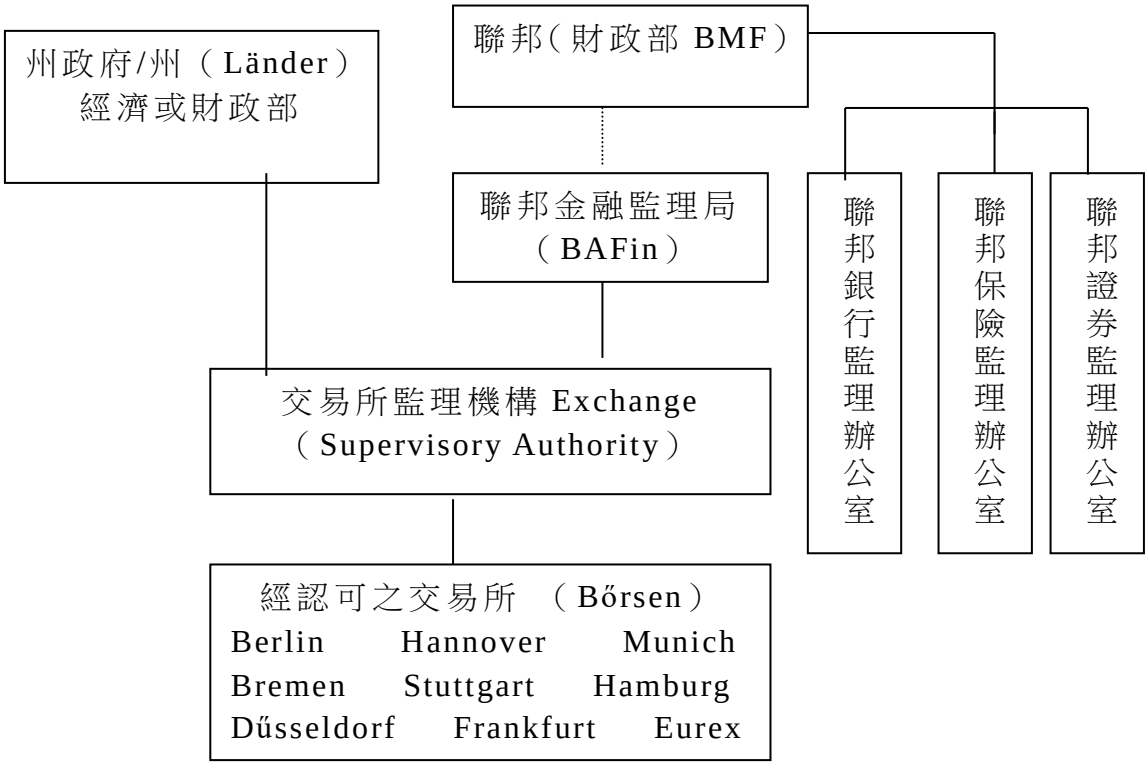
為使資源有效運用，達到證券及期貨市場之最佳功效，德國積極整合證券及期貨市場，該項任務業已與 1994 年完成，德國證券及期貨之主管機關係一致，均為聯邦證券監理局 BAWe（Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel；Federal Supervisory Authority for Securities Trading），德國聯邦在1995年5月完成證券交易法中有關主管單位架構與監督權限之相關法條及相關法令修正。該機關係依 1994 年制定之證券交易法第三條規定，於 1995 年 1 月 1 日成立，主要受聯邦財政部之管轄。

2002 年 4 月德國通過一項金融機構合併法，將原本分別負責監督銀行（BAKred）、保險業務（BAV）、以及證券期貨業務（BAWe）的三個主管機關合併在一個新的金融監理機構—聯邦金融監督管理局 BAFin[16]（Bundesanstalt für Finanzidenstleistungsaufsicht）之下，該項架構並於 2002 年 5 月 1 日正式運作。聯邦金融監管局成立後，整個金融體系包括銀行、保險、證券都在其監督之下，除了保護消費者權益及監督企業償債能力的功能外，也希望維持德國經濟穩定，並提昇競爭力。

二、組織架構

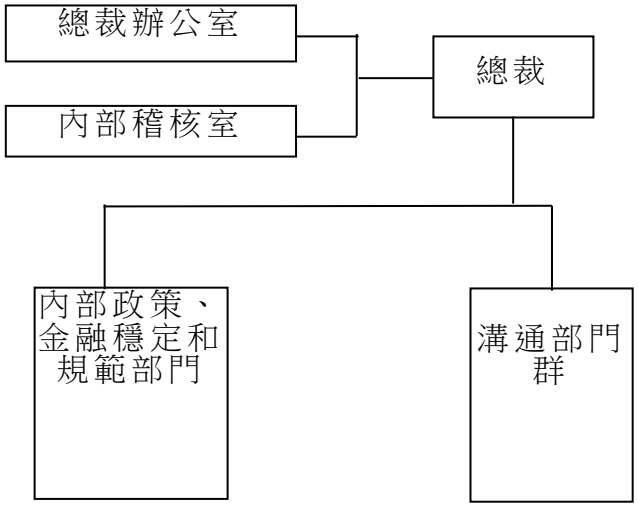
BAFin 總裁由聯邦政府提名，總統任命，新的監理架構保留三個前監理機構的專業領域部分，這三個監理機構去除各自的行政部門，由中央單位統籌預算、組織、人力資源、控制及資訊技術等。另外 BAFin 建立一個跨部門的單位，負責三個前監理機構均有關的議題，例如金融市場及國際事務、消費者與投資者保護等。2002 年 7 月第四金融市場促進法案引進幾個新的監理職責範圍，包括洗錢防制在內。茲簡要例示德國監理架構如下圖：

[16] 為使資源有效運用，以達證券及期貨市場之最佳功效，德國積極整合證券與期貨市場，該項業務與 1994 年完成。目前德國證券暨期貨主管機關係屬一致，均為 BAFin。其網站為 http://www.bafin.de.



資料來源：德國財政部網站，http://www.bundesfinanzministerium.de；德國金融監理機構網站 http://www.bafin.de；本研究整理。

茲另將 BAFin 組織架構圖簡列如下：



資料來源：BAFin 組織架構圖，
https://www.bafin.de/EN/PublikationenDaten/Jahresbericht/jahresbericht_node_en.html， Annual Report 2017。瀏覽日期：2019 年 5 月。

三、主要權責

（一）一般權責

BAFin 成立後，整個金融體系包括銀行、保險、證券都在其監督之下，除了保護消費者權益及監督企業償債能力的功能外，也希望維持德國經濟穩定，並提昇競爭力。BAFin 主要之功能之一在於使證券及期貨市場適當運作，以達成保護投資人、促進市場透明及公平之目標。該機關主要職權規範於證券交易法第四條，主要權責為確保交易市場運作能確實遵行各項法令規章、訂定證券交易所之收費結構及費率、監督經理部門業務運作及對總經理之聘任與監督等。BAFin 於 2019 年 7 月 16 日，發布《大數據遇上人工智能：金融服務監管的挑戰和影響》的研究報告，隨著大數據和人工智能（BDAI）在金融市場的使用增加，監管機構將面臨新的挑戰。[17]依據證券交易法及證券買賣公開說明書之相關規定，其一般權責主要包括下列各項：

1. 打擊及防範內部人交易行為；
2. 監督所有證券及衍生性商品之交易遵循證交法第九條相關報告之要求；
3. 監督上市公司之公開揭露資訊是否符合要求；
4. 監督上市公司之持股異動是否符合揭露之要求；
5. 監督行為準則及投資服務公司之組成；
6. 公開說明書之保管；
7. 與國內其他機關合作；
8. 與國外機關合作所有有關證券交易之監督事宜。

由於 BaFin 係自籌經費，而非使用德國聯邦政府編列預算，故聯邦金融局組織法（FinDAG）第 13 條第（1）款授權 BaFin 徵收下列費用： 向業者徵收市場管理費（fees，FinDAG 第 14 條）、個別償還退款（separate reimbursements，FinDAG 第 15 條），及成本分配（Allocation of costs，FinDAG 第 16 條）[18]。

[17]參見 BaFin 網頁 https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/EN/Konsultation/2018/kon_bdai_studie_en.html，瀏覽日期：2019年 5 月

[18]參見 BaFin 網頁 https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/EN/Aufsichtsrecht/Gesetz/findag_aktuell_en.html?nn=8236218，瀏覽日期：2019年 5 月

（二）不法行為處罰權

1、法源依據

原「證券交易法」中規範內線交易之條文主要規範在第三章，以及第三十八條有關違反內線交易規定之罰責。德國政府於 2004 年 12 月起修改「證券交易法」，由於所修訂之法律龐雜，為使業者易於遵循，並提供投資人參考，BaFin 將相關修正內容統一整理，於 2005 年 7 月 15 日公布「發行人指引」（Issuer Guideline）[19]並於 2009 年再度修訂。德國財政部並配合制訂三個行政命令（Ordinances），分別為：

(1)2004 年 12 月 13 日發佈：「依證交法規定之通知與揭露責任與維護內部人名單責任」（Ordinance Specifying Duties to Notify, Inform and Disclose and the Duty to Maintain Insider registers according to the Securities Trading Act，簡稱 WpAIV）[20]；

(2)2004 年 12 月 17 日發佈：「金融商品分析人員」（Ordinance on the Analysis of Financial Intruments，簡稱 FinAnV）[21]

(3)2005 年 3 月 1 日發佈：「操縱市場定義規則」（Market Manipulation Definition Regulation，簡稱 MaKonV）[22]。

(4)2008 年 8 月再針對「證交法」第 20a 條「員工交易之監管」（Supervision of Employee Transactions）定義不明確部分再予修正，如：「員工」與「適當行為」（Proper Conduct）加以定義，並提供指引與明確禁止部分員工交易行為；

(5)2009 年 3 月依據 BGH 的判斷，BaFin 調整了對借券之方式，並相對應修改了發行指引。

上開行政命令均於 2010 年 7 月 27 日，因歐盟指令部分修訂而配合修正。

---

[19] BaFin, Issuer guideline, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/EN/Fachartikel/2013/fa_bj_2013_09_emittentenleitfaden_en.html，瀏覽日期 2019 年 5 月。

[20] 參見 BAFin 網頁，https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/EN/Aufsichtsrecht/Verordnung/WpAIV_en.html?nn=8356586，瀏覽日期：2019 年 5 月。

[21] 參見 BAFin 網頁 https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/EN/Aufsichtsrecht/Verordnung/WpAIV_en.html?nn=8356586，瀏覽日期：2019 年 5 月。

[22] 原文參見 Federal Law Gazette 2005 I, p.515, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/EN/Aufsichtsrecht/Verordnung/MaKonV_en.html?nn=8356586，瀏覽日期：2019 年 5 月。

２、內線交易

(1)標的範圍

新修正WpHG第12條第（２）款規定，所謂「內線證券」（insider securities）之範圍，包括：

A.有價證券：包含可於市場中交易之股份、認股權憑證、債券、分紅認股權（profit-participation certificate），或認購（售）權證；可於市場中交易之類似債券性質之有價證券；依「德國投資法」（Kapitalanlagegesellschaft）規定，投資公司所發行之基金單位；

B.於貨幣市場交易之商品；

C.衍生性商品：包括無條件或不附條件之店頭衍生性商品，其價格係直接或間接由下列因素所決定：

a. 在交易所或市場交易之有價證券市場價格；

b. 在交易所或貨幣市場交易商品之市場價格；

c. 在交易所或現貨商品或貴金屬商品之市場價格；

d. 外國貨幣匯率。

D.有價證券所表彰之權利；

E. 其他經德國或其他歐盟會員國受規範市場允許交易之商品。

(2)內線消息

依新修正WpHG第13條第（１）款規定，「內線消息」之構成要件為：

A.具明確性（Concrete nature）之資訊

所謂「明確性資訊」係源自於MAD指令，只「該消息係已存在或可合理期待其即將發生」，在此定義下，所有被廣為認可之事件或狀況，對人類或其環境發生影響者，不論為評估、意見陳述、分析比較、預測與謠言，皆可成立「內線消息」。在多層級決策過程下才做成之決定，對於哪一部份的消息會被為內線，必須依各層級分別判斷，例如：甲公司有強烈意願購併乙公司，此一購併意願已構成確定資訊，而不論其原始意圖為何？依一般合理投資人預測只要購併程序進一步推進，其對市場價格之影響力越高；若乙公司也表達對購併提議贊同之態度，對於一個理性投資人而言，就具有買入乙公司股票之強烈動機，即使雙方最終並未對購併重要細節達成共識，亦不影響其成立「內線」之效力。此外，謠言係基於事實所產生者，亦可能構成內線，因為謠言雖非真實，但其所代表之資訊可能使理性投資人據以採取行動。故謠言是否屬資訊，應

視下列特定條件而定：A.謠言之來源；B.可驗證之事實據以成為謠言之基礎；C.市場狀況，包括整體狀況與公司所屬個別產業之狀況；D.可能受影響公司之財務狀況。

B.尚未對大眾公開

不論消息是否由發行人所公開，一旦消息對外得為大眾所知悉，即不屬於內線。為市場參與者之共同利益，各國均致力於建立一套廣泛、易於取得之資訊系統，俾便內部消息為廣大投資人所知。重點在於該消息是否可為一般大眾所取得，若資訊傳遞服務之對象僅限於特定人或團體，並不符合「公開」之要件。

C.直接或間接與一個或數個內線證券發行人有關，或與內線證券本身有關

並非發行人之行為才會產生內線消息，即使與發行人無直接關係，市場資料（Data）與市場消息（Information）也可能影響市場價格，或影響發行人之現狀或個案之內線消息狀態。例如：央行對利率之政策決定、匯率之改變、商品價格波動、特定產業之統計數據、修正法律計畫，或與內線證券有關之證券交易資料與消息，如納入指數成份股或除名等。

D.若消息公開，對該內線證券在交易所或市場之價格產生顯著影響

此為判斷消息是否具「重大性」（Materialize）之重要條件，為符合此一條件，應視理性投資人是否將其所有可取得資訊納入投資決策考量，及此一消息是否使投資人為買或賣之決定。第一步應先檢視此消息如單獨存在，可否合理的對價格產生顯著性影響。收購要約、特定重要契約終止、重大發明或獲利警示、公司自治受威脅、減資，控制或獲利移轉契約終止、股利政策改變，都可能具重大性。接下來應將獨立因素納入是否考量，考量各該因素是否能普遍或充分增加或減少市場價格顯著變化性。

(3)禁止行為

依新修正WpHG第14條規定，共有三種禁止行為：（1）使用內線消息買進或賣出內線證券；（2）未依法令規定，對第三人揭露或使其取得內線消息；或（3）對第三人推薦或誘引第三人，以內線消息為基礎買進或賣出內線證券。

(4)豁免內線交易責任之情形

由於使用內線消息有賴內部人於下買賣單前有接觸相關消息之機會，新修正WpHG第14條將MAD指令Article 2第3項內容納入，也就是投資人雖然有

接觸內線消息可能，但事實上是在不知有內線消息存在之情況下，決定定期買入固定數量之內線證券，雖然由結果看來內部人可能取得內線消息，但因內部人並非使用所謂之內線消息進行投資決定，即無法構成第14條第（1）項所禁止之行為。例如：員工認股計畫（Employee Share Ownership Programmes，簡稱ESOPs）係屬於到期即「自動」執行之股票取得行為，並非員工本身自發性行為，即使於認股當時，員工剛好有接觸內線消息之機會，亦不能認定員工之取得股票行為係內線交易。另同法第14條第（2）項則引用歐盟Regulation (EC) 2273/2003之規定，將買回股票計畫（Buy-Back Program）與穩定股價措施兩者排除內線交易禁止條款之適用。

（5）處罰

A.依WpHG第38條第（1）項第1款規定，違反同法第14條第（1）項所規定禁止買進或賣出內線證券者，應處五年以下有期徒刑，或科罰金。本條規定適用於所有的內部人，且不論其係經由何者方式取得內線消息。

B.WpHG另對「主要」（Primary）與「次要」（Secondary）內部人明文定義，因二者所負之責任不同，其懲罰程度亦不同。內部人之規範範圍區別如下：

a. 主要內部人

依WpHG第38條第（1）項第2a款規定，「主要內部人」（Primary Insider）包含董、監事會成員、公司委員會成員、一般合夥人及與發行人之關係企業，及德國「公開發行有限公司法」（簡稱AktG）第15條以下所規範之控制公司，不論證券發行人是否於交易所上市掛牌，或為公開發行有限公司，均為內線交易所規範之範圍。又依WpHG第38條第（1）項第2c款規定，「主要內部人」亦包括任何人依法令規定基於職業或僱傭關係，或基於職責取得內線消息者。如：信用評等機構與金融服務提供者，或外部審計師、稅務顧問、律師、企管顧問等。甚至可能及於公司聘僱之人員，如：公司為董事所雇用之司機，於行車時聽到後座董事與其他人之談話，因而取得內線消息；或是公司雇用之清潔人員，在整理內部人辦公桌時，閱讀提及內線消息之文件等。換言之，為依法律授權可接觸（Access）內線消息之人，如：公司管理（Management）或監察機構成員，或為發行人之一般合夥人，或發行人關係企業，或基於職業、僱傭或職務關係得以接觸內線消息者。此外，依WpHG第38條第（1）項第2b款規定，「主要內部人」之概念亦適用於因持有發行人股權而注意發行人內線消息之自然人或法人，即予該發行人之關係企業。故區分「主要」與「次要」在於利用內線消息時點當時是否持有股權，但不問其是否為主要股東，或其持有股權比例多寡。

b. 次要內部人

指經由任何其他方式，包含：未經適當授權而接觸內線消息之員工，或藉由逾越可接觸權限範圍取得內線消息之人。依WpHG第38條第（1）項第2d款規定，任何人預備或經由犯罪行為取得內線消息，即被視為主要內部人。所謂「犯罪行為」指與德國刑法(StGB)第244條以下竊盜罪之正犯(Primarily Theft)，與同法第201條以下之違反資料秘密罪（Confidentiality of Data）之行為人。

C. 因應AnSVG之公布施行，增定WpHG第38條第（3）項，將MAD指令Article 2(1)項1款與Article 14納入，禁止意圖（attempt）執行內線交易，也就是禁止主要內部人，未經許可揭露內線消息予第三人，或推薦或引誘第三人買進或賣出內線證券。因此，內部人揭露內線消息，或引誘他人買進或賣出內線證券，且符合同法第38條第（1）項第2款之要件，為買進或賣出證券者，依該條得處五年以下有期徒刑，或科罰金。反之，持有內線消息者，僅揭露內線消息，或引誘他人為買進或賣出，但不符第38條第（1）項所規範之行為者。依同法第39條第（2）項第3款與第4款，及第39條第（4）項規定，因不法行為程度較輕，僅構成行政罰，處以不超過20萬歐元之罰金。

D.依WpHG第38條第（4）項規定，內部人可得而知而未予瞭解、或因過失而不知，致取得內線消息，從而為取得或處分內線證券之行為，可能面臨一年以下有期徒刑，或科罰金。此處之內部人包含主要與次要內部人，規範範圍較前述條文更為廣泛。例如，公司董事會欲進行證券交易，誤以為內線消息已經對外公開，但事實上消息並未經由適當管道對外公開之情形，仍屬內線消息。

3、操縱市場

WpHG 第 20 條以下有關「禁止操縱市場條款」，為資訊通知與揭露義務規範架構之一部分，由於資訊透明度為金融商品的評價之重要關鍵，故錯誤或誤導陳述為禁止行為，發行人應時時考量如何合法且適當揭露資訊，以避免操縱市場行為之發生。然而，相對於適當揭露義務規範，操縱市場條款所規定之範圍遠較其為廣，通常也及於非官方市場（Regulated Unofficial Market，德文：Freiverkehr)之金融商品。配合歐盟 MAD 指令之適用，除公布 AnSVG 外，於 2010 年再度修訂 WpGH 第 20a 條，以符合歐盟一致性標準。

（1）WpHG 第 20a 條「操縱市場禁止」

依新修正 WpHG 第 20a 條規定，操縱市場禁止規定涵蓋範圍包括證券交易所交易之金融商品，以及經許可於公開市場進行交易者。行為態樣則由錯誤陳述，擴及至誤導性陳述亦屬之。同時，本法也禁止為對市場供求（Offer & Demand），或金融商品在交易所或市場價格，製造人為價格波動之目的，引發錯誤或誤導訊號而執行交易或買賣單。並另外對進行金融商品價格穩定措施，及依 2003 年公布之歐盟法規 EC 第 2273 號所允許之股票買回計畫交易（Buy-Back Programmes），訂定所謂「安全港」（Safe Harbor）之違法責任豁免條款。經過修法後，違反操縱禁止之行為相較於舊法更易成立，且除故意違反被處罰外，因重大過失（Reckless）而違反此一規定，亦納入處罰。

為增進投資人保護，BaFin 依據本法規定可對涉嫌違反 WpHG 之行為發動監視（Supervise）與追訴權(Prosecute)。BaFin 本其職權得隨時間是市場行為是否遵循 WpHG 相關法律規定與要求，並得為適當命令或處置以確保法令遵循。此外，BaFin 於市場出現不法行為與內線交易之案件時，得暫時禁止或延後金融商品交易，BaFin 亦有權傳喚與質問嫌疑人，並要求提出相關資訊與文件。BaFin 若為此必須公開資訊或為揭露時，其依 WpHG 規定進行公開揭露之費用由應負責任者支付。

（2）分析師之監管

AnSVG 擴大現行法規範範圍，從在主管機關註冊之證券服務提供者所雇用之分析師外，擴大至所有金融商品分析人員，未受僱於企業的獨立分析師亦包括在內，範圍更涵蓋已取得專業認可或正準備取得專業認可之分析人員。由於進行證券分析研究，以及投資策略之相關建議，必須具有一定程度之專業、謹慎與認知，並應揭露任何可能之利益衝突，AnSVG 要求任何傳遞（Passing on）或對大眾散佈消息之行為，均應加以揭露。外部分析人員研究之摘要只能在其內容為明確、無誤導，且消息係來自於原始文件者（Reference is made to the source document）方可進行傳遞，本法對新聞記者訂有特別條款。

（3）處罰

禁止操縱市場之賠償責任可分為行政責任與刑事責任兩方面，而究竟是負行政或刑事責任，則決定於下列兩個因素：

A. 對交易所或市場價格之影響程度；及

B. 違法行為是否為故意或僅係為過失。

若交易所或市場價各確實受到違法行為之影響，且行為人為故意（Willfully），則依WpHG第38條第（1）項第1款與第2款規定，及第38條第（2）項第11款規定（配合第20a條第（1）項第1段），為五年以下有期徒刑。而同法第38條第（2）項更規定，「臨時起意」（Contingent Intent）亦為充分的主觀構成要件。因此，構成刑事處罰之構成要件，為：

A.負有義務之人已是先考慮到，若為錯誤或誤導陳述對金融商品價格評價將造成顯著影響之可能性；

B.對價格之影響可能引發之結果已有預見；

C.行為人接受此一結果之發生。

若應負責任之人為故意，但其行為對金融商品價格未必引發事實上之影響（Actual Influence），則可能僅受行政處罰，多以罰款之方式為之。至於應負責任之人因過失而觸犯操縱市場條款者，亦僅為行政處罰[23]。

肆、市場規模

一、集中市場

(一)市場商品種類

1、權益證券：普通股、特別股、認股權證、認購(售)權證，與指數股票型基金(ETF)、交易所買賣原物料商品(ETC)、交易所交易債券(ETN)、不動產投資信託(REITs)與特殊目的併購公司(Special-purpose Acquisition Companies，簡稱 SPACs，屬集合投資計畫架構 collective investment schemes 之一種)等。

2、債券商品：政府債券、轉換債券、零息債券、附認股權債券、指數連動債券、浮動利率票券，政府短期債券、國庫券、抵押權券債與地方政府債券等。

3、其他：單位信託憑證(Unit Trust Certificate)、債券憑證(Certificate of Indebtedness)、利潤參加債券(Profit Participatory Bond)、附認購權的利潤參加債券，另共同基金亦可透過交易所進行交易。

[23] BaFin, Issuer Guideline, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/EN/Fachartikel/2013/fa_bj_2013_09_emittentenleitfaden_en.html.瀏覽日期：2019 年 5 月

(二)主 要 指 數

德國交易所集團公司(DBAG)在編製指數上不遺餘力，除有代表市場藍籌股表現之指數外，尚有中、小型股指數、各類股指數、債券指數與各式客製化指數等，此外，DBAG 也推出了多種策略型指數做為投資人之績效指標。DBAG 目前亦是全球最主要的指數編製機構之一，旗下市場資訊分析部門(Market Data & Analytics)所計算指數已超過 3,000 支。目前，德國市場主要代表指數為 DAX(Deutscher Aktienindex, The German Stock Index)。DAX 指數為綜合三十支德國藍籌股的加權指數，依據交易量與市值而挑選。計算方式採 Lasperyres 公式，以在法蘭克福交易所大廳與 Xetra 系統成交之股價所產生的價格來運算指數，遇市值改變與除息時會進行調整。DAX 以 1987 年 12 月 31 日為指數基期，基值設定為 1,000。目前 DAX 指數同時提供價格指數與報酬指數供市場參考。

自 2002 年 6 月 24 日起，DBAG 將所有股價指數之計算基礎改為自由浮動。股價指數成分股之權重，係以其可自由交易之股份數目加以計算，即是採取公眾流通量的算法。在此之前，股價指數成分股之權重，係以其全部可供交易之股份數目加以計算，此種轉變可使指數成分股的權重真實反映市場實際上可快速自由流通的額度。另自 2006 年 1 月 2 日起，德國交易所四大主要指數，DAX、MDAX 以及 TecDAX 指數，從每 15 秒計算一次改為每秒計算，並經由 CEF 即時資訊系統對外傳輸。德國交易所此種增加主要指數計算頻率之做法，將有助於提昇指數對發行人及投資人的吸引力。由於可以更快速而精準的進行即時股價資訊分析，將使執行自動化交易策略之投資人獲益良多。

DBAG 自行編製之指數系列臚列如下：

1、DAX German Indices

2、DAXplus

3、DAXglobal

4、Fixed Income

5、Alternative Asset Classes

6、Customized Indices

除持續編製德國境內指數外，DBAG 與瑞士交易所集團入股共同持有歐洲指數編製公司 STOXX Ltd.(2015 年 DBAG 已完全持有 STOXX)。STOXX 公司以編製歐洲區跨國的指數為主要業務，1998 年推出首檔指數 EURO STOXX 50® index，之後亦陸續推出多檔代表性指數，授權發行許多商品。入股後，STOXX 並負責協助行銷 DBAG 與瑞士交易所編製的指數。

此外，DBAG 將發展指數視為核心業務並持續擴展指數業務的可能性，2009 年 5 月推出「Index Corporate Action Forecast」服務，提供市場關於 DBAG 編製之指數成分股公司活動訊息，與公司活動對指數造成之影響及調整。之後 DBAG 所有新編指數也提供相同的資訊服務。上述公司活動訊息之預測資料均為每日提供，並可讓使用者依據個別需求選擇 HTML、FTP 或電子郵件等不同的傳輸管道，便利使用與追蹤指數的投資人。

(三)市場規模

年度		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
股票	上市家數	747	720	670	619	592	499	514
	上市市值總額(十億美元)	1,486	1,936	1,739	1,716	1,732	2,262	1,755
	市值對 GDP 比例(%)	41.20	56.46	47.82	51.10	49.79	61.39	--
	成交值(十億美元)	1,275.95	1,334.54	1,469.73	1,555.55	1,306.43	1,481.70	1,818.48
	成交值週轉率(%)	92.02	77.09	75.08	83.02	74.93	67.25	78.61
	本益比	11.85	15.88	14.68	15.83	14.99	16.03	10.79
	DAX 期末指數	7612.39	9552.16	9805.55	10,743.01	11,481.06	12,917.64	10,558.96
債券	上市檔數	22,172	22,785	25,334	NA	NA	29,749	30,310
	交易金額(十億美元)	44.15	31.45	25.72	NA	NA	4.60#	9.92

註：

- 資料來源：臺灣證券交易所統計報表--世界主要證券市場比較、WFE Statistics。
- 2015 年起至 2017 年 6 月 WFE Statistics 暫停提供 DBAG 債券上市檔數與交易金額相關數據，2017 年 7 月重新公布，因此 2017 年 DBAG 債券交易金額僅計算 7 月至 12 月的合計值。

二、店頭市場

無

伍、證券發行

一、有價證券公開發行

（一）有價證券公開發行規定

需為股份有限公司(AG)方得公開發行。

（二）初次公開發行

若欲在歐洲籌資，有兩種管道：

1、 在歐盟監管(EU-regulated markets)的監管市場(Regulated Market)掛牌籌資。依資訊透明度的要求區分如下：

(1) 高級市場：需遵行主要標準(Prime Standard)。若欲編入各項指數(DAX®、 MDAX®、TecDAX®及 SDAX®)，則需遵守最嚴格之主要標準。

(2) 一般市場：僅需遵行一般標準(General Standard)，係歐盟監管市場之最低法令標準。如上市公司屬德國發行人則自動將其加入 CDAX 指數。

2、 由各交易所自行管理並規範的非官方監管市場(Regulated Unofficial Markets)，又稱公開市場(Open Market)，採行自由交易之方式。若申請符合資訊透明度之初級標準(Entry Standard)，則稱為初級市場。

3、 以資訊透明度區分，由高到低分別為：高級市場、一般市場、初級市場。

（三）二次發行(無相關資料可考)

（四）其他金融商品之公開

可在公開市場(Open Market)上市，惟公開市場非正式之官方市場，僅受交易所集團[24]之管理規章[25]規範。

二、有價證券上市申請程序

(一) 由申請上市公司與符合德國銀行法案(German Banking Act)規定之金融

[24] 德國交易所集團公司(Deutsche Börse AG)

[25] 全名為 General Terms and Conditions of Deutsche Börse AG for the Regualtied Unofficial Market on the Frankfurt Stock Exchange 及 General Terms and Conditions of Scoach Europa AG for the Trading with Structured Products in the Regualtied Unofficial Market on the FWB Frankfurt Stock Exchange

機構[26]一起提出書面申請，如該申請上市公司即為上述之金融機構，則可單獨提出申請。

(二) 由交易所會員保薦承銷。

(三)上櫃申請程序

無

(四)上櫃標準

無

三、有價證券上市標準

受官方監管之高級及一般市場上市條件較為嚴格，但投資者權益和市場公開性也獲得最大保障。非官方監管市場之初級市場上市條件則最寬鬆。上市條件如下：

	歐盟監管市場（高級市場及一般市場）	初級市場	報價板塊
發行申請人	證券發行人及德國本土證券交易所會員（須為資本逾 73 萬歐元的銀行）作為共同申請人	證券發行人及法蘭克福交易所交易會員（須為資本逾 73 萬歐元的銀行）作為共同申請人	法蘭克福交易所連續競價交易機制的造市商(Specialist)
證券性質的限制	沒有相關規定	沒有相關規定	若為股票，必須以在德意志交易所集團認可的其他交易所上市
會計準則	1. 歐盟內的發行人：合併財務報表須按照 IFRS 準則編製；單一財務報表可按 IFRS 或德國會計準則編製 2. 非歐盟內的發行人：按照 IFRS 準則編制財報	1. 若發行人在歐盟有註冊的辦公場所可按德國會計準則編制財務報表 2. 其餘發行人需按照 IFRS 準則編制財報	沒有相關規定
營業記錄	至少 3 年	至少 2 年（債券發行	沒有相關規定

[26] 該金融機構為銀行、金融服務提供者，或符合銀行法案第 53 條第 1 項第 1 款或第 53 條 b 第 1 項第 1 款定義之公司，且需為交易所之會員，可提出 730,000 歐元之可動用資本(liable capital，結算用)證明者。

		人不受此項限制）	
最小證券市值	125 萬歐元	75 萬歐元（債券發行人不受此項限制）	沒有相關規定
最低股本發行規模	1 萬股	沒有相關規定	沒有相關規定
最小股份面值	沒有相關規定	1 歐元（債券面值不得高於 1000 歐元）	沒有相關規定
公眾流通量(free float)[27]	在歐盟公眾持股比例不低於 25%	自由流通比例不低於 10%，且股東人數不少於 30 人(債券發行人不受此限制)	沒有相關規定
需提交的文件清單	1. 公開發布的招股說明書及其獲得聯邦金融監管局(Federal Financial Supervisory Authority，簡稱 BaFin）或歐盟其他監管主體批准的證明 2. 商業登記紀錄 3. 公司章程 4. 公司董事會和監事會決議 5. 註冊許可證 6. 若為全球存托憑證，須提供其存管文件 7. 經審計的近 3 年年度財務報表 8. 最近一年度的管理階層報告	1. 公開發布的招股說明書及其獲得 BaFin 或歐盟其他監管主體批准的證明 2. 商業登記記錄 3. 公司章程 4. 發行人與德意志交易所上市合作夥伴[28]的書面合約 5. 公司簡介 6. 公司日程 7. 共同申請人對於證券發行人相關資訊的確認，包括：企業經營狀況、資本充裕、內部風險控管機制、符合資訊揭露和報告要求、獲得股東、投資者、分析師以及符合有關規定 8. 共同申請人聲明發行人的董事會具有專業知識或經驗 9. 經審計的最近一期年度報告以及管理階層報告 10. 若發行債券，需提供公司主要經營資	1、關於掛牌證券的準確描述，包括其第一上市的交易所、擬發行證券的 ISIN 代碼 2、發行非股權類證券（比如債券），需提供以下至少一項檔：現有交易場所的證明、經批准的發行說明書、發行人相關信息表格（包括發行人簡介、財務報表、債券的條款等）

[27] 公眾持股比例受創始人、其家屬及／或董事明顯而直接的長期股權控制、員工配股計劃(如受限制)、政府持股、外資持股限制等因素影響。

[28] 此處 Listing Sponser 係指具有資本市場經驗之證券商，提供專業知識輔導公司申請初次上市。

		料以及最新的公司/債券評級[29]	
發行審核監管主體	法蘭克福交易所	德意志交易所集團	德意志交易所集團
發行申請文件提交方式	通過 ERS 系統 (Exchange Reporting System)	通過 elisting 電子平臺	通過 elisting 電子平臺

四、有價證券上市審查作業規定

(一)高級市場及一般市場：由聯邦金融監管局(Federal Financial Supervisory Authority; BAFin)批准發行人的招股說明書；然後，發行申請人再向法蘭克福交易所提交發行申請，文件由管理委員會(The Management Board)負責核准申請公司是否上市。委員任期為 5 年，由交易所最高決策單位-Exchange Council 進行選任，得連選連任。委員均需具備專業能力，能負責交易所日常營運。

(二)初級市場：由德國交易所集團公司負責審核申請公司之上市資格[30]。審核過程中，即使申請公司符合上市條件，如認為申請公司上市後可能對公眾利益產生重大損害，交易所有權拒絕其申請上市。若上市申請的 6 個月之內，無法證明申請公司符合上市條件，此一申請案必需撤銷。

五、有價證券上市費規定

(一)上市費規定

1、審查費(Admission fee)：

若同一發行人於同一年度發行認股權證、Certificate 及 Reverse Convertible Bond，該年度審查費上限為 60,000 歐元。若屬經常發行債券者，每次審查費為 600 歐元；每次增發審查費為 300 歐元。

證券種類	市場	費用(歐元)
股票	一般市場	3000

[29]若該發行人的股票納入了 Dax、MDax、SDax 或 TecDax 指數，或發行人前 3 年的營業收入均不少於 3 億歐元，則不需提供公司主要經營資料。若該發行人的股票在任意歐盟監管市場上市交易，或發行人前 3 年的營業收入均不少於 3 億歐元，則不需提供最新的公司/債券評級。
[30]公開市場由交易所集團(而非各交易所)營運。

表彰股票權利之證書		
股票 表彰股票權利之證書	高級市場[31]	0
債券 Participation Certificates Units	一般市場	3000
認股權證 Certificates Reverse Convertibles	一般市場	200

Participation Certificates:由發行人保證收益之權利證書。Certificate:如 index certificate 或鎖定一籃子股票之 basket certificate。Reverse Convertible Bond：提供高收益之債券(年息約 7%~12%)，到期視股票價格決定償還本金或發放股票贖回之。

2、監管市場掛牌費(Inclusion fee)：

若同一發行人於同一年度發行認股權證、Certificate 及 Reverse Convertible Bond，該年度掛牌費上限為 75,000 歐元。

證券種類	市場	費用(歐元)
股票 表彰股票權利之證書 債券 Participation Certificates Units	一般市場	2500
認股權證 Certificates Reverse Convertible Bond	一般市場	300

3、撤銷費(Revocation fee)：

撤銷掛牌之費用。

情況	證券種類	市場	費用(歐元)
發行人主動撤銷	股票 表彰股票權利之證書 債券 Participation Certificates	一般市場	3000

[31] 已符合一般市場之上市資格，進而採用主要標準者，故毋須再繳交審查費及掛牌費，直接申請高級市場上市者，審查費及掛牌費分別為 3000 歐元及 2500 歐元。

	Units		
	認股權證		100
	Certificates		
	Reverse Convertibles		
	股票	高級市場	3000
	表彰股票權利之證書		
交易所依職權撤銷	股票	一般市場	2500
	表彰股票權利之證書		
	債券		
	Participation Certificates		
	Units		
	認股權證		100
	Certificates		
	Reverse Convertibles		
	股票	高級市場	2500
	表彰股票權利之證書		
僅撤銷部分在監管市場掛牌之有價證券	股票	一般市場	2500
	表彰股票權利之證書		
	債券		
	Participation Certificates		
	Units		
	認股權證		100
	Certificates		
	Reverse Convertibles		

4、掛牌交易費(Introduction Fee)：

證券種類	市場	費用(歐元)
股票	一般市場	2500
表彰股票權利之證書		
股票	高級市場	0
表彰股票權利之證書		
認股權證	一般市場	100
Certificates		
Reverse Convertibles		
債券	一般市場	500
Participation Certificates		2500
Units		500

5、無到期期限之有價證券上市年費(Listing Fee)：

2002 年 7 月 1 日時掛牌少於十年之公司，於掛牌滿十年時開始收取年費。

證券種類	市場	費用(歐元)
股票	一般市場	7500
表彰股票權利之證書		
Participation Certificates	一般市場	0
認股權證		
Certificates		
Reverse Convertibles		
Units		
股票	高級市場	10000
表彰股票權利之證書		

6、初級市場之各項費用：掛牌費 1250 歐元、上市年費 5000 歐元。

（二）上櫃審查作業規定

無

（三）上櫃費規定

無

六、有價證券下市規定

(一)監管市場

1、 一般市場（即採行一般標準 General Standard）之終止上市：

(1) 發行公司主動申請終止上市：基於保護投資人之立場，該公司仍有在其他本國或外國市場掛牌交易者可於公告後三個月終止上市，若未在任何其他市場交易者，則需提供投資人足夠時間出售股票，於公告六個月後終止上市，惟在不損害投資人權益的前提下，可依發行人之申請可縮短前述時限分別為一個月及三個月。

(2) 終止上市：若上市公司未達上市時之責任與義務，或已無法確保長期交易秩序，導致必須終止市場報價者，管理委員會(The Management Board)可依據德國法管理程序(German Law of Administrative Proceedings)終止其上市，並需立即以網路公告終止上市訊息。

2、 高級市場（即採行主要標準 Prime Standard）之終止上市：

(1) 發行公司主動申請終止上市：於公告三個月後終止上市，其餘程序比照一般標準終止上市之相關規定。如有例外情形，管理委員會需立即通知聯邦金融監管局(Federal Financial Supervisory Authority; BAFin)。

(2) 主要標準之終止上市並不影響一般標準之上市資格，管理委員會需依職權將其轉為一般標準之上市公司。

(二)初級市場：

上市公司若違反申請時契約所載之責任與義務，將處以罰款。若違約情形逾六周仍未改善，或有跡象顯示該公司之交易可能產生永久性之終止，交易所有權終止其上市。

七、有價證券承銷制度

無相關資料可考

八、資訊揭露之內容

（一）資訊揭露之內容

依德國證券交易法案(German Securities Trading Act)，發行人應公布所有對財務業務或證券價格有重大影響之事件，違反者將處以罰款。聯邦金融監管局（Federal Financial Supervisory Authority; BAFin）負責監督發行人是否符合證券交易法案之揭露規定，交易所交易執行委員會(Exchange Operating Board)負責判斷公告之訊息是否需暫停交易。依證券交易法案，公告語言應使用德文，依主要標準上市之公司，亦需公告英文版本。在公告前，所有訊息應送至金融監管局及交易執行委員會。

