

資產管理人才培育與產業發展基金委託專題研究



歐盟 MiFID II 施行對資產管理業之影響



2018 年 11 月



財團法人中華民國證券暨期貨市場發展基金會

資產管理人才培育與產業發展基金委託專題研究

## 歐盟 MiFID II 施行對資產管理業之影響

計畫主持人

馮震宇

研究人員

葉淑玲

簡淑芬

吳昱柔

2018 年 11 月

財團法人中華民國證券暨期貨市場發展基金會

# 目 錄

<b>第一章 緒論</b> .....	<b>1</b>
第一節 研究動機與目的.....	1
第二節 研究方法與範圍.....	1
<b>第二章 歐盟 MiFID II 重要變革</b> .....	<b>5</b>
第一節 歐盟 MiFID II 簡介.....	5
第二節 歐盟 MiFID II 重要變革.....	7
<b>第三章 歐盟 MiFID II 施行對國際主要市場的影響與因應</b> .....	<b>27</b>
第一節 美國.....	27
第二節 英國.....	37
第三節 香港.....	49
第四節 日本.....	59
第五節 韓國.....	65
<b>第四章 歐盟 MiFID II 施行對資產管理業的影響與因應</b> .....	<b>69</b>
第一節 MiFID II 施行對資產管理業的影響分析.....	69
第二節 歐盟 MiFID II 施行對我國資產管理業的影響與因應.....	93
<b>第五章 結論與建議</b> .....	<b>106</b>
<b>參考資料</b> .....	<b>116</b>
<b>附錄一：「歐盟 MiFID II 施行對資產管理業之影響」訪談重點</b> .....	<b>125</b>
<b>附錄二：「歐盟 MiFID II 施行對資產管理業之影響」訪談意見彙整</b> ...	<b>128</b>
<b>附錄三：「歐盟 MiFID II 施行對資產管理業之影響」諮詢會議會議紀錄</b> .....	<b>129</b>
<b>附錄四：「歐盟 MiFID II 施行對資產管理業之影響」諮詢會議處理情形</b> .....	<b>138</b>

# 圖目錄

圖 1-1：研究流程圖 .....	3
圖 2-1：MiFID II 交易前透明度的規範 .....	15
圖 2-2：MiFID II 交易後透明度的規範 .....	16
圖 3-1：美國客戶佣金安排架構 .....	34



## 表目錄

表 2-1：各類型公司受 MiFID II 影響程度 .....	26
表 3-1：英國金融行為監管局（FCA）履行 MiFID II 情形 .....	48
表 4-1：投資服務與輔助服務相關成本與費用揭露項目 .....	79
表 4-2：金融工具相關的成本與費用揭露項目 .....	80
表 4-3：Fidelity Funds 成本費用揭露資訊 .....	81
表 4-4：Fundsmith Equity 成本費用揭露資訊 .....	82
表 4-5：資產管理業關注的 MiFID II 重要領域與核心措施 .....	86
表 4-6：MiFID II 與我國資產管理法規重要規範比較 .....	93
表 5-1：MiFID II 的重要變革與規範 .....	106
表 5-2：MiFID II 施行對國際主要市場的影響與因應 .....	109
表 5-3：MiFID II 施行對資產管理業的影響分析 .....	112
表 5-4：MiFID II 施行對臺灣資產管理業的影響分析 .....	113

The logo consists of the letters 'S', 'F', and 'O' in a bold, white, sans-serif font, separated by hyphens. The letters are set against a dark grey rectangular background.



**S - F - I**

# 第一章 緒論

## 第一節 研究動機與目的

歐盟為建立單一金融市場，自 2007 年 11 月 1 日實施「金融工具市場指令」(Markets in Financial Instruments Directive, MiFID)，以降低跨國交易的障礙，並提升歐盟市場的競爭力。MiFID 主要係針對市場監理、投資人保護、集中交易制度廢止及鼓勵跨國交易等層面進行規範。然而，由 2007 年起陸續爆發的國際金融危機，突顯 MiFID 無法因應金融市場的快速發展與變化。因此，歐盟委員會 (European Commission) 於 2011 年 10 月開始重新檢討 MiFID，於 2014 年 6 月公布修訂後的「金融工具市場指令」(簡稱 MiFID II)，並自 2018 年 1 月 3 日起正式實施。

MiFID II 的施行必然直接衝擊歐盟成員國從事的相關業務，且因 MiFID II 屬於原則性規定，歐盟成員國於實際遵法過程中，仍須配合修改相關法規。然而，MiFID II 的施行對於非歐盟成員國的其他國際市場亦可能產生影響，各國監管機構面臨 MiFID II 的施行亦可能採取不同的因應措施。因此，本研究擬探討 MiFID II 的重要變革，分析彙整其施行後對於國際主要市場的影響及各國監管機構所採取的因應措施。此外，擬進一步分析 MiFID II 施行對資產管理業之影響，以及相關的因應措施，除協助我國資產管理業者順利推展資產管理業務，並提供我國主管機關監理的參考。

## 第二節 研究方法與範圍

### 壹、研究方法

本研究進行之方法與流程如下：

#### 一、研究小組討論會議

不定期召開研究小組討論會議，由計畫主持人指導研究人員關於研究方向、報告架構與內容重點等，以利後續資料蒐集與研析。

#### 二、文獻探討與資料蒐集

蒐集國內外相關書籍、期刊、報導以及國際主要市場監管機構網站等，了解歐盟 MiFID II 施行對美國、英國、香港、日本與韓國等市場之影響與因應，進行歸納與比較分析。

#### 三、徵詢外部專家意見

配合本研究之主題與範圍，研擬訪談重點（參見附錄一），針對資產管理業者進行訪談或書面意見徵詢，以瞭解歐盟 MiFID II 施行對我國資產管理業的影響，並提出適當的因應措施與建議，期使研究結果符合主管機關與業者需求（訪談意見彙整參見附錄二）。

配合研究進行於 2018 年 10 月 12 日召開乙場諮詢會議，邀請業者與主管機關參與會議，針對初步研究內容提供意見與建議（會議紀錄與處理情形參見附錄三與附錄四）。

#### 四、撰寫報告

由研究人員研讀文獻資料、整理國內外資料以及業者訪談後，歸納分析各相關議題，依研究主題範圍撰寫報告，並依專案時程提出期末報告。



## 五、研究流程圖

本研究之研究流程請參見圖 1-1：

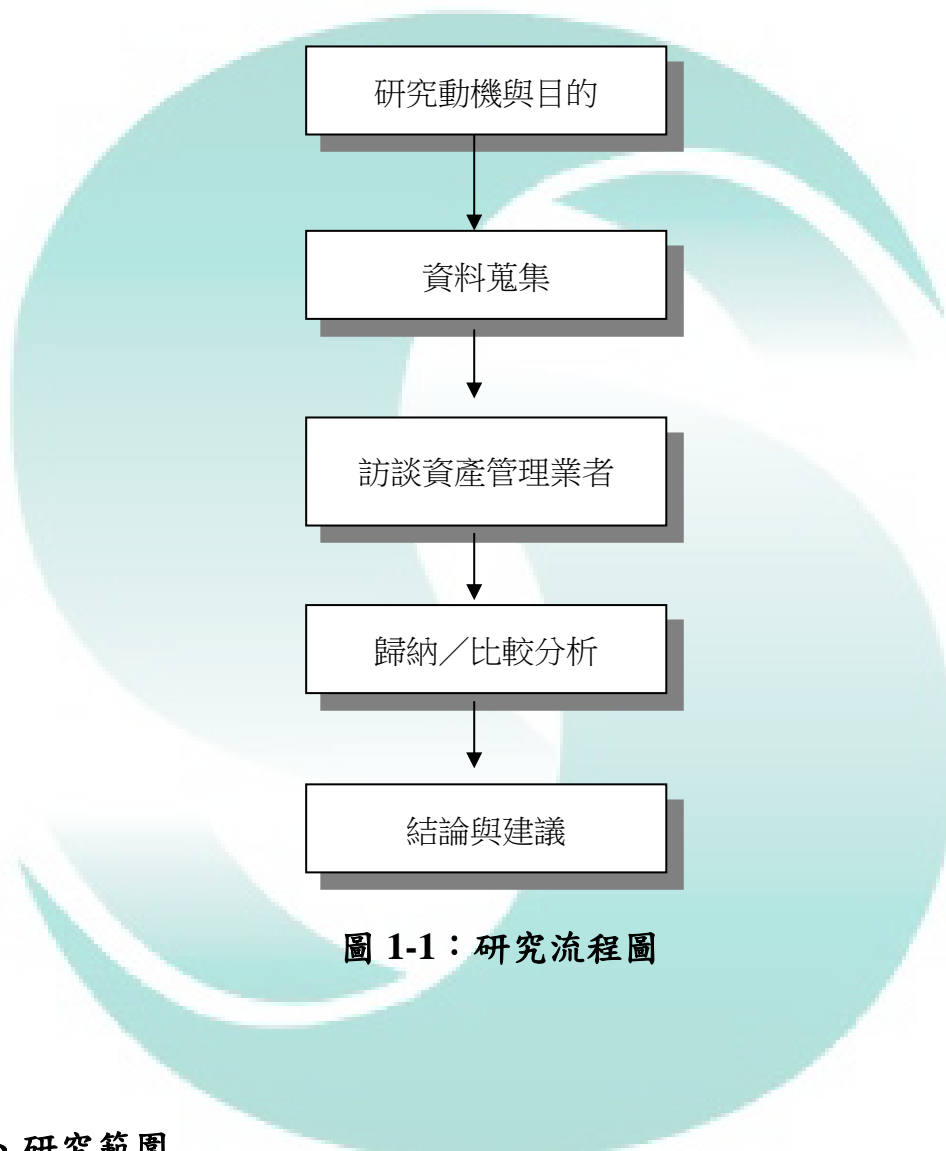


圖 1-1：研究流程圖

## 貳、研究範圍

本研究主係探討歐盟 MiFID II 的重要變革，分析彙整其施行後對於國際主要市場的影響及各國監管機構所採取的因應措施，並進一步分析 MiFID II 施行對資產管理業之影響，以及提出相關的因應措施。

本研究報告共分為五章，茲將各章內容簡要說明如下：

第一章：包括研究動機與目的，以及研究方法與界定本研究之範圍。

第二章：簡介歐盟 MiFID II，以了解 MiFID II 訂定的背景以及重要的變革與相關規範。

第三章：了解歐盟 MiFID II 施行對歐盟成員國（英國）將相關指令內國法化之重要規範，以及對於非歐盟成員國（美國、香港、日本與韓國）等市場之影響與因應。

第四章：介紹資產管理業關注的 MiFID II 重要領域與核心措施，以及 MiFID II 施行對資產管理業的影響分析。進一步比較 MiFID II 與我國資產管理法規之重要規範，並分析歐盟 MiFID II 施行對我國資產管理業的影響，以及針對 MiFID II 的施行，建議採取的因應措施。

第五章：為本研究報告之結論與建議。



## 第二章 歐盟 MiFID II 重要變革

### 第一節 歐盟 MiFID II 簡介

歐盟金融工具市場指令第 2 版（Markets in Financial Instruments Directive II，簡稱 MiFID II）於 2018 年 1 月 3 日正式實施，原先於 2007 年實施之 MiFID 著重於市場開放、強化競爭，然而自 2008 年金融海嘯爆發後，暴露出 MiFID 已不足以應付金融市場快速發展變化，監理機制不夠完善，歐盟遂於 2014 年發布 MiFID II，側重於整合金融市場規範、加強資訊透明度及投資人保護。

MiFID 法律架構最初於 2004 年頒布，並於 2007 年 11 月 1 日正式實施。2011 年 10 月歐盟委員會（European Commission）決定對 MiFID 進行修訂，並於 2014 年 6 月 12 日公布修訂版本，即 MiFID II，同時發布歐盟金融工具市場法規（Markets in Financial Instruments Regulation，簡稱 MiFIR），該法規旨在闡明 MiFID II 架構下的具體法律規定，直接適用於成員國，不須內國法化。MiFID II 及 MiFIR 於 2014 年 7 月 2 日生效，已於 2018 年 1 月 3 日正式實施。MiFID II 之制定係依據 Lamfalussy 立法程序<sup>1</sup>，該程序包含四階段：

#### 1. 第一階段（Level 1）：

架構立法階段，由歐洲議會（European Parliament）通過歐盟委員會（European Commission）研擬之指令或規定架構。歐盟在第一階段發布 MiFID II 指令及 MiFIR，歐盟成員國必須在 2016 年 7 月 3 日

---

<sup>1</sup> 此一概念最早係由前歐洲貨幣組織主席 Baron Alexander Lamfalussy 所提出，旨在精簡歐盟金融服務立法程序。

(後延至 2017 年 7 月 3 日) 前將 MiFID II 指令轉換為國內立法。成員國執行的最初日期是 2017 年 1 月 3 日，至 2016 年 2 月歐盟委員會宣布延後至 2018 年 1 月 3 日實施 (MiFIR 不須透過轉換成為國內法律程序)。

## 2. 第二階段 (Level 2) :

由歐盟委員會與歐洲監管機構 (European Supervisory Authorities, 簡稱 ESAs) 合作進行技術性執行細節 (Technical Implementing Details) 之協商。

歐盟於 2014 年至 2016 年期間制定了第二階段的 MiFID II 執行細節。2016 年 4 月及 5 月，歐盟委員會依據歐洲證券及市場管理局 (European Securities and Markets Authority, 簡稱 ESMA) 提出之技術建議發布了 MiFID II 施行指令 (MiFID II Delegated Directive)<sup>2</sup>、MiFID II 施行法規 (MiFID II Delegated Regulation)<sup>3</sup> 以及 MIFIR 施行法規 (MIFIR Delegated Regulation)。此外，歐盟委員會進一步依據 ESMA 發布之技術準則草案，於 2016 年夏季及秋季通過監管技術準則 (Regulatory Technical Standards, 簡稱 RTS) 及執行技術準則 (Implementing Technical Standards, 簡稱 ITS)。

MiFID II 施行指令須於 2017 年 7 月 3 日前轉換為國內立法，而相關施行法規 (Delegated Regulation)、RTS 及 ITS 則直接於 2018 年 1 月 3 日正式施行。

## 3. 第三階段 (Level 3) :

<sup>2</sup> 參閱 EU 網站，Retrieved April 10, 2018, from <http://ec.europa.eu/finance/docs/level-2-measures/mifid-delegated-regulation-2016-2031.pdf>

<sup>3</sup> 參閱 EU 網站，Retrieved April 10, 2018, from <https://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/3/2016/EN/3-2016-2398-EN-F1-1.PDF>

著重於各國監理機關的合作，由歐洲監管機構（ESAs）發布諮詢及指導文件以確保前二階段制定之指令與相關技術執行細節能正確且一致的實施。ESMA 截至目前為止已發布有關 MiFID II 的 6 份指導文件及 11 份問答文件<sup>4</sup>。

#### 4. 第四階段（Level 4）：

有關各歐盟成員國對執行指令與相關技術執行細節之監管與執行<sup>5</sup>。

## 第二節 歐盟 MiFID II 重要變革

### 一、 MiFID 修訂背景<sup>6</sup>

1. 科技運用快速發展產生高頻交易等新型交易手段，超出原有的監管範圍。
2. MiFID 施行後意料之外結果，包括市場數據零碎化，場外與黑池交易系統增加資訊搜集以及監管的難度。
3. 2008 年金融危機後呼籲金融服務業徹底改革。
4. 金融服務監管的「歐洲化」（Europeanisation），朝向歐盟金融市場單一規則化。

### 二、 MiFID II 主要範疇

<sup>4</sup> 參閱 ESMA 網站，Retrieved April 10, 2018, from <https://www.esma.europa.eu/policy-rules/mifid-ii-and-mifir>

<sup>5</sup> 參閱 EU 網站，Retrieved April 10, 2018, from [https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/financial-reforms-and-their-progress/regulatory-process-financial-services/regulatory-process-financial-services\\_en](https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/financial-reforms-and-their-progress/regulatory-process-financial-services/regulatory-process-financial-services_en)

<sup>6</sup> 參閱 Hogan Lovells(2017, January),“An Introduction to MiFID II”, Retrieved May 3, 2018, from <https://www.hoganlovells.com/en/knowledge/topic-centers/~media/108fc730b6b144789c13c977b56dc2c3.ashx>

MiFID II 的適用對象非常廣泛，包括銀行、投資公司、提供受監管市場投資服務（經紀、自營、承銷及投資組合管理）之機構、交易場所、交割結算機構、數據服務提供商及第三國事業體等，並涵蓋在歐盟地區營運的機構及與其交易之非歐盟機構。涵蓋產品包含股權商品、債券、衍生性商品、大宗物資商品、結構型產品及排放配額（如碳交易）等。茲將其主要範疇分別說明如下：

### 1. 加強交易場所治理（RMs、MTFs、SIs、OTF<sup>7</sup>）

MiFID 已為整體歐盟建立金融工具交易監管架構，在 MiFID 規範下，交易場所分為：

- (1) 受規範市場（Regulated Markets，RMs）：由市場營運商營運與/或管理的多邊系統，根據非自由裁量規則（non-discretionary rules）並透過契約方式，將多個第三方買賣方聚集在一起。傳統交易所如倫敦證券交易所等即屬於受規範市場（RM）類別。
- (2) 多邊交易設施（Multilateral Trading Facilities，MTFs）：多邊交易設施（MTF）為另類交易場所，根據非自由裁量規則（non-discretionary rules）並透過契約方式，將多個第三方買賣方聚集在一起。通常多邊交易設施（MTF）涉及由投資銀行或其他市場營運商操作的電子交易系統。
- (3) 系統化內部交易商（Systemic Internalisers，SIs）：投資公司在受規範市場（RM）或多邊交易設施（MTF）外，透過有組織、定期以及系統的方式以自營方式執行客戶訂單。此類別涵蓋透過內部撮合客戶買賣訂單，並在交易場所外執行客戶訂單的大型投資公

<sup>7</sup> OTF 為一多邊交易系統，目前愈來愈多標準化衍生性商品合約在這些平台上進行交易，但這些組織平台尚未受到監管。與 RMs、MTFs 不同，OTF 能決定交易如何執行，但 OTF 營運者仍須遵循投資人保護、業務規則與最佳執行要求等。

司。

然而在 MiFID 架構下，似乎為多邊交易設施（MTF）提供了競爭優勢，多邊交易設施（MTF）的監管負擔相較受規範市場（RM）更輕；且系統化內部交易商（SI）制度似未成功，因為很少有公司註冊為系統化內部交易商（SI）；加上 MiFID 架構未涵蓋另類交易模式，如經紀商的交叉網絡與黑池交易等。

因此，MiFID II 旨在藉由以下方式改善 MiFID 交易場所的覆蓋範圍：

- (1) 加強對受規範市場（RM）與多邊交易設施（MTF）的監管與治理要求<sup>8</sup>。
- (2) 創建新交易場所類型--有組織的交易設施（Organised Trading Facility，OTF），主係配合歐盟對 G20 的承諾，將衍生性金融商品交易導向有組織的交易管道。有組織的交易設施（OTF）被定義為受規範市場（RM）或多邊交易設施（MTF）以外，為多個第三方買賣方提供非股權類商品（如債券、結構性金融商品、排放權（emission allowance）或衍生性商品）交易的多邊系統。
- (3) 納入額外的客觀標準來認定公司是否為系統化內部交易商（SI），以使更多公司能採用系統化內部交易商（SI）模式，這可能導致公司首次成為系統化內部交易商（SI）。

## 2. 標準化衍生性商品移至交易場所進行交易

---

<sup>8</sup> Article 19(MTF)、44-56(RM) of the MiFID II

MiFID II 中有關衍生性商品的改革，主要為透過要求具有足夠的流動性的某些標準化衍生性商品在交易所或電子交易平台上交易，以實現 G20 主要經濟體在 2009 年的承諾，旨在鼓勵衍生性商品交易從 OTC 場外交易轉向交易場所交易，並有助於衍生性商品市場的透明度。然而 MiFID II 意識到，對於難以強制進行交易所交易的訂製合約（bespoke contract）仍然存在，因此 MiFID II 改革僅針對標準化合約。MiFID II 衍生性商品交易架構與「歐洲市場基礎設施監管規則（EMIR）」的衍生性商品制度相互關聯。

MiFIR 第 28（1）條規定要求相關交易對手僅能在受規範市場（RM）、多邊交易設施（MTF）、有組織的交易設施（OTF）或某些第三國（即非歐盟）交易場所執行特定衍生性商品交易。此交易義務僅適用於以下各方之間簽訂的衍生性商品合約：

(1) 金融交易對手（financial counterparties，FCs）

一般而言，金融交易對手（FC）為投資公司、信貸機構，在歐盟設立的退休金計畫、另類投資基金（AIF）與 UCITS 基金。

(2) 特定非金融交易對手（non-financial counterparties，NFCs）

目前受益於 EMIR 豁免的集團內部交易與某些退休金計畫安排的交易，不受交易義務（trading obligation）的規範。

該交易義務僅適用於已宣布受 EMIR 結算義務規範的那些衍生性商品類別。EMIR 要求某些場外交易衍生性商品透過集中交易對手（CCP）結算。在宣布受 EMIR 結算義務規範的衍生性商品類別後，ESMA 將有六個月的時間來決定在相關交易對手交易時，是否還應要求該類商品在交易場所進行交易。



為符合該交易義務規範，衍生性商品類別（或相關利益）必須滿足以下兩個條件：

- (1) 「場所測試」：特定類別的衍生性商品合約必須在至少一個交易場所進行交易；
- (2) 「流動性測試」：對特定類別的衍生性商品必須有足夠的買賣意願，以使其在交易場所交易時具有「足夠的流動性」。

滿足以上測試受 EMIR 結算義務規範的衍生性商品類別也應遵守 MiFID II 規範之交易義務。但也代表並非所有需要在 EMIR 下結算的衍生性商品品都需要在 MiFID II 規範的交易場所進行交易。

如果 ESMA 決定特定類別的衍生性商品應承擔交易義務，則必須向歐盟委員會提交 RTS 草案說明，並確認該交易義務的適用日期。

### 3. 加強商品類衍生性商品（Commodity Derivatives）之監管

#### (1) 擴大商品類衍生性商品的監管範圍

MiFID II 相較於 MiFID 涵蓋的金融工具範圍更為廣泛，包括：

- A. 排放權及與其相關的衍生性商品已列入 MiFID II 金融工具清單。
- B. 在受規範市場（RM）或多邊交易設施（MTF）交易的金融商品類別包括選擇權、期貨、交換契約與任何其他可以實物交割的商品類衍生性商品合約，皆為受 MiFID 規範的衍生性商品金融工具類別；MiFID II 更進一步將在有組織的交易設施（OTF）交易的衍生性商品納入其規範範圍（在 OTF 交易須實物交割的批發能源產品（wholesale energy products<sup>9</sup>）除外）。

---

<sup>9</sup> 批發能源產品是指能源生產商與能源零售商在批發市場批量購買與銷售的能源產品（主要是電力、蒸汽與天然氣）。

C. MiFID 規範以結算安排為該衍生性商品是否屬於受到規範的金融工具的指標方式，已不再是決定該商品是否受 MiFID II 規範的指標。

## (2) 限縮商品類衍生性商品交易的豁免規定

MiFID 適用於商品類衍生性商品，但對主要業務為商品與/或商品類衍生性商品自營交易的人士提供重大豁免；而 MiFID II 將該商品公司的豁免刪除。其他在 MiFID 有關商品類衍生性商品可獲得的主要豁免也將在合理範圍內縮小。

MiFID II 規範，若公司的商品類衍生性商品相關活動是其主要業務的輔助活動，則可以使用受到「輔助活動豁免（ancillary activity exemption）」，前提為該公司不使用高頻演算法交易技術且不屬於以投資服務或銀行服務為主要業務的集團。

