

【論著】



歐盟金融工具市場指令修訂版（MiFID II） 對資產管理市場之規範內容與影響評估

蘇詩雅（證期局科長）

壹、前言：

- 一、為促進歐盟金融市場整合及競爭，歐盟於 2007 年 11 月 1 日實施 MiFID I（歐盟金融工具市場指令，Markets in Financial Instruments Directive）。惟 2008 年發生金融海嘯曝露，MiFID I 無法因應金融市場快速發展與變化，監理機制仍有不足，歐盟即自 2011 年開始重新檢討 MiFID 規範，於 2014 年通過 MiFID II 及 MiFIR（歐盟金融市場法規，Markets in Financial Instruments Regulation），並於 2018 年 1 月 3 日實施。
- 二、MiFID II 主要規範對象為「投資公司」（指從事接受客戶委託下單、自營、投資組合管理、投資服務及承銷業務者），以及交易股票、債券及衍生性金融商品等金融工具之「交易場所」。本次修正之主要目標，包括確保金融商品均在受規範之市場交易、提升金融市場透明度、限制商品投機、配合金融科技發展及加強投資人保護等，因此 MiFID II 規範內容相當廣泛。本報告僅就其中對資產管理市場影響較大之規範措施，包括提高金融市場監理強度與透明度、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、強化資訊揭露及避免利益衝突等方面規範之內容與影響進行說明，並就其中與我國證券投資信託與顧問法相關之措施進行比較，希對

MiFID II 規範之初探與影響評估，能引進後續更多的研究。

貳、MiFID II 對資產管理市場重要規範內容及影響：

一、提高金融市場監理強度與透明度：

（一）內容

1. 歐盟鑒於高風險的衍生性金融商品多係分散交易且多數未經過嚴格審查，易有詐欺或違規行為，因此，在原規範的交易場所包括監理市場（RM，一般交易所屬之）及多邊交易設施（MTF，另類交易市場屬之）外，MiFID II 增訂新類型的交易場所（OTF，組織交易設施），將原來未受監管的衍生性金融商品之交易場所納入監理，以提高整體交易市場安全性。另要求提供金融交易工具的公司應盡可能即時向市場參與者發布所有交易細節，包括買賣方資訊、價格質量、執行速度、結算規模、投資標的資訊等，即經紀商將面臨更為廣泛的透明度要求，此部分亦可委由資訊服務提供者來協助辦理。
2. 要求歐盟機構之法人客戶應取得法人機構識別碼（Legal Entity Identifier, LEI），LEI 係源於美國金融監管機構認為金融業缺乏可供主管機關得以辨識金融商品契約發行者之標準，造成監管無效率亦不利金融機構之風險控管作業，故提出 LEI 的作業模式，獲得國際金融監理組織之認同。LEI 包含 20 個字元的國際標準組織（ISO）識別編碼，法人機構申請後即具唯一性。MiFID II 規定，歐盟投資機構須取得客戶的 LEI，才能向客戶提供申報交易資料的服務或進行相關交易。

（二）影響：MiFID II 的改革強化歐盟市場的交易秩序及市場透明度，對資產管理業者而言，參與市場交易應有最佳的保護。至須取得 LEI 始得在歐盟市場進行交易的規定，因現行 LEI 註冊成本及手續尚屬簡便，對資產管理業者尚不致有困難，國內證券投資信託事業如有參與歐盟市場交易者，亦多已取得 LEI，對我國業者應無重大影響。

二、禁止向第三方收取利益：

（一）背景：英國金融管理局（FCA）為避免銷售佣金扭曲銷售行為，自 2013 年實施 RDR 制度（Retail Distribution Review），即禁止金融機構自產品發行者取得報酬，僅得向投資人收取顧問費，以使金融機構與投資人利益一致。