	歐盟監管市場		交易所監管市場（公開市場）	
市場板塊	高級市場	一般市場	初級市場	報價板塊

持續監管主體	德意志交易所集團（相關文件透過 ERS 系統交給德交所）	BaFin	德意志交易所集團（相關文件透過 ERS 系統提交給德交所）	德意志交易所集團（相關文件透過 ERS 系統提交給德交所）
年報要求	報告日期結束後4個月內提交年度財務報告	報告日期結束後4個月內發布年度財務報告	報告日期結束後6個月內發布和提交年度報告和管理階層報告	沒有相關規定
半年報要求	報告日期結束後 2 個月內提交半年度財務報告（公司債券的發行人沒有此項規定）	報告期結束後 2 個月內發布半年度財務報告	報告期結束後 3 個月內發布和提交半年度報告和管理階層中期報告	沒有相關規定
季報要求	報告期結束後 2 個月內提交季度財務報告（公司債券的發行人沒有此項規定）	無需發布季度財務報告，僅需提供管理層中期報告	沒有相關規定	沒有相關規定
分析師會議 (Analyst Conference)	每年至少召開一次	沒有相關規定	沒有相關規定	沒有相關規定
公司日程 (Financial Calendar包括股東會、記者會及分析師會議等日期）	需要將電子格式提供給管理委員會，並持續更新	沒有相關規定	需要將電子格式提供給管理委員會，並持續更新	沒有相關規定
公司簡介	沒有相關規定	沒有相關規定	需要提供並持續更新	沒有相關規定
重大資訊揭露要求	即時揭露所有臨時事項（公司債券的發行人需提供公司主要經營資料以及債券評級報告）	需立即發布涉及影響股價變動的重大訊息	需立即發佈涉及影響股價變動的重大訊息	需及時通知法蘭克福交易所關於證券交易、清算及評估的重大事項

資訊揭露使用語言	同時提供德語和英語兩個版本	德語或英語	德語或英語	德語或英語

（二）處置規定(無相關資料可考)

（三）上市公司之平時與例外管理(無相關資料可考)

（四）關係企業資訊揭露制度(無相關資料可考)

（五）上櫃公司之平時與例外管理(無相關資料可考)

九、國際組織募集與發行情形

無

陸、證券交易

一、有價證券交易制度及相關規定

(一)集中市場交易制度

1、主要市場參與者

德國交易所集團公司會員可選擇以下列一種型態經營：

(1)經紀與自營兼結算會員(僅限本身及客戶之交易)。

(2)純粹承辦經紀與自營業務，結算作業則委由其他券商辦理。

(3)經紀與自營兼結算會員(本身與客戶以及其他純辦經紀自營業務券商之結算)。

(4)結算會員(非經紀商)，純粹辦理結算業務。

2、交易時間

(1)逐筆交易類別：

i、 pre-trading：7 時 30 分至 8 時 50 分

ii、開盤競價：8 時 50 分至 9 時

iii、盤中：9 時至 17 時 30 分(逐筆交易)

iv、盤中集合競價：13 時至 13 時 2 分

v、收盤集合競價：17 時 30 分至 17 時 35 分(集合競價決定收盤價時間允許有 30 秒的隨機空間，不會固定在 17 時 35 分)

vi、post-trading：17 時 35 分至 20 時 30 分

(2)集合競價交易類別：

i、 pre-opening：7 時 30 分至 13 時 25 分

ii、盤中集合競價：13 時 25 分至 13 時 30 分

iii、post-trading：13 時 30 分至 20 時 30 分

3 、交易方式

(1)交易單位：

最小交易單位為一股。

(2)競價方法：

開盤、盤中特定時段及收盤共進行採三次集合競價；惟盤中其它時間均採逐筆交易。

①集合競價的價格決定：買賣中價委託(midpoint order)不能參與

＝＞滿足最大成交量及最小餘額

正好有一個限價：

i、集合競價價格＝該限價

有數個限價：

ii、有餘額

(i)只有買方餘額

集合競價價格＝最高限價

(ii)只有賣方餘額

集合競價價格＝最低限價

(iii)有買方餘額及賣方餘額

集合競價價格＝最低限價(有賣方餘額時)或最高限價(有買方餘額時)，或＝參考價格

iii、沒有餘額

集合競價價格＝最接近參考價格的限價，或＝參考價格

沒有任何限價：

iv、委託簿中僅有市價委託

集合競價價格＝參考價格

v、委託簿中無可撮合成交的委託

無法決定集合競價價格

②逐筆交易的價格決定：

＝＞依新進來的委託究係市價委託或限價委託而有不同：

新進來的委託係市價委託：

i、委託簿內僅有市價委託

價格＝參考價格(最近一次成交價)

ii、委託簿內僅有限價委託

(i)與買進限價委託撮合

價格＝最高買進限價

(ii)與賣出限價委託撮合

價格＝最低賣出限價

iii、委託簿內有市價委託及限價委託

(i)與買進市價委託及限價委託撮合

參考價格＞＝最高買進限價

價格＝參考價格

參考價格＜最高買進限價

價格＝最高買進限價

(ii)與賣出市價委託及限價委託撮合

參考價格＜＝最低賣出限價

價格＝參考價格

參考價格＞最低賣出限價

價格＝最低賣出限價

iv、委託簿內沒有任何委託

無價格形成

新進來的委託係限價委託：

v、委託簿內僅有市價委託

(i)與買進市價委託撮合

參考價格＞＝最低賣出限價

價格＝參考價格

參考價格＜最低賣出限價

價格＝最低賣出限價

(ii)與賣出市價委託撮合

參考價格＜＝最高買進限價

價格＝參考價格

參考價格＞最高買進限價

價格＝最高買進限價

vi、委託簿內僅有限價委託

(i)最高買進限價＞＝最低賣出限價

與買進限價委託撮合

價格＝最高買進限價

與賣出限價委託撮合

價格＝最低賣出限價

(ii)最高買進限價＜最低賣出限價

無價格形成

vii、委託簿內有市價委託及限價委託

(i)與買進市價委託及限價委託撮合

參考價格＞＝最高買進限價及最低賣出限價

價格＝參考價格

最高買進限價＞＝最低賣出限價及＞參考價格

價格＝最高買進限價

最低賣出限價＞最高買進限價及參考價格

價格＝最低賣出限價

(ii)與賣出市價委託及限價委託撮合

參考價格＜＝最高買進限價及最低賣出限價

價格＝參考價格

最高買進限價＜＝最低賣出限價及＜參考價格

價格＝最高買進限價

最低賣出限價＜最高買進限價及參考價格

價格＝最低賣出限價

viii、委託簿內沒有任何委託

無價格形成

(3)買賣優先順序：

價格優先/時間優先。

市價委託優先於限價委託撮合。

(4)股價升降單位

①歐盟會員國及瑞士之股票、存託憑證、權證及 MiFID ETF：

依歐洲證券及市場管理局(ESMA) MiFID II 第 49 條規定[32]及 RTS 規定[33]。

②ETP(含非 MiFID ETFs)及其他非歐盟會員國股票：適用之升降單為揭露於 www.xetra.com > Instruments > All tradable instruments)

(5)委託類型

①基本的委託型態

在逐筆交易及集合競價的價格決定上，有四種基本的委託型態：

i、市價委託：係指未限定價格的買、賣委託，市價委託係按下一個成交價格來撮合。

ii、限價委託：係指按其限定價格或更佳價格來執行的買、賣委託。

iii、觸價市價委託(stop market order)：

當觸價被碰觸到(或成交價超過觸價買進委託，或低於觸價賣出委託)時，此一觸價委託在委託簿內自動轉成市價委託，並會被賦予新的時間戳記。iv、觸價限價委託(stop limit order)：

當觸價被碰觸到(或成交價超過觸價買進委託，或低於觸價賣出委託)時，此一觸價委託在委託簿內會自動轉成限價委託，並會被賦予新的時間戳記。

②逐筆交易的委託執行狀況

32 http://kellian.webplus.net/MIFID2/Article49-Ticksizes.html

33 http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=uriserv:OJ.L_.2017.087.01.0411.01.ENG&toc=OJ:L:2017:087:TOC

市價委託與限價委託在逐筆交易時可指定以下執行狀況

i、立即成交否則取銷委託(immediate-or-cancel order; IOC order)：係指立即且全部或立即且盡可能撮合成交的委託。未成交的部份會被取銷，而不進入委託簿。

ii、全部成交否則取銷委託(fill-or-kill order; FOK order)：係指立即且全部成交，否則整筆委託即全部取銷的委託。如果委託無法立即全數成交，即會被取銷，而不進入委託簿。

僅有限價委託可在逐筆交易時指定以下執行狀況

iii、進入委託簿或取銷委託(book-or-cancel；BOC order)：該筆委託若進入委託簿會立即成交則取銷而不進入委託簿，若不會立即成交則可進入委託簿。此類委託在集合競價時段或價格穩定措施執行時會被刪除，且此時輸入的 BOC 委託會被取銷並無法進入委託簿。此種限價委託被輸入委託簿是做為剩餘流動性以確保被動成交，而於集合競價或價格穩定措施成交的數量被視為非被動成交量。

數量發現委託可使用以下執行狀況

iv. 集合競價前有效(Good-till-crossing/auction；GTX)：適用數量發現委託，當撮合方式轉換至集合競價及個股穩定措施被觸發時，此類委託將被刪除。

③委託的有效期限

德國交易所集團公司的委託之有效期限可區分為下列三種：

i、當日有效(Good-for-day；GFD)：僅在輸入委託之當日有效。

ii、指定日期前有效(Good-till-date；GTD)：此類委託持續有效至指定日期(最長為包含下單日的三百六十個日曆日= T + 359)

iii、取銷前有效(Good-till-cancelled；GTC)：此類委託持續有效至成交、被委託人取銷或達系統最大有效期時(包含下單日的三百六十個日曆日= T + 359)

④交易限制

藉由以下的交易限制指令，Xetra 系統使市價委託及限價委託能夠在所有或特定的集合競價有效，惟買賣中價委託、隱藏委託(hidden orders)、市價轉限價委託及冰山委託不可配合交易限制指令一起輸入。

i、僅參與開盤集合競價(Opening auction only；OAO)：只有在開盤集合競價有效。

ii、僅參與盤中集合競價(Intraday auction only；IAO)：只有在盤中集合競價有效，收盤集合競價含當天收盤集合競價及盤中收盤

集合競價。

iii、僅參與收盤集合競價(Closing auction only；CAO)：只有在收盤集合競價有效。

iv、僅參與集合競價(Auction Only； AO)：只有在集合競價有效，而不參與逐筆交易者，且僅限已安排的集合競價時段，不含被動態驅動的時段例如個股價格穩定措施。

⑤其它委託型態

i、追蹤觸價委託(trailing stop order)：追蹤觸價委託是有動態停止價格的委託。委託輸入時可指定一個參考價格(trailing amount)及指定的價差或價差百分比(追蹤量)，並會依以下規則持續追蹤及調整停止價格：

- 觸價買進委託之試算停止價格低於參考價格時，觸價買進委託的動態停止價格會減少，以保持符合指定的追蹤量；觸價賣出委託之試算停止價格高於參考價格時，觸價賣出委託的動態停止價格會增加，以保持符合指定的追蹤量。
- 觸價買進委託之試算停止價格上升時，或觸價賣出委託之試算停止價格下降時，不會調整動態停止價格。
- 觸價買進委託之試算停止價格高於動態停止價格時，或觸價賣出委託之試算停止價格低於動態停止價格時，則觸發執行委託。

其它附加的成交狀況及交易限制等不能搭配追蹤觸價委託使用。

ii、二擇一委託(one-cancels-other order)：此種包含一個限價委託與一個觸價市價委託，當限價委託完全成交，或觸價被驅動時，另一個委託會被取銷。當限價委託部份成交時，觸價市價委託量會被調整為限價委託的剩餘量。

其它附加的成交狀況及交易限制等不能搭配二擇一委託使用。

iii、冰山委託(iceberg order)：為使投資人能在輸入大量委託時不將委託總數量洩露給市場，德國交易所集團公司的 Xetra 系統提供了冰山委託。

依照交易所規定，冰山委託必須輸入限價、全部委託數量及初始尖峰數量(initial peak volume)，另可選擇設定後續尖端隨機數量的最大值與最小值。

尖端數量是指冰山委託中可以被市場看到的部份，一開始根據價格優先、時間優先的原則進入委託簿時的時間戳記是原來冰山委託的時間戳記。在逐筆交易時，一旦尖峰數量完全成交，而冰山委託中仍有隱藏的部份，一個新的尖峰會再進入委託簿，並被賦予新的時間戳記，若有設定尖端隨機數量的最大值與最小值，則新的尖峰數量為介於其中的一個隨機數量，若未

設定則相同於初始尖峰數量的委託會進入委託簿；在集合競價時，冰山委託的全部委託數量會參與價格的決定。

最後進入委託簿的尖峰數量可能會小於冰山委託原指定的尖峰數量，在此一狀況下，這個冰山委託在委託簿中即不再被註記為冰山委託。其它附加的成交狀況及交易限制等不能搭配冰山委託使用。

iv、數量發現委託(volume discovery order)：數量發現委託是建立於冰山委託的功能基礎上，數量發現委託使投資人能在當時最新買賣報價之中間點價格(中價，*midpoint)*上執行冰山委託中的隱藏數量。在輸入冰山委託相關參數後，數量發現委託會在輸入第二個限價時被啟動，使該數量發現委託的隱藏數量開放與其他數量發現委託的隱藏數量以當時中價成交。此第二個限價僅作為以當時中價成交的買價上限(賣價下限)，不會參與價格發現。

數量發現委託的隱藏數量僅會與其他數量發現委託的隱藏數量成交，不會與委託簿中的可見委託即中價委託成交。數量發現委託的隱藏數量會以價格優先先時間優先原則成交，並扣除數量發現委託中的可見限價。

中價委託有最低執行金額，若數量發現委託的隱藏數量無法滿足中價委託最低執行金額金額時，此委託之功能將減少為冰山委託。

當輸入數量發現委託時，投資者可以決定此委託是否參與集合競價。不參與集合競價的數量發現委託在第一盤集合競價及個股穩定措施被觸發時將被刪除(適用集合競價前有效的委託有效期限)；參與集合競價的數量發現委託在集合競價時效果與冰山委託相同。

⑥市場訊息影響價格時之委託處理

若市場有異常事件(如公司重大訊息)而影響交易價格時，德國交易所得暫停（suspension）或中斷（interruption）交易。暫停交易時，會將系統中的委託刪除；中斷交易時，則只有非持久（non-persistent）委託刪除。

若於常會通過紅利發放或一般事件(如資本調整)的第一個營業日有影響交易價格的情形，委託簿的委託將被刪除。

(6)股價漲跌幅限制：無。

(7)交易斷路措施

個股價格穩定（volatility interruption）得於集合競價、迷你集合競價及逐筆交易時段啟動，啟動後將暫緩撮合，並插入集合競價價格決定流程。啟動標準如下：

①可能成交價(potential price)落在動態價格範圍 (dynamic price range)之外。該範圍是以最近一次成交價為基準，上下取一對稱差值或比率為範圍。

②可能成交價落在靜態價格範圍 (static price range)之外。該範圍是以當日最近一次集合競價之成交價(來自已安排的集合競價或價格穩定措施)為基準，上下取一對稱差值或比率為範圍。倘當日無集合競價之成交價則以前日收盤價為基準。靜態價格範圍較動態價格範圍為寬。

符合上述條件之一即暫停交易，直至下一次可能成交價落於價格範圍之內始得交易。

(8)交易暫停條件

在無法正常交易的情況下，或正常交易但基於暫時的危機、或公眾利益所必需，管理委員會（Management Board）可決定暫停交易。

4、相關費用

①手續費(費率或制度規定)：無固定費率，由會員與客戶自由議價。

②印花稅：非居住於德國之投資人免稅。

③經手費架構：

	高交易量方案	中交易量方案	低交易量方案	基本方案
市場最低使用月費	20,000 歐元	5,000 歐元	2,000 歐元	1,000 歐元
DAX1 商品	0.480bps	0.504bps	0.552bps	0.720bps
ETS 商品	0.480bps	0.504bps	0.552bps	0.720bps
其他商品	0.480bps	0.504bps	0.552bps	0.720bps
買賣中價委託 數量發現委託	0.200bps			

④證券交易稅：無證券交易稅。

⑤證券所得稅：本國人買進及賣出有價證券的時間若超過六個月，則免課資本利得稅，若超過六個月，則併入綜合所的稅之計算。非居住於德國之投資人則免稅。

5、鉅額交易相關規定

可在市場上輸入冰山委託或數量發現委託

6 、零股交易相關規定

最低交易單位為一股。

8 、其他相關規定（場外交易）

德國並無場外交易之禁止規定，法蘭克福交易所之上市有價證券亦可在其他地區性交易所、店頭市場或 ECN 交易。

（二）店頭市場交易制度

無

（三）證券商買賣有價證券相關規定

1、依據德國法蘭克福證券交易所規定(Exchange Rule for the Frankfurt Stock Exchange)，公司需提出書面申請，經交易所之管理理事會（Management Board）核准後，從事下列業務(§13)：

(1)以申請人自有帳戶從事有價證券買進與賣出。

(2)以申請人本身名義代第三人從事有價證券買進與賣出（經紀業務）

(3)擔任買賣契約之中介機構。

2、上開申請人資格需符合下列條件(§14)：

(1)申請公司需為具備法定資格，且其管理階層或業務代表人至少需有1名具備證券交易之專業資格。

(2)可以確保交易之結算交割完成無虞。

(3)申請人除屬於金融機構、金融服務機構或其他符合德國銀行法規定之機構者外，餘需提出EUR$50,000歐元之最低資本證明。

(4)申請人直接或間接參與交易所有關風險擔保制度與交易之執行，需提出在技術與法律方面均符合規定之證明。

3、有關確保結算交割方面，如果申請人透過德國結算機構Clearstream Banking AG與state central bank 執行交易之結算交割，因為有價證券採取信託方

式，Clearstream Banking AG擔保結算交割之完成，該等申請人亦被視為符合條件，其結算交割得確保無虞；若申請人從事有價證券買賣係以外幣交易，則申請人或申請人所委託經手該等外幣交易之清算銀行亦需成為Clearstream Banking AG之參加人，方可認定其資格符合規定。

4、上述申請人遞交申請文件時，即須述明其法定授權代理人之姓名、職銜等資料，該等人員須具備合格之專業能力，例如提出證券交易相關之學歷證明、具備證券交易之知識技術與工作經驗等，任一代理人僅能代理一間企業；值得一提的是，通過德國證券相關考試取得資格者，更被視為專業能力資格符合。

5、申請公司符合下列規定，並檢附相關企業資訊、業務代表人員、結算等文件申請，經審查合格者，可以獲准參與交易所電子交易：

(1)除申請人本身已獲准參與德國其他證券交易所從事交易者外，申請人資格仍需符合上述一、二規定。

(2)申請人已在德國state central bank及Clearstream Banking AG開戶，或已預留Clearstream Banking AG開立為交易結算交割用途之帳戶者。

(3)符合電子交易連線技術方面之規定。

(4)在德國電子交易時間內，必須確保該申請人均可以被聯絡得到。

(5)簽訂參與電子交易之契約，明訂使用電子交易設備各項費用。

6、除上述資格條件外，申請公司亦需符合下列規定：

(1)必須向交易所申請系統使用之個人帳號密碼。

(2)申請人經由境外之MISS(Member Integration System Server)直接參與德國法蘭克福證券交易所交易者，必須確保所有境外安裝、執行及各項交易行為，均能符合德國證券交易所規則暨其施行細則之規定。

(3)有關上述五、3電子交易連線技術方面，申請人必須確保使用各項符合交易所規定之硬體、軟體設備，且在執行交易、連線及操作，尤其在交易及結算方面，不致發生問題。

7、經核准參與市場交易之市場參加者，得依規定從事其自營買賣與受託買賣業務。一般交易與電子式交易之委託單、交易價格、結算交割、延遲交割或違約，交易所均訂有規範，市場參與者均應遵循辦理。

8、經核准於交易所從事交易（Participation in Exchange Trading）必須對其交易風險提供足夠之擔保，交易所之管理理事會（Management Board）有權監管市場參加者對其交割之債務風險狀況，並決定其風險擔保之最低數

額。若市場參加者交割風險已超過其前開最低擔保數額時，管理理事會（Management Board）視實際情形得決定參加者應增提風險擔保額度，該擔保得以現金或有價證券充當，或由第三人機構提供保證為之。

9、依據德國證券交易所規則規定，交易所之管理理事會（Management Board）得指定特定人Designated Sponsor負責電子交易系統一種或數種股票之造市交易。經核准之市場參與者得申請擔任某種或某些特定股票之Designated Sponsor，但管理理事會（Management Board）得依據市場實際狀況分配，並限制單一股票之Designated Sponsor數量，例如在認購售權證、公司債等有價證券交易，只有發行機構或發行機構指定之特定人，方得擔任該有價證券之Designated Sponsor。

10、經交易所核准之Designated Sponsor必須同時將有價證券之買賣價格輸入交易系統，並依規定在交易時間內以上開價格為基礎輸入交易。

11、有關Designated Sponsor之權利與義務略述如下：

(1)如上所述，經核准之Designated Sponsor於必要時亦需提供除其本身擔任特定有價證券以外之任一有價證券之買賣價格，並依該等價格基礎進行交易，所有Designated Sponsor在交易時間內都有報價之義務，交易所之管理理事會（Management Board）得對Designated Sponsor揭露市場參加者之價格需求。

(2)Designated Sponsor亦擔任鉅額交易之報價者，Designated Sponsor必須依規定通報其買賣哪些有價證券之意願，依當時市場價格報價並輸入交易系統。

(3)Designated Sponsor對於任何變更均應依規定通報交易所之管理理事會（Board of management），該管理理事會為確保交易秩序，有權增減Designated Sponsor之職能，包括訂定最大價差、最小交易量、維持報價之時間等標準。(§82)

(4)Designated Sponsor可將其報價於盤前（Pre-Trading Period）和主盤時間（Main Trading Period）輸入。(§82)

(5)交易所之管理理事會（Board of management）有權監控並紀錄Designated Sponsor之各項行為，並於必要時得對發行機構與市場參加者公開該等資訊。

12、依據德國交易所規定，在主盤交易時段中，部分經核准之市場參與者透過電子交易系統得以最佳市場價格，執行其客戶或來自其他市場參與者轉交之客戶之交易單，完成買賣，該等買賣稱為最佳買賣（Best Execution），該等獲准從事最佳買賣之市場參與者稱為Best Executor ，

交易所之管理理事會（Management Board）有權決定哪些有價證券得參與最佳買賣。

13、所有經交易所核准之交易者均得申請成為電子交易系統之Best Executor，從事有價證券買賣，管理理事會（Management Board）對每一Best Executor從事哪些有價證券買賣、修觀之交易費用均訂有規範，Best Executor應遵循辦理。

資料來源：

1.德國法蘭克福證券交易所（http://www.boerse-frankfurt.de/）

2.Exchange Rule for the Frankfurt Stock Exchange

二、信用交易相關規定

（一）辦理有價證券融資融券之相關規定

證券交易法（Wertpapierhandelsgesetz， WpHG）及銀行法（Kreditwesengesetz， KWG）

（二）授信機構辦理融資融券應具備之資格條件

在德國，德國證券集保公司(German central securities depository, DBC－前名為 DKV)及德國主要的銀行(major German Bank)辦理證券融資及融券業務，一標準化辦理融資融券的契約係經由銀行公會於 1993 年核定，該契約在慣例上已成為各銀行辦理融資融券之依據。

（三）得為融資融券有價證券之標準

所有可以在 DAX Index 掛牌交易之有價證券。

（四）委託保證金之比率及其法源依據

德國對保證金比率則沒有統一的規定，由授信銀行機構自行決定。

（五）市場之管制措施

德國聯邦金融監督局(The Federal Financial Supervisory Authority BaFin)為避免市場受全球金融危機等市場情況影響，抑制股市出現過度波動現象，通過

新的限制放空交易規定：

為確保市場透明度，且有助於市場活動的監管，BaFin 2010年3月4日發布一新法令，要求持有空頭部位達到流通在外發行股數0.2% 的投資人，必須向監管機構揭露放空部位，且向上每間隔0.1% 揭露一次，當超過0.5% 時則必須向公眾以記名方式公開揭露。註1.

2010年1月31日BaFin宣布加強管制金融股無券放空(naked short selling)，亦即不得放空尚未借入的股票。註2.

造市者得豁免無券放空禁令，以確保市場流動性。豁免機構包括註冊造市者以及其他真正在從事造市及對沖交易過程中，須放空股票之造市者。

針對部份金融股，放空部位(net short positions)已達放空股票發行股數的0.2% 以上時，則禁止新增或增加放空部位。

（六）授信機構辦理融資融券之資金來源及證券來源

銀行及集保公司。

（七）授信機構確保債權的方法

追繳規定:信用戶必須隨時達到保證金額度之要求，如未達到規定之額度，授信機構可立即依雙方契約規定處置。

（八）轉融通之制度

無。

註 1. BaFin 2010 年 3 月 4 日新聞稿，可在 http://www.bafin.de/cln_179/nn_720788/SharedDocs/Mitteilungen/EN/2010/pm__100304__leerverk__transparenz__en.html. 網站查詢。

註 2. aFin 2010 年 3 月 4 日新聞稿，包括受影響的金融股，可在 http://www.bafin.de/cln_161/nn_720494/SharedDocs/Artikel/EN/Service/Meldungen/meldung__090529__leerv__verlaeng.html?__nnn=true. 網站查詢。

柒、證券結算交割

德國交易所(Deutsche Börse AG)透過法蘭克福證交所提供權益證券之交易平台、透過 Eurex Bonds GmbH 提供債券交易、透過 Eurex Repo GmbH 提供債券附條件交易平台、透過 Eurex 市場提供衍生商品交易平台、透過 DAX 指數及 STOXX 指數提供市場資訊。其與瑞士交易所共同持有 Eurex 期貨市場，並發展電子化交易系統 Xetra。德國交易所並將 Xetra 授權給其他交易所使用，包括維也納交易所。

德國交易所是垂直整合的一個著例，單一組織擁有交易、結算及交割的所有權。透過旗下不同組織，德國交易所涵蓋了從委託輸入到股票保管的整個流程。舉例而言：

- 交易：德國交易所的現貨市場包括了 Xetra 電子化交易系統及法蘭克福證交所的交易廳交易。在現貨市場交易的商品包括股票、權證及債券。
- 結算：德國交易所成交交易的 CCP(Central Counterparty)服務，係由 Eurex Clearing AG 所提供，除提供在交易所交易的衍生性商品及現貨市場商品外，並提供 OTC 相關商品之結算服務。
- 交割：德國交易所集團持有 Clearstream Banking AG（其係德國唯一被認可的 CSD【central securities depository】，提供股票及債券之保管及交割服務）、LuxClear(盧森堡 CSD)及 Clearstream Banking Luxembourg（歐洲美元債券的二個 ICSD 之一）。

德國交易所所採取這一類架構，據該集團人員言稱，有助於直通式處理（straight-through processing；STP）的進行。所謂 STP，係指一旦一交易被輸入，後續即不需人員介入，便可完成所有作業程序的機制。

一、有價證券結算交割相關規定

(一)結算交割機構概況

1. 結算機構-Eurex Clearing

(1)組織概況

Eurex Clearing 成立於 1998 年、在法蘭克福登記，原為 Eurex 交易所之結算所，是 Eurex Frankfurt AG 百分之百持有的子公司。Eurex Frankfurt AG 則屬於德國交易所集團。

(2) 成立法源

Eurex Clearing 係依據德國法律成立的公司，並依據德國銀行法，獲得信用機構(credit institution)執照，受德國聯邦金融監

管局(Federal Financial Supervisory Authority，BaFin)之監理。此外，亦獲歐盟市場基礎設施法規(EMIR)授權為結算機構。

(3) 主要業務

Eurex Clearing 提供結算服務的資產類別，包括上市與 OTC 交易的衍生性商品、股票、債券，以及擔保融資、證券融資及能源交易等。服務的市場則包括：Eurex 交易所、EurexOTC、德國交易所集團之現貨市場(法蘭克福交易所以及 Xetra)、Eurex Repo。

Eurex Clearing AG 結算業務	
結算執照	結算交割商品
權益證券結算執照	在交易廳或透過法蘭克福證券交易所 Xetra 交易的混藏集中保管股票
債券結算執照	德國聯邦政府發行的政府債券、德國發行人發行的不動產抵押擔保債券、建築放款公司（Kreditanstalt fur Wiederaufbau）及歐洲投資銀行（European Investment Bank）發行的債券、及債券基差交易（註）中現貨的部分。
衍生商品結算執照	在 Eurex 交易的期貨及選擇權商品及基差交易中期貨的部分。
附條件交易結算執照（Eurex Repo Clearing License）	下列債券的一般擔保及特殊附條件交易： 德國聯邦政府發行的政府債券、德國發行人發行的不動產抵押擔保債券、建築放款公司及德國省政府發行的債券

Eurex 結算公司以 CCP 身分對市場負保證交割責任，並以風險基礎(risk based)計算各結算會員應繳交之保證金，Eurex 對個別會員藉由有效的風險基礎保證金(含對所有待交割部位進行洗價及對未來潛在風險預估)與擔保品系統，以避免結算會員違約所可能導致的風險，當結算會員發生違約時，Eurex 提供

客戶資產隔離保護措施，允許客戶部位與資產及時可攜性(portability)機制。交割結算基金屬共同責任制(pool)由各結算會員繳交之現金、有價證券與其他銀行提供之保證所組成，所有由交易到結算與交割均以匿名(anonymity)方式進行確保其私密性。

Eurex 結算公司藉由與 Clearstream Banking、Euroclear 及 SIS-SegaIntersettle 連線，提供多幣別與跨國之交割服務。此外，其跨國風險管理系統，讓市場參加人得享受到投資組合分散風險所產生減少保證金需求之效益。

2.交割機構-Clearstream

隸屬德國交易所的 Clearstream 集團擁有德國及盧森堡的全國性 CSD，及一家 ICSD，即 Clearstream Banking Luxembourg。

（1）公司架構及服務

Clearstream International 是集團的控股公司，在盧森堡設立登記。透過 Cedel International(在盧森堡的 ICSD)及 Clearstream Banking Frankfurt（德國 CSD）的合併，Clearstream International(CI)於 2000 年元月成立，德國交易所原先持有 50%股權。2002 年 7 月 11 日，德國交易所又買下 Cedel 持有的 50%股權。

Clearstream International 擁有 6 家主要的子公司：

- Clearstream Banking Luxembourg（CBL）

  是歐洲兩家 ICSD 中的一家，提供歐洲美元債券的交割服務。如前所述，ICSD 也逐漸提供中介機構的服務。在此一角色上，CBL 提供對全國性 CSD、保管服務、銀行及證券融資（包括為交割需求提供證券及價款、安排證券融資服務及提供擔保品管理服務）的進路。

- Clearstream Banking Frankfurt（CBF）

  是德國 CSD，其接收了德國交易所結算所（Deutsche Borse Clearing）的業務，並繼續依德國法律以銀行的形式運作。目前，CBF 是德國唯一的 CSD，負責保管德國有價證券，並提供德國各證券交易所的交割服務。

- Clearstream Global Securities Services (CGSS)

  主要業務為投資基金與避險基金之保管，以及 Clearstream

集團內的客戶服務。

- Clearstream Services S.A. (CS)

  接受 CBL 與 CBF 之委託，進行相關服務之資訊處理與 IT 系統開發。

- Clearstream Operations Prague (COP)

  提供 Clearstream 集團內後台作業之營運處理服務。

- LuxCSD

  盧森堡的 CSD，負責保管盧森堡有價證券，並提供盧森堡證券交易所的交割服務，CI 持有 50%股權。

（2）成立法源

CBL 是依據盧森堡法律成立的信用機構。CBL 及 LuxCDS 均受盧森堡的 Commission de Supervision du Secteur Financier（CSSF）監督管理。CBF 受德國相關主管機關監督。

(二)結算參與者

1. 結算會員種類

結算參與者分為一般結算會員(GCMs)與直接結算會員(DCMs)兩種，另非結算會員(NCMs)為交易所之交易會員，但不辦理結算業務，但需要與結算會員簽約委託辦理結算後，方得從事交易。GCMs 可辦理自有、客戶及 NCMs 之結算業務，DCMs 則只能辦理自有、客戶或其集團下之 NCMs 之結算業務。

2. 結算會員之資本額要求

Eurex Clearing 對結算會員之資本額要求，依據會員種類與會員參與之市場而有不同標準，若會員有跨市場結算之需求，其資本額必須大於 Eurex Clearing 對於所參與市場訂定之最低資本額要求之金額加總。

結算會員之資本額必須符合下條件之最高金額者：

(1) 30 天平均初始保證金要求之 20%

(2) 250 天平均初始保證金要求之 20%

(3)最低資本額要求

單位：百萬歐元

結算執照	Eurex Exchange	EurexOTC	現貨市場
DCM	7.5	7.5	3.75
GCM	30	30	15

3. 結算會員之營運要求

(1)需開立英鎊、瑞士法郎或是歐元之保證金交割帳戶。

(2)美元現金帳戶以因應臨時保證金追繳。(非強制性，但強烈建議會員開立)

(3)若在 Eurex 及 Xetra 進行交易，則需開立證券交割帳戶。該帳戶可以結算會員或是第三方名義開立。

(4)須具備 IT 系統之連線與傳輸能力，以接收 GUI 及相關報表與訊息，並指派專人協助相關連線之設定。

4. 結算會員帳戶

Eurex 結算公司就每一結算會員分別開立部位(position)帳戶、選擇權權利金(premium)帳戶、費用(fee)帳戶、款/券(cash、securities)帳戶，擔保品(collateral)帳戶則開立在證券集保機構(CSD)，以紀錄各結算會員之結算相關業務。部位帳戶可再細分為結算會員自有帳戶、經紀帳戶與市場創造者帳戶。自有帳戶與經紀帳戶為採總額制登錄部位，市場創造者帳戶則採淨額制登錄部位。

(三)結算交割流程

Eurex Release 8.0 結算應用前台系統(@X-tract)，藉由圖形使用介面(graphical user Interface，GUI)，提供結算會員所有的結算相關功能，包括部位管理、交易管理、部位移轉與接受(give-up & take-up)，選擇權之履約與指派、通知與分配、擔保品管理與保管機構選擇等功能，並就各功能提供相關報表。另結算會員可藉由 Eurex 開放程式介面(VALUES API)，將 Eurex 提供的功能整合到會員本身的系統環境。

雖然 Eurex 結算公司同時結算現貨與衍生商品，由於本報告係以介紹證券現貨市場為主，故謹就於德國之交易所或店頭市場成交證券部分，簡介其結算交割相關作業程序如下。

所有證券交易所之交易，不論是經由自動交易系統(Xetra)或由交易廳(FWB floor)成交之成交資料，均自動的傳送至結算公司。集中市場成交者，於 T+1 日對帳無誤後款券均採 T+2 日

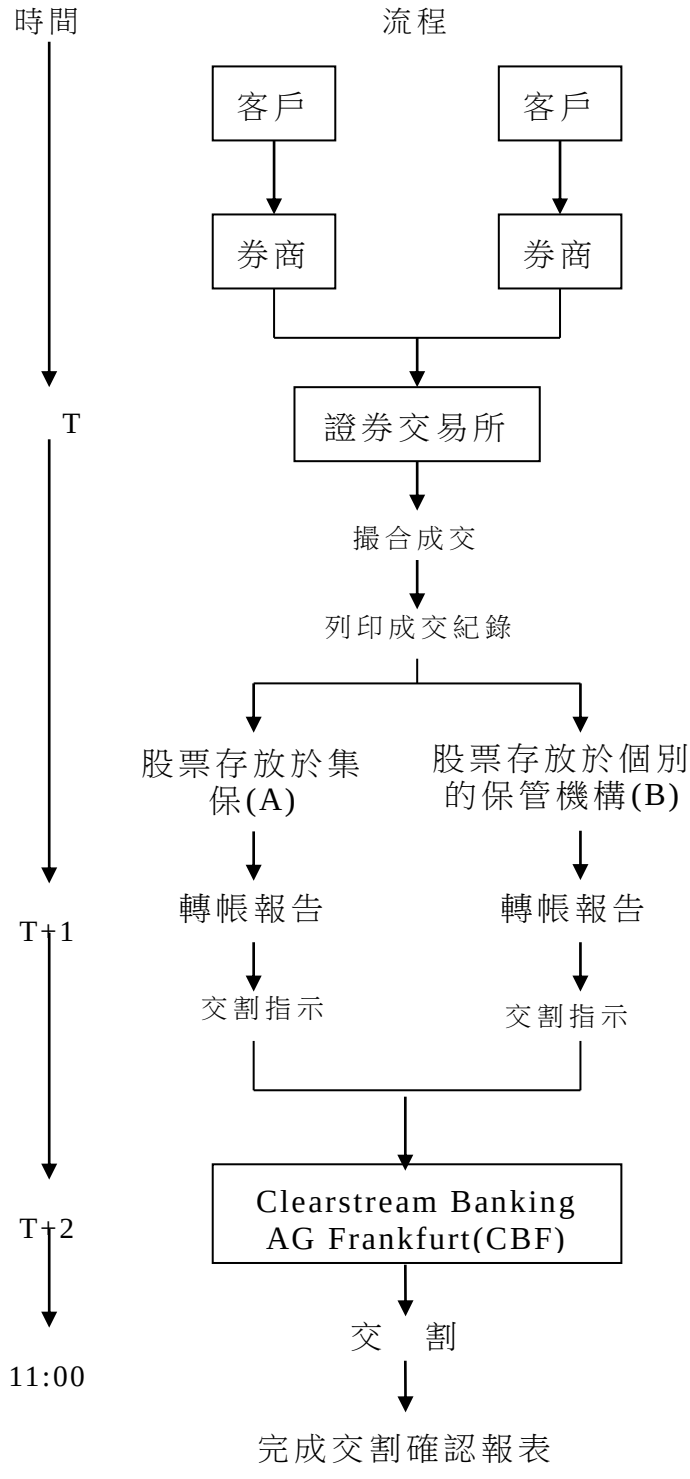
交割。店頭市場之交易經買賣雙方輸入交易相關資料配對確認後，於指定日可由(T+0 到 T+40)辦理交割，並可選擇僅辦理證券交割(free of payment)，或款券均辦理交割。若採 T+0 日交割者可用當日即時交割(real-time)系統辦理之。

Clearstream 辦理之款券交割採 DVP 基礎，即等值的款券同步交割，其前提條件為 Clearstream 的賣方客戶必須於其保管帳戶有足夠的證券，買方客戶於德國中央銀行(Deutsche Bundesbank)帳戶有足夠的現金，方進行交割。在實務上 Clearstream 每日提供三次批次交割與即時交割服務。

批次交割作業程序為先將證券移轉並圈存至完成款項交割，方完成法律上的證券移轉程序。款項經由 Deutsche Bundesbank 帳戶交割，採標準交割(STD)與交割日第一次批次交割(SDS 1)之款項約於交割日上午 10:30 至 11:30 進行交割，第二次批次交割(SDS 2)之款項約在該日下午 1：30 至 2：00 進行交割。即時交割(RTS)係由每日上午 7：00 至下午 4：00 持續進行款券同步交割，若僅進行證券之即時逐筆交割，則由每日上午 6：00 至下午 6：00 辦理之。

款券同步交割係避免發生本金損失風險(principal risk)，若客戶於保管機構帳上之待交割證券不足時，可利用 Clearstream 提供之自動借券系統借券完成交割。若其交割款項不足時，則可由央行之透支系統借款完成交割。

德國證券市場結算交割作業流程圖如下:



備註

A：股票存放於集保：
CBF 的會員將收到所有交易的轉讓報表，各會員應確認那些交易不應交割。

B：股票存放於個別的保管機構
交割指示由賣方銀行逐筆通知 CBF，實體證券之交割 CBF 不涉入，款項交割直接經由 CBF 辦理。

（四）補購作業

如果結算會員在交割日(T＋2)不能完成證券交割，而遲至預定交割日(Intended settlement date, ISD)後第 4 個營業日(S＋4，即 T＋6)前仍未能完成交割，則 Eurex Clearing 將於 S＋5 進行補購。如果未能全部補購完成，則遲延交割結算會員可獲得 5 天寬限期。如果到 S＋9 前仍未能完成交割，則 Eurex Clearing 將於 S＋10 進行補購。如果遲延交割結算會員在 S＋26 前未能完成交割，Eurex Clearing 須於 S+27 再進行補購，則遲延交割結算會員則可再獲得兩天寬限期。Eurex Clearing 得於 S＋30 至 S＋36 之間，決定進行現金了結（cash settlement），由遲延交割結算會員將相當於未完成交割部份之證券，折算款項交付給 Eurex Clearing。在交割日後至少 30 個營業日仍未能取得應收證券的結算會員，得分別向 Eurex Clearing 申請就未交付之證券要求給付款項。如果現金了結方式仍未能全部解決，Eurex Clearing 應在 S＋38 進行補購，如果未能全部補購完成，則 Eurex Clearing 在 S＋40 至 S＋46 進行現金了結。如果仍未能全部解決，則 Eurex Clearing 應每十個營業日進行補購，但在前七個營業日 Eurex Clearing 須盡量用現金了結方式解決。