## (3) 部位限制與部位管理

MiFID II 要求各國主管機關對在交易場所交易的商品類衍生性商品或經濟上同等（economically equivalent）的場外交易（OTC）合約，建立個人持有淨部位的規模進行限制<sup>10</sup>。

進行商品類衍生性商品交易的交易場所營運商也須採用透明且非歧視性的部位管理控制，其部位管理權力將包括：

- A. 監管參與者的未平倉量；
- B. 獲取與參與者曝險相關的訊息與文件；
- C. 要求減少或終止部位；
- D. 要求參與者暫時向市場提供流動性<sup>11</sup>。

<sup>10</sup> Article 57 of the MiFID II

<sup>11</sup> Article 57(8) of the MiFID II

交易場所須每週公布不同類別交易者持有不同類型的商品類衍生性商品相關的總體部位報告<sup>12</sup>；且必須向各國主管機關提交每日報告，完整分析所有在場內交易的個人持有部位。

ESMA 有權緊急要求個人減少或終止衍生性商品部位（且可限制進行商品類衍生性商品作為最終手段）<sup>13</sup>。

#### 4. 改善交易前後透明度

MiFID 的透明度要求僅限於在受規範市場（RM）上進行交易的股票；而 MiFID II 則大幅加強在歐盟交易的金融工具交易前與交易後透明度制度。

##### (1) MiFID II 的改變

擴大交易前後的透明度制度：

- ①擴大透明度架構範圍以涵蓋更廣泛的金融工具，不僅包括股票，還包括類似股票的工具以及非權益工具；
- ②擴大適用於在多邊交易設施（MTF）與有組織的交易設施（OTF）交易的工具；
- ③擴大範圍的交易前與交易後透明度義務將適用於進行 OTC 金融工具交易的系統化內部交易商（SI）以及其他投資公司。

##### (2) 豁免原則

MiFID 規範除適用豁免原則外，受規範市場（RM）與多邊交易設施（MTF）的營運商必須向市場公開買賣報價及股票的交易深度（指

<sup>12</sup> Article 58(1)(a) of the MiFID II

<sup>13</sup> Article 45 of the MiFIR

市場交易數量)。但是，MiFID 允許主管機關根據市場模式或委託單的類型與規模，豁免有關股票交易前透明度要求的義務。依據 MiFID 第 18 條及第 20 條，該豁免可能適用於以下四種類型<sup>14</sup>：

- ① 參考價格系統 (Reference price systems)：參考另一系統產生的價格而決定的價格系統，參考價格向市場公開，且被市場參與者視為可靠的參考價格。
- ② 議價交易系統 (Negotiated trade systems)：提供正式議價交易的系統，發生在委託單反映的當前成交量加權價差造市商報價，或者在未連續交易的情況下，在受規範市場 (RM) 或多邊交易設施 (MTF) 運營商預先設定的合適參考價格的百分比內進行；或股票目前市場價格外的其他條件 (如成交量加權平均價格交易)。
- ③ 委託單管理設施 (Order management facilities)：由受規範市場 (RM) 或多邊交易設施 (MTF) 維護即將向市場揭露的委託單的管理設施。
- ④ 大額交易 (Large-in-scale transactions)：如果委託單與一般市場規模相比等於或大於 MiFID 實施細則附件 II 表 2<sup>15</sup> 中規定的最小訂單量，則被視為大額交易。

在 MiFID II 規範中，主管機關可以繼續在符合特定標準的情況下，豁免交易前透明度義務 (如與一般市場規模相比規模較大的訂單)。針對股票，將繼續提供參考價格豁免與議價豁免，並且也適用

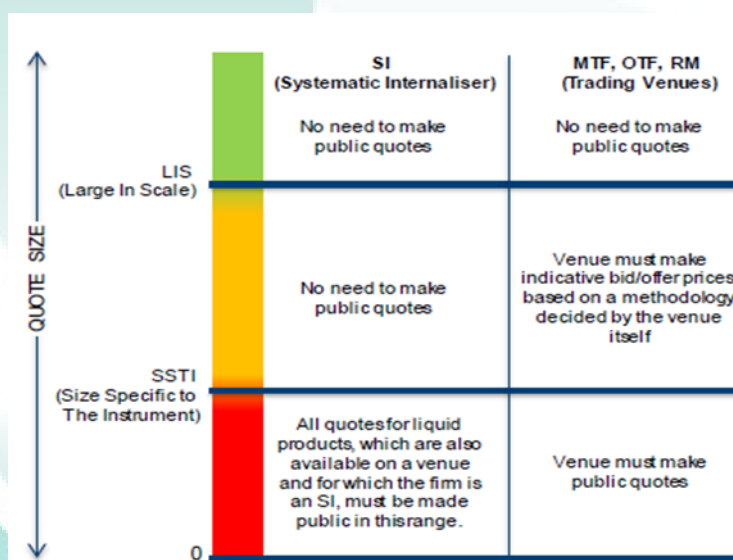
<sup>14</sup> 參閱 ESMA 網站，Retrieved May 16, 2018, from [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2011-241g\\_u\\_compilation\\_of\\_esma\\_opinions\\_and\\_csr\\_positions\\_on\\_pre-trade\\_waivers\\_21082015.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2011-241g_u_compilation_of_esma_opinions_and_csr_positions_on_pre-trade_waivers_21082015.pdf)

<sup>15</sup> 參閱 Commission Regulation (EC) No 1287/2006，Retrieved May 16, 2018, from <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex:32006R1287>

於類股權的工具<sup>16</sup>。然而，這些豁免將受「成交量上限機制(volume cap mechanism)」規範，限制了在豁免情形下可能產生的交易量。尤其是可以在參考價格豁免與議價豁免下進行的任何股票或類似股票工具的交易量上限為：每一交易場所 4% 以及全歐盟總和的 8%<sup>17</sup>。

### (3) 發布交易前與交易後數據的要求

交易場所的營運商必須在合理的商業基礎上分別單獨提供交易前與交易後透明度數據，並且必須確保非歧視性的取得。該訊息必須在公布後 15 分鐘內免費提供（從 2020 年後減少到 5 分鐘）。



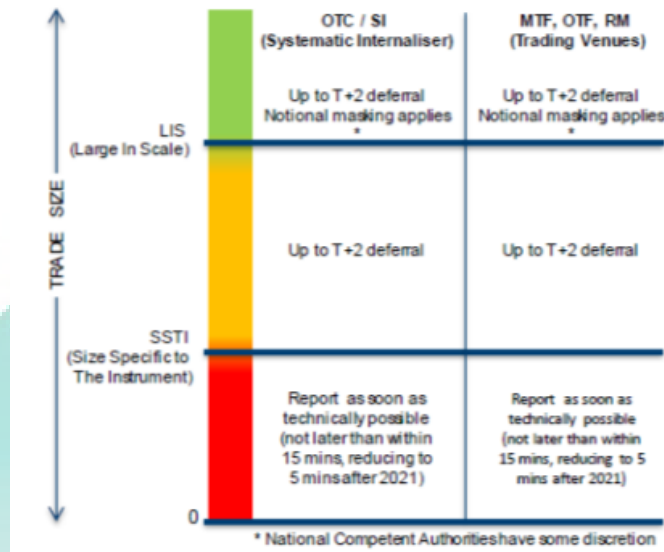
資料來源：Christian Kopf， “The first weeks under MiFID II and MiFIR: Buy-side observations” ， Union Investment ， <https://www.ecb.europa.eu/paym/groups/pdf/bmcg/180206/2018-02-06 - BMCG - Item 2 b - MiFID 2 - Union Investment.pdf> ， 2018 年 2 月 6 日。

圖 2-1：MiFID II 交易前透明度的規範



<sup>16</sup> Article 4(1)(a)、(b)(i) of the MiFIR

<sup>17</sup> Article 5(1) of the MiFIR



資料來源：Christian Kopf, “The first weeks under MiFID II and MiFIR: Buy-side observations”, Union Investment, [https://www.ecb.europa.eu/paym/groups/pdf/bmcg/180206/2018-02-06\\_-\\_BMCG\\_-\\_Item\\_2b\\_-\\_MiFID\\_2\\_-\\_Union\\_Investment.pdf](https://www.ecb.europa.eu/paym/groups/pdf/bmcg/180206/2018-02-06_-_BMCG_-_Item_2b_-_MiFID_2_-_Union_Investment.pdf), 2018年2月6日。

圖 2-2：MiFID II 交易後透明度的規範

## 5. 市場數據整合

MiFID II 旨在使報告管道正規化並確保數據報告的格式一致。

### (1) 所有歐盟股權與類股權交易的整合交易資訊 (consolidated tape)

MiFID II 旨在為歐盟範圍內的股票、存託憑證、ETF、權證與其他類似金融工具引入整合交易資訊，相關數據須在公布後 15 分鐘免費提供<sup>18</sup>。

提供整合交易資訊的公司必須為授權之「整合交易資訊提供商」(Consolidated Tape Provider, CTP)。此外，MiFID II 亦考慮未來將非權益工具納入整合交易資訊的規範<sup>19</sup>。

<sup>18</sup> Article 64(1) of the MiFID II

<sup>19</sup> Recital (118) of the MiFID II

## (2) 透過核准公告機制 (Approved Publication Arrangement, APA)

### 發布交易後報告

MiFID 允許公司透過交易場所、第三方或特定安排發布交易報告，MiFID II 要求發布交易數據的第三方須經核准為「核准公告機制」(APA)，以正式化該系統，其方式類似於英國金融行為監管局 (Financial Conduct Authority, FCA) 現有的交易數據監控系統。

## (3) 數據報告服務

整合交易資訊提供商 (CTP) 與核准公告機制 (APA) 等數據報告服務商須經授權，並受 MiFID II 的組織要求規範<sup>20</sup>。

## 6. 更全面的交易報告 (transaction reporting)

MiFID 規範公司必須向各國主管機關提交交易報告，為監管機構提供所需的數據以進行：

- (1) 市場濫用調查與執法行動；
- (2) 更廣泛的市場監管，包括識別不尋常的交易模式與系統性風險；
- (3) 與歐洲經濟區 (EEA) 其他國家主管機關交流訊息。

MiFID 要求在受規範市場 (RM) 上進行交易的任何金融工具中皆須向各國監管機構報告。

而在 MiFID II 中，更進一步規範：

- (1) 將 MiFID 交易報告要求擴展到更廣泛的金融工具；
- (2) 透過建立共同的歐盟交易報告格式來協調交易報告的內容；

---

<sup>20</sup> Article 59 of the MiFID II

(3) 要求交易報告保存五年。

MiFID II 引入更全面的交易報告要求，要求更廣泛金融工具類別的交易訊息，從 MiFID 體系下的 23 項增加至 MIFIR 下的 65 項。在 MiFIR 規範下，交易報告可以由投資公司本身、代表公司報告的第三方，或執行該交易的交易場所出具。公司可以直接向第三方報告，然後第三方代表公司向監管機構報告。這些第三方必須經主管機構授權為「核准報告機制」（Approved Reporting Mechanisms, ARMs），並受 MiFID II 的組織要求規範。如果公司已根據 EMIR 下的交易報告義務向交易報告單位或主管機關提供 OTC 合約報告，即不須再根據 MiFID II 提交報告。但是，EMIR 下的交易報告單位須依 MiFID II 經主管機構授權為 ARM。

## 7. 加強演算法與高頻交易之監管

### (1) 演算法與高頻交易的系統與控制要求

MiFID II 對歐盟的演算法交易（algorithmic trading）做出監管規範，要求企業建立有效與有彈性的系統，以及適當的風險控制機制。公司必須確保對這些系統進行測試，並確保業務連續性安排。亦必須有適當的委託單限制，以防止執行錯誤的委託單與可能導致市場失序的委託單，前述包括使用斷路機制暫時停止或限制交易的規定<sup>21</sup>。

MiFID II 還藉由演算法交易量管理來限制波動性，對後來被取消的委託單（特別是針對在委託下單後很快取消者）以及取消交易量大的交易商徵收更高的費用<sup>22</sup>。

<sup>21</sup> Article 48 of the MiFID II

<sup>22</sup> Article 49(1)、48(6)、48(9) of the MiFID II



## **(2) 電子式直接連線方式 (Direct Electronic Access, DEA)**

MiFID II 旨在禁止投資公司為其客戶提供未受適當系統控制的電子式直接連線方式 (DEA)。MiFID II 要求交易場所須：

- ① 擁有有效的系統與控制措施來管理電子式直接連線方式 (DEA)；
- ② 在允許客戶使用電子式直接連線方式 (DEA) 之前評估客戶的適合性<sup>23</sup>。

## **8. 提高投資人保護要求**

### **(1) 通話與電子郵件紀錄**

MIFID 允許歐盟成員國酌情選擇是否要求公司記錄與客戶委託單相關的通話與電子郵件。

而 MiFID II 將強制公司執行此記錄義務，紀錄必須保存五年，但若各國主管機關要求，紀錄得保留至七年。

### **(2) 結構性存款**

投資人保護規則將延伸至結構性存款（即連結指數、金融工具、商品、其他不可互換資產 (non-fungible asset)，或外匯匯率之存款）。MiFID II 將不會全部適用於結構性存款，MiFID II 指令明訂部分規定將適用於結構性存款，包括投資人保護規則。

### **(3) 產品治理**

---

<sup>23</sup> Article 17(5) of the MiFID II

強化公司金融商品設計要求，包括銷售前內部審核流程、確定產品目標市場、產品目標客戶群（如散戶與/或專業投資人），並評估所有相關風險。

#### **(4) 客戶資產**

MiFID II 旨在加強對散戶投資人資產的保護。MiFID 允許公司擁有所有權轉讓安排（Title transfer arrangements），公司可以取得客戶資產的完全所有權，而這可能會導致客戶資產所有權爭議。為了保護客戶的利益，MiFID II 禁止對散戶投資人使用所有權轉讓安排<sup>24</sup>。

#### **(5) 客戶分類**

所有投資者都應該得到公司的誠實、公平與專業的對待<sup>25</sup>。在 MiFID II 中，有一種趨勢是確保專業客戶與合格的交易對手得到更多的保護，例如，MiFID II 將取消市政當局與地方政府成為專業客戶，雖然他們可能會要求被視為如此。

#### **(6) 利益衝突**

公司必須確保其薪酬與第三方利益以及對客戶的義務不會產生利益衝突<sup>26</sup>。向客戶揭露利益衝突需要足夠詳細，以使客戶能夠做出明智的決定。公司還需要定期檢視其利益衝突政策並解決不足之處。

#### **(7) 薪酬**

MiFID II 要求公司須訂定提供服務予客戶人員的薪酬政策<sup>27</sup>。

<sup>24</sup> Article 16(10) of the MiFID II，參閱 “Title transfer collateral arrangement” (2017, October 4) ， Retrieved May14, 2018, from <https://www.emissions-euets.com/internal-electricity-market-glossary/1155-title-transfer-collateral-arrangement-ttca>

<sup>25</sup> Recital(86) of the MiFID II

<sup>26</sup> Article 23(1) of the MiFID II

## **(8) 提供客戶資訊**

MiFID II 要求與客戶的溝通為公平、明確並不具誤導性<sup>28</sup>。並提出向客戶揭露成本與收費的標準格式（包括指定的表格形式）<sup>29</sup>。成本需匯總以顯示總體成本及其對投資報酬的累積影響。在客戶要求的情況下，成本也需要逐項列出<sup>30</sup>。

## **(9) 獨立與有限（Restricted）投資建議**

投資顧問服務分為獨立顧問服務（Independent Advice）以及有限顧問服務（Restricted Advice）兩種。其中獨立顧問必須在考慮市場上所有公司的投資產品後，向客戶提供不偏不倚的建議，為他們尋找適合的產品。相反，如果只會就部分投資產品作出建議，就只能將服務形容為有限顧問服務，提供有限顧問服務者及其公司在向客戶提供建議前，須以文字及口頭方式向客戶說明這種限制。MiFID II 要求揭露，公司是以獨立還是有限的方式提供投資建議<sup>31</sup>。

## **(10) 勸誘（inducements）**

禁止獨立顧問與投資組合經理人接受與保留任何第三方利益（包括費用、佣金、貨幣或非貨幣利益），除了「小額非貨幣性利益（minor non-monetary benefits）」以外。

## **(11) 適合度（suitability）與適當性（appropriateness）**

---

<sup>27</sup> Article 9(3)(c) of the MiFID II

<sup>28</sup> Article 24(3) of the MiFID II

<sup>29</sup> Article 24(5) of the MiFID II。Article 24(4)說明成本與收費揭露。

<sup>30</sup> Article 24(4) of the MiFID II

<sup>31</sup> 參閱 Financial Conduct Authority，Retrieved May 23, 2018, from <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/COBS/6/2B.html>

MiFID II 將加強有關客戶適合度規則中對客戶的報告與揭露要求的規範。MiFID 規範提供投資建議或投資組合管理的公司需要評估其客戶的產品適合度。MiFID II 要求公司向散戶客戶（retail clients）提出適合度報告（suitability report），解釋提出之建議及如何滿足客戶偏好、目標與其他特徵<sup>32</sup>。公司必須向散戶客戶提供更多數量的訊息，包括公司提供客戶的投資服務與金融工具是否適合的判斷依據。公司也被要求考慮客戶的風險容忍度與承受損失的能力。

此外，在沒有提供投資建議相關服務的情況下，如僅有執行（execution）的服務，則無需進行適合度評估，惟若銷售複雜型商品則須辦理適當性評估，以評估該金融商品或服務是否適合客戶<sup>33</sup>。

## **(12) 交叉銷售**

如果公司提供投資服務，並與其他產品或服務包裹式銷售，則需要通知客戶是否可以分別購買不同的服務，並提供每項服務的費用與服務費。如果包裹式服務產生的風險與單獨產品的風險不同，公司則需要提供不同產品及它們相互作用如何改變風險的適當描述<sup>34</sup>。

## **(13) 僅執行業務（execution-only business）<sup>35</sup>**

MiFID II 縮小不須先進行適當性評估的僅執行業務範圍。尤其是不再允許在僅執行基礎上銷售結構化 UCITS 與部分結構性存款，除非已對客戶進行產品適當性評估。

## **(14) 最佳執行報告**

<sup>32</sup> Article 25(6) of the MiFID II

<sup>33</sup> Article 25(2) and 25(4) of the MiFID II

<sup>34</sup> Article 24(11) and Recital(81) of the MiFID II

<sup>35</sup> 公司僅根據客戶的具體指示執行交易，而不提供與交易相關的投資建議，並不須執行適合度評估。

交易場所與投資公司被要求公布每項交易金融工具的執行品質數據。投資公司必須公布其前五名執行場所，而交易場所與系統化內部交易商（SI）必須公布執行品質數據<sup>36</sup>。

### **(15) 產品干預**

MiFID II 將賦予 ESMA、歐洲銀行監管機構與國家監管機構新的權力，以便為保護消費者而進行干預、禁止或限制金融產品的行銷、分配或銷售<sup>37</sup>。該權力將得於有重大投資者保護疑慮、對金融穩定性產生威脅或影響市場的有序運作與完整性時執行<sup>38</sup>。相關監管機構決定是否採取行動時必須考慮的標準與因素將包括：

- (1) 產品的複雜性，尤其應考慮將銷售的客戶類型；
- (2) 產品發行數量及價值總和；
- (3) 產品創新性；
- (4) 產品的槓桿作用。

## **9. 非歐洲經濟區（non-EEA）公司進入歐盟市場新架構**

### **(1) 提供 EU 跨境服務**

在 MiFIR 架構下，在符合下列條件下，非歐盟公司可以從歐盟以外地區提供跨境服務，不須設立分支機構即可為歐盟地區的專業客戶與合格對手提供跨境服務：

- ① 歐盟認為該公司所在地區的法規制度與歐盟相當（equivalent）。
- ② ESMA 同意將該公司納入其獲准許的公司名單<sup>39</sup>。

<sup>36</sup> Article 27(3) and 27(6) of the MiFID II

<sup>37</sup> Article 40-43 of the MiFIR

<sup>38</sup> Article 40(2)、41(2) and 42(2) of the MiFIR

<sup>39</sup> Recital(42) and Article 46(1) of the MiFIR

MiFID II 未規定允許非歐盟公司向選擇性專業客戶或散戶客戶提供跨境服務的權利。因此若非歐盟公司希望向這些類別的客戶提供服務，可能有必要在該公司希望提供服務的每個成員國中建立分支機構。

## **(2) 於歐盟建立分支機構**

歐盟成員國可能會要求希望為散戶客戶或選擇性專業客戶提供服務的非歐盟公司在該成員國設立授權分支機構<sup>40</sup>。

如果非歐盟公司已在成員國設立了分支機構，且若該公司成立於被認為與歐盟法規制度相當的管轄區內，則可以為歐盟地區專業客戶與合格對手提供服務，而不需在每個成員國設立新分支機構，惟須符合適用於服務護照的 MiFID II 資訊要求。

## **(3) 第三國 CCPs 與交易場所准入**

如果歐盟委員會通過決定，確保第三國交易場所的法律與監管架構對於交易場所法律約束力相當於 MiFID II、MiFIR 與新市場濫用指令（Market Abuse Directive）的要求，且該國的交易場所在該第三國受到有效的監督與執行，第三國的交易場所將能夠請求進入歐盟 CCPs。同樣地，第三國的 CCP 可以申請進入歐盟的交易場所，只要 CCP 獲得歐洲市場基本結構管理法規（EMIR）認可<sup>41</sup>。

在歐盟委員會認定第三國的法律與監管架構提供與歐盟同等的制度，並允許外國政府授權的 CCPs 與交易場所進入設立於該第三國

---

<sup>40</sup> Article 39(1) of the MiFID II

<sup>41</sup> Article 38 of the MiFIR

的 CCPs 與交易場所之情形下，第三國的 CCPs 與交易場所將被允許非歧視性地進入歐盟境內的交易場所與 CCPs<sup>42</sup>。

### 三、 受 MiFID II 影響範圍

MiFID II 將在業務與營運模式、系統、數據、人員以及流程方面發生重大影響，可能導致全面性的轉變。首當其衝受到最大影響的可能包括銀行、證券商與交易場所等。此外，投資經理人、保險公司、獨立財務顧問（IFAs）、保管銀行與其他資產服務機構也需要付出許多努力。MiFID II 的影響程度在投資銀行、投資經理人、保險、私人銀行與零售銀行的大多數領域都有所不同，各類型公司受 MiFID II 影響程度可參見表 2-1<sup>43</sup>。



<sup>42</sup> Article 38 of the MiFIR

<sup>43</sup> 參閱 EY(2014, July 2),“The world of financial instruments is more complex. Time to implement change. Capital markets reform: MiFID II”, Retrieved June 22, 2018, from [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-MiFID-II-client-brochure-the-world-of-financial-instruments-is-more-complex/\\$FILE/EY-MiFID-II-client-brochure-the-world-of-financial-instruments-is-more-complex.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-MiFID-II-client-brochure-the-world-of-financial-instruments-is-more-complex/$FILE/EY-MiFID-II-client-brochure-the-world-of-financial-instruments-is-more-complex.pdf)