(二) 內容

1. MiFID II 導入 RDR 精神，對金融機構收取佣金與利益進行規範，原則上金融機構不得接受或保留任何第三方利益，除非係為提升對客戶之服務品質，且未違反金融機構應為客戶最大利益從事業務之義務；符合前開原則下，非獨立顧問公司得收取費用、佣金或非金錢利益，若為獨立顧問公司則僅有極少的非金錢利益被允許收取；公司若有收取第三方利益，則須向客戶揭露相關資訊。
2. 獨立顧問應符合下列條件：(1) 必須考慮市場範圍廣泛的金融商品 (2) 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）(3) 所考慮的金融商品不應僅由與該公司、與公司有緊密聯繫的實體，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 (4) 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。
3. 所稱「提升對客戶之服務品質」須符合下列條件 (1) 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¹；(2) 其不應直接使收受方之投資公司、其股東或員工受益，而未給予其客戶任何有形利益；以及 (3) 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，倘若向客戶提供的相關服務，會因費用、佣金或非金錢利益的收取而有所歧視或差異，則該費用、佣金或非金錢利益將不得視為可接受。再者，投資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。換言之，如果費用、佣金或非金錢利益無法通過以上提高服務品質標準之測試（quality enhancement criterion），則投資公司不得支付或收取該等費用、佣金或非金錢利益。

(三) 影響：MiFID II 禁止收取佣金之規範，對獨立顧問較為嚴格而對非獨立顧問則仍較有彈性，對歐盟市場的影響應較英國 RDR 小。此規範對基金公司影

¹ 例如：

- (a) 針對與投資公司無密切關聯的第三方產品供應商所提供之金融工具，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工具的持續適當性之服務；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工具，包括與投資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，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。

響不大，主要係影響銷售通路，因此，基金公司會多發行 clean share classes（無需支付銷售機構管理費分成之級別），以協助銷售機構符合規範。

三、資產管理公司需付費取得研究報告，外部研究費用與下單費用應拆分（Research Unbundling）：

（一）背景：實務上，資產管理公司支付證券商的下單費用中，包括證券商提供研究報告之費用，此造成證券商以提供研究報告爭取資產管理公司的下單委託量，然並非所有研究報告對資產管理公司的研究服務品質均有價值，因而可能損及投資人權益。

（二）內容：MiFID II 規定，證券商提供研究分析與受託執行交易二項功能應明確分割、分別收費，同時規範資產管理業者應明確區分接受研究分析與委託執行交易二項支出之金流，並向其客戶充分揭露，即提升研究分析與執行交易二成本之透明度，避免資產管理業者涉及利益衝突，以加強保障投資人權益。資產管理公司需付費取得研究報告，費用支付可 (1) 由資產管理公司自行支付，或 (2) 由資產管理公司的客戶支付。若由資產管理公司的客戶支付，資產管理公司必須設置「研究費用帳戶」（Research Payment Account，RPA），並建立 RPA 帳戶之預算管理程序、每年審視投資報告是否能提升投資品質、告知客戶 RPA 預算金額及預估收取的研究報告費用，及不得以客戶的交易量或交易價值作為收費計算基礎等。

（三）影響

1. MiFID II 的新規定，使目前實務上常見的「軟錢」（soft-dollar）安排不再被允許，對金融產業之影響相當大。在美國，證券商若未具投資顧問執照，而收取歐洲資產管理公司所支付之研究報告費，將不符 1940 年投資顧問法的規定，也因此美國 SEC 於 2017 年 10 月 26 日發布無異議函，給予自 2018 年 1 月 3 日起 30 個月內的暫時期間，允許美國的證券商可向受 MiFID II 規範的資產管理業者收取研究報告費而不被認為違規。此顯示，美國對歐盟的新規定保留一定時間的觀察期，以有充分的時間研擬因應作法。
2. 依據國際金融期刊²調查顯示，檢視 74 家資產管理公司對此新規定的影響評估，多數業者認為有影響，90% 資產管理公司表示將由公司自行支付研究

2 資料來源：Mooney, Attracta (2017, November) MiFID II : how asset managers will pay for research. Financial Times.