2012 年依據歐盟最新的 Regulation(EU)No236/2012 之規定，Eurex Clearing 對在歐盟境內的交易所，例如法蘭克福交易所（Frankfurt Stock Exchange）、愛爾蘭交易所(Irish Stock Exchange)、德國自動交易系統 Xetra（Xetra International Market）等，在補購的時間上，有不同於前述作業時程之設計。例如 Eurex Clearing 須於 S+4 日進行補購，若補購無法完成，在 S+8 日必須完成現金了結交割。換言之，日後補購作業的時程，將依交易所的所在地不同，而有不同的時程規定。

Eurex Clearing 辦理補購作業係以競價方式進行，補購日當天下午 3:45 宣布，4:00 至 4:30 進行競價，4:45 決定競價結果。交易會員參與競價賣出者須先向 Eurex Clearing 申請登錄並簽訂協議。Eurex Clearing 對每次補購競價將設定一個最高價格（ceiling price），最高價格為標購證券最近交割價格的兩倍。參與競價之交易會員之出價賣出數量至少須為補購量的 5%，最多為 100%。得標結算會員得標者在收到款項後，最遲在補購日隔日上午 10:00 前迅速向 Eurex Clearing 交付證券。如果得標結算會員未依規定交付，Eurex Clearing 得逕自取消，並要求得標結算會員交付補購證券在競價得標時市價的 0.04% 的金額，但最低為一千歐元。如果得標結算會員無法交付，則 Eurex Clearing 可決定由次順位的參與賣出結算會員得標，該結算會員須於補購日隔日中午一點前交付證券。

(五)違約基金規(Defult Fund)

結算會員對於結算基金負擔部分之計算基礎取決於其與委託結算交易商的交易情形。結算會員應在取得結算執照時支付，並每月檢討下會員應提撥金額。

會員應提撥金額為下列項目最高者：

1. 30 天平均初始保證金要求之 7%
2. 250 天平均初始保證金要求之 7%
3. 違約基金最低要求：GCM 為 5 百萬歐元，DCM 為 1 百萬歐元

而應繳保證金之計算範圍包括所結算之衍生性商品交易、債券交易、附買回交易及證券交易。Eurex Clearing 在結算會員通知取消結算執照後一個月，得經扣除相關必要費用後發還其繳之結算基金金額。

結算會員應以銀行保證、證券擔保品或款項繳交其結算基金額度。證券結算會員如同時因其他結算類別而負擔結算基金，則會給予較優惠的考量。但整體而言，Eurex Clearing 保留對於個別結會員設定結算基金負擔額度的權利。Eurex Clearing 得提撥年度盈餘備供結算會員違約時之用。外國結算所為特別結算會員者，除非其與 Eurex Clearing 的協議另有規定，否則無須負擔結算基金。

結算基金在結算會員違反交割義務或因結算會員的執照遭取消而對市場產生影響時動用。Eurex Clearing 先動用違反交割義務結算會員的抵押品、其次依序為該結算會員的結算基金分攤部分、Eurex Clearing 的提撥公積、其他結算會員分攤的結算基金按分攤比例動用。如果違約結算會員對結算基金經動用之部分加以償付，則按其他結算會員分攤之比例歸復。結算基金經動用而不足時，結算會員應於十個交易日內按分攤比例補足。

二、有價證券借貸規定

德國證券市場之借券制度有多種方式，Clearstream 或國內各銀行均可提供借券服務。借券制度開始於 1993 年，其主要的借券標的為 DAX30 指數之標的證券，或得作為交割用途之債券（Deliverable Bonds）以及 Bobls 長期期貨契約之標的物。就 Clearstream 之借券制度而言，Clearstream 係扮演證券借貸雙方代理人之角色。所有 Clearstream 之保管參加人均可參與借券制度。參加人如需借券時，則逐次通知 Clearstream 其需要借券種類、數量。參加人如欲提

供證券參與出借時，應先將其證券送存 Clearstream，由 Clearstream 處理借券之分配。至於得作為借券之證券種類，係由 Clearstream 所決定。

依規定，借券人須通知 Clearstream 對於借券之時間條件，最長期間不得超過六個月。借券人同時須提供擔保品予 Clearstream，由 Clearstream 扮演類似出借人之信託保管人（Trustee）之工作。擔保品價值由 Clearstream 每日計算其市值，以判斷其是否足以承擔借券人之還券義務。此外，德國銀行團並設置五千萬德國馬克的不可撤銷擔保，必要時用以彌補借券人無法如期返還證券或貼補其擔保品兌現後不足以抵償時出借人之所有損失。

Clearstream 有價證券融通服務（Global Securities Financing services）簡介

（一）前言

Clearstream 為其客戶提供「有價證券融通服務」（Global Securities Financing, 以下簡稱 GSF），即在客戶提供擔保品的前提下，對客戶為了提高收益、因應交割缺券或策略操作目的等需求，融通現金或有價證券，以達到下列效益：

- 彌補流動性缺口，提高市場流動性；
- 支援客戶的交易策略，使其交易策略效益最大化；
- 防止交割失敗；
- 幫助客戶增加利潤；
- 降低客戶作業風險。

在 GSF 服務下，Clearstream 接手所有有價證券融通交易中所需的管理和作業面相關繁瑣事宜；藉由消除流動性缺口，並使客戶交易策略效益最大化等優點，使客戶更能有效地運用擔保品，因此對其總體的績效能有最大貢獻。

為顧及出借人與借券人對於風險與成本等因素之考量，有價證券融通主要涵蓋下列兩種基本型態的市場需求：一為「有價證券需求驅動的有價證券借貸」（securities-driven），一為「現金需求驅動的有價證券借貸」（cash-driven）。「有價證券需求驅動的有價證券借貸」，係指借券人（Borrowers）為交割或是策略性交易目的，所產生的暫時取得某種特定有價證券之需求，此種需求通常用以防止交割失敗（特別是跨國交易交割），以及為使策略操作效益最大化而有彈性地提供所需券源。在「現金需求驅動的有價證券借貸」模式下，借款人簽訂附買回協議契約(repurchase agreements,

以下簡稱 Repos)，並提供不特定的有價證券作為擔保品，以取得其所需款項，此種模式在現今金融貨幣市場扮演核心角色。

透過 Clearstream 提供的 GSF 服務，市場參加人能藉由提升流動性並且控制風險而達到他們的目標。作為一個對來自全球客戶提供結算、交割及保管服務者，Clearstream 必須面對客戶多種多樣的需要和要求，並且確保在安全、有效率和透明的環境裡，提供具有高度的靈活性與彈性的服務。

分別作為 Clearstream Banking 集團中之 CSD（Central Securities Depository)與 ICSD（International Central Securities Depository）， Clearstream Banking Frankfurt（CBF）及 Clearstream Banking Luxembourg（CBL）提供其國際客戶下列兩種主要類型的 GSF 服務，一為「有價證券借貸服務」（Securities Lending and Borrowing Services），一為「三方擔保品管理服務」（Triparty Collateral Management Services）。

（二）有價證券借貸服務（Securities Lending and Borrowing Services）

為確保交易能及時完成交割，客戶得利用 Clearstream 提供的自動化有價證券借貸服務，以降低交割失敗衍生之成本，並賦予客戶對於自身現金管理更多的確定性。此外，Clearstream 提供另一種積極化管理的借貸服務，藉由其本身的市場知識來增加借券人（Borrowers）的交易機會，出借人（Lenders）則賺取出借有價證券之收益，至於繁瑣的後台作業只需留給 Clearstream 處理即可，因此客戶將免受與借貸相關之日常例行性行政作業之影響。

由 Clearstream 負責執行的服務項目包括：

- 檢查擔保品之適格性（eligibility）與適足性（sufficiency）；
- 每日洗價（mark-to-market）；
- 監控擔保比率之過與不及；
- 監控和管理借貸標的有價證券及擔保品有價證券之公司行為（Corporate actions）；
- 代為收取費用。

由於 Clearstream 提供的這些服務有助於彌補流動性缺口，因此能夠在預防交割失敗的同時，也提供一個有價證券的彈性來源使交易策略效益最大化。

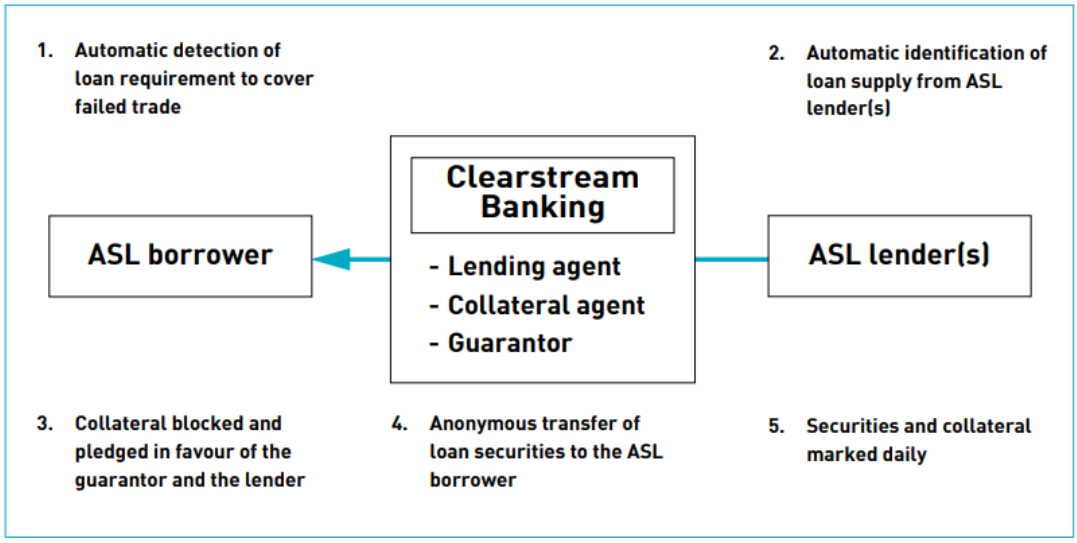
1. 自動化有價證券借貸服務（Automated Securities Lending and Borrowing Programme，以下簡稱 ASL）：

ASL 居於 Clearstream 交割機制之核心位置，扮演最終出借人之角色，經由自動之借貸來避免交割失敗及提昇交割效率。這是一種將預防交割失敗之有價證券出借服務與整個交割過程高度整合的產品。

借券人僅須簽訂一份 ASL 契約，即可在不知交易對手身份的前提下，自出借券庫（pool）中借入有價證券，提高整個作業流程的速度。一旦客戶帳戶中匯撥入有價證券，這個有價證券借貸交易視為了結。在 ASL 保證機制下，為出借人降低了交易對手風險（counterparty risk）。出借人得透過其下載設備（Automated Lender Download facility），通知 Clearstream 其可供出借的部位為何及限制出借，這對於擁有混合資產的出借人而言，也是一項特殊的運用。

ASL 流程圖說明：

（1）系統自動偵測客戶帳戶是否有交割缺券情形。
（2）若客戶有交割缺券情形，系統自動至申請出借之券庫中選定交割用券。
（3）執行圈存擔保品並辦理質押給保證人（由 Clearstream 擔任）。
（4）撥轉出借券至 ASL 借券人帳戶，借貸雙方不知相對方。
（5）Clearstream 每日就出借有價證券與擔保品洗價。



ASL 特性：

（1）借券人：所有的交易商，特別是交易量大、交易周轉率高的經紀自營商。
（2）出借人：中央銀行、跨國組織、跨國公司、保管銀行及資產管理業者。
（3）範圍：

- 防止交割失敗的短期借券，通常在執行夜間交割處理作業時發生。
- ASL 擔任最終出借人（Lender of last resort）。
- 出借費率固定。

（4）法律架構：

- 借貸雙方不知交易對手方（on an undisclosed basis）。
- 由 CBL 擔任保證人，承擔交易對手（counterparty risk）風險。

（5）優勢：

- 證券需求方可觸及較大的出借券源。
- 借貸雙方均可節省處理交易安排及相關作業所衍生成本。
- 可選擇全自動(fully automated)授權出借，亦可採個案(case-by-case)授權方式，以利市場機會出現時彈性運用。
- 提升交割效率並提供更佳的市場流動性，更可協助跨國客戶處理不同市場之交割時間差。
- Clearstream 對出借人已出借之部位不再收取保管費用。

2. ASLplus：

ASLplus 係一種由 Clearstream 擔任當事人及唯一借券人，向出借人借入有價證券的交易模式，係基於 ASL 之互補服務，其主要目的為增加出借人投資組合之收益。

ASLplus 提供 ASL 出借人以所擁有的投資組合賺取額外出借收益的機會。現行參與 ASL 服務的借貸費率為固定費率；然而在 ASLplus 服務中，出借費率係由雙方逐筆議定之，並且出借人的出借部位亦可享有免除保管費用之優惠。

ASLplus 服務提供進入大規模固定收益市場(the wholesale fixed income market）的管道，係屬策略性需求驅動的有價證券借貸而非僅預防交割失敗的有價證券借貸。

ASLplus 流程圖說明：

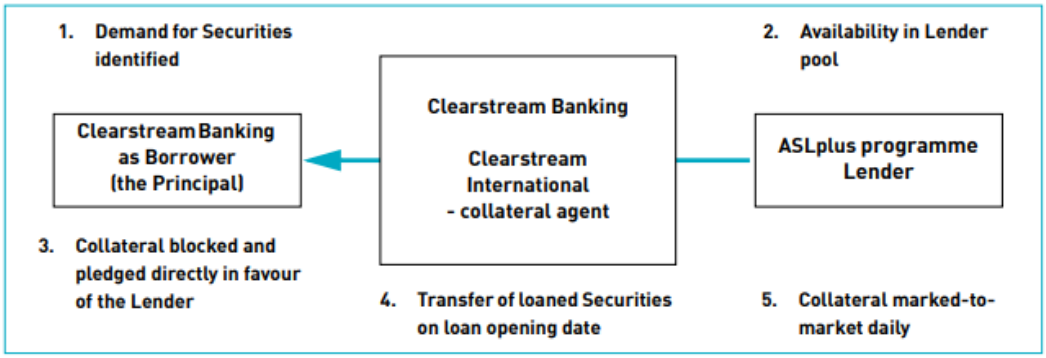
（1）當 CBL 收到來自銀行等機構所提出借入某種有價證券的需求時，CBL 以當事人身分向出借人借入後再出借。

（2）系統自動至出借券庫中選定要借入的有價證券。

（3）確定合格的擔保品並辦理質押給出借人。

（4）將標的有價證券撥轉至帳戶。

（5）每日就出借有價證券與擔保品洗價。



ASLplus 特性：

（1）借券人：Clearstream 是 ASLplus 下獨家借券人，CBL 將借入之有價證券再以當事人身分出借給專有平臺（proprietary desks），已撮合的 Repo 平臺(matched book repo desks)以及中介者(intermediaries)。

（2）出借人：與參與 ASL 服務之出借者相同，計有中央銀行、跨國組織、跨國公司、保管銀行及資產管理業者。

（3）法律架構：Clearstream 擔任當事人（principle）以及 ASLplus 下唯一的借券人（single borrower）。

（4）額外優勢：

- 集合各出借方的小額部位，可滿足市場上更大的借券需求部位。
- 出借費率較低，但提供更大額及期間更長之出借機會。
- 出借費率採雙方逐筆議定方式。

3. 代理借貸(Agency Lending)服務：

Clearstream 亦提供其作為借貸雙方之借貸代理人(Agent)服務，包括 Agency Lending 及 Agency CCP Lending 兩種模式。在代理模式下，出借人可分得較佳之出借利潤，借貸交易亦為較長期之策略性借券。

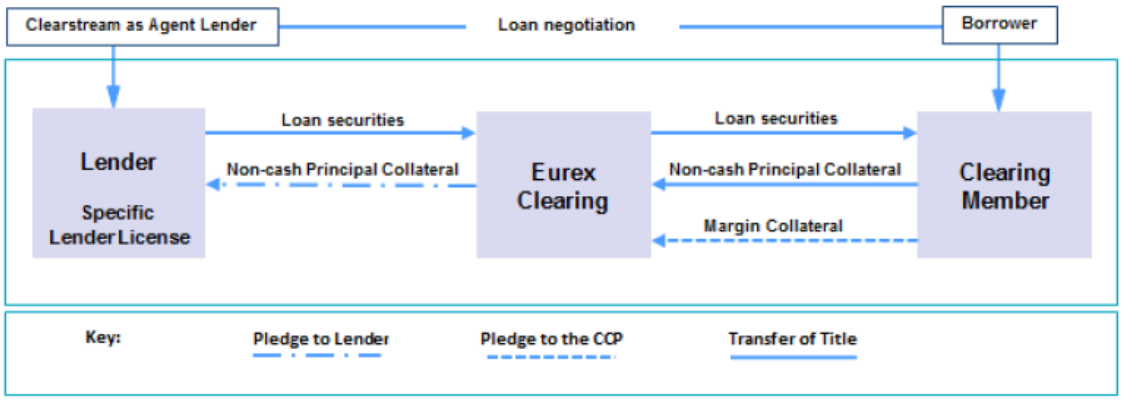
在 Agency Lending 模式下，Clearstream 僅為雙方代理人及擔保品管理人，出借人及借券人必須自行管理其交易對手風險(counterparty risk)，但同時享有較佳之借貸費率；此外，出借人可透過指示選擇其交易對手及控管其對某一交易對手之額度，並設定其所願意接受之擔保品範圍及折讓(haircut)計算方式等條件，以利其風險管理及對市場趨勢之快速反應。

另一與 ASL 相異之處為出借方將取得所移轉之擔保品之所有權，然 Clearstream 雖僅為雙方代理人，仍會負責相關交易流程作業、擔保品洗價及公司行為之處理。

而 Agency CCP Lending 則係以 Eurex Clearing 為交易平台，

Clearstream 以其專業及業務網絡連結證券需求方及出借方，並於此交易型態下扮演第三方擔保品管理人 (Triparty collateral agent)。

(圖為 Agency CCP Lending Programme 交易模式)



4. 由 Clearstream Banking Frankfurt（CBF）所提供之證券借貸服務

CBF 亦提供德國證券市場專屬之自動證券借貸系統（Automated Securities Lending Programme），提供在德國證券市場交易的國內證券及外國證券自動借貸服務，以防止每日交割的失敗，提升交割效率。CBF 扮演借貸雙方代理人的角色，並執行所有管理與交割之功能。

此外，CBF 還提供客製化的策略性證券借貸服務（Strategic Securities Lending Programme），讓客戶全面掌握他們的證券出借與借入。本項服務提供策略性證券出借服務，支援借券人中長期的交易策略所需，Clearstream 扮演代理人角色，執行出借人和借券人之所有行政管理及交割事務。

（三）三方擔保品管理服務（Triparty Collateral Management Services）

Clearstream 作為一個中立的三方服務代理人（triparty service agent），提供下列擔保品管理服務：

- 三方附買回服務（Triparty Repo Service），係一種安全、有提供擔保品且低成本的籌資服務，透過多元化現金提供者取得資金，例如中央銀行、主權機構（sovereign institutions）或銀行。
- 三方擔保品管理服務（Triparty Collateral Management Service），係指對於有價證券擔保品的保管與監控所做的一種可降低營運成本與提高效率的管理服務。
- 三方有價證券借貸服務（Triparty Securities Lending Service），係指從借貸開始至到期日為止，承接交易的交割與監控交易任務的一種服務。

1. 三方附買回服務（Triparty Repo Service）：

在Clearstream提供的Triparty Repo服務中，客戶藉由將交割以及管理事宜轉包（outsource）給CBL處理，而取得較便宜的籌措資金管道。

在此模式下，現金提供者包括中央銀行，主權機構（sovereign institutions），地區性銀行與國際銀行（regional and international bank）。他們偏愛 Triparty Repos 更甚於傳統的金融貨幣市場工具或雙邊附買回交易（Bilateral Repos），乃由於 Triparty Repos 將高度安全性與附加收益結合而構成獨特的混合性風險報酬（risk-return mix）。

Clearstream 擔任雙方的中立代理人，並且從交易的起始到了結期間，提供一套完整服務。

2. 三方擔保品管理服務（Triparty Collateral Management Service）：

幾乎任何種類的金融交易都需要某種形式的擔保品，因此有效的擔保品管理已成為每一個市場參與者所必需的。透過 Clearstream 提供的三方擔保品管理服務，客戶能夠最有效地運用他們的擔保品。

3. 三方有價證券借貸服務（Triparty Securities Lending Service）：

對有價證券借貸的借券人與出借人而言，獨立的保管和監控顯著的降低了擔保品管理的人工作業和業務風險。作為一個中立的三方服務代理人， Clearstream 保證交割並監控其交易至到期，包括自動的擔保品選擇、洗價（mark to market）與追繳（margin calls）。

捌、德國市場監視制度

一、監視組織架構及業務職掌

德國的證券交易所以 1968 年頒布的《證券交易所法》為基礎，但其組織、管理和監督則一般在州一級水準上進行，即使由聯邦政府制定的管制規定也由各州執行。德國以法蘭克福證券交易所為首的 8 家證券交易所都受到各自不同的當地政府的控制。這種自律管理的市場管理形式發揮了積極作用，管理的重點著眼於使市場穩健運行和保護證券交易所會員的經濟利益上，但對投資人利益之保障不夠周全，缺乏禁止內線交易和市場操縱的措施，從而使國際投資者望而卻步，也無法適應歐盟一體化進程。為促進本國證券市場發展，也為執行歐盟的《投資服務法令》，德國於 1994 年頒布了《第二部金融市場促進法》。該法調整了聯

邦與州之間在證券領域的權力劃分，賦予聯邦在州界域內的執法權，第一個專門負責證券市場監管的聯邦機構—聯邦證券交易監管局（BAWe）得以設立。

德國於 2002 年 4 月將前聯邦銀行監管局（BAKred）、聯邦保險監管局（BAV）及聯邦證券交易監管局（BAWe）三大機構整合為聯邦金融監管局（The Federal Financial Supervisory Authority, Bundesanstalt fuer Finanzdienstungsaufsicht, 簡稱 BaFin），該機構仍持續原有三個單位之業務，仍隸屬於財政部，其證券監管範圍，主要依據德國證券交易法（Securities Trading Act, 德文原文 Wertpapeirhandelgesetz, 簡稱 WpHG）以確保德國有價證券及衍生性商品市場正常運作，並查核內線交易及調查違反公開資訊揭露義務之案件。隨著一系列法律的頒布和實行，證券監管部門包括反內線交易、反市場操縱、資訊披露的實時監管、規制收購行為等一系列調查權和處罰權最終得到法律的確認。由於第四金融市場推動法案（the Fourth Financial Market Promotion Act）已付諸實施，該局同時負責起訴市場操縱案件。

隨著近年來高頻交易(high-frequency trading)屢次擾亂金融市場秩序，歐美金融監管收緊高頻交易監管。德國準備率先為高頻交易增加更多限制。2013 年 5 月 15 日，德國新的《高頻交易法》生效，這標誌著程式化、高頻交易正式被列入了監管範圍。新法規的核心內容，就是提出了高頻交易資質與組織結構的義務，用來控制風險。新法規要求採用程式化交易技術的金融機構在自主交易金融工具的時候，首先需獲得高頻交易的資質。因為高頻交易對自有資本規模有較高要求。對於組織結構方面的義務，要求相關的股票交易公司、資本投資公司以及自行管理的投資公司確保其交易系統能承受住壓力、具備足夠的容量以及不被用作操縱市場的工具。

歸納起來，德國對程式化、高頻交易的監管規定主要有如下幾個方面：

有效的系統與風險控制。由於程式化交易的交易參數影響瞭如何導入交易、時間點、價格、質量以及該交易是否部分或全部受到人為參與的影響，因而要求採用程式化交易的金融機構，須依照法律要求設計其交易系統，以避免來自市場的干擾。交易所對此提出的要求是：(1)確保交易系統可以承受壓力，並擁有足夠的容量，並保證其交易系統受合理閾值與上限的限制；(2)不發生錯誤傳輸訂單的情況，並且具備有效的運行機制；(3)交易系統遵循市場運行規則以及交易所運營規則。此外，要求金融機構具備有效的救急措施，以便能應對不可預測的來自交易系統的干擾。要求金融機構能完全審核其系統並有能力按要求監控，並能備案每個電腦程式化交易方法適應於交易的變化。

監管規則定義了試圖操縱市場的行為：(1)通過輸入或取消大額訂單來影響其他市場參與者放慢交易過程，以便達到操縱市場的目的；(2)通過輸入系列訂單，用以消除或加強趨勢，來鼓勵其他市場參與者加速、擴大該趨勢，以便有更優惠

價格來購買某個頭寸。(3)傳輸多個在賬面上看不到的訂單，以求在賬面的另一面交易，併在交易結束時刪除原訂單。

針對市場操縱的具體措施，監管機構明確表示：藉助於程式化交易的部分交易參與者，無論他們的交易策略是否是通過程式化交易方法，還是通過高頻交易途徑，只要其買入與賣出的訂單被認為是錯誤的或是有錯誤導向的，都被認為是市場操縱者。因為這些訂單藉助於程式化交易方法被傳輸到市場上，並不是以交易為目的。其真正的目的在於干擾或延遲交易體系的正常運行；為其他買入或賣出的交易製造障礙；通過該交易為市場釋放錯誤的導向信號。

為降低高頻交易對系統穩定性以及市場融合度造成的危險，減輕其對交易所基礎設施產生的負擔，新法規對交易所也有新規定。要求交易所在市場發生大的波動時，能及時終止交易，暫時轉換市場模型，並建立交易人員的閾值體系；對於過度使用交易系統應當另外收取費用，特別是那些不合乎比例的大量輸入、修改以及取消訂單的行為。

新法規設立了訂單-交易比率與最低價格變動交易量，通過確定合適的訂單-交易比率避免交易所交易的違規風險。鑒於未來許可的最小價格變動交易量會越來越低，這將導致交易商變本加厲地追求高頻交易的趨勢，《交易所法規草案》提出交易所、多邊交易系統以及系統性的網路平臺可以確定被交易金融工具的最低價格變動交易量的建議。

新法規還為程式化交易設立電子標識。因為當交易監管部門在監管每日的交易時，不能識別單個訂單是否是藉助程式化交易產生。如果交易商同時運用不同類型的程式化交易，進而將單個訂單歸類在某種特定的演算法之下，也很難區分。而只有明瞭具體的程式化交易演算法，才能準確排除錯誤設置或錯誤編程的演算法，進而規避對交易所基礎設施可能的威脅。

此外，為了確保監管機構能更好監管那些藉助程式化方式來交易的金融服務機構，新法規還賦予交易監管機構擁有特殊獲取信息的權利，要求採用程式化交易的機構提供其程式化交易的演算法以及所採用的系統的相關信息，例如交易策略、交易參數以及交易上限等相關描述材料。

市場監管的功能係為確保交易在公平公正之秩序下進行，目前德國證券市場監管採分級監管體制，分三級監管，係指中央政府、地方政府及自律機構結合之管理模式：聯邦金融監管局（BaFin）、州政府交易所監管機關（The Exchange Supervisory Authority）、交易監視室（The Trading Surveillance Office, TSO, HÜSt），三級機構之職權範圍彼此有別，在法律地位上各自獨立，互不隸屬。聯邦金融監管局的證券交易所監管機關或者證券交易所發號施令，而是按照法律規定分工負責，相互合作，密切配合。

（一）交易監視室

交易內設有一獨立監督組織，是監管的第一線，負責管理證券發

行、上市和交易等具體業務，履行對證券交易之第一線監管職能，監控交易廳交易或電子交易平臺（Xetra®與 Eurex®）交易及定價流程，輔助州政府交易所監管機關進行監管。主要職責是即時監控證券交易和相關證券活動，針對違規情事進行必要調查，並向交易所管理階層（the Management Board of the Exchanges）、州政府交易所監管機關及聯邦金融監管局報告。對涉及聯邦金融監管局權限之案件，交易監視室亦通知聯邦金融監管局。

（二）州政府交易所監管機關

州政府交易所監管機關負責直接監管本州轄區內的證券交易所和證券交易行為，對交易所進行法律監督，監管轄區內的交易、結算和其他證券活動，調查違反證券交易法之不法行為，或針對交易監視室報告之不法行為進行評估。州政府交易所監管機關可對交易，或直接接管其調查。州政府交易所監管機關與懲戒委員會（the Disciplinary Committee）及交易所管理階層（the Management Board of the Exchanges）相同，市場參加人進行裁罰。州政府交易所監管機關亦握有核可法蘭克福證券交易所及 Eurex 所制定法令規章之權力。

（三）聯邦金融監管局

聯邦金融監管局是直屬公法上的行政機關，其中具體負責證券監管事務的是證券監管及資產管理區，履行對包括證券市場在內的金融市場國家監管職能，負責證券市場的主要執法活動，處於監管全國證券市場的權威地位，確保德國之證券及衍生性商品市場運作符合德國證券交易法規範。當隸屬於聯邦層級內發生疑似內線交易以及股價操縱情事，或者有可能違反公開資訊揭露規定時。

二、監視相關規定

德國交易所控股公司（DBAG）法蘭克福證券交易所（FWB® Frankfurter Wertpapierbörse, Frankfurt Stock Exchange, FSE 或 Deutsche Börse）所採用的自動化監視警示系統之主要特色：1.即時由交易系統接收成交資料並自動分析是否有異常交易行為（Real-time Alert）。2.盤後分析全市場委託、成交價量（Batch Alert）。3.所有分析資料自動儲存於資料庫中，可隨時透過畫面分析及追查各項資料。

（一）作業

該交易所的市場交易系統分為電子交易 Xetra 與公開喊價兩種，因為其電子交易 Xetra 系統的發展時間較遲，1997 年 11 月間推出，且 1998 年底始可將所有證券使用 Xetra 交易，並續維持其人工交易的傳統，因此作業進行的同時，交易廳內交易所的相關人員，仍會現場公開且眾所

周知的監看是否有會員違規等異常買賣情事。

其監視作業主要依循的，則是對於包括有價證券價、量市場行情異常變化，及上市公司相關資訊公布對其價格異動影響等項目，所進行的主觀專業性判斷。同時在有關價、量市場行情異常變化部分，亦會將該有價證券同業的情形，共同納入考慮。惟亦仍有部分監視異常標準，係透過一套數據化的計算公式來處理，但是與非數據化監視異常標準相同，皆未予以公開。

通常當監視系統發現異常狀況時，值班分析師會立即由市場新聞資料庫，蒐集有關該上市公司之報導相互印證，是否有合理之理由造成異常情形，或主動向上市公司查詢其重大訊息，以供投資人參考。如該異常情形無合理之解釋時，監視人員即通知在交易廳之監理人員至負責該證券交易之櫃台現場察看，是否有異常情形，並維持現場交易秩序。

（二）離線監視作業

監視部門對於交易達異常標準之股票，會綜合價量變化、重大訊息及證券商交易等資料，分析是否有證券商受託買賣明顯集中等異常情形，以決定是否要求買賣較大證券商、銀行等相關機構，配合提供各項必要資料，及予以調查。

（三）不法查核作業

該交易所並沒有投資人個別交易帳號及開戶、買賣等明細，而只有其證券商客戶以證券商名義，傳輸到交易所予以撮合買賣的交易資料，因此，交易所基本上並不對投資人進行監視的調查。當遇有可疑的異常交易時，僅能請買賣較多之證券商、銀行等相關機構提供資料，迅即回報給交易所予以彙集後，再交由其主管機關 BaFin 來調查。交易所監視作業部門僅負責監看出其間最可疑案例，及應主管機關要求，將相關資料向主管機關提報。而由於其交易所的會員幾全為銀行，實際上會員違約的情況並不多見。

另外，允許投資人利用網際網路下單，但是此種交易之投資人，與證券經紀商簽訂網際網路買賣契約，而證券、期貨經紀商也需和交易所簽署同意檔，以釐清相互之權責範圍，始得從事交易。

然而因為交易所並沒有投資人個別交易帳號及開戶、買賣等明細，只有其證券經紀商的交易資料，即證券經紀商客戶的每筆委託，皆是以證券經紀商名義傳輸到交易所，予以撮合買賣的，因此，交易所基本上並不直接針對投資人進行網路監視的調查。在這一方面，此種交易之監視是與一般交易合併作業，而並無明顯的不同。

三、處置措施（以市場發生異常情形時之緊急處理措施為主）

當系統發現異常狀況時，如值班分析師研判上市公司可能有重大訊息發生，足以影響股價，惟該訊息有待證實或未為投資大眾週知時，即會令其暫停交易，使該訊息能充分公開揭露讓投資大眾瞭解後，再行恢復正常買賣。而上市公司對於交易所查詢的問題，則負有回復之義務。至於停止交易方面，雖然亦有規定，但是實務上均尚未曾採取過此種處置措施。

四、跨市場監視制度

至近年來始有跨市場監視作業的建立。

（一）證券與其衍生性商品之跨市場監視制度

早在 1987 年德國交易所控股公司（DBAG, 為法蘭克福證券交易所的營運主體）即著手推動建立選擇權及期貨交易所（Deutsche Terminbörse, DTB,德國衍生性商品交易所）。1990 年初 DTB 開始交易，目前為 DBAG 的子公司，由黑森省的經濟交通，且已發展為歐洲第二大衍生性商品交易所。

因為期貨市場與證券市場皆是使用相同一套電腦交易系統“Xetra”，而 Xetra 作業系統中對於異常的價格波動則設置有暫時中斷的功能，俾利市場參與者取消委託再重新以更適合的價格報價。另 Xetra 亦提供波動性中斷（Volatility Interruption）與集合競價時市價委託中斷的功能（Market Order Interruption in Auction），當指標價格超出交易所設定的價格區間（包括動態價格區間與靜態價格區間）時，則將啟動上述中斷功能，使得市場參與者能於中斷的緩衝時間內，重新評估報價。

經由 Xetra 電腦連線系統，藉以隨時監視證券、期貨及其衍生性商品市場的異常交易，並蒐集相關資料，在主管機關主導下，進行必要之互補性資料研判及提報作業。

（二）跨市場監視資訊之分享

除本國證券、期貨及衍生性商品市場，有跨市場監視連線資訊交換系統建立外，透過：1.營運合併，如 DTB 與瑞士期貨交易所（SOFFEX），於 1998 年合併為 Eurex；2.策略聯盟，如 1998 年 CBOT 與 Eurex 宣布策略聯盟等，德國法蘭克福證券交易所與歐洲及美國地區為主國家間，有較密切之市場監視資料分享關係。

五、店頭市場監視制度

無

玖、集中保管

德國集中保管公司 DKV，創立於 1949 年，1997 年合併國外證券保管公司 AKV 後，更名為德意志交易結算公司（Deutsche Borse Clearing AG；DBC），負責國內外有價證券之結算交割及保管業務。2000 年 1 月 DBC(owned 50%)與 Cedel International 合併為 Clearstream International 後，改名稱為 Clearstream Banking Frankfurt，負責德國證券結算交割及保管業務。2002 年 7 月 Deutsche Borse AG（以下簡稱 DBAG）取得原屬於 Cedel International 的股權，因此，目前 DBAG 為 Clearstream Banking Frankfurt(以下簡稱 CBF)的唯一股東。Clearstream 亦與盧森堡央行於 2010 年共同成立 LuxCSD，負責盧森堡的有價證券交割及保管等業務。

此外，Clearstream 亦擁有德國之銀行執照，在有價證券之款券交割、基金業務及股務作業等相關業務上，提供款項收付與信用額度。

T2S (TARGET2-Securities)為歐洲央行(ECB)所推動的跨國多幣別結算機制，旨在建立單一結算平台，以同時連結款戶與券戶，並提供運用央行資金(Central Bank Money)，對各種證券提供 DVP 結算。配合歐盟 TARGET2-Securities(T2S)的推動，Clearstream 已於於 2017 年 2 月 6 日正式與 T2S 進行連線，為該系統最大的參加人，Clearstream 的加入為該系統增加了 40%的交易量。客戶將可透過該 T2S 獲得好處，使客戶可以利用單一平台，匯集分散於全歐的資產，並可使擔保品管理更為便利及有效率。

與歐盟其他集保機構相同，伴隨歐盟集保交割條例(CSD Regulation)的上路，歐盟將集保機構的成立、交割周期與紀律、金流服務等各領域制訂統一規定，對 Clearstream 的業務發展產生若干影響。Clearstream 刻正基於該法申請相關的許可，申請書於 2017 年 9 月 29 日提交給當地主管機關，並於 2018 年 5 月 14 日獲得新的營業許可。

一、集中保管機構概況

(一)組織型態：公司制

(二)資本額：截至 2018 年底 CBF 之資本額約為 2,500 萬歐元。

(三)股東成員：CBF的唯一股東為德國的DBAG。

(四)成立法源

德國於1937年通過之安全保管法案Safe Custody Act，成為經營有價證券集中保管及帳簿劃撥結算交割業務之法源依據。

二、參加人結構

截至2018年底，Clearstream服務已擴及56個市場，擁有超過2,500之客戶，分別來自全球110餘個國家。客戶包括銀行、證券商、外國集中保管機構、保險公司及Euroclear等。

三、保管作業

(一)保管標的及其發行形式

凡證券可於德國或國外證券集中市場或櫃檯市場交易及自由轉讓者，均可送存CBF保管。目前CBF所保管之標的包括本國債券(含政府債券及公司債券)、外國債券、可轉換債券、本國股票、外國股票、存託憑證、受益憑證、認購權證及貨幣型商品等，CBF的保管資產市值至2018年底達7.3671兆歐元。

有價證券之發行方式除政府債券外，餘均採實體發行，並保管於CBF。絕大部分實體股票為不移動化及採帳簿劃撥方式辦理，且近年來德國積極推動大面額帳簿劃撥配發及保管作業，實已降低實體股票於市場之流通量。

(二)保管方式

依據德國「安全保管法案」之規定，銀行或保管機構可以混藏保管或分戶保管方式處理送存之有價證券。

(三)送存、領回作業

1、送存作業

依據 CBF 業務規則規定，各種證券送存時需按證券種類分類，並使用送存專用之申請格式，證券與其息票亦應分開整理，且依送存證券之面額單位各自成疊。又僅銀行可接受客戶指示將證券轉存 CBF，CBF 收受送存證券時，原則上於當日入帳，但有特殊情形時，則須待確定證券真偽後，始可入帳。

2、領回作業

參加人申請領回證券時，係以電腦連線通知 CBF，CBF 完成處理後，由申請領回之參加人至 CBF 領取或由 CBF 以郵寄方式送交，郵寄所須之郵費、保險費及因郵寄所生之風險，均由申請領回之參加人自行負擔。

(四)金庫管理

德國因證券採實體發行，故有設置金庫加以保管，金庫之安全管理措施採刷卡進入方式。

四、帳簿劃撥作業

(一)制度架構

CBF 之帳簿劃撥作業，依據二段式法律架構處理，投資人欲送存、領回其有價證券，須透過參加人辦理，CBF 就投資人證券之帳簿餘額，並不另外提供帳務處理服務。

混藏保管之證券，CBF 之帳簿僅記載參加人之帳戶餘額，參加人欲以 CBF 庫存證券履行交割義務或其他撥轉時，CBF 即依據參加人之申請，進行帳簿餘額之轉帳交割或撥轉。至於分戶保管之證券，CBF 之帳簿雖同樣記載證券餘額，惟此部分餘額不得進行轉帳交割或帳簿劃撥。

(二)結算交割帳簿劃撥流程

1、集中市場之結算交割

於 Clearstream 辦理之款券交割採 DVP 基礎，即等值的款券同步交割，其前提條件為賣方必須於其保管帳戶有足夠的證券，買方於德意志聯邦銀行（Deutsche Bundesbank）帳戶有足夠

的現金，方得進行交割。

交割作業程序為 EUREX CLEARING 先以 Settlement Connect 系統進行撮合與淨額交割，再將撮合後的交割指示於 SD-1 晚間提供給結算會員，由 CBF 的 CASCADE 系統從上午 7:00 至晚間 7:00 持續進行撮合、發送指示與多邊淨額交割。現行 CBF 每日提供三次批次交割服務。夜間批次交割及標準交割（STD）為於 SD-1 晚間 7:00 至 9:00 進行交割；第一次日間批次交割（即交割日第一次交割，SDS1）之款項於 SD 上午 10:00 至 10:40 進行交割；第二次日間批次交割（即交割日第二次交割，SDS2）之款項在該日下午 1:15 至 1:45 進行交割。

交割後，發付款指示給德意志聯邦銀行（Deutche Bundesbank），於 SD-1 晚間 9:00、SD 中午 12:00 與下午 2:00 進行現金清算。