表 2-1：各類型公司受 MiFID II 影響程度

MiFID II 規範			公司類型				
			投資銀行	投資經理人／保險	保管銀行	私人與零售銀行	基礎設施
市場架構	新市場架構	MTF/OTF/SI 改變	■	■	■	■	■
		黑池交易/SD/MD 平台	■	■	■	■	■
		開放進入	■	■	■	■	■
		衍生性商品交易	■	■	■	■	■
市場透明度	股權/類股權透明度	投資意向(indication of interest)管理	■	■	■	■	■
		歐洲整合交易資訊	■	■	■	■	■
	股權/非股權透明度	委託單處理	■	■	■	■	■
		交易前透明度	■	■	■	■	■
投資人保護	最佳執行/負債	類股權	■	■	■	■	■
		非股權、OTC	■	■	■	■	■
	投資服務及客戶利益保護條款	客戶分類	■	■	■	■	■
		客戶資訊	■	■	■	■	■
		公平對待客戶/利益衝突管理	■	■	■	■	■
		適合度	■	■	■	■	■
		適當性	■	■	■	■	■
		客戶資產	■	■	■	■	■
		勸誘	■	■	■	■	■
		客戶報告	■	■	■	■	■
外部控制/報告	法規監管	監管間的合作	■	■	■	■	■
	高頻交易	中斷機制/最小單位/取消費用	■	■	■	■	■
	第三國	互惠第三國進入	■	■	■	■	■
	監管強度	禁止/限制	■	■	■	■	■
	交易數據	交易數據報告	■	■	■	■	■
內部控制/治理	系統與控制/紀錄保存	系統/紀錄	■	■	■	■	■
		治理/法遵控制	■	■	■	■	■
		委外	■	■	■	■	■

■ 高度影響    ■ 中度影響    ■ 低度影響

資料來源：EY(2014, July 2),“The world of financial instruments is more complex. Time to implement change. Capital markets reform: MiFID II”, Retrieved June 22, 2018, from [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-MiFID-II-client-brochure-the-world-of-financial-instruments-is-more-complex/\\$FILE/EY-MiFID-II-client-brochure-the-world-of-financial-instruments-is-more-complex.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-MiFID-II-client-brochure-the-world-of-financial-instruments-is-more-complex/$FILE/EY-MiFID-II-client-brochure-the-world-of-financial-instruments-is-more-complex.pdf)。



## 第三章 歐盟 MiFID II 施行對國際主要市場的影響與因應

### 第一節 美國

#### 壹、 歐盟 MiFID II 施行對美國市場的影響

MiFID II 主要目標為針對歐盟國家之投資服務參與者，然而美國投資經理人亦可能直接或間接受到這些規定影響。MiFID II 對美國資產管理公司的影響很大程度上取決於其業務模式以及與歐盟的聯繫程度。擁有歐盟境內客戶的美國經理人將直接受 MiFID II 影響，此類服務提供者則被歸類為第三國公司，並依據客戶的複雜程度施加不同程度的監管。即使沒有歐盟客戶的經理人，亦可能面對客戶與競爭壓力而必須遵循 MiFID II 的規定。舉例來說，某些全球客戶可能更傾向從歐盟服務提供者取得的報告或透明度、或認為歐盟與美國不同的標準對其造成困擾等。因此許多美國經理人可能被迫須修改其運作方式以取得更多業務機會。

#### 一、對美國公司影響最大部分

##### 1. 使用客戶佣金購買投資研究報告

使用客戶佣金購買投資研究報告應為 MiFID II 與美國經理人最相關的部分。

##### (1) 勸誘 (inducements)

MiFID II 主要目標之一是防止或協調投資經理人與其客戶間的利益衝突。其中受到關注的領域是經理人從第三方獲得某些「勸誘」

時產生的潛在衝突，特別是這些勸誘包含了透過交易佣金購買的投資研究報告。MiFID II 的實施顯著改變了研究報告的支付及定價。

## (2)研究支付帳戶

MiFID II 新法規允許受影響的管理人員繼續採購投資研究，只要它是透過以下方法之一支付：

- ①由公司自行支付（P&L model）
- ②符合 MiFID II 規定的研究支付帳戶（Research Payment Account，RPA）

研究支付帳戶（RPA）是由經理人創建與控制的獨立帳戶，保管用於購買研究報告的客戶資產。經理人可從以下兩種方式收取帳戶資金來源：

- ①直接向每位客戶收取研究支付帳戶（RPA）費用。
- ②與其經紀商建立「佣金共享安排（Commission Sharing Agreement，CSA）」，並使用部分執行佣金為研究支付帳戶（RPA）提供資金。

利用佣金共享安排（CSA）為研究支付帳戶（RPA）提供資金之方式雖會帶來較多行政負擔，但目前許多經理人已經使用佣金共享安排（CSA）取得研究報告，並認為透過佣金共享安排（CSA）轉入研究支付帳戶（RPA）的方式相對簡單。少數經理人可能會透過研究支付帳戶（RPA）提供資金，並直接向客戶提出帳單。雖然直接向客戶收取研究支付帳戶（RPA）資金需要的管理應較佣金共享安排（CSA）模式少，但經理人似乎較不願意於普通管理費用之外再向客戶收取單獨研究報告費用。另外更多的經理人可能會從公司自己的損益中支付，而非透過研究支付帳戶（RPA）方式。

無論選擇何種取得資金方式，MiFID II 都要求經理人定期對研究支付帳戶（RPA）資產購買的研究報告編列預算與進行評估。預算必須提前於投資管理協議中或公司的一般業務條款中提供客戶。經理人不得單方面超過這些預算，且任何預算的增加皆須事先清楚地向客戶報告。

預算金額必須根據所需要的研究報告編列，不能與客戶交易數量或價值掛鉤。經理人在設定預算範圍（每個客戶、基金、策略）與預算周期長度（季度、年度等）方面有一定的靈活性。在預算周期結束時，經理人須向每位客戶報告他們支付給研究支付帳戶（RPA）的金額，並根據要求提供所購買研究報告的詳細說明。在預算周期結束時剩餘的任何研究支付帳戶（RPA）資金必須退還給客戶或轉入下一周期。

經理人還必須為客戶提供政策，說明他們如何評估研究支付帳戶（RPA）購買的研究報告品質。公司至少應提供研究如何購買，包括所增加價值、所代表思想，及提出有助於更好投資決策的結論。

### (3)分拆定價

MiFID II 修訂了投資研究報告定價方式。鑑於經紀商傳統上將其專有研究的價格與交易執行成本捆綁在一起，MiFID II 要求研究與執行服務費用應單獨定價。

### (4)其他潛在問題

分拆需求預計將影響投資研究報告的提供者。例如，經紀商可能會決定他們不能或出於盈利原因，不會提供單獨定價的研究產品。這可能會替原本即將研究報告單獨定價的獨立研究報告供應商帶來好處，進而增加此類型的供應商。另一方面，研究支付帳戶（RPA）負擔或者轉向 P&L 資金，可能會導致經理人對他們購買的研究報告更審慎選擇，進而導致外部研究報告提供的數量下降。事實上，一些經理人已經表示在 MiFID II 規範下，打算擴大內部的研究部門<sup>44</sup>。

## 2. 交易報告（transaction reporting）<sup>45</sup>

MiFID II 要求經理人報告更廣泛的金融工具清單，包括存託憑證與 ETFs；在交易場所交易的憑證與類似工具；在受監管市場交易或已發布公開說明書的債券與結構性商品；排放權（emission allowances）；以及衍生性商品等。報告的義務通常落在經紀商身上，因為投資經理人享有「傳輸豁免（transmission exemption）<sup>46</sup>」機制。然而透過此種豁免機制，投資經理人必須向執行經紀商提供某些交易細節，並須有明確有關經紀商代表經理人報告交易的報告協議。

在歐盟沒有分支機構的美國投資顧問通常不受交易報告義務的約束。然而，在歐盟交易場所進行交易的美國投資顧問可能需要向該場所提供額外訊息，包括客戶數據等。經理人應從所有受影響的帳戶

<sup>44</sup> Capital Institutional Services Inc. (2017, September 13), "MiFID II: Considerations for U.S. Investment Managers", Retrieved August 3, 2018, from <https://www.capis.com/news/newsletter/mifid-ii-considerations-u-s-investment-managers/>

<sup>45</sup> 參閱 Cari Hopfensperger(2018, January 5), "MiFID II and Its Effects on US Advisers", Hardin Compliance Consulting LLC, Retrieved August 3, 2018, from <https://www.hardincompliance.com/blog/mifid-ii-and-its-effect-on-us-advisers/>

<sup>46</sup> 在特定條件下，傳輸公司(transmitting firm)可由接收公司(receiving firm)代為做出交易報告，即經紀商可以代替投資經理人做出交易報告。參閱 Dechert LLP. (2017, October), "MiFID II Transaction reporting", Retrieved August 7, 2018, from <https://www.dechert.com/content/dam/dechert%20files/hot-topics/MiFID%20II%20-%20Transaction%20reporting.pdf>

取得法人機構識別編碼（Legal Entity Identifier，LEI）<sup>47</sup>與其他相關資訊，以履行該義務。

因此對美國顧問來說，可能會希望修改其投資管理協議以獲得客戶同意，俾提供經紀商報告所需的必要數據。

在歐盟交易場所進行交易的美國投資顧問也需要提供有關交易參與者更具體的訊息，包括護照號碼或客戶國家識別碼等。

此外，歐盟經理人的美國子顧問（sub-adviser）將需要提供所需訊息，以便歐盟經理人能夠履行其 MiFID II 交易報告的義務。最後，作為受 MiFID II 規範的投資公司分支機構的美國顧問，亦須向授權該分支機構的歐盟監管機構提供交易報告。

### 3.最佳執行（best execution）

受 MiFID II 規範的經理人需要採取「所有足夠的步驟」以獲得客戶交易的最佳執行。此外，公司需要針對每個交易的金融工具子類揭露年度最佳執行場所，以及與定價、佣金、執行成本與研究相關費用相關的額外執行訊息。而交易場所則須免費發布與執行品質相關的其他數據。

由於尚不清楚 MiFID II 中關於最佳執行的規定是否適用於子顧問級別，因此對歐盟經理人的美國子顧問影響可能不大。歐盟經理人的子顧問應與其經理人討論是否打算強加任何額外的最佳執行要求。

### 4.紀錄保存

MiFID II 規範了新的紀錄保存要求，包括公司必須記錄與客戶委託單相關的電話交談與電子郵件，並至少將這些紀錄保存五年。

<sup>47</sup> LEI 是一種免費使用的標準實體識別編碼，可以唯一標識跨轄區的全球金融交易的各方。LEI 旨在幫助監管機構快速一致地識別金融交易各方，並準確了解其全球風險，從而衡量與監控系統性風險。

儘管該要求並非直接適用於非歐盟經理人，但歐盟經理人的美國子顧問可能再次間接受到這一新要求的影響，以確保其歐盟經理人的合規性。

## 5. 投資人保護

受 MiFID II 規範的歐盟公司適用新的適合度 (suitability) 要求，包括機構與散戶投資人，並分別建立不同的適合度要求。對於散戶投資人而言，將提高適合度文件的要求。對於歐盟基金經理人而言，對基金費用的明確揭露有新的要求，以提高費用的透明度。平台贊助商 (platform sponsor) 與分銷商 (distributor) 也將承擔新的要求，後者需要考慮基金的目標市場以及其總體適合度義務。

雖然大多數這些要求僅適用於基金經理人，但對分銷商也會產生重大影響，包括基金平台、全權財富管理機構、多重資產基金、資產配置者、基金買家、投資顧問與財務顧問等。

因此，透過歐洲分銷商向歐盟投資人提供產品與服務的美國顧問可能會受到 MiFID II 要求的間接影響。MiFID II 要求歐盟分銷商制定產品治理程序，以確保產品向適當的對象進行行銷並滿足客戶的需求。歐盟經銷商可能會要求美國顧問提供產品訊息，以履行有關 MiFID II 規範之義務<sup>48</sup>。

## 二、與美國規定衝突部分<sup>49</sup>

### 1. 研究報告費用

<sup>48</sup> 參閱 Cari Hopfensperger(2018, January 5),“MiFID II and Its Effects on US Advisers”,Hardin Compliance Consulting LLC, Retrieved August 3, 2018, from <https://www.hardincompliance.com/blog/mifid-ii-and-its-effect-on-us-advisers/>

<sup>49</sup> 參閱 Capital Institutional Services Inc. (2017, September 13),“MiFID II: Considerations for U.S. Investment Managers”, Retrieved August 3, 2018, from <https://www.capis.com/news/newsletter/mifid-ii-considerations-u-s-investment-managers/>

依據美國《1934年證交法》section 28 (e) 規定，研究費用應由註冊證券商控管。而 MiFID II 的研究支付帳戶 (Research Payment Account, RPA) 則需由投資公司或第三方研究支付帳戶 (RPA) 提供者控管。因此遵循其中一方規定者必與另一方監管單位規定相佐。

## 2. 美國客戶佣金安排架構 (Client Commission Arrangement Model)

經理人透過證券商執行客戶委託單，並以「包裹式」佣金支付執行交易以符合《1934年證交法》section 28 (e) 之經紀與研究服務。

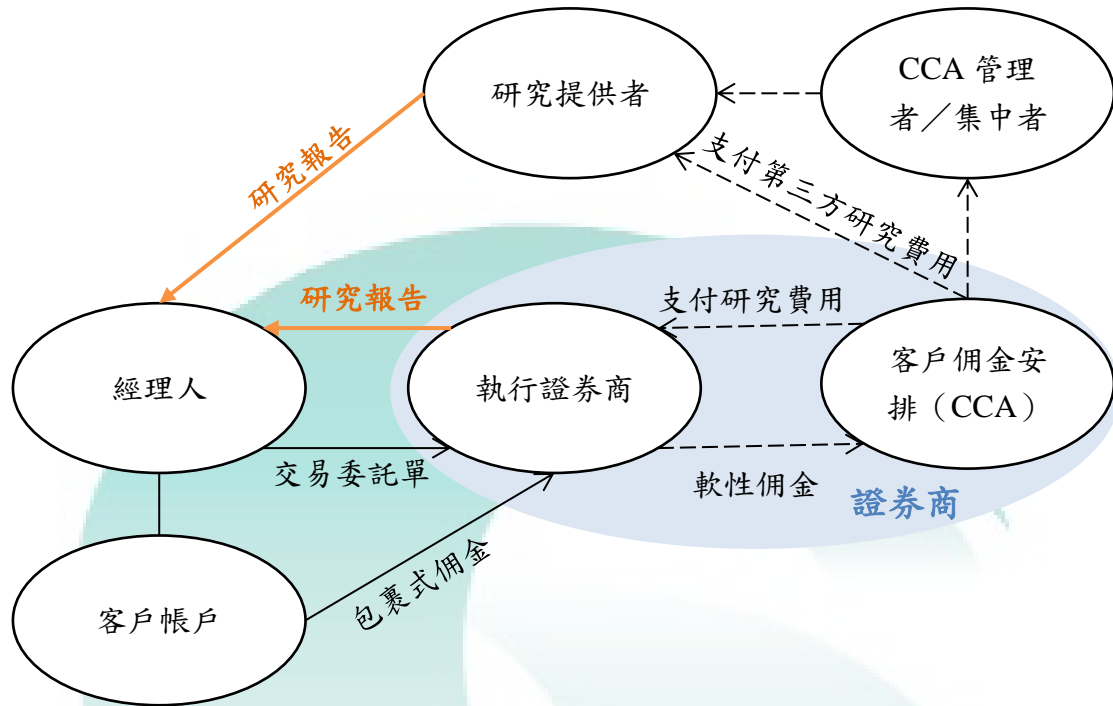
證券商將佣金的一部分作為研究費用記入由證券商管理的 CCA 並保留剩餘的佣金，或是將研究費用的部分轉入由外部第三方管理的 CCA 管理者/集中者<sup>50</sup>。經理人再從第三方研究提供者或證券商取得研究報告，並由 CCA 支付費用。在使用 CCA 管理者/集中者的情況下，經理人會要求證券商從轉至第三方管理的 CCA 費用中扣除經紀 (包括交易執行) 的佣金費用。

當客戶支付的佣金以包裹式涵蓋研究與經紀 (包括交易執行)，當證券商保留經紀 (包括交易執行) 部分並將研究費用部分記入/轉入 CCA 時，佣金將有效地分拆。此種方式常見於實務中作為經理人與證券商談判交易執行、研究及佣金等的方式<sup>51</sup>。



<sup>50</sup> 當經理人採用 CCA 集中者，經理人將要求每個參與的證券商將指定交易的部分佣金轉至集中者，透過單一帳戶管理 CCA 資產。

<sup>51</sup> 參閱美國 SEC 網站(2017, October 26)，Retrieved, June 4,2018, from <https://www.sec.gov/divisions/marketreg/mr-noaction/2017/sifma-amg-102617-28e.pdf>



資料來源：美國 SEC 網站，  
<https://www.sec.gov/divisions/marketreg/mr-noaction/2017/sifma-amg-102617-28e.pdf>，2017 年 10 月 26 日。

圖 3-1：美國客戶佣金安排架構

### 3. 購買證券商研究報告

MiFID II 規定禁止證券商將研究費用包裹於下單費用中，意即證券商提供研究報告與受託執行交易需分拆收費。

而美國 1940 年投資顧問法規定將研究費用分拆收費的證券商須註冊為投資顧問，而大多公司會因額外的法律義務而拒絕註冊為投資顧問。因此美國資產管理業者多以包裹式從證券商獲取研究報告。

## 貳、美國的因應措施

### 一、針對研究支付費用與現行法規衝突發布無異議函



美國 SEC 已發表聲明目前不會因與 MiFID II 衝突而修正相關規定，但於 2017 年 10 月 26 日發布 3 份無異議函（No-action Letters）允許：

- 1.於 MiFID II 實施日起在《1940 年投資顧問法》規範下給予 30 個月的臨時性救濟措施（Temporary Relief），美國證券商得從受 MiFID II 規範之歐盟經理人取得硬錢（Hard Dollars）或從研究支付帳戶（RPA）收取受 MiFID 影響之客戶付款，而不會被視為投資顧問。
- 2.在《1940 年投資公司法》Section 17（d）、規則 17d-1 與《1940 年投資顧問法》Section 206 規範下，允許經理人在客戶可能因 MiFID II 要求支付不同研究費用的情況下，繼續集合客戶證券買賣單；但所有客戶在證券與執行費用部分將繼續取得相同的平均價格。
- 3.在《1934 年證交法》section 28（e）中的安全港條款下，經理人得繼續以軟錢（Soft Dollar）方式從客戶帳戶支付證券商研究費用及執行交易費用，並將研究費用記入由證券商或第三方管理之研究支付帳戶（RPA）<sup>52</sup>。

美國商品期貨交易委員會（United States Commodity Futures Trading Commission，CFTC）於 2017 年 12 月 11 日發布一份解釋性指引，澄清歐盟 MiFID II 中對經理人研究報告報酬規範，對美國商品交易顧問註冊要求的影響。

該指引由美國商品期貨交易委員會（CFTC）的交換契約交易商與中介商管理部（Division of Swap Dealer and Intermediary Oversight，DSIO）發布，闡明有獨立收受商品交易顧問報酬的期貨商（Futures Commission Merchant，FCM）、交換契約交易商（Swap

---

<sup>52</sup> 參閱 U.S. Securities and Exchange Commission (2017, October 26), "SEC Announces Measures to Facilitate Cross-Border Implementation of the European Union's MiFID II's Research Provisions", Retrieved July 23, 2018, from <https://www.sec.gov/news/press-release/2017-200-0>

Dealer，SD）或期貨交易輔助人（Introduction Brokers，IB）無需註冊為商品交易顧問，並且是在「僅僅是偶然」涉及期貨商（FCM）或交換契約交易商（SD）業務的行為或「僅與 IB 業務的運作有關」的前提下提供建議。

雖 MiFID II 為要求投資經理人自 2018 年 1 月 3 日起必須分別獨立支付投資研究報告與執行服務費用，而 CFTC 此份解釋性指引則擴大解釋期貨商（FCM）、交換契約交易商（SD）與期貨交易輔助人（IB）對收受商品交易建議的支付<sup>53</sup>。

## 二、交易場所的互相承認

美國商品期貨交易委員會（CFTC）於 2017 年 12 月 8 日發布命令，豁免歐盟授權之多邊交易設施（MTFs）與有組織交易設施（OTFs），向美國商品期貨交易委員會（CFTC）註冊為交換交易執行設施（swap execution facilities，SEF）的要求，該命令於 2018 年 1 月 3 日生效。

美國商品期貨交易委員會（CFTC）於該命令中決定歐盟範圍內的法律，包括歐盟 MiFIR、MiFID II 與市場濫用法規（Market Abuse Regulation），分別符合美國商品交易法（Commodity Exchange Act，CEA）的多邊交易設施（MTF）與有組織的交易設施（OTF）監管標準，得以豁免其註冊要求。此係依據商品交易法（CEA）第 5h（g）條規定，如果美國商品期貨交易委員會（CFTC）確定外國交換交易

<sup>53</sup> 參閱 CFTC(2017, December 11),“CFTC Staff Issues Interpretive Guidance Clarifying Commodity Trading Advisor Registration Requirements Resulting from the European Union’s MiFID II Research Compensation Provisions for Investment Managers”, Retrieved August 14, 2018, from <https://www.cftc.gov/PressRoom/PressReleases/pr7657-17>

執行設施（SEF）受到其所在國政府監管當局相當且全面監管以及規範時，則可以給予此類豁免。

前述命令中也列出可豁免的多邊交易設施（MTF）與有組織交易設施（OTF）的名單，該名單係歐盟委員會（EC）提出自 2018 年 1 月 3 日起，得以豁免的多邊交易設施（MTF）與有組織交易設施（OTF），其皆為已獲得歐盟成員國（已完成 MiFID II 立法轉換者）授權並具有良好信譽的交易場所。未來歐盟委員會（EC）可以請求將符合標準的其他多邊交易設施（MTF）與有組織的交易設施（OTF）增列到豁免註冊要求的多邊交易設施（MTF）與有組織的交易設施（OTF）名單中。

當命令生效時，符合美國商品期貨交易委員會（CFTC）交易執行要求的交換交易能夠在命令中列出的多邊交易設施（MTF）與有組織的交易設施（OTF）上執行<sup>54</sup>。

## 第二節 英國

### 壹、 歐盟 MiFID II 施行對英國市場的影響

MiFID II 屬於原則性的規範，歐盟成員國必須透過立法程序將 MiFID II 轉換成國內法規後實施，且規定成員國應於 2017 年 7 月 3 日前完成。依據歐盟委員會（European Commission）所公布資料，截至 2018 年 5 月 25 日止，歐盟 28 個成員國仍有 5 個成員國尚未將 MiFID

---

<sup>54</sup> 參閱 CFTC(2017, December 8),“CFTC Approves Exemption from SEF Registration Requirement for Multilateral Trading Facilities and Organised Trading Facilities Authorized Within the EU”, Retrieved August 14, 2018, from <https://www.cftc.gov/PressRoom/PressReleases/pr7656-17>

II 完全寫入國家法律，包括斯洛維尼亞、克羅埃西亞、葡萄牙、西班牙與瑞典<sup>55</sup>。

2016 年 6 月 23 日，英國通過脫歐投票。雖然英國即將脫離歐盟，但 MiFID II 在英國正式脫歐之前實施，6 月 24 日英國金融行為監管局（Financial Conduct Authority, FCA）發布新聞稿表示，未來的任何決定都必須由英國政府承擔；同時提醒業界仍受所有現行法規與法律的規範，包括來自歐洲的法規與法律。因此，英國的投資公司目前仍必須遵守歐盟的法規，英國亦已完成將 MiFID II 轉換成國內法規並施行。

英國金融行為監管局（FCA）表示將針對改變的規模作出相應的舉措，初期階段不會實行非常嚴格的手段。

## 貳、英國的因應措施

英國財政部（Treasury）於 2015 年 3 月 27 日針對 MiFID II 在英國國內的立法轉換發布諮詢文件，並於 2017 年 2 月發布諮詢總結。

在該份諮詢文件中，英國財政部提到 MiFID II 的轉換立法方式將遵循先前 MiFID 轉換的方式，並以下列原則進行：

1. 連續性（Continuity）：針對 MiFID II 要求的英國法規制度變更，將通過對 2000 年金融服務與市場法（The Financial Services and Markets Act 2000, FSMA）、監管活動命令（Regulated Activities Order, RAO）與相關立法工具的修訂來進行。
2. 複製（Copy out）：立法轉換應盡可能地反映 MiFID II 中的原始措辭，並不以超過 MiFID II 要求為原則，除非有明確的理由與權限。