費用、5% 資產管理公司以 RPA 帳戶支付研究費用，5% 公司仍在評估研究報告費用之支付方式。此項新規定對資產管理業者及提供研究報告之證券商或投資銀行之營運模式及成本均造成不小衝擊，研究報告需付費，使資產管理公司提高自行研究能力而降低對外部研究報告之需求，而研究報告需有透明公開之價格，更增加報告提供者的市場競爭，此可能使金融機構研究部門會有較大幅度的調整。

四、強化資訊揭露

(一) 主要包括以下三項內容

1. 揭露顧問範圍：MiFID II 提出獨立投資顧問的概念，並規定顧問公司在提供投資建議前，需明確向投資人揭露所提供的諮詢是否基於獨立之基礎、投資建議是基於廣泛或是有限範圍的金融商品等。
2. 強化產品治理與銷售程序：以往銷售的責任多在銷售機構，鑒於銷售機構易有不當銷售之誘因，因此 MiFID II 要求產品提供者及銷售機構在產品銷售循環的每一階段（如下圖）均應負相當責任，以符合投資人最利益原則。亦即，產品提供者應有良好的產品治理政策和程序，以確保投資產品設計符合目標市場需求，並應向銷售機構揭露產品的目標市場資訊（包括產品所針對的客戶端類型、知識和經驗、財務狀況及承受損失的能力、客戶適合度、客戶的目標及需求等），並應定期對銷售機構之產品銷售狀況進行審查以確保所設計的商品係正確銷售。

Overview of the product life-cycle



3. 揭露成本與費用：MiFID II 強化金融機構應向客戶揭露相關成本和費用的規範，要求揭露對象應包括專業客戶以及零售客戶，但專業客戶可為較少之揭露；應在銷售發生時及交易後提供客戶成本和費用等相關訊息，該等訊息並應使客戶能瞭解成本和費用對報酬之影響等。

（二）影響

1. 多數資產管理公司評估認為為配合 MiFID II 新的揭露規定，需依歐盟發布的相關解釋或範本修正公開說明書、各類行銷文件、提供予銷售機構之資訊及提供予客戶之報告內容等，因需揭露的項目細且部分成本費用不易計算或分項表達，將增加法規遵循之成本。
2. 另受歐盟規範的資產管理業者為配合 MiFID II 要求產品發行者應確保銷售機構所銷售之產品需符合目標市場規定，而可能會透過簽約協議的方式要求非受歐盟規範之銷售機構之責任，以確保銷售機構之銷售行為、銷售策略以及銷售情況均符合資產管理業者提供商品時所設定之目標市場。因此，非歐盟地區之銷售機構亦可能受到間接之影響，至影響程度端看各資產管理公司落實此新規定之政策及方法而定。

五、避免利益衝突

- （一）內容：MiFID I 就避免利益衝突已訂有相關規定，MiFID II 主要新增對公司薪酬政策的要求，規範原則至少包括 (1) 公司的薪酬政策應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損害客戶權益的激勵措施 (2) 薪酬及其他獎酬指標必須同時考慮質與量的標準等，以確保客戶得到公平對待，不會因公司的薪酬實務而受到損害等。
- （二）影響：多數資產管理公司認為，公司目前的防範利益衝突及薪酬政策應已符合 MiFID II 規定，惟仍成立工作小組，持續檢視評估中，以確保符合 MiFID II 規定。

參、MiFID II 規範與我國現行規範之比較：

一、禁止向第三方收取利益及避免利益衝突：

- （一）為解決銷售通路與投資人間利益衝突的問題，近年來各國主管機關均相當重視銷售通路之管理，調整銷售通路收費方式已為國際趨勢，英國 RDR 及

MiFID II 係採取禁止銷售通路向產品提供者收取利益之規定，近期香港證監會於 2017 年 11 月 16 日發布「證券及期貨事務監察委員會持牌人或註冊人操守準則」的加強措施中，亦與 MiFID II 有相同之規範，即擬規範「當中 介人表明自己為“獨立”或使用任何有類似意思的用語時，限制該中介人就 分銷投資產品收取佣金或其他金錢收益，或從任何人士取得任何非金錢收益 或與產品發行人有任何緊密聯繫或其他法律或經濟關係，而這些聯繫、關係 或收益可能損害其獨立性」。