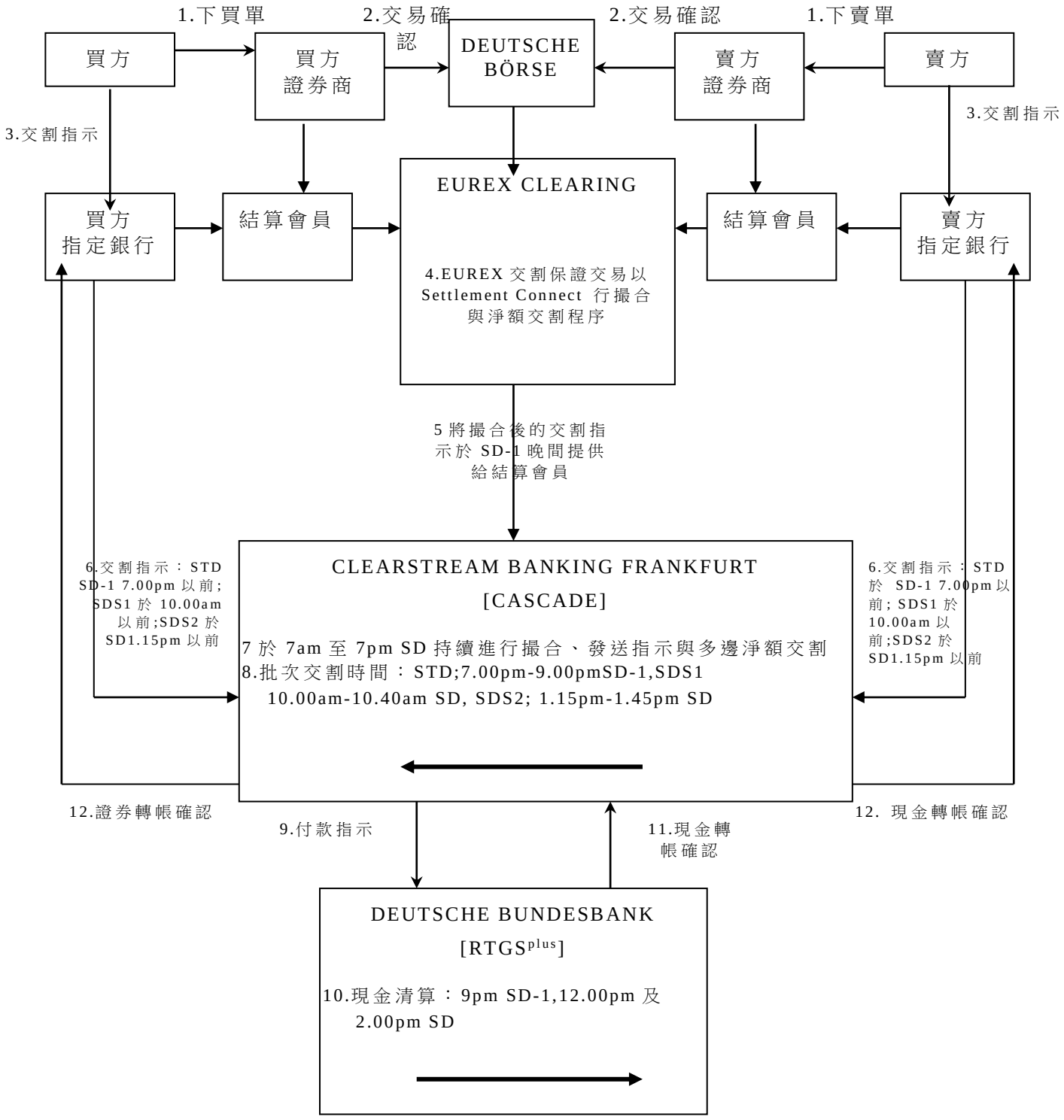
2、櫃檯市場之結算交割

在櫃檯交易市場部分，買賣雙方於交易完成後，應將交易資料傳輸至 CBF 之系統，由該系統進行比對及與交易資料確認、對帳等結算作業，交割作業仍由 CBF 之系統處理，結算交割方式分為標準交割、當日交割及即時交割三種，相關程序如下：

(1)標準交割方式：就配對完成之交易，於交割日前一日，系統自動執行預行轉帳作業，自賣方帳戶將交割證券撥轉至買方帳戶，但暫時加以圈存。CBF 於交割日上午十一時三十分將款項撥轉資料通知 LZB，待 LZB 於下午一時完成款項撥轉及回覆 CBF 後，CBF 始解除買方帳戶之圈存。

(2)當日交割方式：係 CBF 自交易日上午七時三十分至十時三十分，接受各交易人通知。經完成交易配對及預行轉帳作業後，其餘款券撥轉作業時間、方式皆與標準交割方式相同。

(3)即時交割方式：係因應交易人要求及時完成交割證券撥轉所提供之交割方式，CBF 於完成交易配對與預行轉帳作業後，透過 ELS 電子款項撥轉通知方式，將款項撥轉資料通知 LZB 進行款項撥轉，待款項完成轉帳後，即將買進證券解除圈存。



資料來源：Thomas Murray

五、股務作業

(一)CBF 不具擬制人身分

投資人送存集中保管之證券，形式上仍登記原始所有權人姓

名，並非登記為 CBF 所有，CBF 亦不代理投資人行使股東會表決權或自發行機構收受股利轉交投資人，故 CBF 不具擬制人身分。

(二)服務項目

德國境內並無類似股務代理性質之機構，各發行公司之股務作業均自行處理。惟通常參加人之客戶買進證券後，參加人須將證券持有人資料通知發行公司，以利股利之發放，此時參加人可使用 CBF 提供之 CARGO 系統辦理通知事宜。

(三)股東權利行使方式

1、股東表決權由股東以直接方式行使

因 CBF 無擬制人身分，故發行公司並未將庫存於 CBF 之記名證券所有權記載於 CBF 名下，而係由參加人於證券買進後，直接將證券持有人資料通知發行公司，由發行公司紀錄於證券所有人名簿上。每到股東會前，股東可以下列三種方式行使表決權：(1) 股東本人親自參加股東會投票(2)指定並授權第三人代為投票(3)指定保管銀行代為投票。

2、記名證券之現金股利行使方式

發行公司將集中保管記名證券之現金股利交付配發代理人，由該代理人將股利直接配發予各股東或交予參加人後轉交股東。

3、無記名證券之現金股利行使方式

集中保管無記名證券之現金股利，由發行公司依據 CBF 送交之息票、參加人清冊及參加人編製之持有人名單，將股利交付配發代理人，由該代理人將股利直接分配予股東或交參加人後轉交股東。

4、德國法律規定，發行公司僅能發放現金股利，不得發放股票股利。

拾、證券商管理

一、證券商設置及營運相關規定

（一）證券商設置標準

德國金融業的一個典型特徵是"全能銀行"。根據德國《銀行法》，德國的銀行的經營範圍包括存款業務、貸款業務、貼現業務、信託業務、證券業務、投資業務、擔保業務、匯總業務、財務代理業務、金融租賃等在內的所有金融業務，甚至還可以持有非金融企業的股權。90 年代德國金融業開始進行改革，將原本的銀監局、證監局和保監局合併，成立了金融監管局，根據原有的德國「銀行法」、「保險監管法」和「證券交易法」進行對德國金融業的統一監管。

在德國，有關證券的發行與交易是以銀行為中介機構，外國銀行的分支機構欲從事相關業務，必須經由德國核准。因此，德國股票市場是由銀行提供服務，並且只有銀行才能成為交易所會員。由於銀行與客戶間關係密切，透過銀行服務可使客戶的儲蓄存款轉為證券投資更為容易，也因其資產龐大且分散，使得銀行較投資銀行或經紀商更為穩定[34]。

大部分的德國銀行屬於綜合銀行，可以合法地從事存放款，以及證券或債券的承銷與自營之工作。德國金融體系的監控組織在 2002 年改組後，銀行在證券市場的活動，受到聯邦金融監理局(BaFin)之下「有價證券之交易與收購行為、資產管理（Wertpapier-aufsicht/Asset-Management）單位」之監督與管理。綜合銀行的監督，則由 BaFin 之下之銀行監理單位（Bankenaufsich）負責，但在 2014 年 11 月 4 日開始，負責監管德國銀行的監管職能從 BaFin 轉換成歐洲央行，即為歐央行全面承擔起歐元區銀行業的監管職能。凡是符合法定設置標準者，皆可以獲得執照，法定設置標準包括：(1)至少要有兩個全職、適任且值得信賴的經理；(2)如果銀行接受大眾的存款，則資本額最少需達到五百萬歐元；(3)主要股東的評價需良好[35]。

對於銀行業務活動的範圍，德國規定自有資本需達到加權風險資產的

[34] 張建華、周曉琪，如何投資購買外國股票與債券，民國七十七年七月，財團法人中華民國證券市場發展基金會編印。

[35] Oonagh McDonald, "Financial Regulation in German and the Uk," *The Emerging Framework of Financial Regulation*, 1998, Central Banking Publication Ltd., p497-501.

8%；匯率、利率以及其他的價格風險不能超過自有資本的 42%；在每天結束營業時，外匯風險需在自有資本的 21%之內，利率風險也必須在相關變數的 14%之內。

1、實收資本額

德國對於銀行的監督在於資本適足性方面，規範其放款與投資對資本的比例，不得超過 18:1。根據該公司信用風險、市場風險及操作風險等風險類型，以決定最低時收資本額金額，為使資本適足要求與 2004 年 6 月巴賽爾協定Ⅱ一致，歐盟資本適足性指令第三條(Capital Adequacy Directive Article 3)[36]之規定，依據證券商被授權從事的業務範圍：持有顧客款券、從事經紀或資金管理業務，至少必須具有 125,000 歐元(EUR)；；至於其他所有證券商則必須達到 730,000 歐元的實收資本額[37]。

２、場地及設備

基本上，德國證券市場由銀行提供服務，證券業為綜合銀行業務部門之一，因此證券交易法上並無相關規範。

３、設置流程

由於德國證券市場是由銀行提供服務，證券業為綜合銀行業務部門之一，因此相關規範缺乏。

４、增加業務種類之相關資格規定

德國銀行大多屬於綜合銀行，在合法的範圍內可以從事存款，以及證券或債券的承銷與自營等工作。

（二）證券商營運規範

德國原於財政部下設三個獨立金融監理機關：聯邦金融監理局 (負責銀行業務)、聯邦證券交易監理局 (負責證券業務)、及聯邦保險監理局(負責保險業務)；2001 年初德國將三個監理機構合併為聯邦金融市場監理局，隔年 4 月通過聯邦金融服務監理機關法，整合金融服務監理法，2002 年 5 月設置聯邦金融服務監理機關-BAFin，進行整體金融市場的單一金融監理制度，故其證券監理其實已被納入整體金融監理之內。

[36] Directive 2006/49/EC of the European Parliament and of the Council of 14 June 2006 on the capital adequacy of investment firms and credit institutions

Richard Dale,「Risk and Regulation in Global Securities Markets」,1996 published, p35,239-241。

1、業務範圍

根據德國證券交易法第 2 條第 4 項規定，所謂證券服務企業（Investment services enterprises）泛指信貸機構(credit institutions)、金融服務機構(financial services institutions)及依銀行法（KWG）第 53 條第 1 項第 1 款規定，依商業經營模式，僅提供投資服務（Wertpapierdienstleistugnen）或除投資服務外並同時提供投資相關服務（Wertpapiernebendienstleistugnen）之企業。所謂投資服務之定義，依同條第 3 項規定，係指對於證券、貨幣市場工具及衍生性商品、證券認購權等，從事自營、經紀或承銷、提供買賣交易資訊的顧問或投資信託等業務。

至於投資相關服務，依同條第 3a 項規定，包含（1）為他人提供證券及金融工具之保管服務；（2）從事授信業務；（3）提供投資諮詢服務以及有關之收購及合併經營業務；(4)投資服務連結之外匯業務；(5)有關金融工具發行者財務分析等資訊之產出、分派與傳達，以及其他直接或間接包含對特定投資決策的建議；(6)連結到承銷業務之服務。由前述說明可知，德國證券商係屬從事投資服務業務之金融服務機構，性質上相當於我國的綜合證券商，但並不盡相同[38]。

2、行為規範

(1) 對證券從業人員的管理規範（Employees and personal account dealing）在德國證券交易法（Securities Trading Act）裡，關於證券商營業規範主要規定在第五章[39]。

A. 一般行為規範

第 31 條第 1 項規定，證券服務企業除應依據必要之專業並本於客戶利益，以謹慎且信實之態度提供證券服務（Wertpapierdienstleistungen）及證券相關服務（Wertpapiernebendienstleistungen）外，尚應努力避免利益衝突之情形發生，惟在確信無法避免與顧客委託利益衝突的時候，應以顧客利益為重。

除此之外，第 31 條第 4 項進一步規定，投資服務公司應依客戶要求，對於其有關投資服務或財務方面之交易經驗及知識、其為客戶進行交易所追求之目標與財務狀況，詳細說明並提供客戶所有適當的資料。就此而論，保護其客戶利益及交易種類與範圍是必要的。若投資服務公司在

[38] 在我國取得證照的綜合證券商,其業務項目可包含(1)證券經紀業務－在證券交易市場上接受委託買賣上市、上櫃之有價證券；(2)證券自營業務－自行在證券市場上買賣有價證券(股票與債券)，以促進交易活絡、降低市場波動並獲利。若通過信用評等 BBB 以上，綜合證券商尚可發行認購權證；(3)證券承銷業務－協助發行公司股票上市或上櫃，並規劃上市(櫃)公司資金籌措方式與時機，承銷各種新發行的有價證券；(4)股務代理業務－發行公司股務事項之代理與諮詢顧問；(5)信用交易業務－提供投資大眾買賣有價證券之融資融券業務。

[39] Securities Trading Act (Gesetz über den Wertpapierhandel/ Wertpapierhandelsgesetz - WpHG), Part 5 Rules of conduct for investment services enterprises; limitation of the right of action in respect of claims for compensation.

未取得顧客投資經驗相關資料前，進行投資建議時不得推介金融工具，且不得建議金融投資組合管理。

B. 業務行為特別準則

第 33 條第 1 項規定，投資服務企業必須以投入充足資源及流程管控，以避免員工涉及具有利益衝突之活動，洩漏顧客個人或交易之機密等情事，禁止為以下行為：

- 對於客戶買賣證券、貨幣市場工具或衍生性金融商品的行為，提出與客戶利益不一致的勸告；
- 為圖利其自身或其關係企業而有違法交易或操縱價格之企圖；
- 於獲悉客戶買賣證券的委託資料後，為自己利益而進行交易並有損害交易委託者之結果。

此外，第 33 條第 1 項定義之投資服務企業員工如下，並訂有行為準則。

- 董事會成員、合作夥伴及具有同等地位之個人、執行董事，以及依銀行法(Banking Act, Kreditwesengesetz)第 2 條第 10 項定義之代理人。
- 董事會成員、合作夥伴及具有同等地位之個人、執行董事，以及代理人。
- 根據雇用、代理或服務合約提供服務，於投資服務企業或代理人從事投資服務的自然人。
- 根據外包合約提供投資服務，對投資服務企業提供投資服務的自然人。

該特定人員在以獨資形式經營（in der Rechtsform des Einzelkaufmanns betriebenen Wertpapierdienst-leistungsunternehmens）之證券服務企業指企業之所有人；在其他非以獨資方式經營之投資服務企業，則係指其依法律或章程（Gesellschaftsverstrag）授權負執行業務之責並代表公司之人、以及受雇從事締結證券、貨幣市場工具或衍生性金融商品業務、證券分析或擔任投資顧問之員工。根據第 32 條規定[40]，上述人員不得有以下行為：

- 提供勸使客戶買賣證券、貨幣市場工具或衍生性金融商品，且與客戶利益不一致之勸告，企圖將價格移向特定方向，以圖利自己或第三人的證券交易；
- 獲悉客戶買賣證券的委託後，為自己或他人利益且不利客戶利益而進行交易。

(2)組織性要求（Organisational requirements）[41]

第 33 條第 1 項規定，投資服務企業為適切地提供投資服務及證券相關服

[40] Securities Trading Act(Gesetz über den Wertpapierhandel/ Wertpapierhandelsgesetz - WpHG), Section 32 Special rules of conduct, (1) Investment services enterprises or related enterprises may not.

[41] Securities Trading Act(Gesetz über den Wertpapierhandel/ Wertpapierhandelsgesetz - WpHG), Section 33 Organisational requirements.

務，必須維持提供該等服務所必要之資源及程序，同時必須確保該等資源及程序可有效應用或執行；此外，投資服務企業在組織上之安排，必須盡可能將企業本身與客戶間可能之利益衝突，降到最低；同時必須要建立適當之內稽內控機制，以處理可能違反本法（證券交易法）規定之情事。

(3)關於投資服務企業的廣告事項（Advertising by investment services enterprises）

第 36b 條第 1 項規定為了避免投資服務及證券相關服務廣告的違法，BaFin 可禁止投資服務業進行特定類型之廣告。然 BaFin 依第一項規定採行禁止廣告之前，必須斟酌相關產業之代表性協會後，再行處分（第 36b 條第 2 項）。

2、財務方面之相關規定

(1)保持及保留記錄（Requirements to keep and retain records）[42]

德國證券交易法第 34 條第 1 項規定，證券服務企業在經營證券服務時，必須保留客戶的委託及指令、委託的成交、接受客戶委託的員工的姓名、委託及成交時點、針對客戶委託收取的佣金及費用、客戶指示及委託其他證券服務企業、自己委託其他證券服務企業(自己委託必須分開指定)等項目的記錄。聯邦財政部(The Federal Ministry of Finance)還可以要求證券服務企業保留由聯邦證券主管監督機關監督證券服務企業是否遵守相關規定的額外記錄。上述記錄必須保留最少六年，有關其他資料或記錄保留之細節規定，(第 34 條第 3 項)。

(2)分開資產管理（Separate asset management）[43]

第 34a 條規定[44]，非收取存款金融機構的證券服務企業應立即地將客戶款項集中保管，與企業及源自其他客戶的資金分離。在此之前，更應該向金融機構揭示此一資金以第三者帳戶存入，同時立即告知客戶資金存入那一帳戶、持有客戶資金的金融機構是否屬於有設置保護存款戶及投資人請求權的機構及被該機構保護的程度。不被授權從事收取存款業務的投資服務企業應該立即將集中保管的證券，放置在被授權於德國或國外從事收取存款業務的金融機構，此時客戶法律地位將比照德國安全保管法(Safe Custody Act, Depotgesetz)。聯邦財政部可以發佈遵守前述兩項義務的更細部條款，以保護客戶託付投資服務企業的款券。聯邦財政部也可以將此一權限授權給聯邦證券主管監督機關。

(3)有關通知義務及行為準則之監督及查核（Monitoring of the reporting

[42] Section 34
[43] Section 34a
[44] 前揭註 26 文,Section 34a。

requirements and the rules of conduct and Examination of reporting requirements and rules of conduct）

根據證券交易法第 35 及 36 條規定[45]，聯邦證券主管監督機關可以要求證券服務企業及其關係企業、同法第 32 條第二項所規定之特定人、以及在德國有營業所或註冊公司的外國證券服務企業，必須提供資訊、提出文件，及對其立即從事查核，以監督遵守此一部份的相關規定。聯邦證券主管監督機關亦得要求任何金融機構、金融服務機構或依據德國銀行法(KWG)第 53 條第 1 項第 1 款營運的企業，提供業務事項的訊息(特別是其業務本質及核心)及提出文件，以監督遵守此一部份的相關規定。基於要求監督報告的目的，要求遵守第一段的權力應該賦予聯邦證券主管監督機關。

當事人對聯邦證券主管監督機關針對違反第 35 條第 1、3、4 項規定所為之處分提出異議或撤銷之訴者，並無中斷聯邦證券主管監督機關處分之效果（keine aufschiebende Wirkung）（第 35 條第 5 項）。聯邦證券主管監督機關可制訂指導方針（Richtlinie），以茲判斷第 31 至 33 條對證券營業人員之義務規定，是否被確實遵守。惟在指導方針被發布之前，應該先向德意志聯邦銀行（Deutsche Bundesbank）、聯邦銀行主管監督機關及相關產業之代表性團體諮詢意見，此外，這些指導方針並須公布在聯邦法律公報（第 35 條第 6 項）。

(4)持續性資訊揭露(continuous disclosure)

A. 定期揭露

資訊揭露的內容，包括財務報表（如資產負債表、損益表）、營業報告書、監事會報告書等。定期性資訊揭露，在官方市場(official Market)及管理市場(Regulated Market)上，發行公司應定期公布年度及半年度財務報告。對外公告至少刊登於交易所指定之全國性報紙。在新興市場(Newer Market)上，需定期公布年度財務報告及季報；自由市場(Free Market)，則不須公布期中報告。[46]

㈠年度報告(Annual report):股份法(AktG)[47]規定公司每年必須提出及發行被查核過的財務報表及包含其他法定資訊的管理年度報告。由於 1969 年的改革，才正式規定符合下列三項標準的所有公司必須公佈財務狀況--(1)資產總額超過一億二千五百萬馬克；(2)年度銷售額超過兩億五百萬馬克；(3)在 1993 年 1 月 1 日之後的業務年度其受雇員工超過五千人。至於銀行，則基於其他特定法規而必須報告財務狀況。此外，公司及其主要股東之間的所有交易皆必須揭露。財務報表的查核必須符合德國審計法(the German audit

[45] 前揭註 26 文,Section 35,36。
[46] 前揭註 3 書，德-23。
[47] 相當於我國之公司法中對於股份有限公司之規定。

law)，且符合公司法最低標準的要求。至於，未上市公司則不需要任何財務狀況的報告。

1985 年 12 月 12 日通過之財務揭露法(the Financial Disclosure Law，則係為了將歐體特定指令[48]轉換成德國內國法。在根據財務揭露法，德國三十九項法律需配合修正，特別是商法典、股份法及有限責任公司法。在新法規範之下，特定規模的股份有限公司必須由有執照的會計師逐年加以查核，且將查核結果加以公告。按新法之規定，依其業務可分為大中小型企業個體，中小型企業享有特定的權利。然而，對於在證交所公開交易股份的公司而言，不論其企業規模為何，都是被要求完全揭露的對象。

㈡其餘報告:許多公開發行公司自願發布每季或半年報表，以求與國際標準相互一致；至於在證交所上市的公司，則必須發佈半年報，以求與 1982 年 2 月 15 日關於上市公司期中報告的歐洲指令相互一致。額外的報告則由個別證交所加以要求。1979 年 3 月 5 日關於上市公司的歐洲指令規定，一旦公司的實質發展導致公司股價會明顯變動，公司必須將相關資訊儘可能地傳達給投資大眾。易言之，此一規定要求公司有重大購併及財務狀況實質改變時，必須即時揭露[49]。

B. 不定期資訊揭露

關於不定期資訊揭露，在召開股東大會、股利分配、股本變動等情形下，管理市場及自由市場規定必須揭露。至於官方市場，除了在召開股東大會、股利分配的情形之外，另於發行新股、持股 25%以上股東股權變動，亦需揭露公司財務內容。[50]

C. 關係企業資訊揭露

在關係企業資訊揭露制度方面，區分關係企業的母公司是否為資合公司而有不同要求。若關係企業的母公司為資合公司，則母公司負責人必須在會計年度結束後九個月內，將已經由會計師查核簽證後的關係企業合併財務報表、關係企業合併營業報告書及監察委員會的報告，一併遞交母公司登錄所在地地方法院的商業登記處，同時在聯邦公告上公告，公告內容必須註明在何處遞交及遞交文號為何。

若關係企業的母公司不是合資公司，且於前後連續三個關係企業會計結算日在下列三項標準中占有兩項時，必須將資訊揭露：

---

[48] 包括歐盟第四號、第七號及第八號公司法指令。

[49] 前揭註 2 文,8C-108 至 117, 8C.08 Continuous Disclosure,[1]Annual Reports [3]Other Reports

[50] 前揭註 3 書，德-24。

（1）關係企業的資產額在連續三年當中，有任何一年的資產超過一億二千五百萬馬克；

（2）關係企業的損益表上的營業收入在連續三年當中，有任何一年的年平均營收超過二億五千萬馬克；

（3）關係企業在十二個月當中，平均雇用員工人數超過五千人次。[51]

3、違約交割發生時之相關補強措施

德國證券交易法並無規定違約交割情事的相關補強措施。此外，德國證券交易法並沒有如我國第一百五十五條的刑罰規定。

關於違約處理程序，Clearstream Banking Frankfurt(以下簡稱 CBF)公司透過與中央銀行法蘭克福分行 LZB 的緊密劃撥交割連結，交割款券採同步撥轉，買賣雙方的交割款券均受保障。倘任一方交割款券發生不足時，CBF 僅將其交割指令遞延下一交割期處理，而參加人可利用如借券制度、強制買回程序、銀行破產保護基金 Insolvency Fund（僅銀行適用）等方式，解決款券的短缺，完成交割程序。在交割保證方面，CBF 公司並未提供交割保證。

在交割結算基金計繳方式、動用原則及回補程序方面，CBF 公司亦未收取交割結算基金。[52]

(三)證券商公會組織與運作

每家股票交易所，若有超過八家經紀商被允許營運，必須建立其自身的股票經紀商協會，由於協會以聯邦法律為規範依據，所以具有半官方色彩，但是關於其組織，可由經紀商決定如何建立協會及如何在法律架構下運作。

1、 公會之宗旨

證券商協會的宗旨在於，監理官方經紀商的行為，確定法規的遵行、維護成員券商的利益、檢視公布股票價格的穩定性等。

2、 資格與權利義務

[51] 前揭註 3 書，德-24。
[52] 前揭註 3 書，德-38。

a、入會資格：所有官方經紀商，協會會員身份是強制性的，其他經紀商則可以由其自由決定加入協會與否。

b、權利義務：由於德國採取兼業銀行模式，所以銀行在德國證券市場上扮演極為重要的角色。至於，證券商則以經紀商為主，而證券承銷、自營業務則多由銀行加以從事。證券經紀商依其不同類型，而有不同權利義務。其中，官方經紀商的權利在於可以安排經紀商之間的交易；義務則為訂定合理均衡市價、依據配額調整市場供需、從事結算工作等。自由經紀商的權利為可以不受限自行買賣或中介交易；其義務則為執行銀行間的證券交易、積極向官方經紀商報價以確定市價。

3、券商公會自律功能不彰的改進之道

過去藉由證券交易所及證券商業協會自我規制的自律機能不完全可靠，所以欲強化對德國證券商業務經營的規範，實有賴近年制訂的證券交易法在證券交易監理、報告義務及內部關係人交易等議題上發揮實質規範作用，抑或提昇證券商更完整的自律機能，且與歐盟成員國之間訂立監理合作協定，始得畢其功於一役。

二、證券商風險管理相關規定

德國傳統上採用通用銀行制度，因此銀行和證券商之間沒有明顯區別，在德國的法令下，證券商就是銀行，並設有獨立監管機構監督銀行。

為了利於德國通用銀行與其他國家證券商競爭，德國於 1993 年實行資本適足指令(Capital Adequacy Directive, CAD)以規範其資本適足率。

德國式綜合銀行則准許銀行本身直接兼營證券業務，銀行可根據本身需要，自行選擇由銀行直接兼營模式或由銀行設立子公司模式經營，法律不予限制。

德國統一法人模式的組織形式並沒有建立防火牆。

三、對證券商之查核及監督

（一）主管機關之查核及監督

1、德國關於證券商(Securities companies)及提供證券服務的金融機構(Financial institutions)的監督管理，是透過聯邦證券交易監理局(Bundesaufsichtsamt fur den Wertpapierhandel，簡稱 BAWe)及聯邦銀行監理局(Bundesaufsichtsamt fur das Kreditwesen，簡稱 BAKred)。兩個主管當局依照功能方式(functional approach)加以區分其個別職責，後者專司許可事項及償債能力控管，前者則負責證券服務公司的市場監督管理事宜。

2002 年 4 月德國通過一項金融機構合併法，將原本分別負責監督銀行（BAKred）、保險業務（BAV）、以及證券期貨業務（BAWe）的三個主管機關合併在一個新的金融監理機構—聯邦金融監管局 BAFin（Bundesanstalt für Finanzidenstleistungsaufsicht）之下，該項架構並於 2002 年 5 月 1 日正式運作。

2、BAFin 主要之功能在於使證券及期貨市場適當運作，以達成保護投資人、促進市場透明及公平之目標。另外，其具有監理價格敏感事件的特別報告，及要求公司說明其持有資產內容的報告、避免內部人交易、與其他國家的監理機構合作的三項功能；至於其職權則有(1)打擊內線交易(2)特別資訊揭露(3)董事人員買賣揭露(4)避免市場操作(5)表決權揭露(6)認可招股說明書(7)執業人員與投資公司的監管(8)監督國內企業收購案(9)監督金融服務公司的償債能力。

3、德國證券交易法第 35、36 節規定，聯邦金融監管局可以要求投資服務企業及其相關企業、在第 32 節第二段指定的人、以及在德國有營業所或註冊公司的外國投資服務企業，必須提供資訊、提出文件，及對其立即從事查核，以監督遵守此一部份的相關規定。該局亦得要求任何信用機構、金融服務機構或依據德國銀行法第 53 節第一段第一項營運的企業，提供業務事項的訊息(特別是其業務本質及核心)及提出文件，以監督遵守此一部份的相關規定。基於要求監督報告的目的，要求遵守第一段的權力應該賦予聯邦金融監管局。為使上述規範對象遵守第一、三、四段的規定，聯邦金融監管局所為的異議或措施，仍得繼續進行。聯邦金融監管局可以建立指導方針以判斷依照第 31 至 33 節的規定有無被遵守。在指導方針被發佈之前，應該先向德國銀行、聯邦金融監管局及經濟部門主要協會諮詢相關問題。與第 33 節相關的指導方針應該先詢問聯邦金融監管局後才發佈。這些指導方針必須被發表在聯邦官方電子公報。

在不影響第 35 節之下，遵守第 9 節報告要求及此一部份的規定應該每年由一位適當的稽核人員(也是德國執照會計師、宣誓查核員或會計查核公司)查核一次。投資服務企業應該在相關業務年度終了之前指定稽核人員。在查核之後，稽核人員必須立即向聯邦金融監管局和德國銀行提出一項查核報告。若是由聯合查核協會、儲蓄銀行及清算協會的查核主體從事查核工作，查核協會和主體只有在聯邦金融監管局和德國銀行的要求下，才需要提出查核報告。

在指定稽核人員之前，投資服務企業應先呈報聯邦金融監管局，而聯邦金融監管局也可以在收到通知之後一個月內，基於查核目的而要求指定另一位稽核人員。為使投資服務企業遵守此一規定，聯邦金融監管局所為的異議或措施，仍得繼續進行。

聯邦金融監管局可以擬定與投資服務企業查核內容相關的條款，要求稽核人員檢視，特別是該稽核人員可以決定查核的主要重點。稽核人員應該將任何嚴重違反依據第 9 節及本部份規定報告所要求的情事，通知聯邦金融監管局。同時，聯邦金融監管局亦可以參與此一查核，因此，聯邦金融監管局應該在查核開始時就被通知。如果是個案，聯邦金融監管局可以依據第一段，本身或透由其委任的人員進行查核。但此時，投資服務企業必須被及時通知。

為了使報告要求能一直維持一定水準，且遵守第九節與本部分規定的要求。財政部能依據不須通過聯邦議會的條例，代替聯邦金融監管局發布更多有關查核的規定。

在金融危機之後，聯邦金融監管局對於證券商的監理也產生重大改變。其中最重要就是建立跨國間標準化及有效率的復甦體制，目前該體制雖尚未完成，但在 2014 年秋天 G20 開發國的會議中相關雛形已建立。

4、德國金融監理及銀行業務之法律基礎為銀行法，銀行監理法令構成德國金融公法規範的核心，其中最重要的法典即是德國金融事業管理法（kreditwesengesetz，簡稱 KWG），德國金融事業管理法（KWG）在德國金融領域向來具有指標性意義，因此被視為是金融領域的憲法。德國金融事業管理法（KWG）始於一九三四年十二月五日成形，並經數次修正後於一九六一年生效施行，其後亦經多次修正，現在 KWG 共分為七章節。第一章總則，其中於第一條有規範銀行准予經營證券業務，亦規範聯邦金融服務主管機關之權責，並對其監督權之方式明文加以規範。監督者因執行本法規定之職務所知悉之事實應負有保密義務，而受監督之金融機構及企業亦應遵循聯邦個人資料保護法之相關規定。第二章除規範各類型金融機構應準備足夠之自有資金外，並規範金融機構承辦貸款業務時應遵循之規定。第三章明文規範對金融機構之監督。第四章規範金融集團之特別條款。第五章規範本法之特別規定。第六章規範違反本法之刑事及行政罰則。第七章則規範本法之過渡條款。德國之銀行在證券交易業務方面，扮演著主導角色，既負責發行市場之簽證及承銷業務，又辦理流通

市場之經紀與買賣業務。

金融局除積極督導各金融機構，建立本身之內部稽核制度，以進行定期與不規則之檢查之外；尚依 KWG 第廿六條之規定授權專門稽核人員對金融機構之金融與證券業務，進行一年一次之例行檢查。其證券業務檢查為該局對於銀行經營管理之證券業務檢查，乃係依據一九七〇年十二月十六日頒訂之「銀行經營證券保管業務稽核準則」，及其附錄「必須檢查項目之要點提示」之規定辦理。通常要求各有關銀行先按證券之面額與件數詳列清單，並提出必要之統計數字報告，以及有關馬克之市場，租稅行政之變更等資料供查核。鑒於各有關銀行須就其經營之客戶證券信託業務部分，按年編列「客戶證券調節表」而與客戶核對。如客戶未於一個月內提出異議者，即表示符合契約之要求，應視同接受。至於證券業務之檢查報告應就下列各項加以評述與分析：

(1)銀行保管證券之方式及管理之情形。
(2)銀行進場係自行買賣，代客買賣，或證券信託業務等應予分述。
(3)藉證券籌措資金之情形。
(4)銀行經營證券之帳載與調節情形。
(5)分別列述銀行自有證券之交易量，及客戶委託經營管理的證券之數量、面額、件數與交易量等。
(6)客戶授權銀行代為行使投票權之情形。

2013 年聯邦金融監管局對證券商之監管主要在跨國間店頭衍生商品等法規之整合，德國將監理方法與其他國家協調整合,如整合 G20 國家之龐大資料。同時，2013 年聯邦金融監管局完成證券商資金借貸及附買賣交易之監管規劃，希望提供市場參與者與監管當局之透明度，同時亦對持有擔保債權加強規範。

（二）自律組織之查核及監督

1、證券交易所

(1)德國法蘭克福證券交易所於 2001 年上市掛牌，組織架構包括下列主要及附屬機構，分別發揮不同功能以營運、監理該證交所的發展及運作。
I.管理董事會(Management Board)
II. 交易管理委員會(Exchange Council)。
III.一般管理部門(General Management)。
IV.交易控制室(Trading Control Office)。

V. 股票經紀商協會(Association of Stock Brokers)。
VI. 道德委員會(Ethics Committee)。
VII. 仲裁小組(Arbitration Panel)。
VIII. 管理在受規範市場(Regulated Market)上市證券的委員會。
IX. 自由交易委員會(Free Trade Committee)。
X. 制裁委員會(Sanctions Committee)。

(2)首先，管理董事會為法蘭克福證券交易所最高管理階層，但在公司的組織模式下，受交易管理委員會的控制。交易管理委員會負責擬定交易所行為與組織的規範及細則、費用表，並監督管理職員。其次，一般管理部門，則負責管理在交易管理委員會監控下的交易所事務、並針對公司及個人從事交易之許可與否的決定、執行交易所規則及執行懲戒權力。再者，交易控制室藉由收集和評估與交易所交易相關的所有資料，監理經紀商交易活動；此外，還負責保證經紀商遵守交易義務及經紀商符合在 BorseG§ 7(4)Nr.3 Subs 4a的法定資本準備金；在券商逾越負債限制時，亦可要求揭示安全措施、即時關閉即將發生的交易、即時暫停所有或特定交易等。股票經紀商協會方面，主要由官方經紀商處理交易股票的特定議題，其主要角色如同中介者一般，處理買賣雙方在證券交易所裡的證券交易；亦需穩定官方的股票價格。道德委員會，則專職法定規範及專業行為規則遵行狀況的觀察。仲裁小組以解決會員間的各種爭議為其職責，一旦交付仲裁，除非有民訴法特別原因存在，一般司法程序必須除去。同時，監管市場上市證券委員會負責檢視上市申請相關問題，自由交易委員會則處理公開市場[53]上市的證券。最後，個別交易所制裁委員會有權制裁①故意或過失違反證券交易所的規則或命令；②在業務活動裡濫用權限，或侵害對方信譽等情狀下的「市場參與者」(不包括官方證券經紀商)。

(3)依據交易所法§1a，交易所監理當局可以在職責必要且沒有特定理由之下，要求企業、允許參與的交易者或官方交易所經紀商提供交易資訊或提出相關文件，或從事調查；假如有證據顯見違反交易法規情事或損害合法交易及結算亦可要求交易參與者揭露因為非法交易獲利的客戶之資料及交易者持有內涵的改變；交易所監理當局可以發佈任何為了避免法規違犯或減少不合法行為的必要命令。而交易所監理當局尚得基於履行其職責之必要，在維持簿冊及準備記錄方面，採用適用於官方經紀商(即具有決定價格責任之經紀人(Kursmakler))的規則，及在私有財務背景方面，要求官方經紀商(具有決定

[53] 2005年十月十日，非公開監管市場改名為公開市場，其中包括進入市場與初級市場。

價格機能)及自由經紀商(以獨資營運業務的經紀人(Freimakler))提供相關訊息與證據。一旦發生上訴或司法行為，上述規定仍須繼續作為。

依據交易所法§1a規定，當交易所監理當局認為必須撤回或撤銷官方經紀人的指定、建立或決定交易價格的准許或企業許可時，必須通知交易管理委員會(Exchange Council)；另外，依據交易所法§2a,2b分別規定，交易所監理當局必須努力確認遵守反限制競爭法案(the Act against Restraints of Competition)被遵守，並通知違犯反限制競爭法案的主管競爭當局(the competent competition authority)；指定的受雇人員或透由正式報告知道資訊者，未經授權，不得私自揭露或使用職務上獲悉的訊息及利害相關的機密資料(特指交易業務秘密或個人資料)，即使該員工離職亦同；該法§4,5則分別規定交易所有制訂交易所業務規則及相關費用規範的職責，以利業務運作及費用收取標準的建立。

2、證券商業同業公會

(1)法蘭克福證券商公會組織架構由市場經紀商(Commercial stockbroker)、官方經紀商(Kursmakler(official stockbroker))及自由經紀商(Freimakler(Independent stockbrokers))三種發揮不同作用的證券經紀商共同組成。

I. 銀行(Banks)：投資人僅可透過具交易所會員資格之銀行代為從事買賣委託，故該等銀行可為自有帳戶或代替投資人與他家銀行進行買賣，並向 Kursmaklers 申報交易之餘額。而外國證券商在德國之分公司也視作銀行。

II. 官方經紀商(Kursmaklers)：由交易所之監督當局經咨詢官方經紀商會議(the Chamber of Official Broker)及執行委員會後任命或解散之。其獲准進入正式市場作為證券交易之中間人，並可自行決定價格。他們收取服務佣金，除非為了撮合買賣雙方以求達到均衡外，不得用本身名義或帳戶買賣分派給他們撮合之證券。

III. 自由經紀商(Free Marketers)：係獨立(或非官方)之經紀商，由執行委員會考量各個交易所之需要，以決定是否核准。其同為證券交易之中間人，但不可自行決定價格。

(2)證券商公會的宗旨在於，監理官方經紀商的行為，確定法規的遵行、維護成員券商的利益、檢視公佈股票價格的穩定性

等。法蘭克福證券商公會的自律機能，主要由官方經紀商藉由訂定合理且均衡的股票市價，並根據配額調整市場供需的穩定。其次，自由經紀商亦在執行銀行間的證券交易之餘，積極報價，以協助官方經紀商確定市場價格。

(3)會員之權利義務：由於德國採取兼業銀行模式，所以銀行在德國證券市場上扮演極為重要的角色。至於，證券商則以經紀商為主，而證券承銷、自營業務則多由銀行加以從事。證券經紀商依其不同類型，而有不同權利義務。其中，官方經紀商的權利在於可以安排經紀商之間的交易；義務則為訂定合理均衡市場、依據配額調整市場供需、從事結算工作等。自由經紀商的權利為可以不受限自行買賣或仲介交易；其義務則為執行銀行間的證券交易、積極向官方經紀商報價以確定市價。

（三）店頭市場對證券商之查核及監督

無資料

四、證券商業務範圍、轉投資事業相關規定

證券商有經紀及自營業務。

未有轉投資事業之限制規定。

拾壹、投資人保護

德國自 2002 年 5 月起，對於金融相關業務之監督已統合由聯邦金融監管局（BaFin- Federal Financial Supervisory Authority）負責，自此，BaFin 即成為德國之單一金融監理機構，整個金融體系包括銀行、保險、證券及期貨均在其監督之下，以確保金融機構償付能力、監督市場之公平透明及保護金融消費者權益。

BaFin 提供金融消費者許多協助的管道，如可致電 BaFin 金融消費者服務專線諮詢，接聽電話的值班人員會答覆金融消費者的問題，並解釋對其有幫助的解決方案。此外，當 BaFin 所監管之公司有違規行為時，金融消費者可以透過書面（寫信、傳真或 email）向 BaFin 提出申訴，並須提出足夠的資料供 BaFin 做出最終判定，但 BaFin 不受理金融消費者就投資損失之申訴件，且不涉入個案爭議，故相關金融消費者須逕循司法途徑解決。須注意的是，金融消費者提出之申訴，並無法中斷契約或法定時效。

德國依據投資者賠償法（AnlEntG – Anlegerentschädigungsgesetz）設有存款保險及投資賠償基金。關於證券公司及其他金融服務機構、非收受存款之信用機構與投資公司之客戶係受證券商賠償基金（Entschädigungseinrichtung der

Wertpapuerhandelsunternehmen，簡稱 EdW）之保護，若於該等機構因證券交易引發經營問題時，每一客戶可獲得其申訴金額最高 90%之賠償，惟金額不得超過 2 萬歐元，若超過 2 萬歐元，則以 2 萬歐元計算。

另當投資人被通知有償付事件發生時，需於 1 年內以書面向 EdW 提出申請，若超過所訂申請期限，其償付之請求將被排除。而投資人向 EdW 提出償付申請後，經 EdW 判斷符合資格及確認請求金額後，原則上於 3 個月內可獲得賠償。

拾貳、證券投資信託事業暨投資顧問事業相關法律規範

主要相關法規暨自律規則：

- **Investment Modernization Act, Investmentmodernisierungsgesetz 投資現代化法案**
- **Investment Act, Investmentgesetz－"InvG" 投資法**
- **Investment Tax Act, Investmentsteuergesetz －"InvStG"投資稅法**
- **Stock Corporation Act －"Aktiengesetz" 公司法**
- **BVI Rules of Conduct 德國基金公會(BVI)所頒之從業行為準則**
- **German Banking Act－KWG 銀行法**
- **Securities Trading Act－WpHG 證交法**

前 言：

與美國及英國兩國基金產業悠久歷史相比較，德國基金產業發展歷史就顯得非常短。如要追溯起來，德國第一支共同基金係由 Allgemeine Deutsche Investment GmbH 於 1949 年所推出。但當時因為相關法規付諸闕如，並未為投資大眾所接受。一直到 1957 年通過了所謂「投資公司法（Investment Companies Act (Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften －"**KAGG**")）」才奠定日後基金產業茁壯成長之基礎。

後來德國於 2004 年 1 月 1 日新生效通過所謂投資現代化法案,和投信與投顧事業有關的主要有兩部分：投資法(Investment Act， 以下或簡稱為【**InvG**】)與投資稅法(Investment Tax Act，以下或簡稱為【**InvStG**】)來取代先前之 KAGG 與國外投資法(Foreign Investment Act, Auslandinvestment-Gesetz-**AG**)。[54] 德國投資現代化法案之起源來德國政府之 2006 年金融市場推動計劃（Financial Market Promotion Plan 2006, Finanzmarktforder-plan 2006）[55]以及歐洲議會於 2002 年為統一歐洲共同基金市場所通過兩項指令來修正先前 1985 年（85/611/EEC）指令[56]：管理公司指令（Management Company Directive ）[57]及產品指令（Product Directive）；此兩修正指令與先前 85/611/EEC 指令均為歐盟所俗稱之「共同基金指令（Undertakings for Collective Investment In Transferable Securities，以下或簡稱為【**UCITS Directives**】)」。而任一會員國依 UCITS Directives 精神及內容所發行之共同基金稱為 UCITS Funds 。[58]

故簡單的說，UCITS Directives 就是專為歐盟會員國設計，並為規範共同基金產業而生之一超國家之法律架構，而各會員國有相同義務在這法律架構下，於一定期限前，依 UCITS Directives 所規定之內容與精神，完成各自國家相關法律修正或立法工作。換言之，其最終目的在創造有利於統一泛歐聯盟共同基金之法規環境。[59]

---

[54] Allen & Overy, Bulletin, New German Tax Regime for Investment Funds, March 2004。德國原先之證券投資信託事業係規範在銀行體系下，其範圍包含：
（1）投資公司法(Law on Capital Investment Company，**KAGG**)；
（2）銀行法(German Banking Act，**KWG**)；
（3）國外投資法(Foreign Investment Act (Auslandsinvestment-Gesetz. AG)：規定外國公司或組織在德國投資的法律；
（4）其他法規；及
（5）歐盟法規

[55] Clifford Chance, Draft of The Investment Modernization Act, Newsletter, July 2003.