---

<sup>55</sup> 參閱 European Commission, “MiFID II directive - transposition status”, Retrieved July 12, 2018, from [https://ec.europa.eu/info/publications/mifid-ii-directive-transposition-status\\_en](https://ec.europa.eu/info/publications/mifid-ii-directive-transposition-status_en)

3. 透明度 (Transparency)：英國應儘早提供二級立法 (secondary legislation)<sup>56</sup> 草案，以提供利害關係人檢視與評論的機會<sup>57</sup>。

英國金融行為監管局 (FCA) 於 2015 年 12 月開始對 MiFID II 進行意見徵詢，一共發布了 6 份諮詢文件 (CP15/43、CP16/19、CP16/29、CP16/43、CP17/8、CP17/19)，並根據收到的意見，分別於 2017 年 3 月 31 日與 7 月 3 日發布了兩份政策聲明 PS 17/5 及 PS 17/14「MiFID II 實施—政策聲明 I 及 II」(Markets in Financial Instruments Directive II implementation – Policy Statement I、II)。該政策聲明代表了在 2018 年 1 月 3 日 MiFID II 與 MiFIR 正式適用前，英國將 MiFID II 轉換為國內立法過程中的重要措施。

### 一、勸誘—研究費用

在政策聲明 (Policy Statement, PS) 中，英國金融行為監管局 (FCA) 聲明其關於勸誘與研究費用的規則不僅適用於受 MiFID II 規範的投資公司，也將適用於集體投資組合經理人，包括全範圍的另類投資基金經理人 (Alternative Investment Fund Manager, AIFM) 以及大多數英國小型的另類投資基金經理人 (AIFM) 與可轉讓證券集合投資計畫 (Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities, UCITS) 管理公司。

英國金融行為監管局 (FCA) 提出：

1. 公司應確保透過第三方從客戶帳戶中扣除研究費用轉入研究支付

<sup>56</sup> 二級立法係指政府行政部門得依據議會授權之法令修改法律。

<sup>57</sup> 參閱 HM Treasury(UK) (2015, March),“Transposition of the Markets in Financial Instruments Directive II”, Retrieved May 8, 2018, from [https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment\\_data/file/418281/PU\\_1750\\_MiFID\\_II\\_26.03.15.pdf](https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/418281/PU_1750_MiFID_II_26.03.15.pdf)

帳戶 (RPA)，至遲應在交易發生後 30 日內完成。而公司應該盡可能/適當地考慮提早完成。

2. 公司應結合研究支付帳戶(RPA)方法與利用自己的資源(即損益)來支付外部研究。這種靈活性可能有助於公司選擇最佳模式，以適應所管理的資產類型(例如，股權投資組合與固定收益)，或者取決於其所在營運的其他司法管轄區可能面臨的營運與監管限制。但是值得注意的是，公司需要考慮混合的支付方式是否會引起公司與客戶之間或兩組客戶之間的任何潛在利益衝突。
3. 在符合若干條件下，修訂了可接受小額非貨幣性利益的規範，包括研究服務的試用期等，而上述條件包括：
  - (1) 試用期最長為三個月；
  - (2) 在試用期間，不應要求公司向研究提供者提供任何貨幣或非貨幣利益；
  - (3) 公司不應在上一次試用結束後的 12 個月內接受同一提供者的新試用。在試用期結束時，公司需要停止接收或與提供者建立研究協議。
4. 在銀行進行承銷的初級市場籌資之特定情況下，得將銀行分析師撰寫的研究加入「可接受的小額非貨幣利益」清單(參見 FCA 行為與業務手冊 (COBS) 第 2.3A.19R 章)。
5. 允許依循私募股權 (PE)、基礎設施策略以及其他主要非 MiFID 金融工具策略的另類投資基金經理人 (AIFMs)，豁免研究費用支付的規則。這項規定主要是經過 PE 產業的遊說，而做出了非常重要的讓步，有效地豁免該類公司遵循 MiFID II 研究費用規定。
6. 公司可以接受經紀商提供的交易報告，作為提供執行服務的一部分，惟須符合以下條件：(1) 不影響最佳執行；(2) 由經紀商作為標

準業務條款提供，如未選擇性地免費提供給某些公司。

## 二、勸誘—收費

### 1. MiFID II 的適用

英國金融行為監管局（FCA）在政策聲明（PS）中指出：

(1) MiFID II 針對有限投資建議的勸誘禁止規範，僅適用於向英國散戶客戶提供有限投資建議的情況。

(2) 針對向散戶客戶提供獨立、有限建議或投資組合管理服務的公司，禁止接受客戶貨幣性利益的規範（FCA 認為這是與現有零售產品分銷檢討制度（Retail Distribution Review, RDR）規範一致），反映英國顧問收費規則的範圍，因此適用於散戶客戶在英國的情況。

因此，向英國以外的散戶客戶提供獨立建議或投資組合管理服務的公司將受到 MiFID II 有關向專業客戶提供獨立建議或投資組合管理服務的公司相同的規範。

此外，向英國以外的散戶客戶提供有限投資建議的公司將受 MiFID II 勸誘規則的規範，因為它們適用於提供投資組合管理或獨立投資建議以外的公司（同於向專業客戶提供有限投資建議的公司）。

雖然 MiFID II 引入了新的勸誘規則，英國現有的零售產品分銷檢討制度（RDR）顧問收費規則仍將保留，但兩者要求範圍略為不同。屬於 MiFID 規範的零售投資產品（Retail investment products, RIPs）<sup>58</sup> 將受 MiFID II 與零售產品分銷檢討制度（RDR）規範，但零售產品分銷檢討制度（RDR）將進行相關修訂，包括：

(1) 明確勸誘的禁止適用於與公司提供建議業務有關的任何利益，

<sup>58</sup> 零售投資產品(RIPs)包括：人壽保險、集合型投資計畫、投資分享型年金、個人退休計畫、投資信託儲蓄計畫之利益、投資信託之有價證券、衍生性金融商品以及非保本的結構型商品等。

而不僅僅是針對具體的個人建議；

(2) 無論是否屬於 MiFID 規範的零售投資產品 (RIPs)，確認針對零售投資產品 (RIPs) 提供建議只能收受小額非貨幣性利益<sup>59</sup>。

## 2. 零售產品分銷檢討制度 (RDR) 與 MiFID II 規範比較<sup>60</sup>

### (1) 勸誘標準

MiFID II 禁止投資組合管理與獨立建議公司接受與保留貨幣或非貨幣利益，但可接受小額非貨幣性利益。與零售產品分銷檢討制度 (RDR) 相比，MiFID II 確實允許公司向客戶退還這些利益，但英國金融行為監管局 (FCA) 則不允許進行與零售業務相關的回扣。

### (2) 英國金融行為監管局 (FCA) 針對 MiFID II 勸誘標準的適用

MiFID II 的佣金禁止制度適用於專業客戶業務與零售業務。亦即，專業客戶業務在獨立建議與有限建議方面首次受到規則的規範。對於零售業務而言，重點在於加強 RDR 的規範，以進一步概括有限建議服務。雖然 MiFID II 標準只適用於獨立建議，但 FCA 針對零售業務提供有限建議方面，仍將繼續適用 RDR 的佣金禁止規範。

### (3) 投資相關規範

公司需要評估與其合作的產品的性質，並確認其適用規則。零售產品分銷檢討制度 (RDR) 與 MiFID II 規範範圍可能有部分重疊或未全面涵蓋的部分，例如，RDR 零售投資產品 (RIPs) 概念包括壽

<sup>59</sup> 參閱 Simmons & Simmons(2017, July),“MiFID2 – FCA publishes final rules on conduct of business requirements”, Retrieved June 14, 2018, from <http://www.elexica.com/-/media/files/articles/2017/asset%20management/flyer%20-%20fca%20mifid2%20ps.pdf>

<sup>60</sup> 參閱 Taylor Wessing(2018),“Topic: RDR equivalent”, Retrieved July 23, 2018, from [https://united-kingdom.taylorwessing.com/documents/get/939/mifid-ii-rdr.pdf/show\\_on\\_screen?utm\\_source=web&utm\\_medium=PDF&utm\\_campaign=mifid-rdr](https://united-kingdom.taylorwessing.com/documents/get/939/mifid-ii-rdr.pdf/show_on_screen?utm_source=web&utm_medium=PDF&utm_campaign=mifid-rdr)



險政策與某些退休金計畫利益，但 MiFID II 則沒有包括前述產品。另一方面，MiFID II 涵蓋股票、債券及衍生性商品，但零售投資產品（RIPs）通常不包括前述商品，除非它們以包裹形式（如單位或投資信託）而涉及相關標的資產。此外，MiFID II 要求也適用於結構性存款。

#### (4)英國金融行為監管局（FCA）對「獨立建議」的適用

MiFID II 中對零售與專業業務建立的「獨立建議」標準，英國金融行為監管局（FCA）將適用該標準於零售投資產品（RIPs）、結構性存款及 MiFID II 規範的所有金融工具。對於英國以外的專業客戶與散戶客戶（不適用 RDR 者），英國金融行為監管局（FCA）僅將 MiFID II 獨立標準適用於 MiFID II 規範的金融工具與結構性存款，而不適用於其他零售投資產品（RIPs）。

#### (5)組織標準

MiFID 授權規則中，對公司訂定許多組織標準的規範。惟有關將獨立與有限投資建議進行區隔的規範，包括個人不允許同時提供這兩者服務，對於實務運作上可能是一項挑戰。鑑於英國金融行為監管局（FCA）的評估（CP16/29 第 6.38 段），只有 2.5% 的公司同時提供有限與獨立建議，因此該規則的影響應該不致於過度廣泛。

### 三、客戶分類

MiFID II 要求將地方主管機關（local authorities）歸類為散戶客戶，以確保受到最大程度的投資人保護。然而，該類客戶可能要求在滿足某些條件下，被視為選擇性專業客戶（elective professional clients）。因此，MiFID II 允許對要求分類為選擇性專業客戶的地方

主管機關採用替代或附加標準。英國金融行為監管局（FCA）採用的標準，旨在確保於進行資金管理與退休金管理活動時，定量替代標準（Quantitative opt-up criteria）更符合英國地方主管機關的結構與性質。這些標準將更恰當地平衡地方主管機關可以獲得所需金融服務的能力，同時確保了適當程度的投資人保護。英國金融行為監管局（FCA）採取的措施包括：

1. 引入了第四個定量分類標準，亦即地方主管機關以投資服務作為地方政府退休基金計畫（LGPS）內退休基金管理的一部分。
2. 在政策聲明（PS 17/14）中將定量測試，投資組合門檻規模由原建議的 1500 萬英鎊減少到 1000 萬英鎊。
3. 地方主管機關的財務管理部門及其退休基金管理部門須單獨進行替代測試。
4. 重申如果英國公司的客戶是非英國地方主管機關，則應遵守當地政府採納的標準。若相關成員國尚未行使其自由裁量權來實施 MiFID II 中所列測試的不同標準，則英國公司應使用基本的替代定量測試（在 MiFID2 的附錄 II（II.1）中列出），而非英國金融行為監管局（FCA）的增強替代測試。

#### 四、最佳執行

與諮詢時的提案相反，英國金融行為監管局（FCA）不會將 MiFID II 中最佳執行規則的變更應用於另類投資基金經理人（AIFM）。

#### 五、數據紀錄

英國金融行為監管局（FCA）不會要求公司對於所有與財務業務有關的投資服務，所進行的電話交談與電子通訊等進行記錄。英國金融行為監管局（FCA）取消原對自由投資管理人的紀錄規則的部分豁

免，並對該規則的適用方式進行了一些修改。如果第 3 條公司 (Article 3 firm) 決定做簡單筆記說明而非電話錄音，英國金融行為監管局 (FCA) 期望該說明可以涵蓋其所採取任何行動的重要細節以及對話的關鍵內容<sup>61</sup>。

## 參、英國較 MiFID II 更為嚴格之規定

MiFID 與 MiFID II 皆允許歐盟成員國得超越其要求，採取更嚴格的規範，惟須通知歐盟委員會。英國金融行為監管局 (FCA) 在政策聲明 (PS 17/14) 中，指出英國較 MiFID II 更為嚴格之規定，臚列如下：

### 一、退休基金與保險投資

英國金融行為監管局 (FCA) 認為在 MiFID II 規範下，未經 MiFID 授權的管理退休基金之投資組合經理人與公司須提交交易報告的負擔將會大幅增加。英國金融行為監管局 (FCA) 表示將「因此暫時取消這些公司的交易報告義務」。

英國金融行為監管局 (FCA) 不會將 MiFID II 中的行為要求應用於涉及退休基金與保險投資的業務，並據以修訂「保險分銷指令」 (Insurance Distribution Directive)，以明確其行為標準在保險投資中的適用範圍。但在某些方面英國金融行為監管局 (FCA) 將 MiFID II 行為標準的各個方面擴展到某些非 MiFID 業務。

### 二、顧問費用

<sup>61</sup> 參閱 Simmons & Simmons (2017, July), “MiFID2 – FCA publishes final rules on conduct of business requirements”, Retrieved June 14, 2018, from <http://www.elexica.com/-/media/files/articles/2017/asset%20management/flyer%20-%20fca%20mifid2%20ps.pdf>

英國金融行為監管局（FCA）將維持其現有的零售產品分銷檢討制度（RDR）顧問費用與平台規則，因為英國金融行為監管局（FCA）認為這對於管理利益衝突與零售投資產品銷售的偏誤至關重要。

### 三、勸誘

英國金融行為監管局（FCA）進一步實施 MiFID II 中有關禁止提供獨立投資建議與投資組合管理的公司收受第三方利益的規定。針對向散戶客戶提供服務的公司，英國金融行為監管局（FCA）將：1. 勸誘禁止規範擴大適用至提供有限（以及獨立）投資建議；2. 禁止接受酬佣。以上兩項額外規範都需要通知歐盟委員會。

MiFID II 強化可能影響收入流與客戶關係形態的新概念。英國金融行為監管局（FCA）在維持零售產品分銷檢討制度（RDR）的基礎上，MiFID II 的實施將使其規範適用於比零售產品分銷檢討制度（RDR）更廣泛的產品，包括投資組合管理與專業客戶<sup>62</sup>。英國金融行為監管局（FCA）實施的措施包括：

1. 若公司為專業客戶提供投資組合管理與獨立投資建議，則將適用 MiFID II 勸誘禁止與獨立性的要求適用，但不會增加其強度。
2. 若向散戶客戶提供上述服務，則將透過以下方式加強 MiFID II 勸誘禁止規定：（1）將其擴展到有限投資建議；（2）禁止佣金回扣；（3）將該標準普遍應用於諮詢業務（不僅僅是「建議」）。

### 四、交易報告

<sup>62</sup> 參閱 Taylor Wessing(2018),“Topic: RDR equivalent”, Retrieved July 23, 2018, from [https://united-kingdom.taylorwessing.com/documents/get/939/mifid-ii-rdr.pdf/show\\_on\\_screen?utm\\_source=web&utm\\_medium=PDF&utm\\_campaign=mifid-rdr](https://united-kingdom.taylorwessing.com/documents/get/939/mifid-ii-rdr.pdf/show_on_screen?utm_source=web&utm_medium=PDF&utm_campaign=mifid-rdr)

英國金融行為監管局（FCA）將維持現有的「客戶資產原始資料（Client Assets Sourcebook, CASS）」規則，其中較 MiFID II 範圍更廣的兩個領域包括：

1. 要求經紀商提供其客戶資產的每日報告。
2. 限制與客戶資金有關的抵銷權。此部分需要通知歐盟委員會。

## 五、組織要求規範

FSA（即 FCA 前身）在 MiFID 中針對組織要求部分的措施，英國金融行為監管局（FCA）將在 MiFID II 實施中維持兩大方面的要求，包括：

1. SYSC<sup>63</sup> 4：在實施 MiFID 時，FSA 保留了一條規則，即公司高階管理階層需分配與其營運相關的重大責任，而英國金融行為監管局（FCA）並未將此規則作為其 MiFID II 實施的一部分進行更改；此規則早於 MiFID 的實施，雖然在 MiFID（或 MiFID II）中沒有直接等同於此規則，但英國金融行為監管局（FCA）仍然認為這是投資公司有效治理與高階管理階層責任的重要組成部分，也與加強高階管理人員問責機制更加一致。
2. SYSC 6：在實施 MiFID 時，FSA 要求公司應該有足夠的政策與程序來確保履行其義務，而這不僅僅是符合 MiFID 規範的義務，還包括「.....在監管系統下的義務以及對抗公司可能會被用來推動金融犯罪的風險。」英國金融行為監管局（FCA）認為這對於確保公司在其所有業務中得到充分組織化並應特別關注金融犯罪風險的安排十分重要，因此在 MiFID II 中不會改變該方法<sup>64</sup>。

<sup>63</sup> SYSC 指 Senior Management Arrangements, Systems and Controls – FCA Handbook

<sup>64</sup> 參閱 Financial Conduct Authority(2017, July), “Markets in Financial Instruments Directive II Implementation – Policy Statement II”, Retrieved May 29, 2018, from <https://www.fca.org.uk/publication/policy/ps17-14.pdf>

表 3-1：英國金融行為監管局（FCA）履行 MiFID II 情形

Handbook reference	Approach				Notes
	apply MiFID II requirements only	apply MiFID II requirements to wider scope of business	apply additional requirements to preserve existing standards	apply modified requirements following new policy decisions	
<b>High Level Standards</b>					
PRIN				X	Application to business with eligible counterparties to reflect the extended scope of MiFID II's conduct requirements
SYSC		X			Retention of the common platform (which includes non-MiFID firms) for the application of organisational requirements
			X		Retention of the apportionment of responsibility rule in SYSC 4 Retention of the requirement in SYSC 6 to maintain policies and procedures to ensure compliance with obligations under the regulatory system
				X	MiFID-derived tapering rules applied to investment managers (a exemption removed)
APER			X		Retention of the approved persons regime and the senior managers and certification regime
FIT			X		Retention of the approved persons regime and senior managers and certification regime
TC			X		The requirements in MiFID II for the assessment of knowledge and competence of staff are explicitly minimum/harmonising. We have therefore retained our existing requirements in TC which go beyond the minimum requirements specified in ESMA guidelines
GEN	X				Part of the implementation of the requirement in MiFID II for third-country firms to be treated no more favourably than EU firms
<b>Business Standards</b>					
COBS		X			Certain aspects of COBS are applied to non-MiFID firms and business including research and inducements, client categorisation, describing advice services and best execution
			X		RDR rules on adviser charging and platforms are maintained MiFID II's new inducement bans are extended to reflect the scope of existing RDR rules
				X	Use of discretion to introduce bespoke opt-up criteria for local authorities seeking categorisation as professional clients
CASS		X			Application of MiFID requirements to all designated investment business (including non-MiFID business) is maintained
CASS			X		Maintaining the requirement for a daily report on clients' assets from prime brokers Restricting set-off rights relating to client money
MAR	X				Following the regimes in MiFID II
PROD	X				PROD is only applied as guidance in relation to non-MiFID business
<b>Regulatory Processes</b>					
SUP			X		Retention of the approved persons regime and senior managers and certification regime
DEPP	X				
<b>Redress</b>					
DISP			X		Retaining certain aspects of our complaint handling rules for MiFID complaints
COMP	X				
<b>Other</b>					
Article 3 firms			X		Maintaining certain existing requirements for Article 3 firms which are beyond the scope of at least analogous requirements MiFID requires us to apply
Structured deposits	X				

資料來源：Financial Conduct Authority(2017, July),“Markets in Financial Instruments Directive II Implementation –Policy Statement II”, P15, Retrieved May 29, 2018, from <https://www.fca.org.uk/publication/policy/ps17-14.pdf>

### 第三節 香港

MiFID II 對於國際監管標準具有重要的影響，國際主要市場皆持續關注 MiFID II 的發展，檢討修正本身的監管制度，與國際監管標準逐漸接軌。

#### 壹、歐盟 MiFID II 施行對香港市場的影響

香港並未直接受歐盟 MiFID II 的規範，端視個別公司所進行的業務活動而定，惟香港市場與當地投資公司所進行的業務活動皆相對國際化，因此亦相對較為關注 MiFID II 的監管趨勢。

##### 一、提升香港衍生性商品交易中心的競爭力

過去由於西方的監管相對有利，跨國金融機構通常將在亞洲交易的衍生性商品計入歐洲或美國子公司的資產負債表上。惟 MiFID II 的施行，致歐盟市場交易更為複雜，同時提高相關法遵成本，據悉跨國投資公司已將部分衍生性商品交易的記帳轉移到香港。加上英國將脫離歐盟，亦促使部分金融機構將部分業務撤出倫敦，皆有助於提升香港衍生性商品交易中心的競爭力<sup>65</sup>。

##### 二、分拆佣金與研究費用成趨勢

MiFID II 要求證券商或銀行將經紀業務與研究報告分割，目的是提高透明度，減少利益衝突，以加強投資人保護。雖然措施只適用於

<sup>65</sup> 參閱「歐洲 MiFID II 規定即將上路 香港準備搶奪 483 兆美元衍生品市場」(2017 年 9 月 28 日)，<https://news.cnyes.com/news/id/3928849>，瀏覽日期：2018 年 5 月 8 日。

歐盟地區，但仍會對非歐盟地區帶來影響，若基金公司將基金出售予歐洲客人、購買歐股或透過歐洲分銷商，隨即受到新例監管。

此外，全球證券經紀商普遍認為，採用全球統一的方法相較於逐個司法管轄區加以區分的方法更有效率，主因逐個區分司法管轄區的方法既會增加法遵成本，同時提高違法風險<sup>66</sup>。

此外，有關 MiFID II 禁止採取包裹型態收取執行交易費用及研究分析費用的規範，歐盟的買方公司可能要求香港的經紀商將交易執行費用及研究分析費用分拆定價，惟香港經紀商為其本身的證券客戶提供投資意見或管理委託帳戶屬於附帶豁免的範圍，故香港並無產生類似我國與美國所面臨之情形，亦即證券商若未具有證券投資顧問執照，收取研究報告費用將違反現行規定的問題<sup>67</sup>。

### 三、衝擊研究分析產業

MiFID II 的施行無可避免會衝擊研究分析產業，同時提高機構投資人的成本，研究機構 Greenwich Associates 估計，MiFID II 將導致歐美基金經理削減超過 3 億美元的研究預算。

---

<sup>66</sup> 參閱香港證券及期貨事務監察委員會(2015年1月21日),「業界風險研討會議系列 資產管理：前瞻」，  
[http://www.sfc.hk/web/TC/files/ER/PDF/2015%20RIM%20Report%20\(FINAL\)%20\(Chi\)\\_ER.pdf](http://www.sfc.hk/web/TC/files/ER/PDF/2015%20RIM%20Report%20(FINAL)%20(Chi)_ER.pdf)，瀏覽日期：2018年5月22日。

<sup>67</sup> 香港「證券及期貨條例」附表5訂明了十種類別的受規管活動，並就各類受規管活動加以定義。包括：第1類證券交易；第2類期貨合約交易；第3類槓桿式外匯交易；第4類就證券提供意見；第5類就期貨合約提供意見；第6類就機構融資提供意見；第7類提供自動化交易服務；第8類提供證券保證金融資；第9類提供資產管理；以及第10類提供信貸評級服務。另依據「發牌手冊」第2.3章有關附帶豁免的規定，其中包括就第1類受規管活動獲發牌而進行若干其他受規管活動的豁免，就第1類受規管活動（證券交易）獲發牌，並擬進行第4類受規管活動（就證券提供意見）、第6類受規管活動（就機構融資提供意見）及／或第9類受規管活動（提供資產管理）。亦即，若擬進行的第4類、第6類及第9類受規管活動完全附帶於證券交易業務，便無須就這三類受規管活動領牌。這項豁免通常適用於股票經紀為其本身的證券客戶提供投資意見或管理委託帳戶。參閱香港「發牌手冊」（2017年4月），  
<https://www.sfc.hk/web/TC/assets/components/codes/files-current/zh-hant//licensing-handbook/licensing-handbook.pdf>，瀏覽日期：2018年11月1日。