(二) 我國目前持續推動強化通路報酬支付與銷售行為規範，並未規劃禁止境外基金機構及總代理人或投信事業不得支付通路報酬予銷售機構。此係考量我國基金銷售多透過銷售機構為之，少有類似歐洲獨立顧問之機構，而通路報酬之支付與收受為一長久普遍之銷售實務，強制禁止收付對市場可能造成過大衝擊，爰採漸進式的改革措施來降低銷售機構與投資人之利益衝突。目前主要通路報酬支付及銷售行為規範包括：

1. 要求銷售機構應落實 KYC 及 KYP 作業：要求銷售機構於銷售基金時應充分知悉並評估客戶之投資知識、投資經驗、財務狀況及其承受投資風險程度，並應以投資人利益為考量，且有合理基礎相信交易或投資策略建議適合投資人，對涉及風險較高之基金商品應請投資人簽署風險預告書等。
2. 規範通路報酬支付原則：
 - (1) 通路報酬項目應明定於銷售契約中，境外基金機構、總代理人、投信事業或銷售機構及其從業人員均不得收受銷售契約以外之報酬，亦不得約定以實物報酬提供銷售機構作為銷售人員達成特定銷售目標之獎勵。
 - (2) 要求通路報酬及銷售人員之獎酬支付原則，不應有使理專人員會向投資人推介或銷售特定基金商品之設計。銷售機構就銷售人員之獎酬應依銷售機構內部獎勵制度辦理，銷售機構所訂績效考核及酬金標準包括：不應以銷售人員銷售量為唯一標準；考核項目應包括財務指標與非財務指標；依銷售人員長期穩定之績效表現定期考核等；避免銷售業績直接連結至報酬而影響銷售行為的專業性及中立性等。
3. 檢討通路報酬支付原則：
 - (1) 通路報酬項目包括申購手續費分成、經理費分成、銷售獎勵金、贊助或提供產品說明會及教育訓練及其他報酬等項目，其中，銷售獎勵金於實務上

係基金業者對銷售機構於基金促銷期間以銷售額計算之通路報酬，該等獎勵金支付方式可能產生銷售機構偏好銷售能支付高額銷售獎勵金之基金、銷售機構不斷推出活動致理專人員以各種理由建議客戶轉申購基金、基金業支付銷售獎勵金卻無法使資產管理規模增加等問題。

- (2) 主管機關希業者能變更銷售獎勵金計算基礎，改以基金規模（AUM）計算或其他較合宜之計算方式，前已於 106 年 12 月 28 日發布修正「鼓勵投信躍進計畫」及「鼓勵境外基金深耕計畫」問答集，將基金業者以基金規模計算銷售獎勵金給付予銷售機構之執行情形納入該等計畫之評估指標，以鼓勵基金業者努力與銷售機構簽訂以 AUM 計算銷售獎勵金之銷售契約。此外，仍持續與銀行等銷售機構溝通，希市場能對合宜銷售獎勵金計算方式形成共識，以健全資產管理市場之發展。

二、資產管理公司需付費取得研究報告，外部研究費用與下單費用應拆分（Research Unbundling）：

- （一）依證券投資信託及顧問法第 4 條規定，證券投資顧問係指直接或間接自委任人或第三人取得報酬對有價證券、證券相關商品或其他經主管機關核准項目之投資或交易有關事項，提供分析意見或推介建議。目前證券商得提供其推介買賣有價證券之客戶研究報告，並得將研究報告提供予專業機構投資人等非推介客戶，均未收費；倘收取研究報告費用，則有涉及經營證券投資顧問業務之疑慮。
- （二）因此，目前我國證券商亦可能面臨與美國證券商相同的情況，即我國證券商之歐盟基金公司客戶需分別支付下單手續費及研究報告費，惟該等券商並未具有證券投資顧問執照，則券商收取研究報告費用將有違反規定之虞。為解決此問題，我國可思考要求該等證券商申請證券投資顧問業務或參考美國作法，可研擬給予 MiFID II 實施後一段觀察期間，以瞭解強制分拆收取研究報告費，對國內證券商業務型態之影響，而在此觀察期內，針對證券商依 MiFID II 規定必須收取研究報告費之情形，得不視為以經營證券投資顧問為業。