[56] Council Directive of 20 December 1985 on the co-ordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings or collective investment in transferable securities (85/611/EEC) 。85/611/EEC 指令事實上係歐盟所頒的第一個 UCITS Directive

[57] 管理公司指令主要係規範三方面：一、賦予基金管理公司發行通行歐盟會員國之基金護照（passport)；二、制定基金管理公司商業行為準則；三、簡化基金公開說明書。

[58] 依 85/611/EEC 指令，基金是否符合所謂 UCITS Funds ，須具備以下幾項條件：
1.需以集合投資於可轉讓之有價證券為單一目標；
2.資金募集須為公募方式；
3.基金運用以風險分散為原則；
4.須為開放式；
5.須能從基金資產買回或贖回；及
6.符合其他不同投資限制規定與保障。
任何基金不符上述條件者均稱為 Non-UCITS Funds，而德國投資法（InvG）對其他歐盟會員國所發行基金，或甚至是會員國以外其他國家所發行基金，想要在德國境內募集或銷售者，係以是否符合 UCITS Funds 之條件做法規上之區別與對待。一般而言，就基金註冊所需時間，UCITS Funds 將比 Non-UCITS Funds 為短，且公開說明書內容與 Non-UCITS Funds 相比，較為簡潔。

[59] 如註釋三所述，UCITS Directives 指令最早又可溯及 1985 年 12 月 20 日當時歐洲議會（European Parliament）與理事會（Council of EU）所聯合頒佈指令（Council Directive 85/611/EEC)。當時 85/611/EEC 指令僅規範各會員國所發行基金可於不同會員國間銷售，但基金投資範圍受限於股票及債券，不包含衍生姓商品或其他工具。其後，85/611/EEC 指令經歷四次修正，最近一次係於 2002 年 1 月 21 日發佈兩項新修正指令：管理指令(Management Directive of 2001/107/EC)係賦予投資管理公司作跨不同會員國基金管理與操作；產品指令（Product Directive of 2001/108/EC）係允許投資範圍括大至股票與債券以外其他投資工具。UCITS 指令原係要求所有會員國於 2003 年 8 月 13 日前，將指令內容轉換成各會員國法律並完成相關立法。但事實上，至 2003 年 8 月 13 日為止，僅有盧森堡與法國兩國依指令內容及精神來制定或修改其國內相關法律，接著為奧地利與英國於 8 月下旬完成相關立法工作。而所有會員國適用指令最後期限為 2004 年 2 月 13 日，亦即所有會員國法律轉換及立法過程必須於此期限內完成。很顯然德國立法工作雖超過指令原先要求之 2003 年 8 月 13 日，

由於市場發展帶動相關需求，行之多年 UCITS 指令已不符市場實務之需，各會員國紛紛要求修正 UCITS 指令，擴大 UCITS 之投資標的，使其在可轉讓證券外，亦可包括其他充分變現之金融工具。歐盟理事會則是於 2002 年 1 月 21 日正式通過二項可轉讓證券集合投資指令之修正(Directive 2001/107/EC of the European Parliament and of the Council of 21 January 2002, 及 Directive 2001/108/EC of the European Parliament and of the Council of 21 January 2002)，一項指令是有關管理之規範，另一項指令則是有關產品面之規範，此二項新指令合稱為 UCITS III 指令。UCITS III 指令要求各會員國在 2003 年 8 月 13 日以前通過國內立法以符合指令之規定，並且最遲須在 2004 年 2 月 13 日生效。[60]

配合歐盟 UCITS III 規範，德國於 2003 年 11 月完成國內之修法，自 2004 年 1 月起，投資法(Investmenthesetz, "InvG")取代原投資公司法(Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften-“KAGG”)及境外投資法(Auslandsinvesmentgesetz-“AIG”)，一併規範境內外之投資基金及境內之投資公司。[61]除此之外，德國於 2004 年 2 月 13 日頒佈衍生性商品規則(Derivateverordnung DerVO)，成為歐洲第一個將歐盟風險管理規範納入當地法規之國家。[62]

2004 年 1 月生效之投資法，共計六章，分別為總則、基金、投資公司、具額外風險之基金(避險基金)、行銷、行政罰則及過渡規定。第一章總則部分除規範一般適用之通則外，尚規範投資管理公司及保管銀行；第二章基金部分則分別依符合歐盟 UCITS III 指令之基金、不動產基金、混合投資基金、退休基金及特別基金予以規範；第三章投資公司部分除原則性之規定、公開銷售及會計規定外，尚規範可變資本投資公司與固定資本投資公司；第四章規範避險基金；第五章行銷部分規範於其他歐盟會員國或其他 EEA 締約國之銷售、於德國境外有關符合歐盟 UCITS III 指令之投資單位的銷售、以及一般境外基金投資單位在德國境內之銷售；第六章部分除規範一般之行政罰則外，尚規範新舊法制適用之過渡規定。

該法與德國原有的規範主要不同之處為：配合 UCITS III 規範訂定對投資管理公司之資本額要求、放寬投資限制、簡式公開說明書之適用及符合 UCITS III 之歐盟投資單位及之非歐盟之境外基金之銷售等，此外尚有為增加德國市場之吸引力，將避險基金正式納入規範，並新增可變動資本投資公司

但仍於最後指令適用期限前完成。請參見歐洲基金公會(Fédération Européenne des Fonds et Sociétés d'Investissement, “**FEFSI**”)有關歐盟基金法律與規定英文網頁，The Community Laws and Regulations , http://www.fefsi.org/Unrestricted_Area/frameset.htm

[60]以下有關 UCITS III 指令相關法律及規定解釋摘選自中華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會委託環球普蓋茨法律事務所所提之「歐盟 UCITSIII 規範及實務運作之探討」研究報告，第四章「其他國家對於歐盟 UCITSIII 指令的因應」。

[61] Linkerlaters Oppenhoff & Rädler, Investment Act and Investment Tax Act, p1, February 10,2004, http://www.linkerlaters.com/index.asp; also seeInvG, §1

[62] Kai D. Leifert, "Assessing the regulatory impact: the challenges of UCITS III- Germany's regulators become the first to launch derivatives ordinance", Balance Sheet, Vol. 12 Sec.4, July 14, 2004,

之類型等。[63]

根據德國聯邦財政部（Federal Ministry of Finance, Bundesfinanzministerium-“BMF”），此法案之誕生有以下幾項主要意義：首先，其立法意旨在於創造一個對德國基金產業有利基的先進法規環境，使德國能與其他歐美國家在激烈共同基金市場中一較長短；其次，對德國投資大眾而言，因為法案通過使得投資管道及產品更多元化，其中代表之一即是允許公募及私募型態之對沖型基金（hedge funds），讓一般投資大眾也能接觸到並成為他們投資組合之選項之一。[64]另一重要意義與指標是將公司型基金（又稱為可變動資本證券投資公司，investment stock corporations with variable capitals,簡稱 **ICVC**）納入新法案中。此種基金與盧森堡型可變資本投資公司（Société d'Investissement à Capital Variable, **SICAV**）非常相似。

德國之主管機關為聯邦金融監督管理機關(Federal Financial Supervisory Authority 簡稱「BaFin」)，依據投資法及銀行法負責管理投資管理公司、投資公司及保管銀行。[65]

一、證券投資信託事業設置與管理：

（一）設立之條件：

1、 經營核准之主管機關：

聯邦財政部（Federal Ministry of Finance, Bundesfinanzministerium or 以下或簡稱為【**BMF**】） 聯邦金融服務監理局(Financial Service Supervision, Bundesanstalt fur Finanzdienstleistungsaufsicht or 以下或簡稱為【**BaFin**】)。

BaFin 之設立，旨在確保德國金融體系之正常功能、穩定與完整性及國際協定與歐洲指令之執行。*BaFin* 之目標亦是希望能夠監控組織與內控系統之品質以及提高風險管理之品質。[66]
有意進入德國金融市場操作之企業或申請人，其所有申請均由 *BaFin* 負責審查。*BaFin* 並有權要求申請人提供進入市場所需之所有相關資訊。除此之外，*BaFin* 亦參與歐洲與國際級之金融業談判以及協調政府提案與措施，促進金融業的發展。
BaFin 之一般功能包括以下之監督：

1. 信用機構(與 *Deutsche Bundesbank* 合作)；
2. 其他金融專業之專業人士；
3. 管理公司;

[63] See Supra note 147
[64] 新法架構下允許外國對沖基金於德國境內作公開廣告或促銷行為之前提要件是其成立國主管機關願意與德國 BaFin 簽訂相關合作協議。
[65] InvG, §5 (1)
[66]德國資產管理業受管制投資工具之法規與監理架構報告 2010 年 11 月 普華商務法律事務所

4. 集資投資企業;
5. 不動產基金、混合基金、退休基金、基礎建設基金、其他基金、特別基金、對沖基金與創投基金公司；
6. 持續對公眾發行證券之證券化投資工具；
7. 證券交易所；
8. 付款與證券結算系統；
9. 付款或證券結算系統業者；
10. 證券市場；與
11. 保險。

BaFin 之重要功能是嚴格監督金融服務機構，如信用機構、管理公司或其他金融專業。*BaFin* 認證專業行為規範與組織要求、財務分析與財報之實施。監督項目還包括大股東持有表決股之情形、公司接管、證券發行之公開說明書與其他形式之籌資之公開說明書以及集資投資企業、退休基金以及國內再保險業務。

2、 組織與資本額：

(1) 組織：

法定組織型態－依據 InvG，可分為契約型及公司型。而公司型又可分為可變資本（variable capitals）及固定資本（fixed capitals）兩種。

(2) 資本額：

A. 投資管理公司（Capital Investment Company, or Investment Management Company）：

I 契約型之投資公司最低資本額為七十三萬歐元(Euro730,000)[67]，較歐盟 UCITS III 規範之最低資本額為二十五萬歐元高。此係由於德國之投資管理公司係屬特殊之銀行，必須符合德國銀行法之相關規定。七十三萬歐元即為德國銀行法對於銀行之最低資本額要求。[68]投資管理公司係以發行受益憑證之方式募集基金。其公司應為信用機構，除募集發行並管理基金外，尚可依據銀行法之規範提供其他金融服務。投資管理公司須為股份公司或有限責任公司，其註冊之辦公室與總部須係投資法管轄範圍內，並經 BAFin 發給書面執照後始得營業。[69]

[67] InvG，§11(1)1
[68] See Supra note 147p.3
[69]證券暨期貨月刊 第二十五卷 第二期 證期局古坤榮科長「簡介主要國家對以期貨交易為主之集合

II如兼作保管業務，資本額為二百五十萬歐元(Euro 2.5 million)。

III 而對管理不動產投資基金之投資公司，其最低資本額亦為二百五十萬歐元。

IV 另外對管理資產總額超過歐元三十億之投資公司，將於最低資本額外，就超過歐元三十億之部分加計資本額至少0.02%，[70]高於歐盟 UCITS III 超過二億五千萬歐元須增資之規定。[71]但此加計資本額至多不得超過 1000 萬歐元。（§11, para 1, no. 1, 2, InvG）

B. 投資股份公司（Investment Stock Corporation）：

公司型之投資股份公司最低資本額為三十萬歐元(Euro300,000)（§97, para 1, no. 1, InvG）。投資股份公司僅得以股份公司之形式經營，並應發行有表決權股份，所有股份均須註冊。投資股份公司又可依其資本可否變動區分為可變動股本投資公司與變動股本投資公司。公司必須於章程中載明其公司宗旨係為依據投資法相關規範，以資產風險分散之原則投資與管理其基金，並將資產管理所生之利益分享予其股東。[72]

（3）核准標準/所需之申請文件[73]

管理「*Sondervermögen*」之投資管理公司與投資股份公司皆必須向 *BaFin* 申請。

A. 投資管理公司之申請程序

投資管理公司在開始營業之前，需取得*BaFin* 之核准函。為取得核准函其須符合以下條件： (*§ 6, 7 InvG*)。

- 備有*InvG* 第§ 7a 與*§ 11* 規定之足夠營業所需資金之證明：初期資本至少30萬歐元(若投資管理公司管理之基金價值超過11 億2500萬歐元；其超過部份須至少按其超過之金額追加0.02% 之自有資金；但初期資本或自有資金不得逾1000 萬歐元；
- 投資管理公司必須至少相對於*§ 11 InvG* 中歸類之費用的四分之一，提供自有資金(*§ 7a InvG*)；
- 註明至少兩名經理人(*§ 7a,7b InvG*)；
- 評鑑經理人之可靠程度(*§ 7a InvG*)[4];
- 評鑑經理人是否具有所管理之基金種類之專業資格與充足經驗(*§*

投資計畫之規範」

[70] InvG，§11(1)2

[71] See supra note 147, p3;

[72]證券暨期貨月刊 第二十五卷 第二期 證期局古坤榮科長 「簡介主要國家對以期貨交易為主之集合投資計畫範」

[73]德國資產管理業受管制投資工具之法規與監理架構報告 2010 年 11 月 普華商務法律事務所

7a InvG)；

- 投資管理公司必須是股份公司(*Aktiengesellschaft,* 簡稱 *"AG"*)或有限合夥企業(*Gesellschaft mit beschränkter Haftung,* 簡稱 *"GmbH"*)；
- 投資管理公司主要合夥人(GmbH) 或股東(AG) 之個人資料，其出資額及評鑑其可靠性(*§ 7a InvG*)；
- 說明投資管理公司與其他人或實體之間的密切關係之聲明書(§ 7a *InvG*)；
- 詳盡之企業計劃，載明所從事之交易種類與組織結構、投資管理公司之內控機制(*§7a InvG*)；
- 投資管理公司必須設在德國；
- 兩種法律形式－ 股份公司(*§ 30* 股份公司*(Aktiengesetz)*)及有限合夥企業(*§6 II s.1 InvG (§ 6 InvG)*)，皆要有監事會；
- 投資管理公司得證明已完成行政準備，可以從事投資管理公司業務(*§ 7b InvG*)；
- 應於申請送件後六個月內通知申請人；
- 不批准申請者須有正當理由；
- *BaFin* 在電子版聯邦公報上公告允許之營業項目；
- 若無所需之初期資本與自有資金、未指定兩名經理人，亦無所需之可靠性、專業經驗，則將不給予核准(*§ 7b InvG*)。

最後，許可申請書必須一式三份，並檢附經認證之商業文件與公司章程影本，向*BaFin* 提出。

申請要求之所有文件送件之後六個月內應即給予核准。若*BaFin* 未作出回覆，投資管理公司即可開始營業。

所有規定之文件均已送件之後6 個月內核准。*BaFin* 必須在六個星期內做出回覆(核准或是駁回)。若無回覆，即視同核准；投資管理公司即可開始其業務。

投資管理公司作為公司實體，必須在商業登記處完成註冊。

B. 投資管理公司許可證之失效與撤銷

投資管理公司業務之核准得依據*§ 33* 德國銀行法*(Kreditwesengesetz,* 簡稱 *"KWG")*所闡明之歐洲委員會決議，予以延後或限制適用，最高可以延後或限制三個月。

若投資管理公司在許可證核發之後一年內未使用、予以拋棄及許可證核發之後逾六個月未經營許可之業務、申請過程中有造假之行為、自有資金與初期資本減少至創辦所需之最低金額以下，則許可證亦將因此失效*(§17b, c InvG)*。

若不符合上述要求，則*BaFin* 得立即撤銷投資管理公司之許可。

C. 投資股份公司之申請程序

投資股份公司可以是自我管理之投資股份公司或投資管理公司所管理之投資股份公司。

投資股份公司開始營業前，需首先取得*BaFin* 之核准函。取得核准函須符合以下條件： (*§ 97 I a ,II InvG*):

- 初期資本至少30 萬歐元；
- 必須設在德國；
- 經理人必須可靠並具有管理投資股份公司及其業務種類所需之專業資格與充足經驗；
- 公司章程符合該法律之要求－代表兩種功能－組織規則及基金與投資人之間的法律關係之界定；
- 投資股份公司已在德國指定一家獲得承認之保管銀行(*§ 20 InvG*)；
- 若是有第三者經理人之非投資股份公司，則該投資股份公司必須已指定一家投資管理公司；
- 完善之企業計劃(有完整之商業文件)，載明投資股份公司組織結構及已計劃之內控程序(風險控制機制)；
- 有證據證明別無其他外國法規之規範或證明投資股份公司與其他自然人或法人之間不存在密切關係，而影響*BaFin* 之運作；
- 在傘形結構方面，公司資產之每一檔子基金皆必須配合其契約條款與條件，備妥投資之條款與條件並備案；特別註明投資之特別條款與條件適用於公司資產之子基金；註明有特別條款與條件時皆必須公佈(*§97 IV, V InvG*)。

  後者之結構需要向*BaFin* 報告投資管理公司及投資股份公司與投資管理公司之間的協議(*§ 97*45*I Nr.6 InvG*)。

  除了取得*BaFin* 許可所需之條件外，投資股份公司仍必須在商業登記處完成註冊。

  申請要求之所有文件送件之後六個月內應即給予核准。若*BaFin* 未作出回覆，自律投資管理公司或投資管理公司所管理之投資股份公司即可開始營業。

  不動產基金與基礎建設基金之組建不能透過投資股份公司。

D 投資股份公司許可證之失效與撤銷

許可證逾一年未使用或停業六個月，許可證應即無效(*§ 97 II InvG*)。若有造假，特別是投資股份公司是根據不實陳述取得許可或取得許可所依據之狀況業已變更、違反德國投資法以及投資股份公司在商業登記處完成註冊之後逾六個月，其公司資產仍未湊足125萬元，或之後減少至不足該金額(*§ 97 III InvG*)者，其許可證即會遭撤銷。此規定之其用意係為加速基金業務及確保一定的業務量。

E 投資管理公司與投資股份公司之差異

兩種公司形式的共同點是能夠使用歐盟通行證。但投資股份公司/投資管理公司必須在其公司章程或合夥協議中規定只依據UCITS投資於合格資產，始能獲得歐盟通行證。傘形結構下的每一檔子基金皆需要有自己的歐盟通行證。

除了透過投資管理公司或投資股份公司運作之UCITS 基金(*richtlinienkonformes Sonderoder Gesellschaftsvermögen*) 可以獲得歐盟通行證(*§ 99 III, 128 InvG*)外，投資管理公司亦可以透過子公司在其他國家經營(*§ 7 II InvG*)。但投資股份公司只能在其註冊國家經營。

F. 投資管理公司/ 投資股份公司內各部門之資格

投資管理公司

人力、技術部門 Human, technical infrastructures

投資法(§ 7b, 9a InvG) 規定投資管理公司之人員編制皆必須俱備資格，得執行各自職責及遵守相關規定(如內線交易)。*BaFin* 是依個案評鑑可靠性。並無明文規定之要求可為依據。

投資法(*§ 7b, 9a InvG*) 亦規定須有一套資訊技術(IT) 系統，須隨時更新及依據風險遵循標準並且能夠提供足夠的行政與會計程序、電子資料處理所需之控制與保全安排以及適足之內控機制。

管理 – 專業信譽與經驗

投資管理公司可以透過責任有限公司(GmbH, 簡稱“GmbH”)或股份公司(AG) 之形式經營。GmbH 與AG 皆需要兩名自然人經理人，負責投資管理公司之業務及代表投資管理公司及合夥人(§ 2 XVI InvG)。

若是GmbH 形式，該兩名經理人即為執行董事(Geschäftsführer)；若是AG 形式，則稱作董事(Vorstandsmitglieder)。

投資管理公司所需之經理人必須具備特定之專業管理資格以顯示投資管理公司之專業完整性。因此，經理人必須係均等及持續地保持可靠的人品。專業資格是指具有專業技能、足夠的理論與實務知識以及相關交易之經驗。但，經理人之可靠人品與否必須有優良之信用與犯罪記錄作為證明。

監事會

若是AG形式之投資管理公司，其監事會通常由三名監事組成。投資管理公司股東與合夥人必須出席監事會，其中至少一名為獨立監事，不從屬於股東、關係企業與商業夥伴。

監事會之職責是保護投資人及監督投資管理公司之經理人。因此，對於監事之要求，係採取高標準，特別是其人品與專業能力。(§ 6 III InvG)。監事之專業能包括理論與實務經驗。由於監事會之職責是監督經理人以及向經理人提供建議，因此不需要像經理人一樣俱備執行交易之能力。但不論如何，監事皆應具備財經方面的經驗。

股東*(會議)*

若是AG 形式之投資管理公司，其股東會應由股東組成。於股東會議中，股東得行使其權利，任命監事會成員。股東不需要俱備特別資格與技能。

投資股份公司

人力、技術部門

在人力與技術部門方面，投資股份公司須符合之要求均比照投資管理公司。

管理 – 專業信譽與經驗

投資股份公司之管理亦需要個人的專業信譽與經驗。.

監事會

監事會之組織(法律所要求) 比照股份公司形式之投資管理公司。

股東(會議)

投資股份公司與投資管理公司之間的主要差異是兩者的股東不同：投資管理公司的股東是公司股份的持有人，而投資股份公司的股東則是投資股份的持有人。持有公司股份可以在股東會議中享有投票權，但投資股東沒有選擇權－ 其僅為投資。

3、 設立形態：

管理契約型基金之投資公司係指主要業務為從事基金管理與其他依 InvG 第七條第二段所定附屬業務之信用機構。投資公司之設立型態可以為股份公司(stock corporation)或有限責任公司(limited liability company) 。（§6, para 1, InvG）但相較於契約型投資公司，公司型之投資股份公司僅能以股份公司之型態設立。（§96, para 1, InvG）投資股份公司之業務係依分散風險之原則，以公司章程所定目標來投資與管理 InvG 第二條第四段下之資產，並以與投資人分享管理資產所得利潤為唯一目的。（§96, para 2, InvG）

(二)投信事業之從業人員資格及限制：

1、 資產管理公司的職責是對投資基金之實際執行。而公司是由受僱人所組成，實行指定的投資策略是他們的責任以及義務。

2、 投資公司必須要求員工勤奮謹慎，這些要件亦規定在德國商業法(the commercial law ruling in §347，para.1 of the German Commercial Code (HGB)

3、 從業人員的資格及限制的原則規定在德國民(German Civil Code，BGB)，例如：第二七六條、第三一條、第二七八條。

4、 新投資法第 120 條規定，負責對沖式組合基金（Fund of Hedge Funds）投資決策從業人員除須具備一般資格外，尚須足夠經驗與實際知識來從事相關基金操作與管理。

(三)金融市場工具指令（Markets in Financial Instruments Directive, MiFID）：

2014 年 4 月 15 日經歐盟理事會通過 MiFID II 第一階段（Level 1）指令，本次修正有以下五個主要目標：

- 確保金融產品在受監管場所交易

  為彌補金融市場結構中漏洞，建立了一個新的監管交易平台「有組織交易設施」（Organised Trading Facility,OTF），以涵括最廣泛的未受管制之交易，並與受監管市場（RM）、多邊交易設施（MTF）、內部交易系統（SI）等，均屬於受規範的交易場所。

- 提高透明度

  強化金融商品交易前後的透明度，提出交易前（pre-trade）指示性報價規定，並適用於股票、存託憑證（depositary receipts）、交易所基金（ETF）、以及其他於 MTF, OTF 交易的類似金融商品或證券，為金融市場帶來更充分的訊息，以改善價格發現和形成。

- 限制商品投機

  對商品的投機（可能導致商品如農產品價格波動的市場實務），將進一步就衍生性商品交易量設定部位限制。各國並可訂定市場參與者持有衍生性商品的部位。

- 適應新技術規則

  就以非常快的速度進行之電子交易活動如“高頻交易”建立控制措施，以確保這些交易技術不會產生失序的情形，並降低日益精進技術的潛在風險。

- 加強投資者保護

  投資公司 在提供投資服務時，應考量客戶之最大利益，保護客戶的資產，或確保所發行產品可滿足客戶的最終需求，投資人可獲得所提供或出售給他們的產品和服務相關訊息。此外，公司必須確保員工的報酬和績效評估不會影響到客戶的利益，如薪酬或績效目標不應提供獎勵員工推薦特定金融產品，而忽略其他可能滿足客戶需求的更好產品。

茲將 MiFID II 對資產管理市場影響較大之規範措施，如禁止向第三方收取利益、資產管理公司需付費取得研究報告、強化資訊揭露、避免利益衝突等項目，整理於后。

1、禁止向第三方收取利益[74]

係指 MiFID II 利益給付(inducements)制度之規定，除了自客戶端收取利益給付外，一般原則係投資公司不能保留自第三者處收到的利益給付，除非係為提高客戶服務品質，且不損害投資公司根據客戶最大利益，遵循誠實、公正、專業方式從事業務的首要責任。

（1）利益給付(inducements)適用對象[75]

A.投資公司

B.提供投資服務及活動的信貸機構(credit institution)

C.銷售或建議客戶從事結構性存款(structured deposit)的投資公司和信貸機構

D.UCITS 管理公司和另類投資基金(alternative investment fund, AIF)管理公司，僅在當其提供個別投資組合管理的投資服務或非核心服務。

(以下均稱”公司”)

（2）利益給付(inducements)執行原則

A.一般性原則

公司提供投資服務或輔助服務，不得向客戶或代表客戶以外之第三人支付或收受任何費用或佣金，提供或被提供任何非金錢利益，否則將違反履行辨別、防止或管理衝突之義務，或以誠實、公正和專業方式從事業務之義務之規定，但下列付款或利益不在此限：

a.旨在提高提供客戶服務品質

b.未違反公司根據客戶最佳利益採取誠實、公正和專業方式從事業務之義務

---

[74] Dillon Eustace　MiFID II Inducements (P.1-P.5)
http://www.dilloneustace.com/download/1/Publications/Financial%20Services/MiFID%20II%20Inducements.pdf

[75] 原文 (i) investment firms (as defined in Article 4(1)(1) of MiFID II);
(ii) credit institutions when providing investment services and activities (within the meaning of Article 4(1)(2) of MiFID II);
(iii) investment firms and credit institutions when selling or advising clients in relation to structured deposits; and
(iv) UCITS ManCos and external AIFMs (as defined in Article 5(1)(a) of the AIFMD) when providing the investment services of individual portfolio management or non-core services (within the meaning of Article 6(3)(a)and (b) of the UCITS Directive and Article 6(4)(a) and (b) of the AIFMD).

B.不違反利益給付相關規定的付款或利益(除外規定)

然而，使投資服務得以提供或提供投資服務所必需之適當付款(payment)或利益(benefit)，例如保管費用、結算和交易費用、政府規費或法律費用等，其性質未牴觸公司根據客戶最佳利益以誠實、公正和專業方式從事業務之義務者，公司得支付或收取該付款或利益。

C.提升服務品質之測試 (MiFID II Delegated Directive (DD) §11(2))

在 MiFID II 授權指令裡，詳訂符合下列所有條件者，視為「旨在提高客戶服務品質」，即可支付或收取費用、佣金或非金錢利益。

(A)依照提供相關客戶的額外或高階服務，確定收取合理比例的利益給付，例如：

a.針對與公司無密切關聯的第三方產品供應商所提供之金融商品，提供非獨立投資建議及各種適合的金融產品；

b.提供非獨立投資建議，其中包含：至少每年向客戶提供評估客戶所投資金融商品的持續適合度之服務;或另一種可能對客戶有價值的持續性服務，例如針對客戶的最佳資產配置提出建議；

c.以有競爭力的價格提供可能滿足客戶需求的廣泛金融商品，包括與公司無密切關聯的第三方產品供應商所提供的金融產品,以及提供具有附加價值的工具(add-value tools)，例如客觀的資訊工具，以協助相關客戶採取投資決策，或使客戶能監督、模組化和調整其所投資的廣泛金融產品，或提供金融產品的定期績效報告和相關成本費用。

(B)不應直接使收受方之公司、其股東或員工受益，却未給予其客戶任何有形利益；

(C)其應根據持續之利益給付而向相關客戶提供合理的持續利益。

此外，倘若公司向客戶提供的服務，會因該公司向前手所收取佣金或非金錢利益而有所歧視或差異，則該費用、佣金或非金錢利益將不得視為可接受。

公司持續支付或收取費用、佣金或非金錢利益，則必須持續履行上述要求。

D.合法利益給付之證據保存 (MiFID II DD §11(4))

公司為提高客戶服務品質而支付或收受任何費用、佣金或非金錢利益時，必須保留證據，利用內部清單記錄公司提供投資或輔助服務時，向

第三方收取的所有費用、佣金和非金錢利益。另須記錄公司支付或收受該費用、佣金和非金錢利益的方式，或如何使用該費用、佣金和非金錢利益以提高相關客戶服務品質，以及為避免損害公司依客戶最佳利益以誠實、公正和專業方式從事業務之職責所採取的相關步驟。

E .揭露義務 (MiFID II DD §11(5)

公司向第三方收取或支付任何款項或利益，必須向客戶揭露以下資訊：

(A)事前揭露：提供相關投資或輔助服務前，公司必須向客戶揭露有關付款或利益之資訊。惟有小部分非金錢利益(minor non-monetary benefits, MNBs,詳下段)得以概括形式揭露。公司為客戶提供投資服務所收取或支付的其他非金錢利益，應個別定價並揭露；

(B)若公司無法事前確定任何收受或支付的款項或利益金額，則應向客戶揭露計算該金額的方式，且公司事後應向其客戶揭露收受或支付款項或利益之確切金額；

(C)凡公司為相關客戶提供投資服務而收受持續性利益給付，公司必須每年至少一次個別向客戶報告實際收取或支付的金額或利益。同樣地，僅有小部分非金錢利益得以概括形式揭露。

F .獨立投資顧問/投資組合管理 (MiFID II DD §12）

獨立投資顧問/投資組合管理業者應將所收受自第三方就服務支付或提供的任何費用、佣金或任何金錢利益，在收到後儘快且合理地移轉給客戶。並應訂定將該等利益分配及移轉給客戶之執行政策。

但符合下列條件，得視為可接受小部分非金錢利益，不在此限：

(A) 一般性或個人化而與金融產品或投資服務相關之資訊或文件；

(B) 公司發行人或潛在發行人為推銷公司新發行之金融商品所委託和支付之第三方撰寫之書面資料，或由發行人與第三方公司簽約和付款之第三方所持續製作的書面資料，但資料中應明確揭露關係，且資料可同時提供給欲收到的公司或公眾；

(C) 參與說明特定金融產品或投資服務之優勢與特色之研討會、座談會和其他培訓活動；

(D) 在商業會議或研討會、座談會和其他培訓活動期間，接受合理且價微之招待，例如食物和飲料；

(E) 相關主管機關認為可提高客戶服務品質的其他小部分非金錢利益，並考量單一實體或集團提供之總體利益程度，其規模和性質不可能損害公司遵守為客戶最大利益從事業務之義務。

2、資產管理公司需付費取得研究報告[76]

MiFID II 有關研究報告和研究報告付費帳戶(research payment account, RPA)之新規定，對投資組合管理和獨立投資顧問服務而言是最重要的發展。

除符合特定條件且已揭露之小部分非金錢給付之利益外，公司禁止接受和保留任何利益給付(inducements)。惟 MiFID II 授權指令第 13 條規定，若第三方向公司提供研究報告服務，係由公司以下列任一方式取得時，該研究不視為利益給付：

- ✓ 公司以本身資源/資產直接付款；或
- ✓ 由公司控制之分離 RPA 帳戶付款，但該 RPA 運作必要符合特定條件。

（１）研究報告付費帳戶

1. RPA 帳戶運作必須符合的條件 (MiFID II DD §13(1)b)

A. RPA 帳戶之資金來源，為向客戶收取之特定的研究報告費用；
B. 公司須建立 RPA 帳戶且與客戶約定研究費用之行政措施，並定期評估研究報告預算；
C. 公司對 RPA 帳戶負責；
D. 公司必須根據可靠的品質標準定期評估所購買之研究報告，以及評估該等報告能否協助公司做出更佳之投資決策。

2.使用 RPA 帳戶須向客戶提供之資訊 (MiFID II DD §13(1)c)

A. 向客戶提供投資服務之前，必須告知客戶研究報告預算金額及預估向客戶收取的研究報告費用

B. 每年提供有關客戶因第三方研究報告所產生的總成本資訊。

（２）研究報告費用

公司向其客戶提供投資服務時，必須確認第三方研究報告服務的必要性及設定研究報告預算，然後向客戶收取特定的研究報告費用。此外，研究報告費用不得以代表客戶執行的交易量或交易價值作為基礎進行計算。(MiFID II DD §13(2))

向客戶收取研究報告費用時若非單獨收取而是與交易費用或佣金一併收取，則必須指明可單獨確定之研究報告費用，該研究報告費用之運作安排應完全遵循 RPA 帳戶資格條件及提供客戶資訊等要求，且收取之研究報告費用總金額不得超過研究報告預算金額。(MiFID II DD §13(3),(4))

[76] Dillon Eustace　MiFID II Inducements (P.8-P.11)

（３）研究報告預算須取得客戶同意

研究報告預算應取得客戶同意，並透過投資管理協議或公司一般商業條款約定，其中亦應包括將從客戶資源中扣除具體研究報告費用之頻率。研究報告預算增加必須先向客戶提供欲增加預算之明確資訊，若 RPA 帳戶期末時尚有盈餘，則公司必須制定程序向客戶償還相關資金，或抵銷下期之研究報告預算和費用。(MiFID II DD §13(5))

研究報告預算應為研究報告採購程序的第一步，並為客戶最佳利益決定研究報告費用的多寡。預算必須定期審查，且按照管理相同策略的投資組合預先估計將收取的研究費用。

研究報告預算必須完全由公司管理，並應合理評估第三方研究報告之必要性。此外，購買第三方研究報告之研究報告預算配置，必須受到適當控制並由公司高階主管監督，以確保其管理和用途完全符合客戶最佳利益。必要的控管制度包括對研究供應者的付款進行明確稽核追蹤，並參考前述資格標準決定付款方式。惟公司不得使用研究報告預算和 RPA 帳戶資助內部研究。(MiFID II DD §13(6))

ESMA 在其問答集中指出，公司為客戶提供投資服務，可針對第三方研究報告之共同需求，為一組客戶的投資組合或帳戶設定預算，例如，若客戶投資組合具有類似的投資委託和投資目標，其投資組合可根據相同的投資研究意見作出投資決策。然而，即使根據數個投資組合共同制定研究報告預算，公司仍需針對個別客戶確定投入 RPA 帳戶之具體研究報告費用。因此，公司必須採用透明方式，依照所有受益之客戶帳戶按比例公平分配研究報告費用，例如按照每一客戶的投資組合的價值確定單一客戶之具體費用。（ESMA Q&A Inducement (Research), Q1）

公司得選擇設立公司層級之研究報告預算以協助控制整體成本，但仍需按照前述規定為分離的客戶投資組合群組和帳戶設定預算。

（４）RPA 帳戶委外管理

公司得將 RPA 帳戶之行政管理委託給第三方辦理，協助以公司名義向研究報告供應者購買第三方研究報告和付款，但必須完全依照公司指示不得延誤。(MiFID II DD §13(7))

將 RPA 的管理委外時，公司必須維持對 RPA 帳戶資金之合法控制，直到決定向研究報告供應者付款為止。在委外協議中，公司必須確定對該帳戶之使用仍持續保有完整的決定權和控制權。最重要者係該資金應與 RPA 帳戶委外管理者之其他資金隔離，其仍屬於公司，第三方管理者無權為自己的利益使用該資金抵銷其自身債務，或將其作為抵押品或其他擔保。

（５）向客戶和監管機關提供有關 RPA 帳戶之資訊

如果公司操作 RPA 帳戶，必須根據客戶或主管機關的要求，提供該帳戶支付研究報告供應者之名單摘要，指定期間內之付款總額、公司收到之利益和服務，以及特定期間內該帳戶支付總金額與公司設定研究報告預算之比較，若帳戶內有剩餘資金，應退款客戶或結轉。