## 貳、香港的因應措施

香港為鞏固其國際金融中心的地位，須確保有關監管制度符合國際監管的發展，主管機關不時檢討相關監管制度，並提出加強措施以因應國際趨勢。茲將近期與 MiFID II 一致的監管改革，加以彙整說明。

### 一、發布最佳條件執行交易指引

MiFID II 相較於 MiFID 的規範，不斷強調最佳執行（best execution），且進一步強化最佳執行的要求。MiFID 所秉持的最佳執行原則，要求投資公司須採取「所有合理的步驟」（all reasonable steps）執行客戶的委託。MiFID II 則規範投資公司須採取「所有充分的步驟」（all sufficient steps）執行客戶的委託。依據 MiFID II 第 27 條之規定，投資公司執行委託時，須採取所有充分的步驟，考量價格、成本、速度、執行及交割之可能性、規模、性質或任何其他與執行委託相關之因素，為其客戶獲得最佳可能結果<sup>68</sup>。

依據「證券及期貨事務監察委員會持牌人或註冊人操守準則」第 3.2 段規定，持牌人或註冊人須基於其所能取得的最佳條件，替客戶執行交易指示。

香港證券及期貨事務監察委員會（證監會）於 2018 年 1 月 30 日發出通函，就證監會期望持牌法團在以最佳條件執行交易指示時應達到的操守及內部監控標準，提供指引。其內容如下：

#### 1. 管治及管理層的監督

<sup>68</sup> 參閱 Aisha Dudhia(2015, September 9), “Best execution: 10 key changes under MiFID II – part 1”, Retrieved May 8, 2018, from <https://regtechfs.com/best-execution-10-key-changes-under-mifid-ii-part-1/>

持牌法團應制訂足夠的管理層監督措施，以確保將例外交易情況及其他有關以最佳條件執行交易指示的事宜提請管理層注意，以便作出適時的審核。

持牌法團應制訂有關以最佳條件執行交易指示的政策及程序，以涵蓋各類金融工具（包括上市及場外交易產品），以及應定期進行檢討及更新。

該等政策及程序至少應處理以下範疇：

- 在以最佳條件執行交易指示時所考慮的元素；
- 以最佳條件執行交易指示的適用範圍及豁免；
- 檢討交易執行質素的監察及監控機制；及
- 各營運及監控職能在確保以最佳條件執行交易指示方面的角色。

在適用的情況下，該等政策及程序亦應處理下列事宜：

- 如何於有多個報價以及在定價資訊不足或無法取得報價的情況下處理客戶的交易指示；及
- 向客戶揭露以最佳條件執行交易指示的安排，包括豁免以及局限使用聯屬公司、關連方及第三方的情況。

持牌法團應向所有相關職員定期提供有關以最佳條件執行交易指示的培訓，並通知職員有關內部政策的最新情況以及監管與科技發展。

## 2. 以最佳條件執行交易指示的元素

持牌法團在執行客戶的交易指示時，經考慮價格、成本、交易獲執行的速度、交易獲執行的可能性、交割的速度、交割的可能性、交

易指示所涉及的數量及其性質，以及任何其他相關考慮因素後，應採取足夠的措施以取得其所能取得的最佳條件。

就以最佳條件執行交易指示的各項元素而言，其相對重要性可視乎情況而有所不同，而且持牌法團應該按照不同的元素去評估某些交易指示是否以最佳的條件執行。若客戶作出的特定指示只涵蓋某交易指示的其中某部分或方面，這不應視為持牌法團對有關指示的其他部分或方面並無負有以最佳條件執行交易指示的責任。

### 3. 以最佳條件執行交易指示的適用範圍

當持牌法團為客戶進行代客執行的交易時，由於客戶依賴持牌法團在執行交易指示時保障其權益，故該持牌法團仍負有以最佳條件執行交易指示的責任。

當持牌法團為客戶進行交易時，持牌法團應自行作出評估以釐定客戶是否依賴持牌法團來保障其權益，及它們是否負有以最佳條件執行交易指示的責任，才決定是否應用任何豁免。

### 4. 執行交易指示的職員之責任

執行交易指示的職員及其主管在交易執行過程中是重要的第一道防線。持牌法團在處理客戶的指示時，應作出合理的盡職審查，監察執行結果，及在適當的情況下設法取得多個報價。在無法取得多個報價的情況下，執行交易指示的職員應盡力取得足夠的定價資料，以驗證向客戶提供的報價。

### 5. 監控及監察

持牌法團應制訂由第二與第三道防線（如法遵與內部審核職能）所進行的監控及監察措施，藉此檢討執行質素以及偵測及處理異常情

況。持牌法團應按照不同金融工具的特徵及其業務的規模與複雜程度，釐定適當的標準及參考基準，以評估執行質素。

## 6. 與聯屬公司、關連方及第三方的安排

持牌法團應對僱用為執行交易指示的聯屬公司、關連方或第三方進行盡職審查，並且應設立有系統的程序以持續監察執行結果。持牌法團應採取措施，確保與聯屬公司、關連方及第三方的執行安排不會對以最佳條件執行交易指示構成影響。不論交易指示是否透過聯屬公司、關連方及第三方執行，以最佳條件執行交易指示的責任仍然屬於持牌法團<sup>69</sup>。

## 二、提高資產管理業銷售時的透明度及處理銷售投資產品時的潛在利益衝突

英國金融市場行為監管局（Financial Conduct Authority，FCA）於 2013 年實施「零售產品分銷檢討制度」（Retail Distribution Review，RDR），據此財務顧問不得再就銷售或推介基金公司的投資產品賺取基金公司提供的佣金。取而代之，投資者須事先與顧問協定費用，實際上即採用「為投資意見支付費用」模式。

MiFID II 則採取不同的做法，僅對提供獨立投資建議者禁止收取第三方利益。依據 MiFID II 相關規定，若投資公司提供獨立投資意見，便不得接受及保留由任何第三方支付或提供的費用、佣金或任何金錢或非金錢收益。

對於提供非獨立投資建議者，主係尋求向投資者揭露更多關於費用及收費的資料。MiFID II 規定須揭露關於投資服務的資料、金融工

<sup>69</sup> 參閱香港證券及期貨事務監察委員會(2018年1月30日)，「致持牌法團有關以最佳條件執行交易指示的通函」，<http://www.sfc.hk/edistributionWeb/gateway/TC/circular/doc?refNo=18EC7>，瀏覽日期：2018年5月22日。

具的費用等，從而加強對相關產品與服務（包括基金）中所有費用及收費的揭露。至於第三方付款則須分開識別（即應該讓客戶清楚知道所支付費用的哪些部分是給予提供投資服務的投資公司的回佣）。

香港證券及期貨事務監察委員會（證監會）於 2017 年 11 月 16 日修訂公布「證券及期貨事務監察委員會持牌人或註冊人操守準則」，為處理銷售投資產品涉及的利益衝突，證監會採取以下措施：

#### 1. 「獨立投資意見」的監管

香港證監會鑑於從其他人士收取金錢或非金錢收益的做法可能損害獨立性，故限制從其他人士（包括產品發行人）收取金錢或非金錢收益的中介人表明自己為「獨立」或使用任何其他有類似意思的用語（例如「獨立財務顧問」、「持平」、「中立」、「客觀」或「不偏不倚」等）。中介人除須符合有關從其他人士（包括產品發行人）收取的金錢或非金錢收益的揭露要求外，還須在訂立交易前或在訂立交易時就其是否獨立以及有關的釐定基準向投資者作出明確揭露。中介人可作出一次性揭露，但必須就任何變動通知客戶。

此外，新增「獨立」的定義，係指在分銷投資產品時，如持牌人或註冊人收取由任何人士就向客戶分銷該項投資產品而（直接或間接）支付或提供的費用、佣金或任何金錢收益，或與產品發行人有任何緊密聯繫或其他法律或經濟關係，或從任何人士取得任何非金錢收益，而這些聯繫、關係或收益可能損害其獨立性，使其偏向某特定投資產品、某投資產品類別或某產品發行人，則一般不會被視為獨立<sup>70</sup>。

因此，若中介人表明自己為「獨立」，或使用其他有類似意思的用語，便不應收取由任何人士就向客戶分銷投資產品而（直接或間接）支付或提供的費用、佣金或任何其他金錢或非金錢收益。

<sup>70</sup> 依據香港「證券及期貨事務監察委員會持牌人或註冊人操守準則」第 10.2 段。

## 2.加強揭露

主係對中介人所取得或可取得的金錢收益（而該收益在訂立交易前或在訂立交易時無法量化計算），例如後續費用，加強相關揭露。

香港證監會規定中介人除須就所取得或可取得的金錢收益（而該收益無法在訂立交易前或在訂立交易時量化計算）揭露將會取得金錢收益及該等金錢收益的性質外，亦須揭露每年可取得的金錢收益的最高百分率<sup>71</sup>。

## 三、香港依 MiFID II 規定取得第三國交易場所等效認可 (equivalence decisions)

MiFIR 第 23(1)條規定歐盟的投資公司須確保其股份交易，是在受規範市場 (Regulated Market, RM)、多邊交易設施 (Multilateral Trading Facility, MTF)、系統化內部交易商 (Systematic Internaliser, SI) 或歐洲委員會根據 MiFID II 第 25(4)(a)條評定為具同等性 (equivalent) 的第三國交易場所進行。除非該交易是非系統性的、臨時的或不經常的，該交易場所無須適用上述等效認可 (equivalence decisions) 的規定。

香港已向歐盟提出申請，並於 2017 年 12 月 14 日，獲歐洲委員會 (European Commission) 在歐盟官方刊物發表執行決定，就 MiFID II 第 25(4)(a)條的目的評定香港法律及監管架構等同於歐盟的架構。

<sup>71</sup> 依據香港「證券及期貨事務監察委員會持牌人或註冊人操守準則」第 8.3 段。參閱香港證券及期貨事務監察委員會(2016 年 11 月 23 日)，「有關建議加強資產管理業規管及銷售時的透明度的諮詢文件」，<http://www.sfc.hk/edistributionWeb/gateway/TC/consultation/openFile?refNo=16CP5>，瀏覽日期：2018 年 5 月 30 日；以及香港證券及期貨事務監察委員會(2017 年 11 月 17 日)，「有關建議加強資產管理業規管及銷售時的透明度的諮詢總結及有關適用於委託帳戶的建議披露規定的進一步諮詢」，<http://www.sfc.hk/edistributionWeb/gateway/TC/consultation/openFile?refNo=17CP7>，瀏覽日期：2018 年 5 月 30 日。

#### 四、場外衍生工具監管制度的改革

2008 年全球金融危機的爆發，曝露監管面的不足，國際主要監管機構在反思危機之後，普遍認為場外衍生性商品交易缺乏監管，是導致市場缺乏透明度引發市場動盪的重要原因之一。

2009 年 9 月，二十國集團 (G20) 峰會提出系統的監管改革計畫，特別是針對場外衍生性商品交易，提出系列改革措施以提高市場交易的透明度，以及降低場外衍生性商品可能造成的系統性風險。

歐盟為履行 G20 有關場外衍生性商品的監管要求，於 MiFID II 中納入有關的改革措施。MiFID II 所監管的交易平台，除原本的受規範市場 (Regulated Market, RM)、多邊交易設施 (Multilateral Trading Facility, MTF) 與系統化內部交易商 (Systematic Internaliser, SI) 外，新增「有組織的交易設施」 (Organized Trading Facility, OTF) 類型，將原本在監管範圍以外之 OTC 市場中的標準化衍生性商品交易平臺等納入監管範圍。同時，要求所有符合集中結算要求並具足夠流動性的衍生性商品必須在受規範市場 (RM)、多邊交易設施 (MTF) 或有組織的交易設施 (OTF) 上交易，僅允許基於特殊目的的股票、債券交易與非標準化的衍生性商品交易在不受監管的 OTC 市場中交易<sup>72</sup>。

鑑於國際間針對場外衍生性商品的監管趨勢，香港金融管理局 (香港金管局) 與證券及期貨事務監察委員會 (香港證監會)，聯合就香港的場外衍生工具監管制度進行改革，引入有關場外衍生工具交易的強制性匯報、結算、交易及備存紀錄責任。香港立法會於 2014 年 3 月 26 日頒布「2014 年證券及期貨 (修訂) 條例」。該條例訂立香港場外衍生工具市場的監管架構，採分階段實施強制性責任，先落

<sup>72</sup> 參閱李怡芳、李丹(2017 年)，「歐盟 MiFID II 監管改革研究」，上海證券交易所，<http://www.sse.com.cn/aboutus/research/report/c/4445412.pdf>，瀏覽日期：2018 年 4 月 25 日。

實強制性匯報及相關備存紀錄責任，再實施強制性的結算，最後實施強制性的交易。

香港場外衍生工具監管制度的分階段實施情形如下，第一階段已於 2015 年 7 月 10 日生效，涉及部分利率交換（interest rate swaps，IRS）及無本金交割的遠期外匯（non-deliverable forwards，NDF）交易的強制性匯報，及相關備存紀錄責任以及新制度整體架構。

第二階段涉及(1)港元或四大工業貨幣（即美元、歐元、英鎊或日圓）的某些標準化利率交換交易的強制性結算及相關備存紀錄責任，及為施行強制性結算的集中交易對手（central counterparties，CCP）的指定；及(2)擴大強制性匯報，涵蓋五個主要資產類別（即：利率、外匯、股票、信用與商品）的場外衍生工具，已分別於 2016 年 9 月 1 日及 2017 年 7 月 1 日生效。該制度的其他環節將會在較後階段實施<sup>73</sup>。

## 五、持續關注全球監管發展

香港證監會在「有關建議加強資產管理業規管及銷售時的透明度的諮詢文件」中表示，MiFID II 中有關酬金的規則，以及禁止向基金經理包裹式收取研究費用與經紀佣金等規範。鑑於適用於這兩個範疇的香港現行規定符合相關的國際證監會組織標準，加上國際間似乎尚未就該等議題達成共識。因此，香港並未納入相關建議，而係採保留態度，並持續關注這些議題的全球監管發展<sup>74</sup>。

<sup>73</sup> 參閱香港證券及期貨事務監察委員會，「場外衍生工具監管制度」，

<http://www.sfc.hk/web/TC/rules-and-standards/otc-derivatives-regulatory-regime/>，瀏覽日期：2018 年 5 月 22 日。

<sup>74</sup> 參閱香港證券及期貨事務監察委員會(2016 年 11 月 23 日)，「有關建議加強資產管理業規管及銷售時的透明度的諮詢文件」，

<http://www.sfc.hk/edistributionWeb/gateway/TC/consultation/openFile?refNo=16CP5>，瀏覽日期：2018 年 5 月 30 日。



## 第四節 日本

### 壹、歐盟 MiFID II 施行對日本市場的影響

MiFID II 對日本市場金融機構的影響，可區分為直接影響與間接影響。若日本金融機構在歐洲建立當地的子公司，並提供投資服務或進行投資活動，則該子公司本身受到歐洲監管機構的監管，將受到直接影響。若該金融機構係與歐洲經紀商、買方或交易所進行業務活動，則受到間接的影響。在這種情況下，非直接受到法律適用的影響，極有可能是透過引入最佳做法 (best practice) 的形式產生影響。事實上，許多日本金融機構可能會受到後者的間接影響。

MiFID II 對日本金融機構的影響主要包括以下三方面：

#### 一、分拆交易執行及研究分析費用

MiFID II 禁止採取包裹型態收取執行交易費用及研究分析費用的規範，可能影響全球金融機構，將分拆交易執行費用及研究分析費用逐漸轉成最佳做法的規定。例如一家歐盟的買方公司（如資產管理機構）擬投資日本市場的股票，即可能要求日本的經紀商將交易執行費用及研究分析費用分拆定價。

日本對證券公司業務之經營，經 1998 年之證券交易法（已由金融商品交易法取代）修訂後，由原許可制改採註冊登記制度，並開放證券公司得兼營投信及投顧業務。依據日本金融商品交易法，投資顧問業係指從事第 2 條第 8 項第 11 款規定之行為者，其中第 2 條第 8 項第 11 款規定之行為，指依據投資顧問合約向顧客提供建議者，而所謂之「投資顧問合約」，乃由當事人一方約定以口頭、書面或其他方法，就有價證券的價值或投資判斷向他方提出投資建議，他方約定

支付報酬之合約。但前述書面方式，以銷售給不特定多數人為目的所發行之新聞、雜誌、書籍等刊物，且不特定的多數人隨時可得購買者，不在此限<sup>75</sup>。依據日本金融廳（Financial Services Agency of Japan，JFSA）的解釋，若僅收取研究費用並未視為經營投資顧問業務，並無註冊投顧業務之必要性。

因此，有關 MiFID II 分拆交易執行及研究分析費用，對日本證券商而言，並無面臨類似我國與美國可能違反現行規定的問題。

## 二、電子式直接連線方式（Direct Electronic Access，DEA）

MiFID II 針對電子式直接連線方式（DEA）提出新的規範，禁止投資公司為其客戶提供未受適當系統控制的電子式直接連線方式（DEA），且要求交易場所須於允許客戶使用電子式直接連線方式（DEA）之前評估客戶的適合性。一般認為 DEA 使用者（例如日本經紀商）透過其 DEA 提供者（如歐盟經紀商）將受到更高標準的盡職調查與監管。

## 三、第三國交易場所等效認可（equivalence decisions）規定

MiFIR 第 23(1)條規定歐盟的投資公司須確保其股份交易，是在受規範市場（Regulated Market，RM）、多邊交易設施（Multilateral Trading Facility，MTF）、系統化內部交易商（Systematic Internaliser，SI）或歐洲委員會根據 MiFID II 第 25(4)(a)條評定為具同等性（equivalent）的第三國交易場所進行。除非該交易是非系統性的、臨時的或不經常的，該交易場所無須適用上述等效認可（equivalence decisions）的規定。

---

<sup>75</sup> 參閱「日本證券市場相關制度」（2018年7月），臺灣證券交易所，<http://www.twse.com.tw/staticFiles/product/publication/0003000177.pdf>，瀏覽日期：2018年10月19日。

然而，許多日本股票在歐盟市場雙重上市，前述規範將阻止歐盟投資公司透過日本交易場所交易上述股份，除非日本交易所取得同等性的評定<sup>76</sup>。

## 貳、日本的因應措施

MiFID II 在全球監理標準的演變中發揮關鍵作用，近期日本與 MiFID II 一致的監管改革包括：

### 一、高頻交易的管理

2017 年 5 月 17 日，日本國會通過「金融商品交易法」(Financial Instruments and Exchange Act, FIEA) 修正案，其中針對高頻交易商提出新的監管架構，訂於 2018 年 4 月 1 日生效。日本金融廳 (JFSA) 隨後於 2017 年 12 月 27 日發布高頻交易商的監管指引。其規範重點包括：

1. 高頻交易的定義與範圍。
2. 要求高頻交易商須進行註冊，並規範註冊程序與文件。
3. 針對高頻交易商的業務活動進行規範。
4. 要求高頻交易商須具備適當的風險管理機制。
5. 保留相關的帳冊與紀錄<sup>77</sup>。

### 二、發布客戶導向的業務準則

<sup>76</sup> 參閱 Christian Voigt( 2017, February 28),“MiFID II and its impact on Japanese financial institutions”, Retrieved June 7, 2018, from <https://www.fidessa.com/jp/newsletter/issue010/mifid-ii-and-its-impact-on-japanese-financial-institutions>

<sup>77</sup> 參閱 Akio Kawamura, Akira Yamamoto (2017, June),“High-Frequency Trading: Overview of the New Japanese Regulations”, Nishimura & Asahi, Retrieved June 8, 2018, from [https://www.jurists.co.jp/sites/default/files/newsletter\\_pdf/en/newsletter\\_en\\_201706\\_finance.pdf](https://www.jurists.co.jp/sites/default/files/newsletter_pdf/en/newsletter_en_201706_finance.pdf)

日本金融廳（JFSA）於 2017 年 3 月 30 日公布客戶導向的業務管理準則（顧客本位の業務運営に関する原則），為金融機構提供最佳作法。該準則並非強制性，主係要求金融機構須制定明確的政策，以實現客戶導向的目標，並向其利害關係人解釋未遵守準則的原因<sup>78</sup>。

該準則主要包括以下七項原則：

1. 應制定與揭露以客戶為導向的業務運作政策，並定期審查。
2. 追求客戶的最大利益，以高水準的專業性、職業道德、誠信與公平辦理業務活動，並將前述價值觀融入企業文化。
3. 適當地管理與客戶間的利益衝突。
4. 向客戶提供詳細的服務收費細節，包括佣金與費用等資訊。
5. 以容易理解的方式向客戶揭露重要資訊。
6. 蒐集客戶的財務狀況、經驗、需求與目標資訊，並提供適合客戶的產品與服務。
7. 建立適當的治理架構、設計薪酬、績效與獎勵政策，以促進員工遵守相關準則<sup>79</sup>。

前述規範原則與 MiFID II 有關投資人保護規範，具一致性的監管方向。

### 三、OTC 衍生性商品的改革

<sup>78</sup> 參閱 Kazuyuki Ohno (2017, May 26), "Japan: Customer-oriented business operations", Retrieved June 4, 2018, from <http://www.iflr.com/Article/3720718/Japan-Customer-oriented-business-operations.html>；以及日本金融廳(2017年3月30日)，「顧客本位の業務運営に関する原則」の確定について，<https://www.fsa.go.jp/news/28/20170330-1.html>，瀏覽日期：2018年6月11日。

<sup>79</sup> 參閱 Deloitte，「2018年金融服務監管展望」，<https://www2.deloitte.com/cn/zh/pages/financial-services/articles/regulatory-outlook-2018.html>，瀏覽日期：2018年6月7日。

2009年9月，二十國集團(G20)峰會提出系統的監管改革計畫，特別是針對場外衍生性商品交易，提出系列改革措施以提高市場交易的透明度，以及降低場外衍生性商品可能造成的系統性風險。

歐盟為履行G20有關場外衍生性商品的監管要求，於MiFID II中納入有關的改革措施，將原本在監管範圍以外之OTC市場中的標準化衍生性商品交易平臺等納入監管範圍。同時，要求所有符合集中結算要求並具足夠流動性的衍生性商品必須在受規範市場(RM)、多邊交易設施(MTF)或有組織的交易設施(OTF)上交易，僅允許基於特殊目的的股票、債券交易與非標準化的衍生性商品交易在不受監管的OTC市場中交易。

日本金融廳(JFSA)針對OTC衍生性商品陸續進行多項改革，主要包括以下各項：

#### 1. 強制結算要求

日本於2012年11月1日引入OTC衍生性商品強制結算制度，並分階段實施。第一階段將JPY-LIBOR利率交換以及信用違約交換(credit default swap, CDS)交易納入強制結算；第二階段自2014年7月1日起將Euro-yen TIBOR利率交換交易納入強制結算範圍，並縮小豁免範圍。

#### 2. 通知要求

日本金融廳(JFSA)於強制性報告規則中新增OTC衍生性商品的通知要求已於2014年6月20日生效，規定持有OTC衍生性商品平均金額達以下門檻的營運商，須每年於4月1日至5月31日期間向日本金融廳(JFSA)進行申報。

(1)2015年4月1日起達1兆日圓以上；

(2)2016年4月1日起達3,000億日圓以上。

### 3. 交易資訊儲存庫 (Trade information storage) 與報告要求

日本於2012年11月1日起實施強制性資訊儲存以及交易報告的要求，包括未透過集中交易對手 (CCP) 進行結算的 OTC 衍生性商品<sup>80</sup>。

### 4. 保證金要求

日本金融廳 (JFSA) 於2016年3月31日公布非集中結算 OTC 衍生性商品保證金要求規則，同時修訂相關監管準則，為非集中結算的 OTC 衍生性商品建立風險管理程序，主要針對適用對象、商品範圍、保證金要求以及合格擔保品等進行規範<sup>81</sup>。