三、強化資訊揭露

- （一）強化產品治理與銷售程序：依我國法規規定，基金銷售機構應將充分瞭解客戶、銷售行為、短線交易防制、洗錢防制等作業事項納入內部控制制度中，

且應充分瞭解投資人之相關資料，並依基金之特性建立差異化事前審查作業，確保該基金符合投資人所承受之風險，即應進行基金客戶之適合度評估作業等。而投信及總代理人委任銷售機構辦理基金銷售作業，應與銷售機構簽訂銷售契約，並負有有效管理銷售機構辦理基金銷售作業之責任。因此，我國法規亦有產品發行者應負管理銷售通路責任之規定，惟未若 MiFID II 就產品發行者對銷售通路應負正確銷售之責任予以明確規範。

（二）揭露成本與費用

1. 為避免銷售機構辦理基金銷售業務因投信、總代理人或境外基金機構支付之通路報酬多寡而影響銷售行為之中立性，致生不當銷售情事或投資糾紛，我國於 2010 年推動通路報酬揭露制度，並修正「境外基金管理辦法」及「證券投資信託事業募集證券投資信託基金處理準則」，明定銷售機構辦理基金銷售業務，自證券投資信託事業、境外基金機構及總代理人收取之報酬、費用及其他利益，應於銷售前告知投資人；告知內容如有變更應即通知投資人。並由中華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會訂定通路報酬揭露實施要點，規範應揭露之格式內容等事項，以利業者遵循。
2. 基金費用影響投資報酬，為投資人重要參考依據，因此，我國規定基金銷售之公開說明書、投資人須知、銷售文件及交易資訊等資料，均應清楚記載基金之相關費用。近年來因手續費後收型之境外基金有熱銷情形，主管機關更要求銷售該類型基金除於銷售文件清楚揭露費用資訊外，並應將費用結構對投資人說明清楚。
3. 我國對通路報酬費用之揭露規定，與其他國家相較已相當充分，其他基金費用資訊之揭露規定亦與其他國家相當。歐盟要求資產管理公司之成本與費用均應向投資人進行揭露，其應揭露項目及範圍為何，揭露要求對投資人之效益以及對業者遵循成本之影響等，仍需進一步搜集相關資訊以利進行比較與評估。

肆、結語

- （一）MiFID II 已於 2018 年 1 月 3 日實施，因其規範內容多且廣，多數境外基金管理公司仍在評估應如何落實 MiFID II 的各項規範；而國內業者並非歐盟 MiFID II 規範對象，經評估除研究報告費分拆規定涉及證券商是否經營證券投資問業務之解釋外，對國內境內外基金業者影響應屬有限。

(二) MiFID II 將使歐盟進入更嚴格的金融管理時代，究會如何影響歐盟市場以至全球金融市場，仍有待觀察。在 MiFID II 強調透明之原則下應有助提高金融市場交易安全，然業者所需增加的遵法成本及市場交易效率可能受到之影響亦難估計；另者，資訊透明的要求，應同時落實投資人使用資訊內容之宣導與教育，方能提高對投資人保障之效益。因此，後續仍應持續蒐集 MiFID II 相關規範內容及瞭解其實施後之市場運作情況，以評估是否有我國資產管理市場可參採之措施。

～投資股票小提醒～

公司治理好，投資少煩惱，公司治理評鑑結果及公司治理指數成分股可作為您投資股票之參考。