（６）RPA 帳戶資金之所有權

一旦從客戶手中扣除研究報告費用，該資金屬於公司。但研究報告資金應由公司控制的 RPA 帳戶進行管理，專門用於採購讓客戶受益的外部研究報告。ESMA 問答集建議，公司必須盡最大努力縮短公司從 RPA 帳戶向研究報告供應者支付研究報告費用，與公司向客戶收取費用間的時間差。（ESMA Q&A Inducement (Research), Q2）

（７）免費研究報告

如果公司不想接受研究報告之資料，應採取合理的措施停止接受或避免從該內容中受益，例如，在可行的情況下自動阻止或過濾某些發信人及相關資料，要求提供者停止提供研究，公司以合規職能來監督、評估和確定該資料是否可以接受。公司視其業務的性質、規模和復雜性，向員工提供充分的練訓，以確保他們了解誘導義務和公司接受研究報告的具體方法。公司還可以考慮設立一個流程，當員工發現無付款安排或協議的第三方提供任何未經請求的研究報告時，得向合規或高級管理層報告。

同時提供研究報告和交易執行服務之公司，若提供免費(unsolicited or free)研究報告，不符合應將服務分開定價及不得影響所提供交易執行服務之規定，應有適當管控機制以停止提供該等免費研究報告。（ESMA Q&A Inducement (Research), Q3）

（８）研究報告供應者應對交易執行之服務分別收費

提供交易執行服務之公司必須為這些服務確定其個別之收費，以反映出執行交易之成本。提供「免費」研究報告不符合服務分別定價之義務，提供交易執行之公司應制定內部程序和控制措施，以停止提供「免費」研究報告。(MiFID II DD §13(9)、ESMA Q&A Inducement (Research), Q3）

（９）第三國供應者或集團公司提供之研究報告

公司應以處理其他第三方利益的相同方式對待第三國供應者提供的研究報告，無論費用、佣金、金錢或非金錢利益之提供者與收受公司之間的關係是否屬於同一集團，均應適用本原則。（ESMA Q&A Inducement (Research), Q4,Q5）

（１０）研究報告政策

公司必須訂定並提供客戶有關研究報告政策，該政策必須說明透過 RPA 帳戶所購買的研究報告使客戶投資組合受益之程度，包括考慮適用於各種類型投資組合的投資策略，以及公司針對不同的客戶投資組合公平分配研究成本的方式。(MiFID II DD §13(8))

公司內部政策中亦應闡明購買的研究報告品質標準，同時應解釋研究報告意見對更佳投資決策之助益，以及各類客戶投資組合如何分配相關研究報告成本之方式。（ESMA Q&A Inducement (Research), Q10）

3、強化資訊揭露：包括顧問範圍、投資之風險與產品適合度及揭露所有與投資、附屬服務相關成本與收費資訊等

（１）顧問範圍[77]

A.獨立投資顧問

「投資顧問」（Investment advice）指公司針對一項或多項金融商品交易向客戶提供針對其個人的建議，不論該建議係依客戶要求而提出或係公司主動提出。

在 MiFID I 下，向投資者提出個人建議屬於投資顧問，但若透過分銷渠道或向公眾給予個人建議則不屬之，且不同類型的建議（例如獨立或非獨立性）之間沒有區別。

MiFID II 對“投資顧問”的定義沒有任何改變，但提出“獨立顧問”的概念，即符合下列條件者屬之：

(A) 必須考慮市場範圍廣泛的金融商品

(B) 必須考慮各種各樣的金融商品（例如按類型，發行人，產品提供者）

(C) 所考慮的金融商品不應僅由與該公司有緊密聯繫的公司或其他實體或具有法定/經濟關係密切（如合同關係）的實體提供，以使獨立性受到損害的風險;

(D) 除小部分非金錢利益外，公司不應收到並保留任何第三方（例如產品提供商）的任何誘因/佣金/金錢或非金錢利益。

[77] NORTON ROSE FULERIGHT MiFID II/MiFIR series (Investment advice- definition and independence) http://www.nortonrosefulbright.com/knowledge/publications/121979/mifid-ii-mifir-series#section7

此外，因應 MiFID II 引入“獨立投資建議”的新概念，增加相關公司應於提供服務前告知予投資人的訊息如下：

- 提供的建議是否具獨立性
- 投資建議是否基於廣泛或有限範圍的金融商品，以及這些商品是否由與同集團公司所發行。
- 是否提供客戶有關金融商品適合度的定期評估。

ESMA 進一步要求公司必須說明投資建議的範圍和特徵：

- 以明確簡明的方式說明是否符合獨立性，以及適用的任何限制的類型和性質？
- 解釋可能推薦的金融商品的範圍，以及公司與發行人或商品提供者的關係;
- 如果公司定期評估適合度，必須向其客戶解釋：

  A. 定期評估的頻率、程度及執行時機

  B. 定期評估會擴及以前所收集的資訊

  C. 更新評估建議的通知方式

B .獨立性之客觀評估[78]

若公司經獨立評估並比較足夠的金融商品（不僅限於由公司本身或集團所提供），而其評估結果係建議其公司本身或集團所提供的金融商品，是否仍符合獨立顧問之定義？（ESMA Q&A Investment advice on an independent basis, Q1）

依 ESMA 就 MiFID II 和 MiFIR 投資人保護和通路相關問答集之意見，當一家堅持獨立經營的公司評估最佳適合客戶的金融商品，經常為由其本身或集團所提供，ESMA 認為這可能會將其“獨立”狀態衝突。

MiFID II 授權規則第 52 條和第 53 條規定，公司應該建立、實施、維護和更新定期的內部系統和控制，以確保它不受與產品供應商的任何形式的協議約束，並評估市場上可用的足夠範圍的金融商品，另應對其提供的服務和金融商品進行定期審查。

[78] ESMA Q&A On MiFID II and MiFIR investor protection and intermediaries topics (P.42)

客觀分析的結果應該”偶爾”會導致該公司推薦自己的產品，惟當”經常”推薦自己的產品，或者如果似乎有系統性偏好建議客戶投資自己的產品，恐有失”獨立”顧問之虞。

在這種情況下，ESMA 期望公司進行徹底的內部評估，以確定客戶的利益或受到何種程度的影響，應考慮公司本身或集團之金融商品與市場上足夠範圍可用的金融商品間的資訊評估和比較，並將評估分析結果，提供予客戶及主管機關參考。

C .同時提供二種顧問服務[79]

ESMA 要求同時提供獨立和非獨立顧問之公司，應注意下列事項：

(A) 在提供服務前告知客戶，其顧問服務是獨立還是非獨立的;

(B) 不得將其業務以“獨立”一語蔽之;

(C) 將兩種類型的諮詢服務和顧問做適當的職能或部門區隔（包括同一顧問不能同時提供這兩種服務），並確保客戶不會對他們接受何種類型的顧問服務感到困惑。

（２）投資之風險與產品適合度

A .產品治理與銷售程序（Product governance and sales processes）[80]

產品治理是自 MiFID 護照開始以來歐洲金融產品分銷最為根本的變化之一，通常被視為超越國界的(extra-territorial)，是許多公司最具挑戰性的領域之一，不僅對 MiFID 公司有影響，也間接影響非 MiFID 實體，如 UCITS 管理公司和另類投資基金經理人（Alternative Investment Fund Managers,AIFM）。茲就產品提供者與經銷商二者分述如下：

(A)商品提供者方面：(MiFID II DD §9)

要求產品審查流程，應保持適當的產品治理政策和程序，以確保投資產品設計得恰當，符合確定的目標市場的需求，適當分配到目標市場，相關風險進行評估，向經銷商提供適當的訊息，定期對投資產品進行審查，以確保正確銷售，並評估下列標準以確定符合目標市場：

- 產品所針對的客戶端類型
- 知識和經驗

[79] NORTON ROSE FULBRIGHT MiFID II/MiFIR series (Investment advice- definition and independence)

[80] https://home.kpmg.com/content/dam/kpmg/ie/pdf/2017/05/ie-mifid-ii-may-2017.pdf (P.8)

- 財務狀況，重點是承受損失的能力
- 風險承受能力和產品與目標市場的風險/報酬的接受度
- 客戶目標
- 客戶需求

發行商不應低估特別是在跨境和跨實體經營的背景下實施產品治理的複雜性，因 MiFIR 賦予會員國正式的產品干預權力(Product Intervention)，以補充此一產品治理的新制度。根據這些權力，會員國或 ESMA 和 EBA（European Banking Authority）的國家監管機構可以合理理由禁止或限制：（1）銷售或分發特定商品;或（2）在該會員國內外的任何類型的金融活動。（MiFIR §40(1), §41(1)）

此外，必須說明該商品是否適用於零售或專業客戶，並依產品治理的新要求，以符合任何目標市場，ESMA 建議應揭露包括以下附加訊息：

- 產品在最佳和最差市場條件下的功能和表現
- 關於贖回投資（如非流動資產）的任何限制或障礙
- 對由兩種或多種不同金融商品組成的金融商品法律性質的充分描述，其組成部分及其相互作用如何影響其風險;
- 金融商品中納入的任何擔保或資本保護的範圍和性質，以及任何第三方擔保人的訊息。

(B)經銷商方面[81](MiFID II DD §10)

規定確保從商品提供者所提供產品相關教育訓練和資訊，係有助於其評估是否符合客戶的需求，而能適當地銷售產品。產品經銷商還必須定期審查他們所銷售的商品，以評估其是否符合目標市場的需求，以及分銷策略是否適合。

B .適合度[82]

依 MiFID II 指令第 25 條規定[83]，公司於提供投資顧問或投資組合管理前，除專業投資人外，應收集客戶以下相關資料，以評估其適合度（Suitability）及適當性（Appropriateness），並將評估報告提供予投資人。

[81] NORTON ROSE FULBRIGHT MiFID II/MiFIR series (Product governance and sales precesses)
[82] PWC MiFID II: Suitability and Appropriateness Practical guidelines for investment services (P.6-10)
[83] MIFID II Directive §25 Assessment of suitability and appropriateness and reporting to clients

(a)適合度評估：

A.客戶知識及經驗	● 客戶熟悉的服務、交易類型和受規管投資 ● 客戶與受監管投資交易的性質、數量、頻率 ● 教育程度、（前）職業
B.客戶財務狀況	● 客戶定期收入的來源和範圍 ● 客戶的資產（包括流動資產、投資和不動產） ● 客戶定期財務承諾 ● 承受損失能力
C.客戶投資目的	● 客戶投資範圍 ● 客戶風險偏好、風險狀況和風險承受度 ● 投資目的

(b)適當性評估：

係指在沒有提供與投資建議相關的服務之情況，如僅有執行(execution)的服務，則無需進行前項適合度評估，但要辦理適當性評估，以評估該金融商品或服務是否適合客戶。如果客戶希望投資受管制的複雜型金融商品中進行交易，公司必須向非專業客戶詢問以下的相關知識和經驗的訊息：

- 客戶熟悉的金融服務、交易和受管制的金融商品類型
- 客戶在受規管金融商品交易的性質、數量和頻率
- 客戶的教育和（前）職業水平

茲將前揭二項評估於各種投資服務時之辦理情形列於下表。

評估要求		僅交易執行	投資建議	全權委託
適合度	投資目的		V	V
	財務狀況		V	V
適當性	知識經驗	V	V	V

(c)定期評估報告及紀錄保存：

適合度評估報告的內容包括：(MiFID II DR §54(12))

- 給出投資建議的大綱
- 說明適合建議的理由，包括如何滿足客戶目標和個別情況，風險參考和可能損失情形;
- 通知客戶定期進行對適合度評估及如何進行
- 聲明定期評估報告係就前一次之評估結果為基礎而為之更新

提供定期適合度評估的投資公司應至少每年審查一次，以便提高服務的合適性，並得視客戶的風險狀況和所推薦金融商品的類型而增加評估之頻率。(MiFID II DR §54(13))

此外，MiFID II 新增公司必須保留有關適當性評估記錄之內容，包括：

- 適當評估的結果
- 對客戶的任何警告，即投資服務或產品購買被評估為對客戶可能不合適，但客戶要求進行交易，儘管有警告，並且在適當情況下，該公司接受客戶的請求，以繼續進行交易;（ESMA Q&A Suitability and appropriateness, Q6）
- 給客戶的任何警告，客戶沒有提供足夠的訊息，使公司能夠進行適當的評估，但客戶要求進行交易，儘管有此警告，並且在適當的情況下，公司接受客戶的請求而繼續交易。（ESMA Q&A Suitability and appropriateness, Q7）

（３）揭露所有與投資、附屬服務相關成本與收費資訊[84]

MiFID II 強化應向客戶揭露與投資/附屬服務和金融商品相關的所有成本和相關費用，例舉如下並說明於后：[85]

- 應向客戶提供投資的所有成本和費用的綜合概述，包括請求逐項分拆的可能性。
- 提供給客戶的訊息應使他能夠了解成本和收費對投資回報的累積影響。
- 應在銷售發生時以及交易後提供客戶上述訊息。
- 適用於專業客戶和合格對手方以及零售客戶，但專業客戶和合格的交易對手，可為較少的揭露。（MiFID II Delegated Regulation(DR)§50）

Ａ. 銷售前揭露（Point of sale disclosure）

MiFID II 授權規則第 50（5）條規定，公司於下列情況應提供相關銷售揭露（指金融商品和投資服務相關的費用匯總資訊）:

- 推薦或出售金融商品;或
- 金融商品依歐盟法規應提供關鍵訊息文件（KID）或主要投資者訊息文件（KIID）

如果前揭兩個情況都不符合，公司可能不必考慮揭露與金融商品有關的一切費用，但公司仍須：

[84] NORTON ROSE FULBRIGHT MiFID II/MiFIR series (Information to clients)
[85] Hogan Lovells, MiFID II Information to clients on costs and charges, 2016.12

- 向客戶告知與提供的投資和/或輔助服務相關的所有成本和費用
- 提供相關金融商品之風險訊息

B．銷售後定期揭露

為使客了解與金融商品和投資及輔助服務有關的所有費用，公司應向客戶提供年度售後訊息，可以揭露於給客戶的任何現有定期報告中。如果不適用銷售前揭露之情況，在為客戶提供服務並提供定期溝通的情況下，公司仍應揭露成本相關訊息。

ESMA 技術諮詢指導（Technical Advice）考量年度揭露的標準格式係會員國的酌處權，而未頒定範本。惟 ESMA 援引證券和市場利益相關者組織（Securities and Markets Stakeholder Group, SMSG）的如下建議格式，可為成員國所遵循。(ESMA’s Technical Advice 19, P.117)

Investment (€)		Yield before costs & expenses		Costs & expenses		Net yield (after initial as well as on-going commission)	
At beginning of the period	At end of the period	€	%	€	%	€	%

C．應彙整的成本費用

根據 MiFID II，向客戶提供銷售前或後訊息揭露，MiFID II 授權規則第 50（2）條規定，下列資訊須一併彙整揭露：

- 公司收取的投資和附屬服務的所有費用
- 與金融商品的製造和管理相關的所有費用

公司收到與投資服務有關的第三方付款，應視為揭露之項目，亦即標示出客戶支出之某一項費用，公司將會收到之報酬或佣金。

相關彙整的成本和費用應合計總額，並以金額和百分比方式表示。如果未知實際成本，應作合理估計，並於售後檢討並適當調整。

D. 費用對投資報酬的累積影響

MiFID II 授權規則第 50（10）條規定，公司有義務在銷售前後向客戶提供圖示（illustration），說明相關成本對報酬的累積影響，圖示應該：

- 顯示整體成本和費用對投資報酬的影響;
- 顯示任何成本的最大預期值或波動（如前收手續費的投資第一年的高成本，隨後的持續費用降低，和投資結束時的退出費用）;
- 圖示之說明

E. 揭露的一般通用基礎

只要確保客戶可根據假設投資金額計算的成本表，反映出客戶實際產生的成本即可，MiFID II 授權規則和 ESMA 技術諮詢規定：

- 以假設的投資金額而非客戶實際投資金額去計算費用，但應該能使客戶準確評估支付的成本;
- 只有投資金額可以用一般通用基礎為假設，其他訊息應反映客戶將支付的真實成本和費用;
- 售後揭露應反映客戶的實際投資金額。

F. 可應客戶要求揭露之詳細成本項目(Itemised Breakdown)

根據 MiFID II 指令第 24（4）條，若客戶要求，可進一步列出成本和費用的細目資料，MiFID II 授權規則附件 2 列出可應客戶要求揭露之詳細成本項目，分為與投資服務和與金融商品二大類相關的成本表格：

- 與投資服務相關的成本項目

揭露成本項目		舉例
一次性	在提供投資服務的開始或結束時向公司支付的所有成本和費用	存款、終止、轉換費用
持續性	公司向客戶提供之服務係屬持續性而產生之費用。	管理費、諮詢費、託管費
交易類	與公司或其他方進行的交易相關的所有費用	經紀人佣金、支付基金經理的買賣費、平台費、價差（嵌入交易價格）、印花稅、交易稅、換匯費用
輔助服務	不包括在上述且與輔助服務	研究費、託管成本

	相關的費用	
附帶費用	—	績效費

- 與金融商品相關的成本項目

揭露成本項目		舉例
一次性	在金融商品投資開始或結束時向產品供應商支付所有費用（包括內含於價格中或外加於金融商品價格者）。	交易手續費、結構型商品費、分銷費
持續性	持續於金融商品中扣除之成本和費用	管理費用、服務成本、SWAP費用、證券借貸費、稅費、融資費
交易類	由於收購和處分投資而產生的所有費用	經紀人佣金、基金支付的進出口費用、標註嵌入交易價格、印花稅、交易稅和換匯成本
附帶費用	—	績效費

在 ESMA 技術諮詢附帶的討論中，ESMA 承認在費用的量化時可能出現一些實務上的困難，惟考慮對投資人充分揭露之義務，爰建議：(ESMA’s Technical Advice 24,26, P.118)

- 在某些市場（例如債券、衍生性商品和外匯），交易成本係嵌入金融商品的買賣價差，難以量化，惟公司仍然需要做適當揭露;
- “互抵”(netting)成本之做法未被排除揭露義務之適用;
- 若是按管理資產規模的百分比計算，即 AUM 增加，成本亦會增加，公司仍將被期望基於合理的假設對成本進行估計，向客戶提供有關這些成本的事前信息，並以金額和百分比的形式表示。

7. 各類金融商品或服務相關費用揭露情形差異表[86]

項目	KID(PRIIPS) [87]	KIID(UCITS)	MIFID II
產品範圍	1. 封閉式投資基金 2. 結構式產品 3. 連結保險之商品 4. OTC 衍生性商品	開放式投資基金	金融商品
客戶類別	零售客戶(同 MiFID II 零售投資人)	購買 UCITS 產品的所有客戶（目標為零售客戶）	零售、專業投資人 同意不用提供揭露報告

[86] Pwc Cost disclousures under MiFID II, Nov. 2016 (P.2)

[87] PRIIPS:向散戶出售的保險投資產品　KID:關鍵資訊文件(以簡潔平實的語言向投資者提供零售投資產品的特徵、風險及成本等資訊文件)

			的合格交易對手
文件格式	三頁 A4	二頁 A4	—
風險資訊	整合風險指數 1-7 (包括市場和信用風險)	整合風險指數 1-7 (包括市場風險)	任何形式的介紹
成本揭露範圍	所有成本和費用	所有成本和費用	所有成本和費用，包括內含於價格內之價差 (margins)。
成本揭露型式	在不同投資範圍的百分比和金額	百分比	百分比和金額，及對投資報酬的影響。
成本彙整	以整合型式揭露成本並區分類別	分類揭露成本	以整合型式揭露成本並區分類別
成本揭露時機	銷售前、後 (Ex-ante,ex-psot)	銷售後	銷售前、後
投資情境分析	依揭歷史資料以樂觀、中性、悲觀等三種情境分析	過去十年的歷史投資成果	—

4、避免利益衝突[88]

MiFID I 就避免利益衝突情事已訂有如下相關規定：

- 公司有高度的義務採取一切合理的步驟來辨視利益衝突。
- 公司透過組織和行政安排的維護和運作，採取“一切合理步驟”防止利益衝突對客戶利益造成不利的影響。
- 當公司透過組織和行政安排尚不足具備合理信心，以確保有效防制利益衝突及防止客戶利益受損的風險時，必須於執行業務前，明確向客戶揭露利益衝突的本質、來源。
- 公司應視其組織、規模，業務之性質、規模和復雜性等，訂定書面防範利益衝突政策。政策必須確認引起利益衝突的情況，應採取的程序和措施，以有效管理利益衝突。

MiFID II 新增規定如下：

（１）揭露作為最後的手段

MiFID II 授權規則第 34 條規定，只有在公司已訂有組織和行政安排來防止或管理利益衝突的情況下，才能藉由向客戶揭露衝突為最後手段，以合理的信心避免損害客戶利益的風險。惟過度依賴揭露將被視為利益衝

[88] Hogan Lovells, MiFID II Conflicts of interest, Dec. 2016

突政策存在缺陷和不足的證據，故公司可能會被要求採取更多的防制和管理利益衝突的相關措施。

（２）詳細揭露於可靠(耐久儲存）媒介（durable medium）

MiFID II 指令第 23（3）條就利益衝突揭露規定：

- 可儲存於可靠(耐久儲存）媒介。
- 包括足夠的細節，考慮到客戶的性質，使客戶能夠在出現利益衝突的情況下，就服務做出明智的投資決策。

MiFID II 授權規則第 34 條補充規定：

- 包括有關利益衝突的具體描述;
- 解釋利益衝突的一般性質、來源，因衝突而產生的客戶風險，及為減輕這些風險而採取的措施;
- 解釋公司的組織和行政安排尚不足以保護客戶，向客戶告知，公司就利益衝突的有效管理尚有不足。

公司應保留揭露予客戶利益衝突風險的紀錄，包括高階管理報告，以符合上述揭露要求。

（３）利益衝突政策

MiFID II 授權規則第 34 條規定，會員國將要求公司評估和定期審查利益衝突政策，並採取一切適當措施解決任何不足之處。設計政策時，應特別注意以下活動：

- 投資研究和諮詢
- 自營交易
- 投資組合管理
- 公司財務活動，包括提供證券的承銷或銷售，或就兼併和收購提供諮詢。
- 應考慮到可能引起利益衝突的其他集團成員的結構和業務活動;
- 就訊息交換可能有損害一個或多個客戶利益的風險之防範措施

- 主要活動或服務條款可導致衝突的相關人員應分開監督

- 從事不同活動的不同有關人員的報酬可能導致利益衝突時，應採取消除彼此間的任何直接聯繫防制措施。

- 應限制相關人員對投資或輔助活動可能造成不適當的影響；

- 相關人員同時或連續地參與單獨的投資或輔助活動可能有礙利益衝突管理情事之防制。

（４）員工薪酬政策、避免因薪酬和獎勵機制導致之利益衝突及禁止就特定金融商品提供報酬或設定銷售目標等[89]

MiFID I 沒有特別提及薪酬問題，但 MiFID II 指令對公司提出如下與報酬有關的具體特別要求：

- 公司的管理部門應為提供客戶服務人員定義、批准和監督其薪酬政策;

- 公司採取適當措施以確認、預防或管理利益衝突，包括公司薪酬結構所引起的利益衝突;

- 公司的薪酬、銷售目標或其他獎勵措施不會引導員工向客戶推薦某商品，而忽略其他有更好滿足客戶需求投資商品。

歐盟委員會參考了 ESMA 於 2013 年發布薪酬政策與實務指引[90]，於 MiFID II 授權規則的主要重點：

A .法遵人員薪酬

MiFID II 授權規則為確保法遵人員能適當和獨立地履行義務，要求法遵人員的報酬方式不會損害其執行職務之客觀性。(MiFID II DR §22(3)e)

B .薪酬政策（MiFID II DR §27）

公司需要實施薪酬政策和內部做法、程序，以確保客戶在短、中、長期內得到公平對待，不會因公司薪酬實務而受到損害，詳細的政策和做法規定如下：

- 這些政策和做法的目的應該是避免利益衝突或可能引導相關人員基於私益或公司利益而潛在地損害任何客戶的激勵措施。

[89] Hogan Lovells, MiFID II Remuneration, Dec. 2016

[90] ESMA, Final report: Guidelines on remuneration policies and practices (MiFID), 11 June 2013 (ESMA/2013/606).

- 這些政策和做法應適用於在公司中提供投資服務/輔助服務或公司行為直接或間接影響的所有相關人員，只要這些人的報酬可能產生利益衝突或激勵違反客戶的利益，包括前台工作人員，銷售人員和綁定代理商(Tied agent)等。

- 該政策必須經過管理階層的批准，並徵詢法遵部門之意見。高級管理人員將負責薪酬政策的日常執行和監督相關合規風險。

- 薪酬和類似的激勵措施不能僅基於量化商業標準，必須考慮到適當的質量標準，如遵法情形，公平對待客戶和提供給客戶的服務質量等。

- 必須始終保持薪酬的固定和可變成分之間的平衡，使薪酬結構不會造成對公司或有關人員之利益優於任何客戶。

(四)得從事之業務範圍：

5、 基金：

(1). 定義

A.投資基金（investment fund）：指由投資管理公司（IMC）所管理且符合歐盟UCITS 及相關指令規定之共同基金（mutual fund）及其他共同基金或特殊基金。

B.基金（fund）：指依投資法及基金規則由投資管理公司為投資人經理之投資基金（investment pool）。

C.特殊基金（special fund）：指其單位依照投資人與投資管理公司達成之書面協議，由30 位以下之機構投資人所持有之基金。

(2). 種類[91]

A. UCITS „*Richtlinienkonforme Publikums-Sonder- oder Gesellschaftsvermögen*“ 德國UCITS 的主要特徵如下：

[91]德國資產管理業受管制投資工具之法規與監理架構報告 2010 年 11 月 普華商務法律事務所

名稱	**UCITS 基金** *(OGAW Fonds)*
適用法律	投資法 *(§ 46-65 InvG)*
投資風險分散原則 *§ 1 s.2 InvG* *(§ 60 I InvG)*	• 基金資產之 5% 投資於同一發行機構之可轉讓證券與貨幣市場工具； • 若契約條件允許，則可以將 10% 投資於不同發行機構之可轉讓證券與貨幣市場工具，但總值不得超過基金資產總值的 40%； • 基金資產值的 35% 投資於國家、成員國、歐洲共同體、歐盟會員國或其地方實體、EEA 協定之其他締約國、第三國或至少有一個歐盟會員參與之國際組織發行之債務證券、借款人債券貸款與貨幣市場工具(若契約條款與條件中有規定)，以及基金資產值的 25% 投資於由在歐盟或 EEA 協定之其他締約國註冊之信用機構發行之抵押債券 (*Pfandbriefe*) 與市政債券及債務證券(若契約條款與條件中有規定，且該信用機構是受到監督)，但同一家發行機構發行之證券或貨幣市場工具、在該發行機構持有之存款以及可以包括在與該機構進行之未上市衍生性金融產品交易之對手方風險之金額，合計不得超過 35%； • 若基金資產值逾 5%投資於同一家發行機構之債務證券，則必須確保這些債務證券之總值不超過基金資產值之 80%；及 • 最高 20% 得投資於一家信用機構之銀行存款，但同一家發行機構發行之證券或貨幣市場工具、在該發行機構持有之存款以及可以包括在與該機構進行之未上市衍生性金融產品交易之對手方風險之金額，合計不得超過 25%。
合格資產	可轉讓證券、貨幣市場工具、銀行存款、投資單位/股份、衍生性金融產品與其他投資工具 *(§ 47-52 InvG)*。
合格投資人	對公眾開放 (亦即，自然人投資人與法人(非自然人)投資人)。
歐洲通行證	有。 德國法國境外，歐盟其他國家之公眾，只需要向相關國家之主管機關報備。
開放型或封閉型	其為開放型基金。

B.非UCITS，其他*Publikums-Sonder-oder Gesellschaftsvermögen*

德國非UCITS 可細分為以下幾種，視其投資之資產而定：

1. 不動產基金(*Immobilien-Sonder-oder Gesellschaftsvermögen*);

名稱	**不動產基金** *(Immobilien-Sonder-oder Gesellschaftsvermögen)* *§ 66-82 InvG*
適用法律	投資法 *(§ 66-90r InvG).*
投資風險分散原則 *§ 1 s.2 InvG*	不動產基金 *(Immobilien-Sondervermögen)* • 投資於一筆不動產之值，不得超過基金總值之 15%。投資於大型不動產之值，得超過基金總值之 50%，但該不動產之值須達到基金總值的 10%，*§ 73 InvG*； • 最重要的是區域風險分散 – 風險分散標準為投資於一個區域市場，以 50%為限； • 風險分散之比例得在發行後的第一個四年內變更。
合格資產	住宅租賃不動產、商業不動產、住商混合不動產、開發中之不動產、未開發之不動產、可繼承之建築物權利、參與不動產公司與可轉讓證券、貨幣市場工具、銀行存款與 REIT-股份公司之股份。
合格投資人	對公眾開放 (亦即，自然人投資人與法人(非自然人)投資人)。
歐洲通行證	無
開放型或封閉型	其為開放型基金。

2. 混合基金(*Gemischte Sonder-oder Gesellschaftsvermögen*);

名稱	**混合基金** *(Gemischte Sonder-oder Gesellschaftsvermögen) §§ 83-86 InvG* = UCITS 基金及不動產基金之加總。
適用法律	投資法 *(§ 83-86 InvG).*
投資風險分散原則 *§ 1 s.2 InvG*	• 其他非 UCITS、其他基金與對沖基金之股份與投資公司之參股，不得超過基金總值的 10%。
合格資產	比照 UCITS 之相同資產*(§§ 47-52 InvG)*、不動產基金 *(§§ 66-82 resp. 83-86 InvG)* 與外國投資基金之股份、其章程規定之投資形式相當於混合基金、其他基金、對沖基金之投資公司股份。
合格投資人	對公眾開放 (亦即，自然人投資人與法人(非自然人)投資人)。
歐洲通行證	無
開放型或封閉型	其為開放型基金。

3. 退休基金(*Altersvorsorge-Sonder-oder Gesellschaftsvermögen*);

名稱	**退休基金** (*Altersvorsorge-Sonder-oder Gesellschaftsvermögen*)
適用法律	投資法 (*§§ 87-90 InvG*)
投資風險分散原則 *§ 1 s.2 InvG* 與合格資產	• 適用 UCITS 風險分散原則； 持有之不動產基金股份總額不得超過退休基金總值之30%，但其值至少為退休基金之51%； • 全部投資不得超過基金總值的 75%； • 銀行存款、信用機構存款證明與貨幣市場工具不得超過基金總值的 49%。
合格資產	不動產基金股份、銀行存款、信用機構存款證明與貨幣市場工具。
合格投資人	對公眾開放 (亦即，自然人投資人與法人(非自然人)投資人)。
歐洲通行證	無
開放型或封閉型	其為開放型基金.

名稱	**基礎建設基金** (*Infrastruktur-Sonder-oder Gesellschaftsvermögen*)
適用法律	投資法 (§§ 90a-90f InvG)
投資風險 分散原則	• 公私合夥企業 (簡稱 "PPP") 之參與不得超過基金總值的 80%，而投資於單一 PPP，則以基金總值的 10% 為限； • 投資於不動產與用益權(*Nießbrauch*)，以基金總值的 30% 為限，且必須是做公共之用途； • 投資於 PPP、不動產物業與不動產物業之用益權，以基金總值的 60% 為限； • 投資於可轉讓證券，以基金總值的 20% 為限； • 投資於貨幣市場工具、銀行存款與上述資產投資股，以基金總值的 10% 為限。
合格資產s	PPP 參股， 不動產物業與不動產物業之用益權、可轉讓證券、貨幣市場工具、銀行存款與上述資產投資股。
合格投資人	對公眾開放 (亦即，自然人投資人與法人(非自然人)投資人)。
歐洲通行證	無
開放型或封閉型	其為開放型基金。

4. 其他基金(*Sonstige Sonder-oder Gesellschaftsvermögen*);

名稱	其他基金 (*Sonstige Sonder-oder Gesellschaftsvermögen*)
適用法律	投資法 (§ 90g-90k InvG)
投資風險分散原則	• 比照 UCITS 之相同資產 *(§§ 47-52 InvG)*； • 參與 UCITS 基金、不動產基金、混合基金、其他基金、對沖基金與投資公司股份； • 投資於其他基金或對沖基金之股份，不得超過基金總值的 30%。 *(§ 90 h III InvG)*； • 投資於私募基金參股，不得超過基金總值的 20%。*(§ 90 h IV InvG)*； • 投資於貴重金屬、衍生性金融產品與無抵押借貸應收款，不得超過基金總值的 30%。*(§ 90 h V InvG)*； • 取得短期貸款，以基金總值的 20%為限，§ 90 h VI InvG； • 投資於微型金融機構無抵押借貸應收款，不得超過基金總值的 75%，但投資於同一家微型金融機構，不得超過基金總值的 10%； • 基金持有之不動產，得用以抵押借款，但以該不動產市值之 50%為限，且必須在契約條款與條件中有明文規定、其借款亦符合管理要求、借款條件符合市場慣例以及不會超過基金總值的 50% *(§ 80a InvG)*。
合格資產	UCITS 基金、不動產基金、混合基金、投資公司、其他基金或對沖基金之股份、私募基金之參股、貴重金屬、衍生性金融產品與無抵押借貸應收款、短期貸款、微型金融機構之無抵押借貸應收款。
合格投資人	對公眾開放 (亦即，自然人投資人與法人(非自然人)投資人)。
歐洲通行證	無
開放型或封閉型	其為開放型基金。

5. 對沖基金(*Sondervermögen mit zusätzlichen Risiken, Hedge Fonds*).

C. 德國特別基金 **(*Spezial-Sonder-oder Gesellschaftsvermögen*)**

名稱	**德國特別基金** ***(Spezial-Sonder-oder Gesellschaftsvermögen)***
適用法律	投資法 (§§ 91-95 InvG)
投資風險分散原則	• 適用一般風險分散原則； • 得投資於 UCITS 合格資產及未上市公司之參與股，但以基金資產總值的 20%為限；投資於同一家公司之參股，不得超過基金資產總值的 5%, (*§ 91 III No.3 and 90h IV InvG)*； • 投資於衍生性金融產品； • 禁止賣空 (*59 InvG)*； • 不動產基金 *(69 InvG, 82 III InvG)*； • 得取得短期貸款，以基金資產總值的 30% 為限(90IV InvG)； • 在不動產之投資方面，基金持有之不動產，得用以抵押借款，但以該不動產市值之 50%為限，且必須在契約條款與條件中有明文規定、其借款亦符合管理要求、借款條件符合市場慣例以及不會超過基金總值的 50% (*§ 80a InvG)*。
合格資產	所有其他基金得投資之所有資產， 亦可能投資於互為主從之結構。
合格投資人	只開放給具有法人(非自然人)資格之投資人，但任何投資變更，皆必須取得同意。
歐洲通行證	無
開放型或封閉型	其為開放型基金。

D. 對沖基金(***Sondervermögen mit besonderen Risiken***)

名稱	對沖-基金 (*Sondervermögen mit besonderen Risiken*) 單一對沖基金 – 直接投資 基金的基金之對沖基金(Dach-Hedge Funds) – 投資於單一對沖基金
適用法律	投資法 (§§ 112-120 InvG)
投資風險分散原則	適用，但除訂有基金投資於未上市參股，以基金總資產的30%為限外，未界定任何其他限制範圍。
合格資產	單一對沖基金 (*§ 112 InvG*): 比照 UCITS 與非 UCITS 基金之相同資產，而且亦得投資於 UCITS、不動產基金、混合基金、其他基金、與對沖基金及不公開參股、貴重金屬、私募基金； 投資於不動產； 在貸款限制之條款與條件範圍內， 可以在其不屬基金資產之某一特定時間，以槓桿方式操作或出售該資產 (賣空)。 對沖基金之基金(*§ 113 InvG*): 透過契約及公司形式，投資於單一對沖基金，及類似之單一對沖基金，但投資於單一之單一對沖基金，以 20% 為限，且同一個發行機構，以 2 個目標基金為限。 不得以投資槓桿方式操作或賣空，貸款額度以 10% 為限； 投資於只投資於存款與貨幣市場工具之國內外符合 UCITS 投資基金之存款、貨幣市場工具與參股形式之流動資產，必須達到 40%； 購買目標基金需要對基金經理人之基金作詳細之審查。
合格投資人	單一對沖基金不可公開發行。反之，對沖基金之基金雖可公開發行，但必須取得 *BaFin* 之授權。 法律架構規定對沖基金與對沖基金之基金股票，可以私募方式替代公開發行。
歐洲通行證	無
開放型或封閉型	可以是開放型或是封閉型.