### 5. 強制使用電子交易設施

日本金融廳 (JFSA) 於2014年7月1日發布關於 OTC 衍生性商品強制使用電子交易設施的草案。主係配合2012年9月6日通過的金融商品交易法 (FIEA) 進行修訂，其中規範 OTC 衍生性商品電子交易設施以及強制使用電子交易設施的新制度。並於2015年9月1日起，強制 JPY-LIBOR 利率交換交易在交易所或其他電子交易平台進行交易<sup>82</sup>。

<sup>80</sup> 參閱 Masayuki Okamoto(2014, October 23),“Recent developments in OTC derivatives regulations in Japan”,Clifford Chance Law Office, Retrieved June 19, 2018, from [https://www.cliffordchance.com/briefings/2014/10/recent\\_developmentsinotcderivative.html](https://www.cliffordchance.com/briefings/2014/10/recent_developmentsinotcderivative.html)

<sup>81</sup> 參閱 Tatsu Katayama、Takaharu Totsuka、Ken Kawai、Daisuke Tanimoto(2016, April), “JFSA published final rules of margin requirements for OTC derivatives” , Retrieved June 12, 2018, from [https://www.amt-law.com/asset/pdf/bulletins2\\_pdf/160420.pdf](https://www.amt-law.com/asset/pdf/bulletins2_pdf/160420.pdf)

<sup>82</sup> 參閱 Japan Financial Services Agency (2015, September 23),“OTC Derivatives Reforms”, Retrieved June 4, 2018, from <https://www.fsa.go.jp/common/conference/danwa/20150923/01.pdf>; 以及 Masayuki Okamoto(2014, October 23),“Recent developments in OTC derivatives regulations in Japan”,Clifford Chance Law Office, Retrieved June 19, 2018, from [https://www.cliffordchance.com/briefings/2014/10/recent\\_developmentsinotcderivative.html](https://www.cliffordchance.com/briefings/2014/10/recent_developmentsinotcderivative.html)

## 第五節 韓國

### 壹、歐盟 MiFID II 施行對韓國市場的影響

MiFID II 對韓國金融機構的影響，與前述非歐盟成員國類似，可區分為直接影響與間接影響。若韓國金融機構在歐洲建立當地的子公司，並提供投資服務或進行投資活動，則該子公司本身受到歐洲監管機構的監管，將受到直接影響。若該金融機構係與歐洲經紀商、買方或交易所進行業務活動，則受到間接的影響。例如在歐盟的交易場所進行交易、基金經理人（或產品提供者）將產品銷售至歐盟地區或提供客戶電子式直接連線方式（Direct Electronic Access, DEA）到歐盟市場的服務等。

此外，MiFID II 禁止採取包裹型態收取執行交易費用及研究分析費用的規範，歐盟的買方公司可能要求韓國的經紀商將交易執行費用及研究分析費用分拆定價，亦面臨與臺灣、美國類似的問題，證券商若未具有證券投資顧問執照，收取研究報告費用將違反現行規定。

### 貳、韓國的因應措施

基本上 MiFID II 的施行對韓國金融市場的衝擊並非直接性且影響程度相對小，惟 MiFID II 的監管原則與趨勢仍受到韓國監管機關的重視，茲將韓國針對 MiFID II 的因應措施，以及近期與 MiFID II 一致的監管改革，加以彙整說明。

#### 一、針對分拆交易執行及研究分析費用之規範提出新規

韓國金融監督局 (Financial Supervisory Service, FSS) 針對 MiFID II 分拆交易執行及研究分析費用之規範提出新規，規定證券商須有「因應 MiFID II 所提供的調查分析服務業務」資格，才得以提供 MiFID II 規範的研究報告收費服務。目前僅有 9 家證券商取得此資格，且皆為外資，包含：JP Morgan、Morgan Stanley、Deutsche、Merrill Lynch International、Citi Group、CGS CIMB、Societe Generale、CLSA 以及 Credit Suisse 等。

實務上韓國本地證券商雖然亦持有非針對 MiFID II 的一般投資顧問資格，但研究報告僅做為經紀業務的一項附加服務。經紀的收費分級會依據業者提供的附加價值服務（如智能選股、手機下單軟體、研究報告等）採整體包裹式收費。

## 二、推動獨立財務顧問 (Independent Financial Advisers, IFAs)

2017 年 5 月 2 日韓國金融監理委員會 (Financial Services Commission, FSC) 提出獨立財務顧問 (IFA) 制度，列入「金融投資服務暨資本市場法施行命令」(Enforcement Decree of The Financial Investment Services And Capital Markets Act) 修正內容。

所謂獨立之標準，係指：

1. 必須從其客戶收取服務費用而非從商品提供者；
2. 不得同時提供投資建議及金融商品，但經營全權委託業務者不在此限；
3. 禁止推薦特定商品，若建議投資限制型之商品應揭露相關資訊。



非獨立財務顧問除從客戶收取顧問費用，雖未禁止從商品提供者收受佣金，惟須向客戶揭露該佣金之相關資訊。財務顧問與客戶簽約前，亦須揭露及充分解釋所有可能影響其建議之因素<sup>83</sup>。

### 三、衍生性商品市場改進措施

#### 1. 擴大採用集中結算的衍生性商品範圍

韓國金融監理委員會（FSC）於 2013 年 9 月 11 日授權韓國交易所（KRX）為 OTC 衍生性商品的集中交易對手（CCP），韓國交易所（KRX）於 2014 年 3 月 3 日開始提供韓元（KRW）計價利率交換（IRS）的自願性結算服務，並於同年 6 月 30 日進行強制結算。並將陸續擴大集中結算 OTC 衍生品商品範圍，包括美元計價的利率交換（IRS）、無本金交割遠期外匯(NDF)以及其他外幣計價的利率交換（IRS）、貨幣交換（CRS）與信用違約交換（CDS）等<sup>84</sup>。

#### 2. 建構交易資訊儲存庫系統（Trade Repository System）

韓國金融監理委員會（FSC）於 2015 年 8 月指定韓國交易所（KRX）為交易資訊儲存庫（Trade Repository，TR）機構，以利完整申報 OTC 衍生性商品交易資訊<sup>85</sup>。

<sup>83</sup> 參閱 Financial Services Commission (South Korea) (2016, March 24),“Plan to Stimulate Financial Advisory Services”, Retrieved July 23, 2018, from [http://www.fsc.go.kr/eng/new\\_press/releases.jsp?menu=01&bbsid=BBS0048&selYear=2016&sch1=&sword=&nxPage=3](http://www.fsc.go.kr/eng/new_press/releases.jsp?menu=01&bbsid=BBS0048&selYear=2016&sch1=&sword=&nxPage=3)；以及 Choi, Soon Young (2017, July 11),“Korea’s Introduction of IFAs and the Challenges Ahead”, Retrieved July 16, 2018, from <https://www.kcmi.re.kr/common/downloadw.asp?fid=21350&fgu=002001&fty=004003>

<sup>84</sup> 參閱 Ben Hur、William W Rhee(2016, October 18), “Central clearing of OTC derivatives – implementation in South Korea” , Retrieved July 12, 2018, from <https://www.ibanet.org/Article/Detail.aspx?ArticleUid=3606959d-c83b-4d3c-ac24-bfb545fd9c1b>；以及 Financial Services Commission (South Korea) (2016, November 22),“Measures For Improvement of Derivatives Markets”, Retrieved July 23, 2018, from [http://www.fsc.go.kr/eng/new\\_press/releases.jsp](http://www.fsc.go.kr/eng/new_press/releases.jsp)

<sup>85</sup> 參閱 Financial Services Commission (South Korea) (2016, November 22),“Measures For Improvement of Derivatives Markets”, Retrieved July 23, 2018, from [http://www.fsc.go.kr/eng/new\\_press/releases.jsp](http://www.fsc.go.kr/eng/new_press/releases.jsp)

### 3.建構保證金要求準則

韓國金融監督局（FSS）於 2017 年 2 月 27 日公布「非集中結算場外衍生性商品保證金要求準則」，並於 2017 年 3 月 1 日生效。該準則針對未透過集中交易對手（CCP）進行結算的交易，規範其額外的保證金要求，以減少與 OTC 衍生性商品交易有關的系統性風險<sup>86</sup>。

### 4.推行電子交易平台

韓國金融監理委員會（FSC）考慮推動 OTC 衍生性商品電子交易平台，並根據全球先進國家運行中或未來發展趨勢之可行性進行研究<sup>87</sup>。



<sup>86</sup> 參閱 Hur, Ben. B.、Cho, Christopher Joon Tae、Kim, Kyu Sik、Im, Carl(2017, March 16), “Margin Rules for Uncleared Swaps” , Retrieved May 3, 2018, from [https://yulchon.com/ENG/notice/view2.asp?CD=52456&CM=NG2&searchKey=all&searchVal=Kim, %20Kyu%20Sik](https://yulchon.com/ENG/notice/view2.asp?CD=52456&CM=NG2&searchKey=all&searchVal=Kim,%20Kyu%20Sik)

<sup>87</sup> 參閱 Financial Services Commission (South Korea) (2016, November 22),“Measures For Improvement of Derivatives Markets”, Retrieved July 23, 2018, from [http://www.fsc.go.kr/eng/new\\_press/releases.jsp](http://www.fsc.go.kr/eng/new_press/releases.jsp)

## 第四章 歐盟 MiFID II 施行對資產管理業的影響與因應

### 第一節 MiFID II 施行對資產管理業的影響分析

#### 壹、資產管理業關注的 MiFID II 重要領域與核心措施

MiFID II 某些方面以 MiFIR 進行規範，其規定係在整個歐盟範圍內實現最大程度的協調，並具有直接的效力，各成員國個別裁量或解釋的空間有限。其他方面採取發布指令的方式，成員國須配合指令修改相關法規。以下彙整資產管理業較為關注的 MiFID II 重要領域與核心措施<sup>88</sup>：

##### 一、市場結構

##### (一) OTC 衍生性商品強制於受監管的平臺進行交易

MiFID II 規範標準化的衍生性商品（即流動性充足、符合集中結算要求者）須在有組織的交易設施（OTFs）、多邊交易設施（MTFs）以及受規範市場（RM）等受監管的平臺進行交易，取代原本在 OTC 的交易。此外，MiFID II 縮小對商品類公司的豁免權，並規定商品類衍生性商品的部位限制，以及相關的強制性報告<sup>89</sup>。

##### (二) 為非股權金融工具提出新的交易場所—有組織的交易設施(OTF)

<sup>88</sup> 參閱 EY, “MiFID II : Time to take action Wealth & Asset Management” , Retrieved June 14, 2018, from [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-time-to-take-action-on-mifid-II/\\$FILE/EY-time-to-take-action-on-mifid-II.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-time-to-take-action-on-mifid-II/$FILE/EY-time-to-take-action-on-mifid-II.pdf)

<sup>89</sup> 參閱 Paul, Weiss, Rifkind, Wharton & Garrison LLP(2017, November 1),“MiFID II Unbundling Rules: Implications for Asset Managers and Broker-Dealers in the United States”, Retrieved July 30, 2018, from <https://www.paulweiss.com/media/3977463/1nov17-mifid.pdf>

MiFID II 創建新類別的交易場所，亦即有組織的交易設施（OTF），用於交易非股權金融工具，如債券、結構型金融產品、排放配額（emission allowances）以及衍生性商品等<sup>90</sup>。

(三)對於未在受規範市場（RM）或多邊交易設施（MTF）進行交易的限制（如黑池交易）

MiFID II 新增「有組織的交易設施」（OTF）類型，將原本未在受規範市場（RMs）或多邊交易設施（MTFs）進行交易的非股權金融工具納入監管範圍<sup>91</sup>。

針對黑池交易，MiFID II 引入交易量的限制，規定單一股份或類股權工具於過去 12 個月，在任一黑池的交易量不得超過該股份總交易量的 4%；且在歐盟市場所有黑池的交易量不得超過該股份總交易量的 8%。由於黑池交易可以豁免交易前資訊揭露的要求，故若超過規定交易量上限，則該股票將被暫停相關豁免 6 個月。此外，歐洲證券市場管理局（ESMA）每月公布超過上限的股份名單<sup>92</sup>。

(四)增加對高頻交易與演算法交易的限制

MiFID II 對於從事演算法交易活動的高頻交易商，包括斷路機制（circuit breakers）以及採電子式直接連線方式（Direct Electronic

<sup>90</sup> 參閱 Paul, Weiss, Rifkind, Wharton & Garrison LLP(2017, November 1),“MiFID II Unbundling Rules: Implications for Asset Managers and Broker-Dealers in the United States”, Retrieved July 30, 2018, from <https://www.paulweiss.com/media/3977463/1nov17-mifid.pdf>

<sup>91</sup> 參閱 EY, “MiFID II : Time to take action Wealth & Asset Management” , Retrieved June 14, 2018, from [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-time-to-take-action-on-mifid-II/\\$FILE/EY-time-to-take-action-on-mifid-II.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-time-to-take-action-on-mifid-II/$FILE/EY-time-to-take-action-on-mifid-II.pdf)

<sup>92</sup> 參閱 European Securities and Markets Authority(2018, March 7),“MiFID II: ESMA Publishes Double Volume Cap Data”, Retrieved June 28, 2018, from <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/mifid-ii-esma-publishes-double-volume-cap-data>

Access, DEA) 到歐盟交易場所的投資公司，將須建立系統與風險控管機制以防止可能導致市場失序或涉及市場濫用的交易<sup>93</sup>。

依據歐洲證券市場管理局 (ESMA) 發布的問答集，其中針對電子式直接連線方式 (DEA) 提出更明確的規範，MiFID II 禁止非歐盟機構提供歐盟交易場所的電子式直接連線方式 (DEA)，即使該機構位於獲得等效認可 (equivalence decisions) 的管轄區內，前述規範將對海外提供該項服務的公司產生巨大影響<sup>94</sup>。

#### (五) 交易場所與集中交易對手 (CCPs) 非歧視性地准入

MiFID II 的目的是建立一個統一的歐盟制度，引入更多的競爭與選擇，讓使用者非歧視地進入交易場所。在過渡期之後，交易場所與集中交易對手 (CCPs) 必須允許其使用者透過自己選擇的結算所進行交易，有效廢除歐盟中存在的垂直整合市場模式，如德國與義大利<sup>95</sup>。

## 二、市場透明度

### (一) 提高對所有資產類別的法規與客戶報告要求

MiFID II 提高市場透明度的要求，將透明度制度擴大到涵蓋非股權金融工具，所有交易場所 (RMs、MTFs 與 OTFs) 皆須發布買

<sup>93</sup> 參閱 EY, “MiFID II : Time to take action Wealth & Asset Management” , Retrieved June 14, 2018, from [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-time-to-take-action-on-mifid-II/\\$FILE/EY-time-to-take-action-on-mifid-II.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-time-to-take-action-on-mifid-II/$FILE/EY-time-to-take-action-on-mifid-II.pdf)

<sup>94</sup> 參閱 European Securities and Markets Authority (2018, May 29), “Questions and Answers--On MiFID II and MiFIR market structures topics”, Retrieved June 28, 2018, from [https://www.esma.europa.eu/system/files\\_force/library/esma70-872942901-38\\_qas\\_markets\\_structures\\_issues.pdf](https://www.esma.europa.eu/system/files_force/library/esma70-872942901-38_qas_markets_structures_issues.pdf)

<sup>95</sup> 參閱 EY, “MiFID II : Time to take action Wealth & Asset Management” , Retrieved June 14, 2018, from [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-time-to-take-action-on-mifid-II/\\$FILE/EY-time-to-take-action-on-mifid-II.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-time-to-take-action-on-mifid-II/$FILE/EY-time-to-take-action-on-mifid-II.pdf)

賣報價，以及未撮合委託單的資訊。此外，MiFID II 要求系統化內部交易商（Systematic Internalisers，SIs）針對委託單低於特定門檻且具足夠流動性的金融工具，亦必須在交易前進行公開報價，惟允許系統化內部交易商（SIs）基於商業政策保護原則，考量交易對手的信用與交割風險後撤回報價，以控制其風險<sup>96</sup>。

MiFID II 亦提高對客戶報告的要求，除公司必須在提供相關投資服務前，向客戶提供成本資訊，不僅包括交易成本，還包括輔助服務的成本，且不僅在投資時點，至少一年一次須告知客戶總計成本與費用，包括提供的服務與諮詢費用。雖然不需要向客戶提供前述費用的細目，但必須在客戶要求下提供<sup>97</sup>。此外，包括顧問範圍、投資風險與產品適合度等皆提高相關要求。

## (二) 近乎即時向監管機關報告的要求

提高透明度為 MiFID II 的關鍵支柱，要求公司近乎即時地公布所有交易前與交易後的數據與報告，且須透過交易場所或核准公告機制（Approved Publication Arrangements，APAs）發布。

先前 MiFID 已針對歐盟監管市場上市的權益證券制定前述要求，MiFID II 進一步擴大其適用範圍，包括 OTC 交易工具，如債券、結構型金融產品、衍生性商品以及排放配額（emission allowances）等<sup>98</sup>。

<sup>96</sup> 參閱 EY(2014, July 2),“The world of financial instruments is more complex. Time to implement change. Capital markets reform: MiFID II”, Retrieved June 22, 2018, from [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-MiFID-II-client-brochure-the-world-of-financial-instruments-is-more-complex/\\$FILE/EY-MiFID-II-client-brochure-the-world-of-financial-instruments-is-more-complex.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-MiFID-II-client-brochure-the-world-of-financial-instruments-is-more-complex/$FILE/EY-MiFID-II-client-brochure-the-world-of-financial-instruments-is-more-complex.pdf)

<sup>97</sup> 參閱 EY, “MiFID II : Time to take action Wealth & Asset Management” , Retrieved June 14, 2018, from [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-time-to-take-action-on-mifid-II/\\$FILE/EY-time-to-take-action-on-mifid-II.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-time-to-take-action-on-mifid-II/$FILE/EY-time-to-take-action-on-mifid-II.pdf)

<sup>98</sup> 參閱 “What do APAs mean for your MiFID II reporting?” (2017, May 25), Retrieved July 31, 2018, from

MiFID II 規定交易場所針對股權與類股權金融工具須於交易執行後 1 分鐘內公布交易量與價格資訊，而非股權類金融工具於 2020 年底前應在交易執行後 15 分鐘內，而自 2020 年 1 月起，將縮短為 5 分鐘內公布<sup>99</sup>。此外，交易場所的營運商必須在合理的商業基礎上分別單獨提供交易前與交易後透明度數據，並且必須確保非歧視性的取得，該訊息必須在公布後 15 分鐘內免費提供（從 2020 年後減少到 5 分鐘）<sup>100</sup>。

### (三)發展歐洲整合交易資訊 (consolidated tape)

MiFID II 提出整合交易資訊提供商 (Consolidated Tape Providers, CTPs) 的概念。整合交易資訊提供商 (CTPs) 將收集交易場所以及核准公告機制 (Approved Publication Arrangements, APAs) 發布的交易後資訊，並將其合併為連續的實時數據流，並將數據提供給公眾，包括股權與非股權產品<sup>101</sup>。

資產管理業者的挑戰將是建立與維持系統，以便分析以及有效利用日益增加的資料量<sup>102</sup>。

---

<https://blogs.thomsonreuters.com/financial-risk/risk-management-and-compliance/what-do-apas-mean-for-your-mifid-ii-reporting/>

<sup>99</sup> 參閱 Association for Financial Markets in Europe (2017, September 21), “MiFID II / MiFIR post-trade reporting requirements”, Retrieved July 30, 2018, from <https://www.afme.eu/globalassets/downloads/publications/afme-mifidii-mifir-post-trade-reporting-requirements.pdf>

<sup>100</sup> 參閱 European Securities and Markets Authority (2018, July 12), “Questions and Answers--On MiFID II and MiFIR transparency topics”, Retrieved August 29, 2018, from [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-872942901-35\\_qas\\_transparency\\_issues.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-872942901-35_qas_transparency_issues.pdf)

<sup>101</sup> 參閱 European Securities and Markets Authority (2017, March 31), “MiFID II: ESMA Issues Final Specifications For Non-Equity Tape”, Retrieved July 17, 2018, from <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/mifid-ii-esma-issues-final-specifications-non-equity-tape>

<sup>102</sup> 參閱 EY, “MiFID II: Time to take action Wealth & Asset Management”, Retrieved June 14, 2018, from [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-time-to-take-action-on-mifid-II/\\$FILE/EY-time-to-take-action-on-mifid-II.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-time-to-take-action-on-mifid-II/$FILE/EY-time-to-take-action-on-mifid-II.pdf)

### 三、投資人保護

(一)對產品的監管規定，包括對散戶投資人銷售的禁止與限制規範

MiFID II 針對複雜型商品進行規範，對於投資人資格以及銷售管道皆有限制。根據歐洲證券市場管理局（ESMA）之指引，所謂複雜型商品係指產品的架構複雜導致客戶難以了解所涉及風險的金融商品。

複雜型商品僅能在提供投資建議的基礎上（advised basis）進行銷售，若採執行基礎（execution-only basis）的銷售通路（不提供投資建議服務，僅提供交易執行），除非針對其客戶進行適當性檢測（appropriateness test），否則不得銷售複雜型商品。

對於與投資者保護、市場完整性或金融穩定構成威脅的產品，成員國有權禁止業者銷售前述產品。雖然正式的禁止權力將會非常謹慎地使用，但監管機構可能會在產品開發、治理以及監管方面更加干涉。

三個歐洲監管機構聯合委員會（Joint Committee of three European Supervisory Authorities）<sup>103</sup>於2013年11月28日發布「商品製造的監督與治理過程聯合立場」（Joint Position of the European Supervisory Authorities on Manufacturers' Product Oversight & Governance Processes）<sup>104</sup>，提出適用於金融產品監督與治理過程的八項原則。其中表明監管機構日益關注的不僅是產品的透明度（複雜性、收費），

<sup>103</sup> 三個歐洲監管機構聯合委員會是一個於2011年1月1日成立的論壇，旨在加強歐洲銀行管理局（European Banking Authority, EBA）、歐洲保險與職業養老金管理局（European Insurance and Occupational Pensions Authority, EIOPA）與歐洲證券市場管理局（European Securities and Markets Authority, ESMA）之間的合作，統稱為三個歐洲監管機構（three European Supervisory Authorities, ESAs）。

<sup>104</sup> 參閱 European Banking Authority(2013, November 28),“EBA, EIOPA and ESMA publish Joint Position on product oversight and governance processes”, Retrieved July 31, 2018, from <https://www.eba.europa.eu/-/eba-eiopa-and-esma-publish-joint-position-on-product-oversight-and-governance-processes>



還包括產品開發的管理、產品是否具有價值或效用、是否在不同市場條件下經過壓力測試，以及是否到達目標市場等<sup>105</sup>。

此外，歐洲證券市場管理局（ESMA）於 2018 年 2 月 5 日針對 MiFIDII 的產品治理要求發布指引（Guidelines on MiFID II product governance requirements）<sup>106</sup>，分別針對產品的提供者與分銷商進行規範，其中針對產品提供者的規範重點包括：

### 1. 產品提供者確認潛在目標市場須考量的類別

產品提供者確認潛在目標市場，不應僅依靠數量標準，而應與定性標準平衡考量，可以採用以下 5 項類別：

- (1) 產品的目標客戶類型：依據 MiFIDII 的客戶分類進行，包括「零售客戶」、「專業客戶」與「合格交易對手」等。
- (2) 知識與經驗：公司應明確目標客戶應具備的相關知識，包括相關產品的類型、產品特徵以及有助於了解產品的相關知識領域等。例如對於具有複雜報酬型態的結構型產品，公司得明確目標投資人針對產品的運作與可能產生的結果須具備的知識。在經驗方面，公司可以描述目標客戶應具備的實務經驗，包括相關產品的類型、相關產品特徵以及相關領域的經驗等。例如公司可以指定客戶從事金融市場活動的時間經歷。在某些情況下，知識與經驗可能相互依賴，如有限或沒有經驗的投資人亦可能成為有效的目標客戶，若該投資人具備廣博的知識得以彌補其不足的經驗。

<sup>105</sup> 參閱 EY, “MiFID II: Time to take action Wealth & Asset Management”, Retrieved June 14, 2018, from [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-time-to-take-action-on-mifid-II/\\$FILE/EY-time-to-take-action-on-mifid-II.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-time-to-take-action-on-mifid-II/$FILE/EY-time-to-take-action-on-mifid-II.pdf)

<sup>106</sup> 參閱 European Securities and Markets Authority( 2018, February 5),“Guidelines on MiFID II product governance requirements”, Retrieved October 22, 2018, from <https://www.esma.europa.eu/document/guidelines-mifid-ii-product-governance-requirements>

- (3)承受損失能力的財務狀況：公司應明確目標客戶能夠且願意承擔的損失百分比，以及可能超過投資金額的任何額外的支付義務，亦即得投資資產的最大比例。
- (4)風險容忍度與相容性：公司應明確目標客戶在投資風險方面應具備的整體態度，如「風險導向或投機」、「平衡」、「保守」等。公司應使用 PRIIPs 法規或 UCITS 指令規定的風險指標對客戶進行分類。
- (5)客戶的目標與需求：公司應明確產品設計所符合的目標客戶之投資目標與需求，包括目標客戶更廣泛的財務目標或投資時所遵循的總體策略，如可以參考預期的投資期限，前述目標可以依據特定目標客戶的投資與預期進行微調。產品為了實現特定客戶的目標與需要可能有所不同，如產品可設計為滿足特定年齡層的需求，符合客戶納稅居住地的稅收效率需求，或設計具有特殊產品特徵以符合特定的投資目標（如「貨幣保護」、「綠色投資」、「道德投資」等）。

## 2.基於產品性質的差異化確認潛在目標市場

確認目標市場應考慮產品的特徵，包括其複雜性（包括成本與費用結構）、風險報酬型態、流動性，或其創新特性等。

因此，對於較複雜的產品，如具有複雜報酬型態的結構型產品，應更詳細地確定目標市場。對於較簡單與常見的產品，則可以採較簡略的方法以確定目標市場：

對於定製或量身定做的產品，產品的目標市場通常是定製該產品的客戶，除非可以預見產品能夠銷售到其他客戶。

## 3.產品提供者分銷策略與確定目標市場的銜接

依據 MiFID II 第 16(3)條的規定，產品提供者應確保其分銷策略與確定的目標一致，且依據 MiFID II 第 24(2)條，產品提供者須採取合理的步驟，以確保金融產品被分銷到確定的目標市場。產品提供者須確定其分銷策略，以利於將每種產品銷售到該產品的目標市場，其中包括當產品提供者可以選擇其產品的分銷商時，產品提供者應盡最大努力選擇其客戶與服務類型與產品目標市場相容的分銷商。

產品提供者於確定分銷策略時，須確定分銷商所需的客戶資訊範圍，才能對產品的目標市場進行正確地評估。因此，產品提供者須建議目標客戶可以取得金融工具的投資服務類型，若產品可以透過沒有提供投資建議的管道進行銷售，公司也可以指定優先的銷售管道<sup>107</sup>。

(二)修訂適合度 (suitability) 及適當性 (appropriateness) 的規定，特別是嵌入衍生性商品的複雜型商品 (包括 UCITS)

MiFID II 加強適合度 (suitability) 與適當性 (appropriateness) 的規範，縮小可以在執行的基礎上 (execution-only basis) 提供的金融工具範圍，其中較受關注與具爭議的產品，如嵌入衍生性商品的 UCITS，將落入「複雜」類別<sup>108</sup>。

MiFID II 規定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。且須持續定期

<sup>107</sup> 參閱 European Securities and Markets Authority( 2018, February 5),“Guidelines on MiFID II product governance requirements”, Retrieved October 22, 2018, from

<https://www.esma.europa.eu/document/guidelines-mifid-ii-product-governance-requirements>

<sup>108</sup> 參閱 EY, “MiFID II: Time to take action Wealth & Asset Management” , Retrieved June 14, 2018, from

[http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-time-to-take-action-on-mifid-II/\\$FILE/EY-time-to-take-action-on-mifid-II.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-time-to-take-action-on-mifid-II/$FILE/EY-time-to-take-action-on-mifid-II.pdf)

進行適合度評估並製作報告，以及須保留有關適當性評估紀錄之內容  
109。

### (三)提供獨立投資建議者利益收取的禁止，並對已收付的款項施行更 嚴格的揭露制度

依據 MiFID II 相關規定，若投資公司提供獨立投資意見，便不得接受及保留由任何第三方支付或提供的費用、佣金或任何金錢或非金錢收益。

對於提供非獨立投資建議者，須向投資者揭露更多關於付款或利益的資料。MiFID II 規定提供投資服務前，必須向客戶揭露有關付款或利益之資訊。若無法事前確定金額，則應向客戶揭露計算該金額的方式，且事後應向其客戶揭露收受或支付款項之確切金額（如應該讓客戶清楚知道所支付費用的哪些部分是給予提供投資服務的投資公司的回佣）<sup>110</sup>。

歐盟成員國被允許得超越 MiFID II 的要求，如英國與荷蘭在此方面已經實施比 MiFID II 更嚴格的限制，則能繼續維持原有的規定<sup>111</sup>。

依據 MiFID II 第 24(4)條與 MiFID II 施行法規(MiFID II Delegated Regulation) 第 50(2)條<sup>112</sup>，投資公司須揭露與投資服務與金融工具相

<sup>109</sup> 參閱「蒐集歐盟 MiFID II 中對資產管理市場影響較大之規範措施包括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、避免利益衝突之相關作業規範及境外基金機構對 MiFID II 規範之影響評估及因應措施」，中華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會，2017 年 10 月。

<sup>110</sup> 參閱香港證券及期貨事務監察委員會(2016 年 11 月 23 日)，「有關建議加強資產管理業規管及銷售時的透明度的諮詢文件」，<http://www.sfc.hk/edistributionWeb/gateway/TC/consultation/openFile?refNo=16CP5>，瀏覽日期：2018 年 5 月 30 日。

<sup>111</sup> 參閱 EY, “MiFID II: Time to take action Wealth & Asset Management”, Retrieved June 14, 2018, from [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-time-to-take-action-on-mifid-II/\\$FILE/EY-time-to-take-action-on-mifid-II.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-time-to-take-action-on-mifid-II/$FILE/EY-time-to-take-action-on-mifid-II.pdf)

<sup>112</sup> 參閱 EU 網站, “Commission Delegated Regulation (EU) 2017/565 ”, Retrieved October 19, 2018, from <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/HTML/?uri=OJ:L:2017:087:FULL&from=EN>

關的總成本與費用，且須向投資人揭露支付第三方（銷售機構）的費用明細，其中總成本與費用應以現金金額與百分比分別表示。

依客戶要求提供的成本與費用明細須依據 MiFID II 施行法規（MiFID II Delegated Regulation）附件二的格式進行揭露，包括投資服務與輔助服務相關成本與費用揭露項目（參見表 4-1）以及金融工具相關的成本與費用揭露項目（參見表 4-2）。

**表 4-1：投資服務與輔助服務相關成本與費用揭露項目**

須揭露成本項目		舉例
與提供投資服務相關的一次性費用(One-off charges)	提供投資服務開始或結束時，支付給投資公司的所有成本與費用。	存款費、終止費與轉換費。
與提供投資服務相關的持續性費用(Ongoing charges)	所有支付給投資公司的持續性成本與費用，以便為客戶提供服務。	管理費、諮詢費與保管費。
所有在提供投資服務過程中產生的交易相關費用	由投資公司或其他方進行交易所產生的相關成本與費用。	經紀人佣金、支付給基金經理的進入與退出費用、平台費用、價差（mark ups，嵌入交易價格）、印花稅、交易稅與外匯成本。
任何與輔助服務相關的費用	不包括在上述費用中，所有與輔助服務相關的任何成本與費用。	研究費用、保管費用。
附帶費用		績效費

資料來源：MiFID II Delegated Regulation ANNEX II，Retrieved October 23, 2018, from <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/HTML/?uri=OJ:L:2017:087:FULL&from=EN>



表 4-2：金融工具相關的成本與費用揭露項目

須揭露成本項目		舉例
一次性收費	在投資金融工具開始或結束時向產品提供者支付的所有成本與費用(包括已含於金融工具價格內或附加在價格外)。	前期管理費、結構費(註)與分銷費。
持續性費用	金融工具投資期間,從金融工具價值中扣除的所有與金融產品管理相關的持續成本與費用。	管理費、服務費、交換費、借券費與稅金以及融資費用。
與交易相關的所有費用	取得與處分投資所產生的所有成本與費用。	經紀人佣金、進入與退出費用、嵌入交易價格的價差費、印花稅、交易稅與外匯成本。
附帶費用		績效費

註：結構型產品支付給產品提供者的費用。

資料來源：MiFID II Delegated Regulation ANNEX II，Retrieved October 23, 2018, from <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/HTML/?uri=OJ:L:2017:087:FULL&from=EN>

MiFID II 實施後，為進一步了解歐盟業者針對基金成本費用資訊實際揭露情形，列舉以下實例供參。惟該揭露資訊屬於公開可取得之資訊，歐盟業者往往針對其客戶提供額外之資訊。

實例一：Fidelity 銷售 Fidelity Funds - International Fund W-Acc-GBP，該檔基金於盧森堡註冊，其提供給投資人的成本與費用資訊，即包括持續性費用與交易費用等資訊，且以現金金額與百分比分別表示（參見表 4-3）。



表 4-3：Fidelity Funds 成本費用揭露資訊

Investment name	Consistent investment charges		Variable investment costs		Total ongoing investment charge %	Total ongoing investment charge £	
	Ongoing charge figure	Rebates, which reduce your ongoing cost	Transaction costs	Performance fees and other incidental costs			
Fidelity Funds - International Fund W-ACC-GBP	1.05%	-	0.28%	-	1.33%	£13.46	
<b>Effective rate over the first year</b>					<b>1.33%</b>		
<b>Ongoing investment charges for year 1</b>						<b>£13.46</b>	
Ongoing investment charges for year 1							1.33% £13.46
Fidelity service fee for year 1							0.35% £3.56
<b>Total ongoing charges for year 1 at 5% growth</b>							<b>£17.02</b>

資料來源：Fidelity International，Retrieved October 23, 2018, from <https://www.fidelity.co.uk/factsheets/Fidelity-International-W-Acc-GBP/LU1033663995-GBP/?id=LU1033663995GBP&idType=isin&marketCode=&idCurrencyId=>

實例二：Hargreaves Lansdown 銷售 Fundsmith Equity (Class I) Accumulation，該檔基金於英國註冊，其提供給投資人的成本與費用資訊，即包括持續性費用與交易費用等資訊，且以現金金額與百分比分別表示（參見表 4-4）。



表 4-4：Fundsmith Equity 成本費用揭露資訊

HOW MUCH MIGHT IT COST?

The following charges are based on an investment of **£5,000** within a **Stocks and Shares ISA** over **5 years** assuming **5.00% growth**. [Change these assumptions](#)

Investment		<b>£5,000.00</b>
<b>HL charges ^</b>		<b>£122.80</b>
Management charge	0.45%	£122.80
<b>Investment charges ^</b>		<b>£272.20</b>
Net initial charge	0%	£0.00
Net ongoing charge	0.95%	£258.55
Transaction costs		£13.65
<b>Total charges over 5 years</b>		<b>£395.00</b>
<b>Average annual charge</b>		<b>1.45%</b>
<b>Illustrative 5 year value</b>		<b>£5,936.49</b>
<b>Illustrative 5 year value with no charges applied</b>		<b>£6,381.41</b>

資料來源：Hargreaves Lansdown，Retrieved October 23, 2018, from <https://www.hl.co.uk/funds/fund-discounts,-prices--and--factsheets/search-results/f/fundsmith-equity-class-i-accumulation/costs>

(四) 禁止採取包裹型態收取執行交易費用及研究分析費用的規範

MiFID II 禁止採取包裹型態收取執行交易費用及研究分析費用的規範，資產管理公司取得研究報告的費用支付方式，可由資產管理公司自行支付，或依據 MiFID II 的規範設置「研究支付帳戶」(Research Payment Account, RPA) 進行支付。且針對研究支付帳戶 (RPA) 進行嚴格的規範，如資產管理公司須編製詳細的研究預算，並於最初與每年提供予客戶。資產管理公司董事會亦須審閱與核准每檔基金研究



支付帳戶（RPA）的相關細節，且須針對目前的投資管理協定與基金文件進行審閱與修改，並配合制定治理程序與管理資訊<sup>113</sup>。

#### （五）最佳執行規範

MiFID II 相較於 MiFID 的規範，不斷強調最佳執行（best execution），且進一步強化最佳執行的要求。MiFID 所秉持的最佳執行原則，要求投資公司須採取「所有合理的步驟」（all reasonable steps）執行客戶的委託。MiFID II 則規範投資公司須採取「所有充分的步驟」（all sufficient steps）執行客戶的委託。依據 MiFID II 第 27 條之規定，投資公司執行委託時，須採取所有充分的步驟，考量價格、成本、速度、執行及交割之可能性、規模、性質或任何其他與執行委託相關之因素，為其客戶獲得最佳可能結果<sup>114</sup>。

### 四、內部控制與治理

#### （一）加強董事會與委員會的組成、適當性以及時間承諾等公司治理規範

MiFID II 加強公司治理相關制度，包括董事會與委員會的組成、適當性以及時間承諾等公司治理規範，以及加強法令遵循主管的職能。雖然 MiFID II 不要求完全獨立的法遵功能，惟要求公司須確實記錄高階經理人員偏離法令遵循主管的評估與建議的情況，並說明投資公司打算採取的補救措施。部分公司已經開始透過強化其控制功能

<sup>113</sup> 參閱 FundAssist, “MiFID II – Impact on Fund Management Companies”, Retrieved June 11, 2018, from <https://www.fundassist.com/mifid2-microsite/mifid-ii-impact-fund-management-companies/>

<sup>114</sup> 參閱 Aisha Dudhia(2015, September 9), “Best execution: 10 key changes under MiFID II – part 1”, Retrieved May 8, 2018, from <https://regtechfs.com/best-execution-10-key-changes-under-mifid-ii-part-1/>

以因應監管的加強，例如設置法令遵循主管的職位或加強法令遵循主管的職能<sup>115</sup>。

## (二)避免利益衝突的薪酬政策

MiFID II 規範薪酬政策的目的是鼓勵負責任的商業行為、公平對待客戶以及避免與客戶間的利益衝突。其關注的重點在於對投資與輔助服務有影響的人，例如銷售人員。

MiFID II 要求投資公司不得以可能增加員工違背客戶最佳利益風險的方式激勵員工，強調員工薪酬政策必須符合客戶的最佳利益，並防止客戶利益受損的任何潛在風險，例如，銷售人員試圖滿足某些目標，向客戶推薦不符合該客戶最佳利益的商品<sup>116</sup>。

此外，歐洲證券市場管理局（ESMA）在其技術指導（Technical Advice）<sup>117</sup>中，有關薪酬政策所涉及的重點包括：

1. 激勵措施不限於財務報酬，福利與職業發展屬於非財務報酬的例子。
2. 公司的薪酬政策應獲得公司高階管理層的核准。
3. 薪酬政策的實施與監督所涉及的法遵風險屬於高階管理層的責任。
4. 應制定績效標準，鼓勵相關人員以客戶的最佳利益行事。

<sup>115</sup> 參閱 EY(2014, July 2),“The world of financial instruments is more complex. Time to implement change. Capital markets reform: MiFID II”, Retrieved June 22, 2018, from [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-MiFID-II-client-brochure-the-world-of-financial-instruments-is-more-complex/\\$FILE/EY-MiFID-II-client-brochure-the-world-of-financial-instruments-is-more-complex.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-MiFID-II-client-brochure-the-world-of-financial-instruments-is-more-complex/$FILE/EY-MiFID-II-client-brochure-the-world-of-financial-instruments-is-more-complex.pdf)

<sup>116</sup> 參閱 Louise Bralsford (2016, September 30),“MiFID II – Remuneration of Sales Staff”, Farrer & Co LLP, Retrieved July 19, 2018, from <https://www.farrer.co.uk/news/briefings/mifid-ii--remuneration-of-sales-staff/>

<sup>117</sup> 參閱 European Securities and Markets Authority(2014, December 19), “Advice to the Commission on MiFID II and MiFIR” (ESMA/2014/1569), Retrieved June 22, 2018, from [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2014-1569\\_final\\_report\\_-\\_esmas\\_technical\\_advice\\_to\\_the\\_commission\\_on\\_mifid\\_ii\\_and\\_mifir.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2014-1569_final_report_-_esmas_technical_advice_to_the_commission_on_mifid_ii_and_mifir.pdf)

5.可變薪酬（variable remuneration）須根據定性標準進行評估，例如客戶滿意度，而非純粹基於定量數據，例如銷售量或滿足新客戶等目標<sup>118</sup>。

## 五、外部控制與報告

### （一）對商品類衍生性商品部位的限制

MiFID II 要求市場參與者在商品類衍生性商品方面根據市場總規模衡量自己的業務活動，超過一定市場數量的市場參與者必須以投資公司身分申請主管部門的授權與監管，以避免由於部位過於集中可能引發的系統性風險。歐洲證券市場管理局（ESMA）並配合公布計算相關限制的具體方式<sup>119</sup>。

### （二）向監管者報告的要求

MiFID II 有關報告（包括 trade reporting 與 transaction reporting 等<sup>120</sup>）的要求相較於 MiFID 再度擴大，不僅將新的資產類別納入 MiFID II 的範圍，且將過去享有豁免報告義務的新投資公司納入規範。MiFID II 將更多在交易所交易的衍生性商品納入報告範圍，其中以商品類與利率類商品受到較大影響。在多邊交易設施（MTF）或有組織的交易設施（OTF）交易的 OTC 衍生性商品報告將增加複雜性與數量，尤其是外匯類、商品類與利率類衍生性商品。此外，一些

<sup>118</sup> 參閱 Laven Partners Limited(2017, March 15),“MiFID II Series: Remuneration And Performance Management Of Sales Staff”, Retrieved July 19, 2018, from <http://www.lavenpartners.com/2017/03/mifid-ii-remuneration-sales-staff/>

<sup>119</sup> 參閱李怡芳、李丹(2017年),「歐盟 MiFID II 監管改革研究」,上海證券交易所, <http://www.sse.com.cn/aboutus/research/report/c/4445412.pdf> , 瀏覽日期:2018年4月25日。

<sup>120</sup> trade reporting 的資料內容較 transaction reporting 簡略,主要為執行資訊,如交易數量,價格與地點等。trade reporting 可由投資公司選擇的核准公告機制(APA)近乎即時地公布,其監管的重點在於價格形成過程。transaction reporting 應揭露更加詳盡的內容,得由核准報告機制(ARM)於 T+1 日提交主管機關,其監管的重點在於檢閱報告公司的曝險以及市場濫用情事。

從事演算法交易以及商品交易的公司皆在 MiFID II 的規範範圍，無法再享有豁免<sup>121</sup>。

### (三)第三國進入市場規範

原本 MiFID 針對第三國企業（即非歐盟企業）進入歐盟市場，並未規範統一的制度，歐盟各成員國對於是否以及如何允許第三國企業進入歐盟市場擁有自由裁量權。

MiFID II 則採取較為一致的規範方式，提供擬進入歐盟市場的第三國企業兩種選擇。第一種是根據歐盟委員會對第三國管轄權的等效認可（equivalence decisions），其中包括監管機構間資訊交換的要求。該制度將使第三國企業不須在歐盟設置分支機構，經向歐洲證券市場管理局（ESMA）登記，即可對歐盟的專業與合格交易對手提供投資服務與活動。另一種是允許成員國要求第三國企業在歐盟設立分支機構，向散戶投資人提供服務的方式，MiFID II 針對分支機構的設立進行規範，包括最初的資本需求、交易稅務資訊以及投資人補償計畫等<sup>122</sup>。

**表 4-5：資產管理業關注的 MiFID II 重要領域與核心措施**

重要領域	核心措施
市場結構	1. OTC 衍生性商品強制於受監管的平臺進行交易 2. 為非股權金融工具提出新的交易場所—有組織的交易設施（OTF） 3. 對於未在受規範市場（RM）或多邊交易設施（MTF）進行交易的限制（如黑池交易） 4. 增加對高頻交易與演算法交易的限制 5. 交易場所與集中交易對手（CCPs）非歧視性地准入

<sup>121</sup> 參閱 EY(2014, July 2),“The world of financial instruments is more complex. Time to implement change. Capital markets reform: MiFID II”, Retrieved June 22, 2018, from [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-MiFID-II-client-brochure-the-world-of-financial-instruments-is-more-complex/\\$FILE/EY-MiFID-II-client-brochure-the-world-of-financial-instruments-is-more-complex.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-MiFID-II-client-brochure-the-world-of-financial-instruments-is-more-complex/$FILE/EY-MiFID-II-client-brochure-the-world-of-financial-instruments-is-more-complex.pdf)

<sup>122</sup> 參閱 Glowacki Law Firm(2018, March 22),“Third-country regime under MiFID II”, Retrieved July 16, 2018, from <https://www.emissions-euets.com/mifid2-third-country-regime>

市場透明度	<ol style="list-style-type: none"> <li>1.提高對所有資產類別的法規與客戶報告要求</li> <li>2.近乎即時向監管機關報告的要求</li> <li>3.發展歐洲整合交易資訊 (consolidated tape)</li> </ol>
投資人保護	<ol style="list-style-type: none"> <li>1.對產品的監管規定，包括對散戶投資人銷售的禁止與限制規範</li> <li>2.修訂適合度 (suitability) 及適當性 (appropriateness) 的規定，特別是嵌入衍生性商品的複雜型商品 (包括 UCITS)</li> <li>3.提供獨立投資建議者利益收取的禁止，並對已收付的款項施行更嚴格的揭露制度</li> <li>4.禁止採取包裹型態收取執行交易費用及研究分析費用的規範</li> <li>5.最佳執行 (best execution) 規範</li> </ol>
內部控制與治理	<ol style="list-style-type: none"> <li>1.加強董事會與委員會的組成、適當性以及時間承諾等公司治理規範</li> <li>2.避免利益衝突的薪酬政策</li> </ol>
外部控制與報告	<ol style="list-style-type: none"> <li>1.對商品類衍生性商品部位的限制</li> <li>2.向監管者報告的要求</li> <li>3.第三國進入市場規範</li> </ol>

資料來源：EY(2014, July 2), "The world of financial instruments is more complex. Time to implement change. Capital markets reform: MiFID II", Retrieved June 22, 2018, from [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-MiFID-II-client-brochure-the-world-of-financial-instruments-is-more-complex/\\$FILE/EY-MiFID-II-client-brochure-the-world-of-financial-instruments-is-more-complex.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-MiFID-II-client-brochure-the-world-of-financial-instruments-is-more-complex/$FILE/EY-MiFID-II-client-brochure-the-world-of-financial-instruments-is-more-complex.pdf) 以及本研究整理。

## 貳、MiFID II 施行對資產管理業的影響分析

MiFID II 施行對資產管理業的影響，以下分別就產品面、銷售面、營運模式面、定價與成本以及獲利面進行探討分析。

### 一、產品面

資產管理公司於產品設計時為符合產品適合度的規範，包括須具體描繪目標客群並設計符合目標客群的商品，須提供的產品資訊包括：

- (一)確定每個基金的目標市場，以及每個基金是否與目標市場內客戶的具體需要、特徵與目標相容；
- (二)確定目標市場過程的資訊，包括相關的定量分析以及品質因素；