E. 私募基金投資工具– **Kapitalbeteiligungsgesellschaften**

(*Wagniskapitalanlagen und Unternehmensbeteiligungsgesellschaften*)

名稱	德國私募基金是由私募資本公司，包括創投型私募資本公司、(*Wagniskapitalanlagen*)、私募資本投資公司、(*Unternehmensbeteiligungen*) 與收購型公司操作。
適用法律	創投型私募資本公司法 –(Wagniskapitalbeteiligungsgesetz), 私募投資公司法 –(Unternehmensbeteiligungs- Gesellschaftengesetz) 與德國公司法。
投資風險分散原則	創投型私募資本公司 • 風險資本參股公司之參股不得超過 90%； • 風險資本參股公司在一家目標公司之參股不得超過 40%，以確保最基本之分散原則； • 70% 須在五年後投資。 私募投資公司 • 投資於一筆資產，以資產負債表總額之 30%為限； • 開放型公司參股 – 參股之購買，以公司表決權之 49%為上限； • 整合公司參股 – 至少一名執行合夥人是自然人，持有之表決權股至少 10%。
合格資產	創投型私募資本公司 • 募股不超過 2000 萬歐元之新創公司之參股。 私募投資公司 • 股份公司 (*Aktiengesellschaften*)、責任有限合夥企業 (*Gesellschaften mit beschränkter Haftung*)、一般合夥企業 (*Offene Handelsgesellschaften*)、有限合夥企業 (*Kommanditgesellschaften*)、私人合夥企業 (*Gesellschaften bürgerlichen Rechts*) 與類似之外國合夥企業、不公開合夥企業 (*stille Gesellschaft*)、利潤分配權 (*Genussrechte*)之股權。
其他允許之業務活動	創投型私募資本公司 持有、管理、銷售其他非目標公司之參股； 可轉讓證券、貨幣市場工具與投資股； 持有歐盟境內金融機構之銀行應收帳款； 對目標公司提供貸款與擔保、保留貸款與債務證券 (*Schuldverschreibungen*)、為本身業務之需要，購買不動產、投資有關之其他業務。

合格投資人	德國法律並未規定最低之認購額或潛在投資人需要符合之特別條件。德國此類投資之商業市場慣例是提高基本的投資認購額，疏導廣大的散戶投資人市場避開這類投資工具。
歐洲通行證	無
開放型或封閉型	無開放型基金結構，因為是在一家公司內參股。

1.1 將管理工作委外第三者之相關規則與要求

委外第三者(簡稱「第三者」) 指的是透過另一家公司具體執行業務。公司可以為提高效率，而將業務委外(*§ 16 I InvG*)。
但公司將業務委外之方式，則不得因此成為空殼公司。投資或金融服務之核心業務不得委外－ 例如公司企劃、公司組織、公司管理、有關信用之控制與決定、減少付款之協議或簽訂帳戶協議均屬核心業務。
委外之監控與監督係指公司應於會計年度結果立即彙整相關會計年度期間所做之所有委外安排，向*BaFin* 報告。
委外公司之過失，視同公司本身之過失，仍由公司負責(*§ 16 III InvG*)。
委外必須符合以下條件要求：(*§ 16 InvG*)

- 受委任之第三者必須俱備資格，能夠以正確方式執行受委任之工作；
- 委外安排不得因此影響公司之監督效率；
- 不得因此使公司無法顧及其投資人之利益，亦不得因此無法以符合投資人利益之方式管理基金；
- 公司必須採取能夠讓其隨時有效監控第三者之措施；
- 公司必須訂有契約，確保其有指揮與終止之權利；
- 基金管理之移轉對象限於獲准從事資產管理業務並接受嚴格監督之投資管理公司；管理業務之移轉必須依據公司定期實施之投資配置標準；
- 基金管理之核心業務不得委予其利益給會與公司或投資人之利益衝突之保管銀行或其他公司；
- 若基金之管理委外給設於第三國之公司，則必須確保*BaFin* 與該第三國主管機關主管機關之間的合作；
- 委外之業務必須在銷售公開說明書中列出。

6、 對投資基金之一般監督：

(1) 與歐盟會員及 EEA（European Economic Area）國家買賣的規定--依新投資法第 128 條規定，如投資公司想要向歐盟其他會員國或 EEA 簽約國之投資大眾募集銷售其基金時，投資公司有向 BaFin 及德國央行告知之義務。同條第二項更規定，前項募集銷售活動須於收到欲銷售之會員或簽約國允許通知兩個月後，始得開始。

(2) 洗錢的防制—依據 the Money Laundering Act(GWG)

(3) 軟錢相關規定—依德國基金公會(BVI)所頒之從業行為準則(BVI Rules of Conduct)第四項原則第五條嚴格規定投資公司對任何軟錢(如券商研究報告或市場報價資訊系統等)之收受，需將收受之用途明文記載於公開說明書中,且僅在對投資人有利之情況下始被允許。

7、 對投資基金經理人之資格及限制：

（1）資格：受僱於投資公司。

（2）權利與義務：

A. 獨立實行指定的投資策略。

B. 對市場的評估、公司及法人的分析、買賣的方法、對風險的預測、控制到期票及利息日、對投資方針的成就、實行表決權。

8、 投資基金之投資限制：

配合歐盟 UCITS III 規範，投資法於第二章有關基金之規範第二部分(符合 UCITS III 指令之基金)第 46 條至第 65 條,針對符合 UCITS III 指令之基金予以規範。針對符合 UCITS III 指令之基金之衍生性商品槓桿操作比率，德國立法者決定放寬為 200%，[17] 高於 UCITS III 規範之 100%。此外，為配合 UCITS III 基金之複合投資標的，廢除過去舊法下嚴格的基金類別區分。[18]

以下分別就符合歐盟 UCITS III 規範之基金投資標的及投資限制摘要說明：

(1) 可投資之標的：

包括證券、貨幣市場工具、銀行存款、投資單位、衍生性商品及其他投資工具，但不得投資於貴金屬及貴金屬權證。[19]

A. 證券：

依據投資法第 47 之規定,投資管理公司得以投資基金之名義於

[17] InvG，§51(2)
[18] See Supra note 147,p4
[19] InvG §46

下列情況下購買有價證券：[20]

I 許可於歐盟會員國、其他 EEA 締約國之證券交易市場或其他組織性市場交易的有價證券，且前述之許可係依據有價證券之發行條件申請，而於其發行後一年內取得許可者；

II許可於非歐盟會員國、非其他 EEA 締約國之證券交易市場或其他組織性市場交易的有價證券，其前題是基金之規則規定得選擇購買上述證券交易所或組織性市場之有價證券，且前述之許可係依據有價證券之發行條件申請，而於其發行後一年內取得前述許可者；

III 公司增資所發行之股票；

IV 行使基金申購權而購買者。

證券因行使認購權而為基金之資產者，該認購權亦得視為前述規範之有價證券。[92]

B. 貨幣市場工具：

依據投資法第 48 條之規定,投資管理公司得以投資基金之名義購買於貨幣市場正常交易之金融工具，以及於購買時距到期日超過 12 個月之附息證券,或於證券之存續期間內依據發行條件定期調整利息之附息證券(至少每十二個月調整一次)，且該等金融工具係由下列機構所發行之貨幣市場工具：[93]

I 德國聯邦政府、聯邦政府之特別基金、德國之一邦、其他歐盟會員國、其他 EEA 之締約國

II在德國境內之其他中央、區域、或地方主管機關、或歐盟其他會員國或其他 EEA 之締約國之地區或地方主管機關

III 歐盟或經濟合作發展組織的會員國

IV 歐盟會員國或其他 EEA 之締約國的中央銀行、歐洲中央銀行、或歐洲投資銀行

V德國聯邦共和國為正式會員之國際組織。

[20] See InvG §47(1)
[21] InvG §47(2)
[93] InvG §48(1)

VI 證券已在德國境內外之證券交易所正式交易，或在其他組織性市場交易之企業。

VII 以下列國家為所在地之金融機構：歐盟會員國、其他 EEA 之締約國，其他以非 EEA 國家為所在地的金融機構，經聯邦金融監督管理機關認定，其監督及規範與歐盟法規相當者。

VIII 股本在歐幣一千萬元以上，並按照一九七八年七月二十五日公佈之第四個理事會指令 78/660/EEC(經二〇〇三年六月十八日歐洲議會及理事會指令 2003/51/EC 修正)有關規範特定型態公司年報之條款，編製每年會計報表之企業。

IX 德國股份有限公司法第十八條所定義之集團公司，其前題是該集團(該集團必須符合上述 f, g, h 之規定)之其他公司，且已擔保支付此貨幣市場工具的利息並償還本金。

X任何在市場上以銷售證券化債券為業務基礎之法人，但該法人須具有由金融機構所提供之信用額度，以確保其流動性。

該類投資工具的發行或發行人，受存款保險及投資人保障規則之規範。

此外，投資管理公司亦可代表基金，購買貨幣市場基金，如該相關基金其中一發行人，於第1款(a)至(e)或(g)中所指明者，已為利息之支付及本金之償還作擔保。[94]

C. 銀行存款：

投資管理公司得以基金之名義於銀行作定存，期間不得超過十二個月，此銀行存款，必須以凍結帳戶(blocked accounts)的形式持有，可存放於以歐盟會員國或其他 EEA 締約國為所在地的金融機構。此銀行存款亦可存放於其他第三國的金融機構，但該國之法規，須經聯邦金融監督管理機關認定與歐盟法規相當者。[95]

D. 投資單位：

投資管理公司可為基金購買德國符合 UCITS III 規範、可變資本投資公司的投資單位及歐盟投資基金單位。如符合下列條件

[94] InvG §48(2)
[95] InvG §49

亦可購入其他德國基金、非歐盟之境外投資單位：[96]

I 基金之單位業依法律及規範許可，前述法規可有效保護投資人，足以確保在各政府主管機關間之有效合作協調；

II對投資人所提供之保護程度與投資法中所定義德國 UCITS III 之基金對投資人保護之程度相當。更具體而言，有關資產區隔，借款，貸款，證券及貨幣市場工具之放空交易之規範，皆符合 85/611/EEC 指令的要求；

III 業務為年報及半年報的主題，年報及半年報係對該報告所涵蓋期間內之資產及負債，收入及交易，加以評估；

IV 單位為對一般大眾所發行，發行數量無任何限制，且投資人有權退還單位。

如果依基金規則或投資管理公司，股份有限公司，或外國投資公司的組織章程規定，該基金不得投資其資產百分之十以上於其他德國基金，可變動資本公司，或境外投資單位，則投資管理公司僅得購買德國基金單位，可變動資本之股份有限公司，歐盟投資單位及外國投資單位。

E. 衍生性商品：

基金得基於投資目的，投資衍生性商品，惟其標的商品限於基金規則所許可投資之有價證券、貨幣市場工具、前述 D 項所規範之投資單位、經認許之指數、利率、匯率或外匯。此外，投資管理公司必須確認前述衍生性商品之運用不得增加基金之潛在市場風險的二倍。[97]

F. 其他投資工具：

投資管理公司得投資基金資產 10%以下於下列工具：[98]

I 未在證券交易所正式交易，或未在組織性市場交易之證券，

II未符合投資法第 48 條規定之發行人的貨幣市場工具，

III 未符合投資法第 47 條第 1 項第 3，4 款要求的股權證券，

[96] InvG §50(1)
[97] InvG §51(1) & (2)
[98] InvG §52

IV 非投資法 48 條所規定貨幣市場工具之金融貸款所生之求償權，該求償權為由第三者所擔保之貸款的部份金額，且對該貸款已發行借款人債券(借款人債券貸款)，如果在為基金購買該求償權之後，該求償權可被轉讓至少兩次以上，且貸款對象為：

i 德國聯邦政府，聯邦政府之特別基金，任一邦，歐洲經濟共同體，或經濟合作發展組織之會員國；

ii 其他德國境內之中央政府機關、區域性政府機關、或地方政府機關，其他歐盟會員國或其他 EEA 之締約國(接獲根據二〇〇〇年三月二十日歐洲議會及理事會指令 2000/12/EC 有關從事金融機構業務規範第 44 條零加權通告者)之中央或地方政府機關。

iii 其他在公法下成立並以德國、其他歐盟會員國、或其他 EEA 之締約國，為所在地之上市公司或機構；

iv 已發行可在德國境內外之證券交易所正式交易證券的公司；或

v. 其他貸款人，如業經前述第 i 至 iii 所條列之機構擔保支付利息及償還本金。

(2) 投資限制：

包括借貸、融券及擔保品、買回合約、短線交易、發行人限制、投資基金單位之購買、投資限制之調整、證券指數基金、與發行機構相關之投資限制及逾越投資限制的規範。

A. 借貸：

依據投資法第 53 條規定，投資管理公司得為全體投資人，籌借基金資產 10%的短期貸款，前題是基金規則載明此項授權，且其貸款條件須為銀行業一般條件。[99]

B. 融券及擔保品：

依據投資法第 54 條規定，投資管理公司得融券與第三人(借券人)一定或未定期間，以收取一般的市場費用，惟借券人必須償還投資管理公司(代表基金)相同型態、評等及品質的證券，且

[99] InvG §53

須列載於基金規則中。對於借券人之融券，其融券之市場價值與所有以基金名義已融券給相同借券人之市場價值合計不得超過基金資產的 10%。此外，固定期限之融券之市場價值與所有以基金名義已為之固定期限融券之市場價值合計不得超過基金資產的 15%。[100]

投資管理公司依據前述融券規定以基金名義移轉證券之同時或之前，必須取得足夠擔保。[101]如擔保品之價值有任何之減損，投資管理公司必須立即向聯邦金融監督管理機關報告並說明相關之事實。[102]

C. 買回合約：

依據投資法第 57 條規定，投資管理公司可代表基金，在基金規則有規定之前題下，與銀行或證券服務機構訂定證券買回契約，定義見德國商業條例(Handelsgesetzbuch-HGB)第 340 條第 b 項第 2 款。上述買回合約只能適用於依基金規則代表基金所買入的證券，且其期間不得超過十二個月。[103]

D. 短線交易：

依據投資法第 59 條規定，投資管理公司不得出售任何投資法第 47、48 及 50 條所規範之有價證券、貨幣市場工具及投資單位，若該等資產於交易執行時非屬於基金所有。[104]

E. 發行人限制：

依據投資法第 60 條明定有關發行人之限制：

I 投資管理公司得以基金資產 5%以下投資於相同發行人(債務人)之有價證券及貨幣市場工具。惟在基金規則許可情況下，投資管理公司得以基金資產 10%以下投資於前述資產，且對於同一發行人之證券及貨幣市場工具投資總值不超過基金資產的 40%。[105]

II投資管理公司投資於由德國聯邦政府、德國任一邦、歐洲共同體、歐盟會員國、EEA 締約國、或其他經濟合作發展組織會

[100] InvG §54(1)
[101] See InvG §54(2)
[102] InvG §54(4)
[103] See InvG §57(1)
[104] See InvG §59
[105] See InvG §60(1)

員國所發行或擔保支付利息及償還本金之債券及本票之上限為基金價值的 35%。投資管理公司投資於所在地為歐盟會員國或 EEA 締約國之金融機構所發行之 Pfandbriefe (抵押債券)、市政府公債及債券之上限不得超過基金價值的 25%，但該金融機構必須受到依據保護債券持有人的法律條款之特別監督，且該債券發行所募集之資金係依法投資於在債券存續期間，皆足以涵蓋因債券而產生之所有負債之資產。且在發行人違約的情況下，任何與利息及本金求償有關之請求權，皆有優先地位。[106]

III 投資管理公司投資在投資法 49 條規定之任一金融機構的銀行存款上限為基金價值之 20%。[107]

IV 投資管理公司投資於投資法第 48 條第 1 項第 8 款所定義由同一企業發行或保證之貨幣市場工具之不得超過基金價值的 5%。投資管理公司投資於投資法 48 條第 1 項第 8 款所定義由同一企業發行或保證之貨幣市場工具，且該公司之股本少於二千五百萬歐元者不得超過基金價值的 2%。整體而言，投資於前述的貨幣市場工具之總額上限為基金價值的 20%。公司投資於同一發行人發行之第 52 條第 1 項第 2 款所規定的貨幣市場工具不得超過基金價值的 2%。[108]

V投資管理公司可代表基金，將不超過基金價值的 20%投資於同一機構的下列資產組合：[109]

i. 由同一機構發行的證券及貨幣市場工具；

ii. 存放於同一機構銀行存款；

iii. 向同一機構所購買之衍生性金融商品，該商品未經核准於證券交易所正式交易，亦未於任一組織性市場交易。

其他個別限制仍然不受影響。

VI 上述第 b 項所規定的債券和借款人債券貸款，不包括在第 a 項所規定的 40%上限。在排除 e 項規定時，第 a 項至第 e 項所規定的上限不可加總。[110]

---

106 See InvG, §60(2)
107 InvG, §60(3)
108 InvG, §60(4)
109 InvG, §60(5)
110 See InvG, §60(6)

F.投資基金單位之購買：

依據投資法第 61 條規定，投資管理公司投資於投資法第 50 條(1)之單一投資基金不得超過基金價值的 20%。投資管理公司投資於投資法第 50 條(1)第 2 句所定義之投資基金不可超過基金價值 30%。[111]

G. 投資限制之調整：

依據投資法第 62 條規定，若基金規則中已有下述之相關規定，且為基金持有之證券及貨幣市場工具，至少來自六次不同的發行，投資管理公司得依據投資法第 60 條(2)第一句之規定，投資基金資產 35%以上於同一發行人所發行之證券及貨幣市場工具，惟對於任一發行之投資不得超過基金資產的 30%。[112]

H. 證券指數基金：

依據投資法第 63 條規範證券指數基金：

I. 若依據基金規則之規定，基金選擇購買之證券係依據合理風險分散之策略，嚐試追隨德國金融監督管理機關所認許之特定證券指數，則投資管理公司得投資證券指數基金價值 20%以下於單一發行人(債務人)之證券。前述之證券指數應經認許，且符合下列條件：[113]

i. 證券指數之組成證券具多元性；

ii. 相關指數具有充分的市場參考性；

iii. 指數以適當的方式予以公告。

II若投資基金符合前述 a 之相關規定，則投資法第 60 條對於相同發行人之投資限制比例得提高至基金資產價值的 35%。前述比例之投資只限於單一發行人(債務人)時適用之。[114]

I. 與發行人相關之投資限制：

依據投資法第 64 條規定，與發行人相關之投資限制如下：

[111] InvG, §61
[112] InvG, §62
[113] InvG, §63(1)
[114] InvG, §63(2)

I 投資管理公司得代表基金購買相同發行人的債券及貨幣市場工具，惟前述債券及貨幣市場工具累積面值不得超過該相同發行人發行在外之債券或貨幣市場工具累積面值 10%。但前述之限制並不適用於投資法第 60 條(1)規定有關德國聯邦政府等機構發行之證券或貨幣市場工具。此外投資管理公司得代表基金購買相同發行人發行之無表決權股份，前題是此無表決權股份所配置之資本不超過 10%。[115]

II投資管理公司得代表基金購買相同發行人發行且由其管理之股份。惟其具有表決權之股份不得超過相同發行人發行之有表決權股份總額的 10%，若投資管理公司代表基金所購買之股份，其發行人設址於適用更低之限制的其他歐盟會員國或 EEA 締約國，投資管理公司將適用該更低之限制。[116]

III 投資管理公司代表基金購買其他基金或外國投資基金的單位不得超過該等基金發行在外之單位的 25%。[117]

J. 逾越投資限制：

依據投資法第 65 條規定，在下列情況下，得逾越投資法第 52 條、60 條及 64 條之限制：若基金所持有的股份因發行公司自有資金所致之股本增值，或因基金行使其所持有之認購權所購買之新股份。若因前述之情況或投資管理公司之疏忽而逾越投資法第 60 條、64 條之限制，投資管理公司，於代表基金從事交易時，必須基於投資人之利益，優先重建符合前述限制之的機制。此外，投資法第 60 條至 63 條之限制，在基金成立後六個月內得依據風險分散之原則逾越之。[118]

（3）衍生性商品規則：

衍生性商品規則係依據投資法第 51 條第(3)項規定，由聯邦金融監督管理機關會商德國銀行後針對衍生性商品之風險評估系統建置；此外，其亦詳細規範下列事項：店頭市場之衍生性商品之具體規則(包括其投資限制)、通知及揭露要求、及針對涉及衍生性商品之商業交易時，衍生性商品價值與其標的商品之表現有強烈之關係者之額外要求等。[119]該規則於 2004 年 2 月 13 日生效。[120]

---

115 InvG, §64(1)
116 InvG, §64(2)
117 InvG, §64(3)
118 InvG, §65
119 See Derivateverordnung DerVo &InvG，§51(3)
120 Derivateverordnung DerVo §31

依據該規則，投資管理公司對於投資於衍生性商品之投資基金，必須實地建置風險控管系統。該風險管理系統必須運用先進的風險管理技巧，持續地運作，以察覺、評估及控制投資基金之相關風險。[121]

此外，投資管理公司必須建立適於基金之風險組合的限制機制。此限制機制必須清楚的建立其資料，對於超過限制的情況及後續之處理，必須予以紀錄。[122]

投資管理公司必須設立獨立於各階層之部門，負責偵測及評估風險，研擬規範方針及相關文件資料。[123]

投資管理公司運用衍生性商品，不得變更投資基金依投資法、相關基金規則及簡式公開說明書所載之投資性質。[124]

投資管理公司不得以衍生性商品之交易違反投資法第 59 條所禁止短線交易之規則。[125]

以下分別依衍生性商品規則之章節，摘要說明其規範之重點：

A. 市場風險：

市場風險管理及評估，分為合格方式(qualified method)與簡易方式(simplified method)。此係配合歐盟UCITS III產品指令所規範，依其投資標的之複雜與否區分適用不同之市場風險管理及評估方式。

投資管理公司為投資基金之投資標的若僅限於下列形式之衍生性商品，該等衍生性商品之組合商品或有價證券、貨幣市場工具、德國當地符合UCITS III指令之投資基金、可變資本投資公司之投資單位及歐盟之投資單位、及於特定情況下之德國其他基金、外國投資單位及非歐盟之投資單位以及其他投資工具之組合，則投資管理公司得採用簡易方式進行市場風險管理。[126]其餘之投資基金則需採用合格方式：[127]

I 期貨契約：其標的商品為有價證券、貨幣市場工具、經認可之金融指數、利率、匯率或外匯。但投資法第 50 條所規範之德

[121] See Derivateverordnung DerVo §1(1)
[122] Derivateverordnung DerVo §1(3)
[123] Derivateverordnung DerVo §1(4)
[124] Derivateverordnung DerVo §2(1)
[125] Derivateverordnung DerVo §3
[126] Derivateverordnung DerVo §6(2)
[127] See Derivateverordnung DerVo §6(1) & (2)

國當地符合 UCITS III 指令規範內容之投資基金、可變資本投資公司之投資單位及歐盟之投資單位等不在此限。[128]

II選擇權或認購權，其標的商品係有價證券、貨幣市場工具、經認可之金融指數、利率、匯率或外匯(但投資法第 50 條所規範之德國當地符合 UCITS III 指令規範內容之投資基金、可變資本投資公司之投資單位及歐盟之投資單位等，及前項期貨契約之選擇權或認購權不在此限)，且其具有下列之特性：

A. 可於其存續期間之任何時刻或其期限屆至之日行使；以及

B. 選擇權於行使時之選擇權價值將依標的商品之執行價格與市場價格差異成正比不論是正面或負面的價差，如其差異係負數，則其價值為零。[129]

III 利率交換契約、外匯交換契約或換匯換利契約。[130]

IV 前述之交換契約選擇權，但具有前述第二段 a 及 b 所列之特性(交換選擇權)。[131]

V信用不履行之交換契約(credit default swap)但僅限於規避投資基金資產的違約風險而運用。[132]

（A）合格方式：

合格方式原則上係運用經認可價值之風險模式(VaR)(即歷史模擬(historical simulation)、 變異數及共變異數方式(variance-covariance)等方式評估投資基金及無衍生性商品之「相對應虛擬參考指標基金」(comparable fictitious benchmark fund)的潛在市場風險。投資基金之 VaR 不得超過用以計算最大風險限制之相對應參考虛擬指標基金 VaR 的二倍。且投資管理公司必須每日以回顧測試之方式監控 VaR 方式的品質，並且定期將任何差異呈報予聯邦金融監督管理機關。[133]

以下分別將合格方式之相關規範說明如下：

---

[128] Derivateverordnung DerVo §6(2)1
[129] Derivateverordnung DerVo §6(2)2
[130] Derivateverordnung DerVo §6(2)3
[131] Derivateverordnung DerVo §6(2)4
[132] Derivateverordnung DerVo §6(2)5
[133] KPMG, “Derivative Regulation”, p5, May 2004

a. 暴險限制

由於市場環境因素，對於投資基金所產生之可能風險金額，於任何時刻皆不得超過相對應虛擬參考指標基金之可能市場風險金額的二倍。[134]

b. 相對應之虛擬參考指標基金

所謂的相對應之虛擬參考指標基金，係指一基金不包含衍生性商品，且其市場價值與原基金之現行市場價值相當。[135]

此種基金之組成必須依據基金規則及完整/簡式公開說明書所載有關投資基金之投資標的及投資策略之資訊，此外尚須依據投資法所列之投資限制為之，但投資法第 60 條及第 61 條有關發行機構之限制不在此限。[136]

如原投資基金標準參考指標排除衍生性商品，相對應的虛擬參考指標基金必須盡量忠實反映此參考指標。[137]如標準參考指標有重大變更時，投資管理公司必須適時通知聯邦金融監督管理機關。[138]

如有疑義時，相對應虛擬參考指標基金應選擇之資產應為具有較低的可能市場風險金額者。[139]

投資管理公司必須草擬規範相對應虛擬參考指標之基金組成及變更之指導方針。現行相對應虛擬參考指標之基金組成及任何變更皆應明確地作成相關文件，此外投資法第 44 條(5)規定所規範之會計師查核報告亦須說明相對應虛擬參考指標基金是否符合前述三段之規定，且須載明相對應虛擬參考指標基金之組成。[140]

c. 潛在的市場風險金額

潛在的市場風險金額，必須以銀行法第 1 條(13)項(近日經 2003 年 12 月 23 日銀行法第 71 條修正)所規定之適當地、

[134] Derivateverordnung DerVo §8
[135] Derivateverordnung DerVo §9(1)
[136] Derivateverordnung DerVo §9(2)
[137] Derivateverordnung DerVo §9(3)
[138] Derivateverordnung DerVo §9(5)
[139] Derivateverordnung DerVo §9(4)
[140] Derivateverordnung DerVo §9(5)

內部風險管理模式為基礎，計算潛在的市場風險金額。財務年度所計算出之投資基金潛在的市場風險金額須列載於年報中。因此所提供之資料至少包括最低、最高及平均的潛在市場風險金額。[141]

在風險界定之要素係以下述(4)項之量化要求、(5)項之需考量之風險因素、(6)項之品質要求、及基於適當的模式所為之預測品質為基礎而計算者，風險模式應視為適當。但聯邦金融監督管理機關亦可依個案情況認定是否為適當之風險模式，而不論其是否符合前述之要求。[142]投資基金是否符合前述之規定，應於投資法第 44 條(5)項規範之年報中予以說明。[143]

d. 量化要求(Quantitative Requirements)

於計算潛在市場風險金額時，必須假設投資基金於營業日結束時所持有之金融工具或金融工具種類將會由投資基金進一步持有十個工作天;及應以預測之損失範圍(可信程度達 99%)並以至少過去一年報告期間的實際績效為基礎進行計算。[144]

e. 需考量之風險因素(Risk factors to be included)

於界定潛在的市場風險時，應適當的考量所有與投資基金規模及結構有關的所有市場風險因素，而不論其多微不足道。[145]

必須以適當地方式衡量與選擇權交易有關的但與匯率、價格或利率之波動無直接之特定風險。[146]

由於短期及長期利率變化程度的不一致，及適用於以相同幣別為面值且相似之到期日的利率金融工具變化程度的不一致，所造成的特殊利率期間風險必須個別的以適當的方式予以衡量。為計算利率期間設計風險之目的，應有一定數量之不同利率期間設計的組合足以適當反映原投資

[141] Derivateverordnung DerVo §10
[142] See Derivateverordnung DerVo §10(2)
[143] Derivateverordnung DerVo §10(3)
[144] Derivateverordnung DerVo §11
[145] Derivateverordnung DerVo §12(1)
[146] Derivateverordnung DerVo §12(2)

基金之規模及設計。應至少有六種利率風險組合。[147]

於計算股價風險時，現貨與遠期價格之發展差異必須以適當的方式予以衡量。[148]

f. 品質要求(Qualitative requirements)

投資管理公司之運作程序及工作流程必須確保可以即時地計算潛在的市場風險金額。特別是依據市場價格風險，準備投資基金部位的完整紀錄。[149]

計算潛在市場風險金額的統計方式必須作成詳盡的相關文件。這些模式必須是負責風險管理者目前所採用之模式。[150]

必須定期審核用以計算潛在市場風險金額的統計模式及前述計算用以為基礎之數量值的適當性。[151]

有關用於持續性分析之價格、匯率及利率變動的經驗值，及其關聯性皆須定期更新(至少每三個月一次)。[152]

前述四段有關品質要求之規定及下述預測之品質規定之遵循情況應由投資管理公司內部稽核部門定期查核。[153]

g. 預測之品質(Forecast Quality)

有效的風險預測模式運作必須就下述二種情況每日進行比較而為之：(a)以持有一個工作天為假設前題之風險模式為基礎所計算出之潛在市場風險金額；(b)以及個別之金融工具或金融工具種類(回顧測試 back-test)價值的實際變更。為此，投資基金於前一營業日終止時所持有之金融工具或金融工具種類應於營業日終止時之相對應市場價格重新進行評估，且應將前一日任何價值下跌的變動加入評估。如果依據前述之方式所計算出之價值變更之絕對值超過以風險預測模式所計算出之潛在市場風險，應立即將此異常狀況、重大變更及造成此種情況之理由通知德國金融

147 Derivateverordnung DerVo §12(3)
148 Derivateverordnung DerVo §12(4)
149 Derivateverordnung DerVo §13(1)
150 Derivateverordnung DerVo §13(2)
151 Derivateverordnung DerVo §13(3)
152 Derivateverordnung DerVo §13(4)
153 Derivateverordnung DerVo §13(5)

管理機關。[154]

（B）簡易方式

簡易方式原則上係運用以公平之市場價值評估資產或以 Delta 加權標的商品價值評估契約相對於投資基金之淨值方式限制其潛在市場風險價值。基金之潛在市場風險價值(利率風險、股價風險及外匯風險)不得超過投資基金淨資產價值的二倍。簡易方式不適用前述之相對應虛擬參考指標基金。[155]

以下分別將簡易方式之相關規範說明如下：

a. 暴險限制

有關投資基金之利率、股價風險或外匯風險所具有之價值於任何時候皆不得超過投資基金資產淨值的二倍。[156]

如投資基金直接或間接持有投資法第 50 條規範之德國當地符合 UCITS III 指令規範內容之投資基金、可變資本投資公司之投資單位及歐盟之投資單位等資產，且該資產含有衍生性商品，則於計算前段之投資基金資產價值時，應扣除前述資產之價值。[157]

b. 市場風險價值

投資基金之利率、股價風險或外匯風險應為個別基金資產之利率、股價風險或外匯風險價值之加總。前述(1)第二段所列之資產或資產組合成分不得列入加總。[158]

於下述計算資產或其組成成分之市場風險價值時，交換合約應視為二種綜合債券的組合；[159]交換合約選擇權則應視為前述(一)市場風險(2)B 項所列之二種選擇

[154] Derivateverordnung DerVo §14
[155] Id.
[156] Derivateverordnung DerVo §15(1)
[157] Derivateverordnung DerVo §15(2) 投資法第 50 條規範之德國當地符合 UCITS III 指令規範內容之投資基金、可變資本投資公司之投資單位及歐盟之投資單位等資產如為資產組合之成分(components of compbinations of assets)時，則應視為投資基金之間接持有之資產。
[158] Derivateverordnung DerVo §16(1)
[159] Derivateverordnung DerVo §16(3)

權之組合，且其標的商品為前述二種綜合債券之一。[160]

一資產或其組成成分之市場風險價值應依下列方式計算之：[161]

投資法第 47 條、第 48 條、第 50 條及第 52 條之資產或組成應依投資法第 36 條計算之。

金融期貨契約應以契約價值乘以各交易日所計算之遠期價格再乘以適用之 Delta。

選擇權或認購權之標的商品為證券、貨幣市場工具或衍生性商品者，應以投資法第 36 條之方式計算之標的價值乘以所適用之 Delta。

選擇權或認購權，其標的商品係經認可之指數或利率、匯率或外匯者，應以標的商品之現行價值乘以選擇權條件所列載之倍數再乘以適用之 Delta。

c. 適用之 Delta

適用之 Delta 表彰衍生性商品價值及標的商品價值假設邊際變化(assumed marginal change) 二者之間的比例。適用之 Delta 原則上應為正數。[162]

下列三種情況之衍生性商品，其 Delta 為負數：[163]

- 股票衍生性商品，投資基金持有投資法第 47、48 或 52 條規範之資產，承受相同之股價風險或該等資產之股價風險至少與該衍生性商品有高度的連結關係，且該等資產之市場風險價值至少與該衍生性商品之市場風險價值相同。

- 利率衍生性商品，投資基金持有投資法第 47、48 或 52 條規範之資產，該等資產之計價幣別相同，依據各固定收益投資價值之變化與殖利率之假設邊際變化之間之比率進行評估後，其市場風險價

[160] Derivateverordnung DerVo §16(4)
[161] Derivateverordnung DerVo §16(5)
[162] Derivateverordnung DerVo §17(1)
[163] Derivateverordnung DerVo §17(2)

值與衍生性商品之市場風險價值相同。

- 貨幣衍生性商品，投資基金持有投資基金持有投資法第 47、49 或 52 條規範之資產，該等資產之計價幣別相同，且具有市場風險，該等資產之市場風險價值與衍生性商品之市場風險價值相同者。

在前述提及之信用不履行之交換契約之情況，Delta 為零。[164]

投資管理公司應於每交易日以適當之方式計算、紀錄並通知保管銀行所適用之 Delta。[165]

B. 信用風險

I 發行人風險

於計算衍生性商品是否符合投資法第 60 條及 61 條有關發行人之投資限制時，衍生性商品之範圍應包括股票衍生性商品、貨幣市場衍生性商品及投資法第 50 條所規範之投資單位衍生性商品。[166]

針對採用合格方式者，各標的商品之發行人其構成潛在市場風險金額之計算模式基準之整體淨部位應與發行人之限制互相沖抵。[167]

針對採用簡易方式者，前述證券、貨幣市場工具及投資法第 50 條規範之投資單位的衍生性商品市場風險價值，應由相關之標的商品發行人平均承受。[168]

II交易相對人風險

非於證券交易所或有組織性之市場交易之衍生性商品交易，即 OTC 交易，如無適用之市場價格，則必須於各價值評估日以合理之方式決定其市場價格。[169]

---

[164] Derivateverordnung DerVo §17(4)
[165] Derivateverordnung DerVo §17(5)
[166] Derivateverordnung DerVo §18
[167] Derivateverordnung DerVo §19
[168] Derivateverordnung DerVo §20
[169] See Derivateverordnung DerVo §21

衍生性商品之個別交易相對人風險，不得超過投資基金價值的 5%。但若交易相對人係設址於歐盟會員國、任何 EEA 之締約國、或聯邦金融監督管理機關認為與歐洲共同體規範相當之其他國家之信用機構，則交易相對人之風險不得超過投資基金 10%。一旦交易相對人之風險超過前述之門檻，投資管理公司不得再與此交易相對人為任何進一步交易，但若此等交易不會增加交易相對人之風險者除外。[170]

若交易相對人係證券交易所或任何組織性市場之中央結算代理人，且所交易之衍生性商品須以市場價值評估，並每日進行保證金沖銷者，則於計算前述 5%的交易相對人風險價值時，無須將此衍生性商品交易價值列入計算。[171]

交易相對人風險之計算，應加入有關交易相對人既有之衍生性商品部位目前之正取代值(current positive replacement value) ，以及安全值(safety margin)。[172]

安全值係以相關之衍生性商品部位之正取代值的比率表彰如下：[173]

到期年限	以利率為基礎之交易	以匯率為基礎之交易	以股票為基礎之交易
一年以下	0.0%	1.0%	6.0%
一年以上五年以下	0.5%	5.0%	8.0%
五年以上	1.5%	7.05%	10.0%

於雙邊結算之安排(bilateral netting arrangements)及債務轉換合約(debt conversion agreements)，正取代值加上安全值得與投資基金之衍生性商品部位交易相對人之負面取代價值進行沖抵。[174]

[170] Derivateverordnung DerVo §22(1)
[171] Derivateverordnung DerVo §22(2)
[172] Derivateverordnung DerVo §22(3)
[173] Derivateverordnung DerVo §22(4)
[174] Derivateverordnung DerVo §22(5)

計算交易相對人風險價值時，如交易相對人所提供之擔保品符合下列情況者，應扣除其擔保品價值：

i 包含由 A 區(zone A)之中央政府或中央銀行所發行之證券或由歐盟共同體所發行之證券；

ii 包含流動性資產；

iii 須每交易日進行評價

iv 得立即為投資基金變現；及

v 針對提供之擔保品之相對人無力清償債務時業已採取法律上之保障措施。

擔保品得包含 A 區境內之信用機構所持有的銀行存單。[175]

於計算是否符合投資法第 60 條及 61 條之投資限制時，應將交易相對人風險價值納入考量。[176]

C. 壓力測試(Stress Test)

I 基本原則

針對持有衍生性商品之投資基金，其投資管理公司必須依據下述之頻率、調整規定進行適當地壓力測試。壓力測試必須符合下述品質規範者方可視為適當。[177]

壓力測試應測量無法預期之相關參數價值及其關聯性所造成之投資基金價值的任何可能重大下跌。相對地，壓力測試亦應測量任何可能造成投資基金價值之重大或危及資產之價值下跌的相關參數價值及其關聯性之變化。[178]

針對特定之風險，若無法精確地評估投資基金價值的可能下跌，或無法精確地評估相關參數價值及其關聯性之變化，投資管理公司得採取技術性的判斷方式替代。[179]

壓力測試應充分地納入投資基金風險管理系統，為投資基金

[175] Derivateverordnung DerVo §22(7)
[176] Derivateverordnung DerVo §22(8)
[177] Derivateverordnung DerVo §23(1)
[178] Derivateverordnung DerVo §23(2)

做投資決定時必須充分考量其結果。[180]

II 品質

壓力測試應包含所有影響投資基金價值或投資基金價值波動的風險。具有特殊重大意義之風險必須加入前述投資基金所採用之合格方式及簡易方式所未列入考量之所有風險內。[181]

壓力測試應適於分析投資基金運用衍生性商品或借貸所可能產生之投資基金價值下跌的可能情況。[182]

於設計及實施期間，壓力測試必須充分地考量惟有在壓力之情況下顯得重要之風險，例如不尋常的關聯性變化。[183]

III 頻率、調整

壓力測試至少必須一個月進行一次。[184]

壓力測試的規畫應以持續性之基礎依據投資基金之組成及與基金相關之市場條件予以修正。壓力測試每修正一次，必須至少同步進行一次修正前及修正後之壓力測試。[185]

IV 做成文件及會計查核

投資管理公司必須研擬有關壓力測試的規畫及持續地的修正的明確指導方針。實施壓力測試的計畫必須以各投資基金的指導方針為基礎予以發展。指導方針必須說明該計畫適用投資基金之理由。必須將各投資基金之完整的壓力測試及其結果做成文件。[186]

投資法第 44 條所規定之會計查核報告必須包含壓力測試是否依據前述 2.品質及 3.頻率規定定期為之的資訊。會計師亦須將該壓力測試是否充分納入投資基金之風險管理系統內以及為投資基金做投資決定時是否將測試之結果充分納入考量

---

[179] Derivateverordnung DerVo §23(3)
[180] Derivateverordnung DerVo §23(4)
[181] Derivateverordnung DerVo §24(1)
[182] Derivateverordnung DerVo §24(2)
[183] Derivateverordnung DerVo §24(3)
[184] Derivateverordnung DerVo §25(1)
[185] Derivateverordnung DerVo §25(2)
[186] Derivateverordnung DerVo §26(1)

情況予以說明。[187]

D. 結構性商品

I 購買結構性商品

結構性商品只有在其組成成分不會影響風險組合及商品價格之情況下方得予以購買，但不得為投資基金直接購買其組成成分。[188]

依據簡易方式，為計算市場風險配置價值，及將結構性商品一併納入發行人風險限制是否符合相關規定之計算，結構商品必須畫分各成分之風險以利計算之進行。其組成成分之畫分必須明文訂出。[189]

II組織

i 投資管理公司必須以指導方針規範對於結構性商品之投資，該方針應包含詳細的工作流程說明，責任區域及控管機制，且必須定期更新。投資方針必須至少臚列下述事項：[190]

- i 購買之前的正式實地查核，該份查核包含對於商品結構及其整體風險組合的分析及評估。
- ii 於商品存續期間，無法達到前述之品質標準時所應採取之措施。
- iii 風險管理系統中商品特殊風險結構及風險評估系統的說明，特別是前述結構商品之畫分。
- iv 適當的價格決定，特別是流動性低的商品。

ii 針對投資管理公司有充分經驗之商品，指導方針得依個案於適當的情況下，提供簡易的程序。投資管理公司必須將適當地執行指導方針所規定之程序情況做成紀錄留存。投資法第 44 條所規定的查核報告必須包含指導方針所規定之程序，投資管理公司是否依據(1)之規定妥適地規畫及執

[187] Derivateverordnung DerVo §26(2)
[188] Derivateverordnung DerVo §27(1)
[189] See Derivateverordnung DerVo §27(2)
[190] Derivateverordnung DerVo §28(1)

行。[191]

任何程序上之差異必須予以呈報。[192]

(5) 投資公司法第 23 條，如投資人是在不真實情況下投資者，可以在兩個星期內取消,以上所稱不真實情況係指不正確的資料及不實或不完全的揭露(§20,paras.1, clause1 KAGG)，投資人可以請求返還其給付的價金;其行使撤銷權的時效期間為發現錯誤個月內或買賣時起三年內 ；且必須證明非因自己的疏忽而未發現。相較下，新投資法第 126 條規定並未明文規定何種情形始得構成「不真實情況」，僅載明如基金購買或投資係於銷售機構永久營業場所以外,並以口頭方式引誘投資人完成基金交易者,投資人撤銷權之行使限於詳細公開說明書交付於投資人後兩星期內以書面方式為之。如投資於其他歐盟會員國所發行之基金者,兩星期之時效以合約副本交付給投資人時開始計算。如對何時交付詳細公開說明書或合約副本有爭議發生時，舉證責任在於賣方。

4-1、避險基金[193]

（1）定義：具額外風險之特別資產[194]，係指根據風險分散之原則，於投資法（本法）第二條第四項第一至第四款及第七至第九款之範圍內，對投資標的之選取並無限制之投資財產。

（２）投資標的之限制：包括有價證券、貨幣市場工具、衍生性商品、銀行存款、國內外之基金及投資資產（包括不動產基金及其他避險基金）、以及貴金屬、商品期貨與股權投資，但不得投資不動產及以不動產投資或經營為業之公司。[195]在上述可投資標的範圍內，不限制其投資策略，惟投資在未上市或未在有組織市場交易之證券不得超過基金價值之 30％。

A.投資在存款與貨幣市場工具之金額，不得高於本基金價值之49％。

B.對單一標的基金之投資，不得大於本基金價值之20％，且不得投資同一發行人發行之外國基金超過二支以上，亦不得投資於其他基金中之基金。

---

191 Derivateverordnung DerVo §28(2)

192 Derivateverordnung DerVo §28

193 證券暨期貨月刊 **第 27 卷、第 4 期(97.12.16)** 由德國「投資法」之規範淺論避險基金管制之立法趨勢 陽明國際律師事務所王照宇律師

194 投資法第二條第二項規定：特別財產係由投資公司根據本法規定及契約約定，界定投資公司及投資人之法律關係、並規定投資人之贖回權利，為投資人計算之投資基金。

195 投資法 §112

C.逾越基金得投資標的之上限，最高可罰5 萬歐元，投資於衍生性商品部分，依照衍生性商品規則之方式辦理。[196]

（3）如何界定本法之避險基金：

A 需能採取槓桿操作或放空交易

B 能投資於無法於交易所進行交易之事業[197]：投入於不得於交易所或組職化之市場中行交易之事業，不得超過總資產之百分之三十，且投資人之贖回權必須有所限制。

（4）其他相關規定

A 不得公開銷售：因具高風險的特性。

B 不適用每月至少公布二次投資單位價格之規定[198]。

C 避險基金之資產可經約定而由其他機構進行管理:基金保管機構可將其所負擔之個別任務，交由其他類似之機構履行，前提則為保管機構應透過契約之約定，承擔所有其所直接指定之機構，對投資人所生之債務。

D 財政部得以法規命令限制舉債或放空交易:但需以避免市場之濫用以及維持市場之正直必要者為限,且此類法規命令並無須得到聯邦參議院之同意，即可將此一授權，透過法規命令，移轉於德國之聯邦金融監督委員會，可於取得聯邦財政部之授權後，對於避險基金之槓桿交易及放空交易有所限制。

E 資訊揭露要求：對沖基金之基金規則須經 BAFin 之核准，並

於每年結束三個月內編製年報，每半年結束二個月內編製半年報，公告於聯邦電子公告欄或刊登於報紙、備妥放置於說明書所載辦公處所，及送交 BAFin 與中央銀行備查。

F 風險控管：

[196]證券暨期貨月刊 第二十五卷 第二期 證期局古坤榮科長 「簡介主要國家對以期貨交易為主之集合投資計畫之規範」
[197]投資法 §116
[198] 投資法 §36

基金之風險控管作業，係規範於衍生性商品管理規則中。投資管理公司須以最先進之方式，為每一投資在衍生性商品之基金設置風控系統，並應視市場風險、信用風險、操作風險及其他風險（包含名譽、流動性等）之風險程度，決定以簡式（simplified）或合格式（qualified）方法控制風險。以市場風險為例，如用合格式，則基金之VaR 值應小於模擬基金風險值之二倍。如用簡式，則投資管理公司應以市價或標的物delta 權重衡量資產或契約價值，該價值並不得超過基金淨資產價值之二倍。

投資管理公司針對基金所持有之衍生性商品進行適當之壓力測試。所稱壓力測試應包含所有影響基金價值或波動之風險，至少每月進行一次測試，並依照基金之組成及與基金相關之市場條件予以修正。[199]

9、 符合 UCITS III 之歐盟投資單位及之非歐盟之境外基金之銷售

投資法第五章第三部分(第 130 條至第 134 條)及第四部分(第 135 條至第 140 條)分別規範符合 UCITS III 之歐盟投資單位及之非歐盟之境外基金之公開銷售。

(1) 符合 UCITS III 之歐盟投資單位

必須指派至少一家當地之信用機構或境外信用機構於當地設立之分公司，以利付款予投資人及投資公司處理單位贖回。此外，投資公司必須採取所有的必要措施確保投資人收到必要的資訊。[200]

投資公司必須告知聯邦金融監督管理機關其有意於投資法所規範之管轄區域內公開銷售歐盟投資單位，並檢具下列文件：[201]

A. 投資公司主事務所所在之歐盟會員國或 EEA 之締約國主管機關出具之證明文件，證明其符合 85/611/EEC 指令之條件。

B. 投資公司之基金規則或組織章程以及向主管機關告知當時所適用之簡式及完整公開說明書。

C. 最近期之年報，以及後續之半年報(如果已經印行者)。

D. 公開銷售規劃之相關資訊。

---

[199]證券暨期貨月刊 第二十五卷 第二期 證期局古坤榮科長 「簡介主要國家對以期貨交易為主之集合投資計畫之規範」

[200]InvG，§131

[201]InvG，§132(1)、(3)

E. 指定代理人之聲明書以確認其承擔之相關職責。

F. 辦理通知之規費繳款證明

聯邦金融監督管理機關必須於收到通知後，於所要求之資訊及文件皆已送交後四個星期內確認是否收到通知。[202]

自收到完整之通知文件後二個月內，如果聯邦金融監督管理機關沒有禁止該投資公司之銷售，則可自行於德國境內公開銷售投資單位。[203]

在下列情況下，聯邦金融監督管理機關得禁止投資單位之公開銷售：[204]

A. 投資公司沒有依法妥適提出通知。

B. 公開銷售之性質及方式違反德國法規。

C. 沒有指定信用機構或沒有採取所有必要措施確保投資人收到必要的資訊。

在下列情況下，聯邦金融監督管理機關得禁止歐盟投資單位繼續公開銷售：[205]

A. 沒有提出前述之通知或在前述二個月期間尚未屆滿，即已先行公開銷售

B. 公開銷售嚴重地違反德國法規

C. 投資公司登記所在之歐盟會員國或 EEA 之締約國主管機關所核發之許可業經撤銷；

D. 不符合指派信用機構或提供必要資訊之規定。

如係基於前述 A 及 B 之情況，而經聯邦金融監督管理機關禁止進一步公開銷售歐盟投資單位者，自禁止之日起一年內不得再向聯邦金融監督管理機關提出公開銷售之意圖通知。[206]

---

[202] InvG，§132(3)
[203] InvG，§133(1)
[204] InvG，§133(2)
[205] InvG，§133(3)
[206] InvG，§133(5)

(2) 非歐盟之境外基金

下列情況之非歐盟境外基金得於德國境內公開銷售：[207]

A. 投資公司及管理公司受其主事務所所在地國政府有力的投資人保護規定所拘束，且其所在地國之主管機關擬依投資法之規定與聯邦金融監督管理機關合作；

B. 境外投資公司通知聯邦金融監督管理機關其代表人係德國之信用機構或設址或設籍於投資法管轄區域內之可信賴適當人士。

C. 基金之資產係由存託銀行保管持有。

D. 由一個或多個當地信用機構或境外信用機構設於德國當地之分支機構擔任付款代理人，經由該付款代理人收受或支付投資人相關款項。若付款或轉帳係由付款代理人所為，則必須確定匯款予存託銀行或投資人之金額沒有過度遲延。

E.基金規則或投資公司組織章程載有下列規定：

I 於收受存託銀行之購買價金後必須將適當的單位數量移轉予申購人而沒有過度遲延；

II投資人得要求支付單位所表彰之基金部分的款項；

III 相關費用之預付須受投資法第 125 條之限制；[208]

IV 必須依據投資法第 50 條、61 條、64(3)、84(1)第 2 至第 4 段及第 85 條之規定購買風險分散之投資基金之單位。[209]

V投資基金之資產不得設質或基於擔保之目的造成權利行使之障

[207] InvG，§136

[208] InvG §125: If there is an agreement to purchase units over a period of several years, then no more than one third of each of the payments agreed on for the first year may be applied to cover costs or charges, and the remaining costs or charges must be evenly apportioned over all subsequent payments. The foregoing does not apply to EU investment units.

[209] InvG §84(1): Investment management companies may purchase only the following assets for mixed investment funds: 1. the assets set forth in §§47 to 52; 2. units in real estate funds as described in §§66 to 82; 3. units in funds with additional risks as described in §112 and investment stock corporations as described in §96, the articles/memorandum of which provide for a form of investment similar to that described in §112 (1), provided that such funds to not themselves invest in other investment funds; or 4. units of foreign investment funds, which are similar to the funds described in §112(1).;

InvG §85: Investment management companies may invest no more than 10 percent of the fund's assets in the units described in §84(1) nos. 3 and 4.

礙或有條件的讓與，但依據下述(f)之規定所為之借貸或為符合投資法第 51(2)及(3)之金融工具的沖銷交易所規範之起始與變動保證金之要求的擔保條款不在此限。

VI 以投資基金名義所為之借貸得依投資法第 53 條之規定為之，依基金規則或組織章程規定得投資於不動產之投資基金僅得依合理之管理慣例為之，且最高不得超過基金所含之不動產市值的 50%。借貸須依存託銀行對於貸款條件之同意而為之。

VII不得為投資基金進行不屬於基金資產之買賣；得以基金之名義將請求交付資產(買權)之權利讓與第三人的前題條件是買權的標的資產於讓與買權時係屬於基金。

6、 投信事業與基金保管機構之權利與義務：

(1) 投信事業之權利與義務

新投資法第 20 條規定，投資公司須指定一信用機構（credit institution）為保管銀行來從事新投資法第 24 至 29 條下之保管業務。而依同法第 21 條，保管銀行之選任及更換須徵得 BaFin 之同意。而此保管銀行之最低資本額（liable equity capital）為五百萬歐元。如保管銀行之最低資本額低於此數額時，BaFin 可令投資公司公換保管銀行。另，依德國基金公會(BVI)所頒之從業行為準則(BVI Rules of Conduct)第五項原則，投資公司需選任及指示適當保管銀行來從事基金計價與相關保管工作。

(2) 基金保管機構之權利與義務--

A 新投資法第 22 條第 1 項規定，保管銀行於從事保管業務時，須以投資人利益為重，並獨立於投資公司來行使其保管職責。

B 同條第 2 項，保管銀行之經理人、代理人或代表人不得同時兼為投資公司之受僱人。

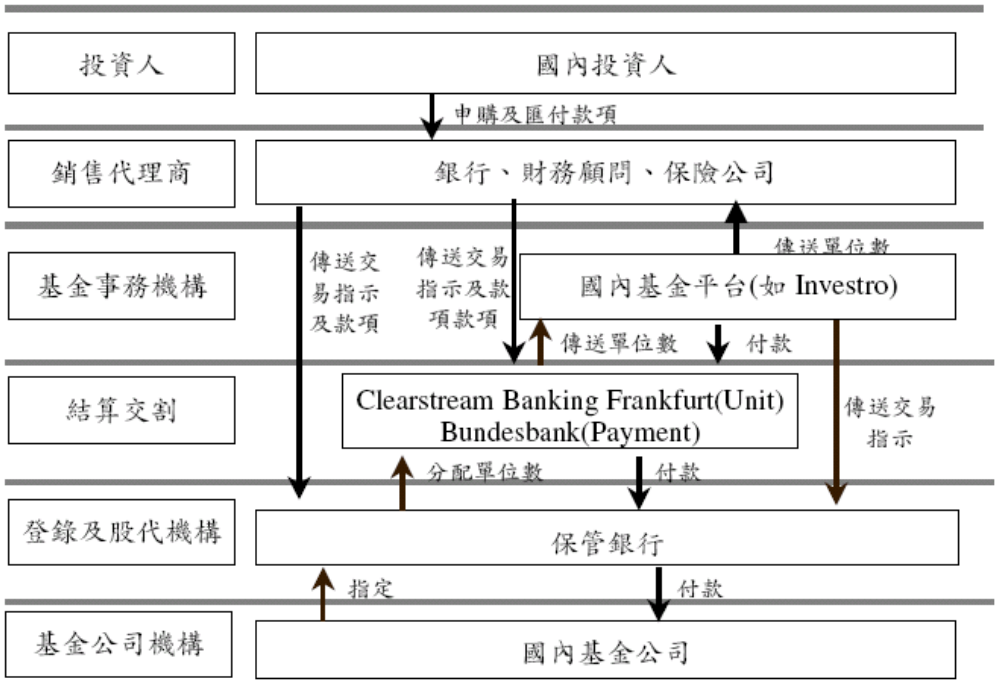
C 保管銀行有義務確認基金資產之收入係依新投資法來運作。其他義務包含確認有價證券借貸之擔保係依法提供等。

D 依德國基金公會(BVI)所頒之從業行為準則(BVI Rules of Conduct)第三項原則第七條，投資公司之執行董事不得兼任保管銀行之執行董事或受僱於保管銀行。

7、基金服務作業流程[210]

德國基金銷售代理機構為銀行、保險公司及證券商， 交易指示最主要經由傳真機傳送至保管銀行， 保管銀行通常也擔任基金登錄及基金股務代理機構的角色。基金單位數也是透過代理銷售機構及基金公司指定保管銀行於集保公司內所開設的帳戶間以轉帳的方式完成；交易款項也如法國市場一樣係透過央行系統。基金之交易流程如圖所示。

德國基金交易流程圖



8、其他

投資法除前述配合歐盟UCITS III規範所為之修訂，其他重大之變更尚包括對於避險基金、及新增可變增本投資公司等。以下茲簡要說明二者之相關規範。

（1） 避險基金

投資法對於避險基金之規範尚區分為單一之避險基金及組合避險基金。單一避險基金必須符合風險分散原則，值得一提者，單一避險基金不得將其資產淨值 30%以上投資於未上市公司，[211]且僅得

[210]中華民國九十三年十二月 臺灣證券集中保管股份有限公司 集保公司提供開放式受益憑證相關服務之探討

[211] InvG §112(1)

以私募形式銷售。[212]組合避險基金(Funds-of-Hedge Funds)其所得投資之標的基金包括前述之單一避險基金、投資公司及境外避險基金。[213]依據投資法之規定，組合避險基金不限制需以私募形式銷售。[214]

（2） 可變資本投資公司

可變資本投資公司之最低資本額為 30 萬歐元，與歐盟 UCITS III 指令規範相同。[215]但投資法並不將其視為符合歐盟 UCITS III 指令之基金而另以專章規範。[216]此外，可變資本投資公司並不需要取得銀行執照，而需要取得聯邦金融監督管理機關所核發之執照。[217]

（五）有關歐盟 UCITS III 指令規範之相關過渡規定：

1. 投資管理公司：

投資管理公司於投資法生效後，必須至遲於 2007 年 2 月 13 日前調整其資本額以配合投資法對於投資管理公司股本之最低要求。設址於任何其他歐盟會員國、任何 EEA 締約國之投資管理公司直至 2007 年 2 月 13 日之前，應適用投資法第 13(1)規定，若該投資管理公司經其所在國之主管機關許可經營該業務者，無須經聯邦金融監督管理機關之同意，亦可於德國境內藉由其分公司或提供跨國境之服務進行業務活動。惟直至其所在會員國或締約國要求與歐盟管理指令一致之前，該投資管理公司尚無須完全遵循歐盟管理指令之規定。[218]

2. 境外基金：

境外投資基金原有的銷售權仍然有效，簡式之公開說明書於 2007 年 2 月 13 日之前，如其所在之會員國尚未規定提供者，仍無須提供簡式公開說明書。[219]

3. 基金：

依據投資法第 145 條規定,投資管理公司對於 2004 年 1 月前已存在之基金，直至 2007 年 2 月 13 日前得繼續適用舊投資管理公司法 (Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften “KAGG”)。任何基金依據第三

[212] InvG §112(2)
[213] InvG §113(1)
[214] InvG §113
[215] InvG §97(1)1
[216] InvG chapter 3 part 3
[217] InvG §97(1)
[218] InvG §144
[219] Id.

金融市場行銷法(the Third Financial Market Promotion Act)於 2004 年 1 月 1 日已訂定之基金規則必須依據投資法第 43 條有關基金規則之規範修正之，其修正至遲必須於 2006 年 1 月 1 日前生效。[220]

於 2004 年 1 月 1 日前已存在之貨幣市場工具型基金、可轉讓證券型基金及單位型基金，投資管理公司得修正其規則以代表基金進行投資法第 46 條至第 65 條所許可進行之交易。對於 2004 年 1 月 1 日前已存在之證券指數基金，投資管理公司得修正基金規則以代表基金進行投資法第 63 條所許可進行之交易。[221]

（六）德國基金公會：德國資產管理協會（BVI）[222]

1.公會簡介

德國資產管理協會（Bundesverband Investment und Asset Management e.V.,簡稱BVI），成立於1970 年，為經政府核可之合法註冊協會，成立宗旨在於提升產業整體能力，扮演政府及業界溝通橋樑較色。協會由創始初期之7 家公司，成員不斷增加，發展至今已有87 個正式會員，包含67 個共同基金公司、5 個機構法人基金公司及15 個資產管理公司。因協會成員眾多，及成員管理之總資產規模龐大（已達1.7 兆歐元），使BVI 在德國資產管理產業具十足的代表性（相當於我國的投信投顧公會）。BVI 主要功能為提供資產管理產業之公司與政府及同業間相互溝通的管道，並提供成員教育服務、捍衛同業成員權利、顧問服務及支援成員權利伸張、公眾教育、建立及維護與其他國際間協會及企業組織之關係。BVI 亦為歐洲基金暨資產管理協會（European Fund and Asset Management Association, 簡稱EFAMA）的創始成員之一，並參與組織國際投資基金聯盟。

BVI 最高管理決策層級為執行董事會，每年定期召開常會（Annual General Meeting），選舉出擁有協會決策權之執行董事會成員，作為協會對外界之代表。僅限於會員公司才能入選至執行董事會。首席執行董事及執行董事共同組成BVI 之管理營運單位，負責提供相關服務及代表同業成員，使其符合並遵循董事會之政策規範。

在執行董事會之協會下設有 4 個主要委員會及 6 個特殊目的委員會。4 個主要委員會有退休準備、法律遵循、資本市場及不動產基金委員會；6 個專家委員會包含管理事務、國際事務、溝通、風險管理與績效及稅賦會計委員會。(如下圖)

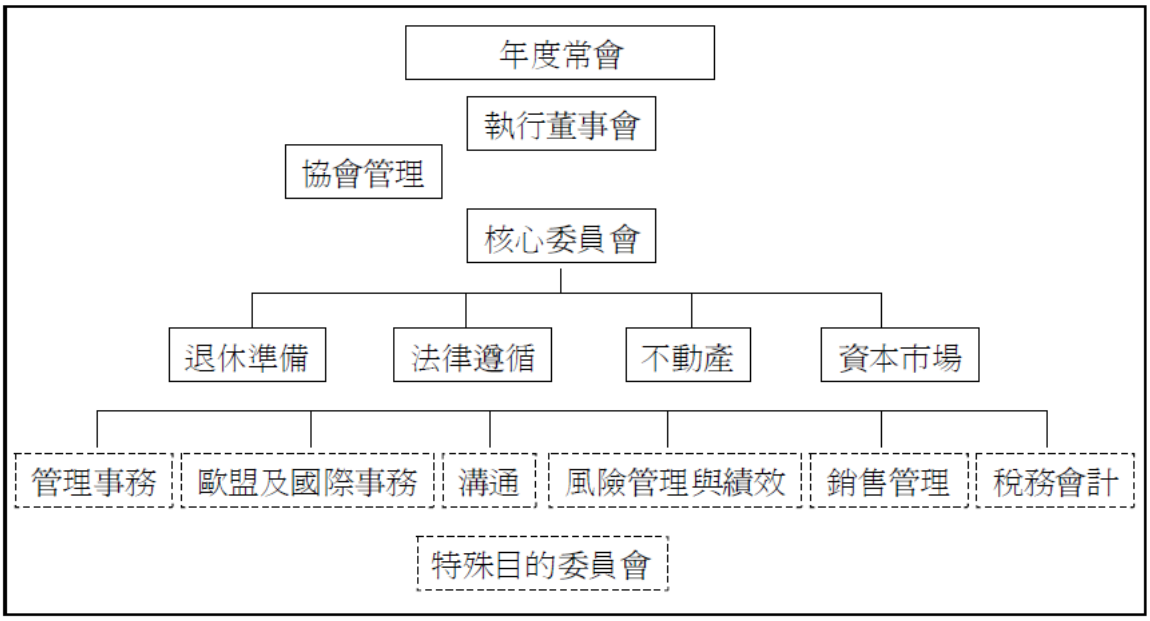
---

[220] InvG §145

[221] Id.

[222] 公務人員退休撫卹基金監理委員會 **99** 年 **9** 月 **17** 日 出國報告 德國資產管理機構與職業退休金之運作實務

圖　、BVI 組織架構圖



2.自律規範

(1) 有關持久性媒體(Durable Medium)成本報銷標準

Standard regarding the reimbursement of costs for durable media

經德國投資暨資產管理協會(BVI)和德國銀行業委員會（Deutsche Kreditwirtschaft）及相關委員會之研議，於 2014 年 11 月核定「有關持久性媒體(Durable Medium)成本報銷標準」。該標準雖未經德國聯邦金融監管局之核備，不具有約束力，但它的目的是在提供實務上的指導。

投資管理公司依規定需將特定信息透過持久性媒介提供給投資者。這些信息通常是通過代表客戶處理保管帳戶的託管機構(Custody Institution)發送，例如銀行，基金平台。該標準旨在對由託管機構發送的持久性媒體費用報銷提供指導。內容如下：

1. 投資管理公司須藉持久性媒體方式告知投資人之案例表列

根據德國資本投資法，只有在下列情況下，歐盟或外國投資管理公司須透過持久性媒體方式通知投資者：

(1) 投資單位或股份之暫停贖回
(2) 基金管理的終止
(3) 基金清算
(4) 基金規則之如下相關修正
　A. 與目前的投資原則不同
　B. 影響到單位持有人之重大權益

C. 由基金報銷之相關費用和開支

(5) 關於基金合併的訊息

(6) 基金轉換成連結式基金，或由連結式基金轉換成一般基金

(7) 當銷售另類投資基金給專業投資人時，任何有關存款責任的改變。

相關基金支出費用規則之修正，當明顯有利於投資人或僅限編輯之用時，則無須藉持久性媒體方式傳遞。德國聯邦金融監理總署（BaFin）已確認在該種情形下是無需轉知，可不用採取任行動。BaFin 認為該費用將是多餘的，會造成基金費用的增加，而加諸於投資者身上。

2. 持久性媒體之法定格式

持久性媒體係指提供個別投資者不可刪改之相關資訊，在未來一段時間為適當參考並得為儲存。以下媒介被視為持久性媒體（名單不是唯一的）：

(1)紙張

(2)電子郵件

(3)唯讀記憶光碟(CD-Rom)

(4)光碟片 (DVD)

3. 歐盟或外國投資管理公司的報銷義務

若託管機構將相關資訊藉持久性媒體傳遞給投資者人，投資管理公司須報銷該項費用，這也適用於歐盟或外國投資管理公司。但是報銷範圍只包括：

(1)書面通知

(2)電子通知

(3)郵資

(4)複印/印刷成本

託管機構可能不會要求其他任何費用之報銷。

法定得報銷之相關成本如下：

種類／件數	最多 30	30-100	101-5,000	5,001-50,000	超過 50,000
書面通知	3€/件	2€/件，至少 90€	0.95€/件，至少 200€	0.55€/件，至少 4,750€	0.45€/件，至少 27,500€
電子通知	3€/件	1€/件，至少 90€	0.4€/件，至少 100€	0.25€/件，至少 2,000€	0.2€/件，至少 12,500€
郵資	根據實際成本				
複印/印刷成本	按照市場慣例				

4. 具體案例報銷標準

	規則	理由
1	投資管理公司於前揭交付案例時，將持久性媒體資訊遞交予託管機構。	託管機構基於安全考量而傾向寄出全部持久性媒體資訊，但投資管理公司可輕易地(1).評估藉持久性媒體傳遞資訊之必要性，且(2).在給託管機構之通知書中為指示。一般而言，該等資訊係經資料數據提供商（如 WM Daten）認定屬持久性媒體資訊，並提供之。在其他情況下，可以印刷信或電子郵件形式為之。否則託管機構必須分析該文件，以確認具持久性媒體資訊性質。
2	法律標準係透過信郵(letter mail) ，託管機構應以最合理定價方式傳遞持久性媒體傳遞資訊，以滿足法律先決條件(客戶協議)。	託管機構應同時考量投資管理公司和投資人之利益，不得增加非必要之成本。
3	複印/印刷成本之計算應有合理的基礎。	複印/印刷成本應事前經投資管理公司和託管機構雙方一致同意。相關法定律師費用似乎是合理的，因主管機關認為律師費用是合適的,且託管機構的費用受到不平等對待是不合理的。
4	應於合理時間內檢附發票或包括相關明細之單據給投資管理公司，並附上投資管理公司之指示。	發票內容包括所列金額計算基礎之所有必要資訊,一般需於完成遞送持久性媒體資訊後三個月內開立，且附上足資辨識之投資管理公司之指示。
5	發票應就每一件持久性媒體資訊之遞送個別開立，除另有約定，不得將多項遞送案件開立於同一張發票。	因相關遞送費用會因內容不同,而由基金或投資管理公司支付。因此，若發票同時登載多項遞送案件並分別列示於不同欄位，將增加行政工作的負擔，如更正發票之核定及應付頻繁詢問等。
6	除另有約定，託管機構應應就每一遞送案件個別開立發票予投資管理公司，即使涉及到數檔基金。	單次之持久性媒體資訊遞送可能同時適用於單一或多檔基金，除雙方另有約定，託管機構應應就每一遞送案件個別開立發票。另一方面，投資管理公司將收到非常多的個別發票並輸入系統。此外，若一個包括多檔基金之遞送可分成多個案件,則該法定得報銷的成本將顯著增加。

(2) 投資人與德國(上市公司)監督委員會溝通的指導原則（Guiding principles for the dialogue between investors and German supervisory

boards）[223]

歐盟股東權利指令（EU Shareholders' Rights Directive）之修訂目的，係在讓機構投資人在監督上市公司方面發揮更積極的作用。要充分執行這項工作，需要與監督委員會進行更密切的溝通。目標是提高透明度，促進互信。

投資人與(上市公司)監督委員會之間的直接溝通可以為雙方帶來好處：這種溝通使投資人能夠獲得第一手資料，並得知監督委員會組成是否合適以及是否有效履行職責。反過來，監督委員會有機會向外國投資人解釋德國企業治理模式，促進對個人公司治理方式的理解。

因此，*Ernst Young 和* Hermes Equity Ownership Service[224]、基金公司、學者、專家等組成工作小組，研議如何使機構投資人與上市公司之成功溝通，並徵詢包括主管機關、業者及德國基金公會(BVI)代表在內所組成的股東顧問小組（Stakeholder Advisory Group）的意見。

2016 年 7 月 19 日德國基金公會(BVI)於其網站之法規專區[225]公告「投資人與德國(上市公司)監督委員會間溝通的八項指導原則」，且該原則不應被視為一套嚴格的規則，而應視為可根據具體情況進行調整的靈活框架。

指導原則 1：提案和議題

投資人與監督委員會之間可以進行溝通。由監督委員會代表公司決定是否應進行此類溝通，監督委員會主席決定是否進行具體溝通，並僅以監督委員會職權範圍內的議題為限。

指導原則 2：監督委員會的組成和報酬

在溝通中可以討論監督委員會的組成，提名過程以及薪酬制度，但不包括有關監督委員會選舉或個別候選人相關議題。

---

223 https://www.bvi.de/en/regulation/bvi-statements/regulation/news/new-guiding-principles-for-the-dialogue-between-investor-and-supervisory-board/ 2016.7.19

224 Hermes Investment Management 成立於 1983 年，總部位於英國倫敦，目前管理資產約 260 億英鎊。其子公司 Hermes Equity Ownership Service Ltd.負責代表許多資產擁有者與被投資公司互動，也提供投票、研究分析等服務，其客戶投資規模高達 1889 億英鎊。Hermes 除了進行資產管理與顧問服務，也積極參與各國盡職治理守則的推動與簽署，對我國盡職治理守則及其他公司治理政策相當關注，更提供許多寶貴建議。 http://cgc.twse.com.tw/pressReleases/promoteNewsArticleCh/1407

225 Regulation >BVI Statements >BVI states its views

指導原則 3：內部組織監督

投資人與監督委員會溝通範圍可涉及：監督委員會的報告以及和監督委員會相關的公司治理報告，監督委員會內部組織情況，控制和參與流程的設計，委員會（committee）的成立，監督委員會運作效率的檢討與改進，但不包括監督委員會個別成員的效率評估結果。

指導原則 4：任免及報酬管理

管理委員會(Management Board)成員的資格條件及職責分工可以在溝通中討論，但不包括關於個別候選人的建議。可以與投資人討論管理委員會的薪酬制度，預期的變更，可能的改進建議，以及監督委員會就薪酬有關事項的解釋和裁量權。

指導原則 5：策略制定與實施

管理委員會負責企業策略的製定和實施，可以向投資人解釋其在策略進程及執行評估中的參與情形。

指導原則 6：稽核人員

可以溝通關於稽核人員的甄選過程標準，及稽核人員與監督委員會之間合作的程度和品質。

指導原則 7：溝通參與者

監督委員會主席代表監督委員會與投資人進行溝通，可以要求其他監督委員會成員，管理委員會（management board）主席或其他管理委員會成員參與溝通。監督委員會主席須向全體委員報告溝通的情形。

指導原則 8：溝通形式

監督委員會與管理委員會討論與投資人溝通內容和格式的基本原則。

(3) “BVI 2018 年股東大會分析指南”(BVI ANALYSIS GUIDELINES FOR SHAREHOLDER MEETINGS 2018, ALHV）

係為BVI成員就獨立分析上市及未上市的公司股東大會議案之議決提供相關指導，並於 2018 年 1 月 1 日生效。每當關鍵因素得到滿足時，投資管理公司在投票時應考慮拒絕相關的董事會提案。

A.執行董事會/監事會/董事會

A.1 選舉

選舉執行委員會，監事會或董事會成員的關鍵因素如下（只要這種選舉屬於股東大會的權限範圍內）：

- 沒有全面介紹具體的候選人資格
  - 職業生涯
  - 年齡
  - 國籍
  - 初次任用日期
  - 當前任用的開始和結束
  - 同時在其他上市和/或具從屬關係之公司擔任相關職務

這些信息應該在網路上公佈，議程應包含這方面的說明。

- 更多
  - 執行委員擔任三項職務;
  - 沒有同時在其他公司擔任執行職務之非執行委員，有五項職務，或同時在其他公司擔任執行職務之監督委員會委員有超過三項職務。

主席的辦公室計算兩次;候選人的職位必須包括在內;任何進一步的非集團公司行政活動都被排除在外;一個集團內的若干職務只能視為一項，但前提是這些任務授權明確;必須考慮到與外國公司的職務，比如作為諮詢委員會成員（榮譽能力除外）之類的，也被視為職務;未詳細說明的職務將自動計入全職;任何其他全職活動也將計算在內。

- 對於具有一股獨大(monostic)組織結構的公司：首席執行長和主席是同一個人。

- 監事會/董事會中不到一半的股東代表是獨立的;例如，在以下情況下，則不認為成員是獨立的：
  - 該成員已經在這個職能上工作了十年以上

- 該成員是擁有 10%以上投票權的股東的代表
- 該成員坐在公司的執行董事會上
- 該成員與執行委員會，監事會或公司有其他業務關係。

- 執行董事，特別是首席執行官或首席財務官，自動成為監事會或董事會的主席。只要成員遵守德國公司治理守則的建議，成功擔任執行董事會主席職位的董事可以成為監事會成員。
- 委員會成員不具備必要的資格和/或大多數不是獨立董事;如果主席不具備必要的資格和/或主席不是獨立董事，這一點就更加重要。
- 沒有獨立的監事會成員在會計或審計領域擁有專業知識。
- 某些股東有特別的權利或權利可以任命股東代表。
- 改選
  - 對薪酬的監督不足，尤其是在公司業績惡化時執行董事薪酬上漲的情況下;
  - 未公開監事會，董事會或委員會會議或參加少於 75%的會議之參與情形，且無充分理由。

A.2 解職

執行董事會，監事會或董事會成員履行職責的關鍵因素如下：

- 利益衝突和缺乏獨立性
- 缺乏足夠的風險控制和會計流程
- 不符合法定條款和公司或集團內部準則
- 不合規聲明
- 處理法律訴訟（例如資產負債表，內幕交易，腐敗或反壟斷違規行為）
- 嚴重和持續違反普遍接受的社會責任投資（SRI）或環境社會治理（ESG）指導原則，包括未提名執行成員對 ESG 問題負責。

- 不定期與執行理事會的薪酬制度進行磋商（至少每五年一次），或者在發生變化時不進行諮詢。

- 可證實中小股東的利益受到損害

- 其他

  - 任何執行成員共有三項任務;

  - 沒有同時在其他公司擔任執行職務之非執行委員，有五項職務，或同時在其他公司擔任執行職務之監督委員會成員有超過三項職務。

主席的辦公室計算兩次;候選人的職位必須包括在內;任何進一步的非集團公司行政活動都被排除在外;一個集團內的若干職務只能視為一項，但前提是這些任務授權明確;必須考慮到與外國公司的職務;比如作為諮詢委員會成員（榮譽能力除外）之類的，也被視為職務;未詳細說明的職務將自動計入全職;任何其他全職活動也將計算在內。

- 對於具有單一組織結構的公司：首席執行官和主席是同一個人。

- 對監事會成員的任何財務損失責任保險沒有規定過多。

- 執行委員會成員，監事會或董事會沒有年齡限制。

- 前一年股東大會上不到 75%的表決權獲得通過，無後續改進或聲明。

- 對於執行成員：

  - 與同業相比，業績持續低迷;

  - 不符合重大透明度標準（例如未發布執行成員的簡介）

- 對於非執行成員：

  - 不履行對執行成員的監督職責;

  - 不遵守重大透明度標準（例如未能在網站上永久發布非執行成員的最新簡介，顯示與選舉，公司章程和委員會組成相關的資格證明標準通過名稱說明其成員）;

- 不能在監事會和委員會會議上提供關於監事會成員出席情況的完整個別報告。

A.3 薪酬

執行委員會成員，監事會或董事會薪酬的關鍵因素如下（這些因素對任何有關薪酬制度和解僱表決以及上述機構的選舉都是至關重要的）：

- 包括可變薪酬在內的全部薪酬不受限制
- 可變薪酬組成部分與公司的長期成功或公佈的長期成功因素無關
- 為實現預訂的目標而自行調整性能參數
- 確定可變薪酬的績效參數僅與股價掛鉤
- 贖回期限不超過合約期限的股票期權計劃
- 虛擬股票（幻影股票）期權的可變報酬部分與股息掛鉤
- 缺乏透明度，例如：
  - 執行委員會和/或監事會成員的薪酬沒有以個人化的方式顯示
  - 報酬目標績效參數披露不足
  - 無法披露股票選擇權計劃
  - 從外部角度來看，公司機構的自由裁量權尚不清楚。
- 執行獲得前一年股東大會上少於 75%的表決權通過的理事會薪酬制度，無進行後續改進或聲明。
- 對於執行成員：
  - 在公司業績惡化的情況下增加報酬，或不適當地減少報酬。
  - 任何種類的報酬或遣散費不符合表現或不相稱;沒有獎懲支付系統。
  - 無法按照德國公司治理守則附表中樣本表格形式進行報告。

- 對於非執行成員：
  - 可變薪酬部分與股息掛鉤
  - 薪酬與同業相較不合適，而且大部分不是固定的。

B.資本措施和回購股份

B.1 增資

下面列出了有關任何和全部增資（包括任何經批准或可能增加的資本）的決議的關鍵因素：

- 首次發行優先股
- 認購權在交易所不可交易
- 缺乏關於公司資本措施長期戰略的證據和缺乏信息
- 普通增資並不是用來明確和長期增加公司的回報機會
- 股東大會文件中沒有說明全部剩餘儲備資本的金額及其在股本中的份額

以下列出了預期決議的關鍵因素（授權或可能增加的資本）：

- 擬議的增資超過資本存量的 40%
- 建議增加的資本超過資本存量的 20%;此外，認購權被排除在外。在這種情況下，所有認購權排除都被考慮在內（除了部分金額的補償）。認購權的任何和所有排除都必須在累積基礎下檢視;必須考慮到公司章程規定的任何預先決議。

B.2 回購股份

回購股份的關鍵因素如下：

- 提出提案的公司遇到財務困難。
- 無實體股票回購計劃，及關於公司資本措施長期戰略的信息。
- 所有投資者的回購股份的規則並不相同。個人股東是有利的。

- 股份回購價格超過相關市場價格 10%。
- 回購量超過 10%（預期決議）或授權期超過五年。
- 授權重新發行回購的優先股。

C.利潤分配

利潤分配的關鍵因素如下：

- 與同業相較，股息不合適，與公司的財務業績不符。
- 除正當例外情況外，股息由公司資產支付。

D.會計師

下面列出了任命會計師的關鍵因素：

D.1 財務報表的審計

- 對財務報表的準確性有疑問。
- 對會計師事務所或責任會計師進行法律訴訟。

D.2 獨立

- 會計事務所或責任會計師在編制和列報財務報表方面的獨立性並不是永久性的。諮詢活動（例如通過否定聲明）未能充分證明獨立性。
- 年度報告中沒有明確標識任會計師。任何通過會計師意見進行間接識別都是不夠的。
- 責任會計師已被保留五年以上。關於相關會計公司和責任會計師留存期的信息必須在年度報告中披露或永久在公司網站上披露。

D.3 薪酬

- 薪酬尚未披露和/或不適當。
- 年度財務報表的會計師報酬未與其他費用，諮詢費用（所謂的非會計費用）分開披露。

- 非會計師費用重複或不成比例地超過會計師費用，無合理理由。

E.購併和收購

關鍵因素如下：

- 所提供的購買價格不符合可持續的企業價值;缺乏成熟的公司治理。
- 通過股東大會的股東大會批准並不是要求超過收購公司股票市場價值 30%的交易。溢價應該與三個月的平均股價相關。
- 防止收購的措施（所謂的毒丸）。

F.股東利益

關鍵因素如下：

- 不遵守“一股一票”的原則;
- 多重投票權，投票權限制（投票上限）和特殊權利（例如，任命股東代表的權利，長期股東的忠誠股息或忠誠份額）;
- 修改損害股東權利的公司章程。

G.公司治理守則和最佳實踐

以下標準適用：

- 分析股東會議提案中關鍵點的標準始終在國家特定的守則中規定;對於在德國證券交易所上市的發行人，適用的要求包含在德國公司治理守則中。此外，在檢查關鍵點時，必須考慮公認原則的要素（如經合組織，ICGN）。
- 對公司章程的任何提議修改必須經過證實。
- 前面章節中未明確提及的任何公司治理情況都必須根據市場上習慣的最佳實踐進行檢查。
- 必須促進制定良好企業管理和社會責任投資/環境,社會和治理問題的最佳做法。
- 公司的多元化政策必須制定和發布。定期報告必須提交執行進度。

（七）費用基礎投資顧問法（Fee-Based Investment Advice Act）[226]

2014 年 8 月 1 日 ，BaFin 開始實施「費用基礎投資顧問法」。

德國係以佣金基礎的顧問服務（commission-based advice）為主，投資顧問係由金融商品的提供者或發行者支付佣金，雖然投資顧問依法有義務向客戶揭露任何其所收到的佣金，但仍有很多投資人並不清楚這層關係。

「費用基礎投資顧問法」的設立初衷，是爲了對顧問服務的收費方式進行監管，將其與佣金基礎的顧問服務方式做區分，期藉由明確定義兩種顧問方式且升級收費顧問服務，來提高德國金融顧問服務的透明度。茲概述如下：

1.投資人利益：「費用基礎投資顧問」從字面上已透露出顧問服務的關鍵，推介產品的投資顧問僅能向投資人收取手續費，因費用基礎投資顧問主要是以投資人利益的角度為出發點。佣金只有在符合嚴格條件的例外狀況下始可收取，且在收取後應立即將全部款項交付予客戶。如此，費用基礎投資顧問服務提供者可以建議合適的金融商品予客戶，並藉由佣金的移轉以避免利益衝突。若屬非財務性誘因如激勵旅遊，因無法移轉予客戶，則不得接受。

2.業務之執行：投資顧問所推介金融商品的範圍亦應遵守特別要求，且其投資建議需建立在必備的充分市場知識基礎。投資顧問就各種金融商品之投資建議範圍需充分多元化，即投資顧問不可僅推介自家公司、同集團、或與其有密切關係之公司的產品，故其投資建議必須是市場導向的（market-oriented）。

3.利益衝突防範：費用基礎投資顧問不得單獨提供自家公司發行的商品，或單獨提供與該公司間有密切關係、或經濟上有連結的發行商所提供的金融商品，除非該種商品是適合投資人的。「費用基礎投資顧問法」僅簡單要求投資顧問就前述限制性金融商品的選擇方面自我克制，但其所提供之金融商品數量不應少於傳統投資顧問可提供者，且需告知投資人所建議提供之金融商品係來自其集團，或其發行者與該公司就該筆交易間存有若干利益。

4.組織結構：費用基礎投資顧問與傳統投資顧問應在組織、功能和人員編制上做一區隔，除非僅單獨提供費用基礎之投資顧問則不在此限。此舉係確保費用基礎投資顧問之獨立性，且不會受到佣金基礎顧問服務之影

[226] Fee-based investment advice: New rules to enter into force in August Jörg Begner, BaFin 15 July 2014
http://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/EN/Fachartikel/2014/fa_bj_1407_honorar-anlageberatung_en.html

響。此外，業務目標不可因此有害於其所顧問客戶之利益，故費用基礎投資顧問不得訂定會與客戶利益相互衝突的業務目標。

5. 法定保護名稱（designation）及公開註冊：任何機構須提供符合擔任費用基礎投資顧問特殊要求的稽核證明書予 BaFin，並完成註冊後，始可以費用基礎投資顧問名義執行業務。俾利投資人辨識此種合格投資顧問，及信任費用基礎投資顧問將遵循相關規範，投資人可以從 BaFin 網站中檢視合格的信任費用基礎投資顧問名單。若該機構無法持續遵從前述相關規範之要求，BaFin 將撤銷其註冊。