(三)詳細的成本與費用資訊<sup>123</sup>。

資產管理業者須加強與制度化內部流程，以提供分銷商所需的資訊，並為現有的基金準備相關文件。此外，須修改與分銷商間的分銷協定，以確保分銷商能夠滿足其要求，將產品正確銷售到目標市場。

因此，未來資產管理業者將可能提供較少的產品，惟更加重視產品與客戶的適合度<sup>124</sup>。

## 二、銷售面

MiFID II 關於提供獨立投資建議者利益收取的禁止，並對已收付的款項施行更嚴格的揭露制度，將使透過適用 MiFID II 銷售機構銷售基金的資產管理業者，須調整原本的佣金支付方式，或改採銷售平臺通路進行銷售。

資產管理業者須向客戶以及潛在客戶提供詳細的事前（銷售點）與事後（售後）成本資訊，包括與基金本身投資相關的所有成本與費用，且須遵循規定的方式計算與表達，並以規定的格式予以揭露<sup>125</sup>。

此外，MiFID II 規範產品提供者須確保商品透過銷售機構能夠銷售到設定的目標客群，資產管理業者為控管銷售機構能夠正確銷售到目標客群，須進行更多的審查，以瞭解其產品如何銷售以及由誰銷售，以及銷售者如何與分銷商以及最終投資者溝通，故應會減少銷售機構的家數<sup>126</sup>。

<sup>123</sup> 參閱 FundAssist, “MiFID II – Impact on Fund Management Companies”, Retrieved June 11, 2018, from <https://www.fundassist.com/mifid2-microsite/mifid-ii-impact-fund-management-companies/>

<sup>124</sup> 參閱 EY, “MiFID II: Time to take action Wealth & Asset Management”, Retrieved June 14, 2018, from [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-time-to-take-action-on-mifid-II/\\$FILE/EY-time-to-take-action-on-mifid-II.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-time-to-take-action-on-mifid-II/$FILE/EY-time-to-take-action-on-mifid-II.pdf)

<sup>125</sup> 參閱 FundAssist, “MiFID II – Impact on Fund Management Companies”, Retrieved June 11, 2018, from <https://www.fundassist.com/mifid2-microsite/mifid-ii-impact-fund-management-companies/>

<sup>126</sup> 參閱 EY, “MiFID II: Time to take action Wealth & Asset Management”, Retrieved June 14, 2018,

MiFID II 是一個巨大的資料管理鏈，要求資產管理業者能夠處理大量資料，業者將尋求科技的協助以符合 MiFID II 的規範，藉由科技開發新的銷售與諮詢模式<sup>127</sup>。

### 三、營運模式面

#### (一)執行交易費用及研究分析費用分拆的規範

MiFID II 禁止採取包裹型態收取執行交易費用及研究分析費用的規範，資產管理公司取得研究報告的費用支付方式，可由資產管理公司自行支付，或依據 MiFID II 的規範設置「研究支付帳戶」(Research Payment Account, RPA) 進行支付。由於 MiFID II 針對研究支付帳戶 (RPA) 進行嚴格的規範，多數資產管理公司採取自行支付的方式支付研究報告費用<sup>128</sup>。

CFA 協會於 2017 年 9 月就 MiFID II 禁止採取包裹型態收取執行交易費用及研究分析費用的規範，針對歐盟成員國的投資專業人士 (參與使用、生產或採購投資研究的買方人士) 進行調查，受訪者涵蓋 330 家公司以及 28 個歐洲國家。若以國家別統計，英國占 39%；德國占 11%；瑞士占 9%；法國占 5%；以及荷蘭占 4%。以公司業務型態統計，傳統投資管理公司占 70%；保險公司或退休基金占 11%；以及對沖基金占 7%。該調查的重要結果包括：

1. 大多數受訪者希望公司吸收投資研究成本，僅 15% 的受訪者希望向客戶收費

from

[http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-time-to-take-action-on-mifid-II/\\$FILE/EY-time-to-take-action-on-mifid-II.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-time-to-take-action-on-mifid-II/$FILE/EY-time-to-take-action-on-mifid-II.pdf)

<sup>127</sup> 參閱 Yixiang Zeng(2017, October 4),“Mifid II to impact Asian asset managers”, Retrieved August 10, 2018, from <http://citywireasia.com/news/mifid-ii-to-impact-asian-asset-managers/a1055642>

<sup>128</sup> 參閱 Kristen McGachey (2018, June 13),“Mifid II unbundling to go global”, Retrieved July 9, 2018, from <https://international-adviser.com/mifid-ii-unbundling-to-go-global/>

關於研究費用的分攤，53%的受訪者表示希望公司承擔成本；21%的受訪者仍然不確定；15%的受訪者希望公司向客戶收取研究費用；12%的受訪者預計會在公司與客戶間進行分攤。

## 2. MiFID II 的新規將對小公司造成不利影響

管理資產（AUM）高於 2,500 億歐元的受訪者中有 67%的人希望公司能夠承擔成本，而 AUM 低於 10 億歐元的公司僅有 42%的受訪者希望公司能夠承擔研究成本。

專家認為，這項新做法可能有利於大型資產管理公司，削弱小公司的競爭力，因為大型資產管理公司較能自行吸收這些研究成本，不必轉嫁給投資人。

## 3. 大多數受訪者預期減少從投資銀行取得研究資源

78%的受訪者表示在 MiFID II 下，預期從投資銀行獲得較少的研究，而 44%的受訪者表示可能會在內部進行更多的研究<sup>129</sup>。

專家表示，投資管理公司將會加強研究報告的品質控管，謹慎取得真正符合實際需求的報告。

## (二)最佳執行規範

MiFID II 強調的最佳執行規範，要求投資公司執行委託時，須採取所有充分的步驟，考量價格、成本、速度、執行及交割之可能性、規模、性質或任何其他與執行委託相關之因素，為其客戶獲得最佳可能結果等。為因應前述規範業者須配合加強相關交易基礎設施，亦有

---

<sup>129</sup> 參閱 CFA Institute (2017, November 20), “MiFID II: A New Paradigm for Investment Research”, Retrieved August 17, 2018, from [https://www.cfainstitute.org/-/media/documents/support/advocacy/mifid\\_ii\\_new-paradigm-for-research-report.ashx](https://www.cfainstitute.org/-/media/documents/support/advocacy/mifid_ii_new-paradigm-for-research-report.ashx)



資訊業者配合開發系統提供 MiFID II 最佳執行報告功能，讓客戶取得交易成本分析，以及最佳執行服務<sup>130</sup>。

### (三)勸誘規範

MiFID II 規範投資公司提供獨立顧問服務，便不得接受及保留由任何第三方支付或提供的費用、佣金或任何金錢或非金錢收益。將促使原本提供獨立顧問服務者，轉為提供非獨立顧問（限制投資意見）服務<sup>131</sup>。

前述投資人保護措施的加強，如勸誘、分銷以及執行交易費用及研究分析費用分拆等規範，加上科技的變革皆會改變營運模式，甚至產生新的營運模式<sup>132</sup>。

### 四、定價與成本

MiFID II 針對資產管理業應向客戶揭露所有投資與服務相關的成本與費用，包括銷售前後應揭露的資訊皆有詳盡的規範。如投資服務前，必須向客戶揭露有關付款或利益之資訊。若無法事前確定金額，則應向客戶揭露計算該金額的方式，且事後應向其客戶揭露收受

---

<sup>130</sup> 參閱 “ULLINK Delivers MiFID II Best Execution Reporting In Partnership With Liquidmetrix” (2018, February 8), Retrieved July 9, 2018, from <https://www.ullink.com/ullink-delivers-mifid-ii-best-execution-reporting-in-partnership-with-liquidmetrix/>

<sup>131</sup> 參閱 FTAdviser(2017, February 14),“Mifid II will see restricted advice rise: advisers”, Retrieved July 27, 2018, from

<https://www.ftadviser.com/regulation/2017/02/14/advisers-fear-mifid-ii-will-hurt-business/>

<sup>132</sup> 參閱 John Mason(2017, March 21),“MiFID II countdown: how will Asian firms respond?”, Retrieved May 29, 2018, from

<https://blogs.thomsonreuters.com/financial-risk/risk-management-and-compliance/mifid-ii-countdown-will-asian-firms-respond/>；以及 EY, “MiFID II : Time to take action Wealth & Asset Management” , Retrieved June 14, 2018, from

[http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-time-to-take-action-on-mifid-II/\\$FILE/EY-time-to-take-action-on-mifid-II.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-time-to-take-action-on-mifid-II/$FILE/EY-time-to-take-action-on-mifid-II.pdf)

或支付款項之確切金額(如應該讓客戶清楚知道所支付費用的哪些部分是給予提供投資服務的投資公司的回佣)<sup>133</sup>。

雖然，部分業者將相關業務移出歐盟，新址選擇美國或新加坡等，以規避 MiFID II 帶來的公司營運成本增加。然而，市場結構與透明度的要求提高，將增加市場競爭與減少價差，資本市場長遠將朝向透明、更高交易量、更低價差以及更商品化的方向發展。惟對客戶日益增加的揭露要求勢必影響資產管理業的定價與成本，資產管理業者須提高對成本與產品獲利能力的認識。

## 五、獲利面

綜上所述 MiFID II 的規範將影響產品的治理與銷售、營運模式以及定價與成本結構，尤其對客戶日益增加的揭露要求，以及禁止採取包裹型態收取執行交易費用及研究分析費用的規範，皆將提高資產管理業的經營成本，致對獲利產生壓力。

依據 CFA 協會於 2017 年 9 月就 MiFID II 禁止採取包裹型態收取執行交易費用及研究分析費用的規範，針對歐盟成員國的投資專業人士(參與使用、生產或採購投資研究的買方人士)所進行的調查。受訪者預計每年將支付管理資產 10 個基本點(採中位數)的研究支出費用，亦即每 10 億美元資產的成本為 100 萬美元<sup>134</sup>。

另依據穆迪預估，遵守 MiFID II 的廣泛影響將使基金經理的支出增加 0.5-5%，包括法遵、揭露、預算、審計要求以及研究成本等<sup>135</sup>。

<sup>133</sup> 參閱香港證券及期貨事務監察委員會(2016 年 11 月 23 日)「有關建議加強資產管理業規管及銷售時的透明度的諮詢文件」，<http://www.sfc.hk/edistributionWeb/gateway/TC/consultation/openFile?refNo=16CP5>，瀏覽日期：2018 年 5 月 30 日。

<sup>134</sup> 參閱 CFA Institute (2017, November 20), “MiFID II: A New Paradigm for Investment Research”, Retrieved August 17, 2018, from [https://www.cfainstitute.org/-/media/documents/support/advocacy/mifid\\_ii\\_new-paradigm-for-research-report.ashx](https://www.cfainstitute.org/-/media/documents/support/advocacy/mifid_ii_new-paradigm-for-research-report.ashx)

<sup>135</sup> 參閱 Financial Times(2018, March 10), “Fund managers count cost of Mifid research shake-up” ,

## 第二節 歐盟 MiFID II 施行對我國資產管理業的影響與因應

### 壹、MiFID II 與我國資產管理法規比較分析

為了解 MiFID II 施行對我國資產管理業之影響，針對 MiFID II 有關資產管理之重要規範與我國相關規範進行比較，分成產品治理、利益衝突、提供客戶資訊、獨立與有限投資建議、勸誘、適合度與適當性以及產品干預等項目分別進行分析比較。其中最主要的差異在於 MiFID II 提出「獨立顧問」的概念，而我國尚未引進獨立顧問服務的概念與作法。相較於國際監理趨勢，如香港已針對「獨立投資意見」進行監管，並配合新增獨立的定義；韓國亦規劃推動獨立財務顧問。因此，我國是否引進獨立顧問的概念與作法值得深思。

此外，有關產品治理與提供客戶資訊方面，雖然我國與 MiFID II 的規範，在核心原則並無太大差異，惟 MiFID II 的規範相較之下更加詳盡（參見表 4-6）。

表 4-6：MiFID II 與我國資產管理法規重要規範比較

規範項目	MiFID II 規範重點	我國規範重點	主要差異
產品治理	強化公司金融商品設計要求，包括銷售前內部審核流程、確定產品目標市場、產品目標客戶群（如散戶與/或專業投資人），並評估所有相關風險。產品提供者須採取合理的步驟，以確保金融產品被分銷到確定的目標市場（MiFID II 第 16、24 條）。	<ul style="list-style-type: none"><li>募集證券投資信託基金之計畫未經列成議案，提董事會討論並決議通過。（「證券投資信託事業募集證券投資信託基金處理準則」第 4 條）。</li><li>基金適合之投資人屬性分析（「證券投資信託事業募集證券投資信託基金公開說明書</li></ul>	兩者核心原則並無太大差異，惟 MiFID II 的規範更加詳盡（參見第四章第一節三、投資人保護）。

規範 項目	MiFID II 規範重點	我國規範重點	主要差異
		<p>應行記載事項準則」第 11 條)。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 基金投資風險揭露(「證券投資信託事業募集證券投資信託基金公開說明書應行記載事項準則」第 10、14 條)。</li> <li>• 銷售契約得約定接受及瞭解投資人原則，以及評估投資人投資能力與證券投資信託基金間適合度原則。(「證券投資信託基金募集發行銷售及其申購或買回作業程序」第 11 條)。</li> </ul>	
利益衝突	<p>公司必須確保其薪酬與第三方利益以及對客戶的義務不會產生利益衝突。MiFID II 要求投資公司不得以可能增加員工違背客戶最佳利益風險的方式激勵員工，強調員工薪酬政策必須符合客戶的最佳利益，並防止客戶利益受損的任何潛在風險。向客戶揭露利益衝突需要足夠詳細，以使客戶能夠做出明智的決定。公司還需要定期檢視其利益衝突政策並解決不足之處(MiFID II 第 9(3)(c)、23(1)條)。</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 建立基金經理人酬金制度之規範(「證券投資信託事業基金經理人酬金核定守則」)</li> <li>• 公司經理人及業務人員之績效考核及酬金標準訂定架構及原則(「證券投資信託事業證券投資顧問事業公司治理實務守則」第 26、31、41、42 條)</li> <li>• 建立適當之業務人員酬金制度(「會員公司業務人員酬金制度應遵行原則」)</li> <li>• 酬金與業績衡平原則之規範「金融服務業公平待客原則」第肆點第七項)</li> </ul>	兩者核心原則並無太大差異。
提供客戶資訊	<p>MiFID II 要求須揭露與投資服務與金融工具相關的總成本與費用，且須向投資人揭露支付第三方(銷售機構)的費用明細，其中</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 證券投資信託契約及公開說明書應揭露之費用資訊(「證券投資信託基金管理辦法」第 2、10-1 條)</li> <li>• 境外基金公告、投資</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• MiFID II 要求須揭露總成本與費用，且應以現金金額與百分比分別表示。</li> <li>• 在客戶要求的情況下，成本也需要逐項</li> </ul>

規範項目	MiFID II 規範重點	我國規範重點	主要差異
	<p>總成本與費用應以現金金額與百分比分別表示。在客戶要求的情況下，成本也需要逐項列出(MiFID II 第24(3)、24(4)、24(5)條)。</p>	<p>人須知以及費用告知相關規範。(「境外基金管理辦法」第36、39、39-1條)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 基金公開說明書、證券投資信託契約應揭露之費用資訊規範。(「證券投資信託事業募集證券投資信託基金公開說明書應行記載事項準則」第6、10、11、18、20、21、24條)</li> <li>• 從事廣告、業務招攬及營業促銷活動時，基金費用資訊揭露應遵循事項之規範。(「會員及其銷售機構從事廣告及營業活動行為規範」第6、8、10條)</li> </ul>	<p>列出，包括投資服務與輔助服務相關成本與費用揭露項目(參見表4-1)以及金融工具相關的成本與費用揭露項目(參見表4-2)。</p>
<p>獨立與有限投資建議</p>	<p>投資顧問服務分為獨立顧問服務(Independent Advice)以及有限顧問服務(Restricted Advice)兩種。其中獨立顧問必須在考慮市場上所有公司的投資產品後，向客戶提供不偏不倚的建議，為他們尋找適合的產品。相反，如果只會就部分投資產品作出建議，就只能將服務形容為有限顧問服務，提供有限顧問服務者及其公司在向客戶提供建議前，須以文字及口頭方式向客戶說明這種限制。MiFID II 要求揭露，公司是以獨立還是有限的方式提供</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 「證券投資顧問事業管理規則」</li> <li>• 「證券投資顧問事業負責人與業務人員管理規則」</li> </ul>	<p>我國尚未引進獨立顧問服務的概念與作法。</p>

規範項目	MiFID II 規範重點	我國規範重點	主要差異
	投資建議(MiFID II 第 24(4)、24(7)條)。		
勸誘	禁止獨立顧問與投資組合經理人接受與保留任何第三方利益(包括費用、佣金、貨幣或非貨幣利益),除了「小額非貨幣性利益(minor non-monetary benefits)」以外(MiFID II 第 23、24 條)。	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 「證券投資顧問事業管理規則」</li> <li>• 「證券投資顧問事業負責人與業務人員管理規則」</li> <li>• 「證券投資信託事業經理守則」</li> </ul>	我國尚未引進獨立顧問服務的概念與作法。
適合度與適當性	<p>MiFID II 將加強有關客戶適合度規則中對客戶的報告與揭露要求的規範。MiFID 規範提供投資建議或投資組合管理的公司需要評估其客戶的產品適合度。MiFID II 要求公司向散戶客戶 (retail clients) 提出適合度報告 (suitability report), 解釋提出之建議及如何滿足客戶偏好、目標與其他特徵。公司必須向散戶客戶提供更多數量的訊息, 包括公司提供客戶的投資服務與金融工具是否適合的判斷依據。公司也被要求考慮客戶的風險容忍度與承受損失的能力。</p> <p>此外, 在沒有提供投資建議相關服務的情況下, 如僅有執行 (execution) 的服務, 則無需進行適合度評估, 惟若銷售複雜型商品則須辦理適當性評估, 以評估該金融商品或服務是否適合客戶</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 金融服務業與金融消費者訂立提供金融商品或服務之契約前, 應確保該商品或服務對金融消費者之適合度。(「金融消費者保護法」第 9 條)</li> <li>• 基金銷售前, 應依基金之特性建立差異化事前審查作業, 以確保該基金符合投資人所承受之風險。(「證券投資信託及顧問事業辦理客戶基金適合度評估準則」)</li> <li>• 銷售契約得約定評估投資人投資能力與證券投資信託基金間適合度原則, 包括投資屬性及其合適之投資範圍等。(「證券投資信託基金募集發行銷售及其申購或買回作業程序」第 11 條)</li> <li>• 辦理投資研究分析之業務人員在提供客戶投資組合建議或為全權委託投資帳戶進行投資行為前, 應對客戶的財務狀況、投資經驗以及投資標的作</li> </ul>	兩者核心原則並無太大差異。

規範項目	MiFID II 規範重點	我國規範重點	主要差異
	(MiFID II 第 25(2)、25(4)、25(6)條)。	適度的詢問，並考慮該投資組合對於客戶之適合度與適當性。在決定每一個投資的適合度與適當性時，應考慮的相關因素包含該投資組合或客戶需要及情況，投資所包含的基本特性及整個投資組合的基本特性。(「證券投資顧問事業從業人員行為準則」第 18 條)	
產品干預	MiFID II 將賦予 ESMA、歐洲銀行監管機構與國家監管機構新的權力，以便為保護消費者而進行干預、禁止或限制金融產品的行銷、分配或銷售。該權力將得於有重大投資者保護疑慮、對金融穩定性產生威脅或影響市場的有序運作與完整性時執行。相關監管機構決定是否採取行動時必須考慮的標準與因素將包括： (1)產品的複雜性，尤其應考慮將銷售的客戶類型； (2)產品發行數量及價值總和； (3)產品創新性； (4)產品的槓桿作用 (MiFIR 第 40-43 條)。	基金經申請核准或申報生效後，主管機關得撤銷或廢止其核准或申報生效之規範(「證券投資信託事業募集證券投資信託基金處理準則」第 10 條、「境外基金管理辦法」第 31 條)	兩者核心原則並無太大差異。

資料來源：本研究整理

## 貳、歐盟 MiFID II 施行對我國資產管理業的影響分析

MiFID II 雖然並非直接適用於非歐盟地區的業者，惟若業者辦理與歐盟市場相關的業務，則將間接受到影響。例如在歐盟的交易場所進行交易、基金經理人（或產品提供者）將產品銷售至歐盟地區或與歐盟交易場所進行演算法交易等，茲分述如下。

#### 一、涉及歐盟資產管理公司組織架構者須遵守 MiFID II 的規範

在歐盟設有分支機構或子公司提供歐盟地區投資服務的臺灣總部將直接受 MiFID II 規範的影響，其在歐盟地區提供的投資服務須受 MiFID II 的規範。

此外，總部位於歐洲的資產管理公司之臺灣分支機構或子公司，其亦可能受到影響，因為臺灣分支機構或子公司的運作可能須與其歐洲總部一致，亦即該臺灣分支機構或子公司可能被要求遵守 MiFID II 的規範<sup>136</sup>。

#### 二、與歐盟經紀商進行交易將面臨業務條款的變更

歐盟經紀商須受 MiFID II 的規範，包括交易執行及研究分析費用分拆的規範，其對象包括歐盟經紀商的全球客戶。因此，臺灣的資產管理業者若與歐盟經紀商進行交易，將發現原本採取包裹型態收取執行交易費用及研究分析費用的模式不再適用，歐盟經紀商將針對兩項費用分開進行報價。雖然臺灣的資產管理業者不受 MiFID II 的規範，仍可以使用交易佣金購買研究，惟歐盟經紀商仍須依據 MiFID II 的規範，更改有關業務條款並提供予臺灣資產管理業者<sup>137</sup>。

<sup>136</sup> 參閱 Yixiang Zeng(2017, October 4),“Mifid II to impact Asian asset managers”, Retrieved August 10, 2018, from <http://citywireasia.com/news/mifid-ii-to-impact-asian-asset-managers/a1055642>

<sup>137</sup> 參閱 Shearman & Sterling (2017, June 21),“MIFID II for Non-EU Fund Managers”, Retrieved June 29, 2018, from <https://www.shearman.com/perspectives/2017/06/mifid-ii-for-non-eu-fund-managers>



此外，MiFID II 針對商品類衍生性商品進行部位限制，臺灣資產管理業者若與歐盟經紀商進行商品類衍生性商品交易，將影響其投資組合管理相關的策略<sup>138</sup>。

### 三、與歐盟交易場所進行演算法交易須評估交易活動所適用的規範

MiFID II 要求歐盟經紀商了解交易活動的性質，若資產管理業者採用演算法交易，歐盟經紀商可能要求資產管理業者須說明交易前的市場准入控制、交易後的監測以偵測異常行為，以及變動的管理控制等。且須記錄與保存對軟體所進行的所有重大更改，包括何時進行更改、更改的性質、誰進行更改、誰進行測試與如何測試，以及誰核准該變更正式運作等<sup>139</sup>。

MiFID II 針對從事演算法交易的公司進行規範，並設法防止不受規範的公司（包括位於歐盟地區以外的公司）於歐盟交易場所從事演算法交易。然而，實際適用於非歐盟資產管理業者的情形，將因歐盟成員國個別不同的法規而有所差別。如英國依據其「海外人員豁免」（overseas persons exclusion）<sup>140</sup> 規範，允許非位於英國的非歐盟資產管理業者能夠在未受 MiFID II 規範的情況下，繼續從事英國交易所的演算法交易。但是，若非歐盟資產管理業者在英國設立子公司，則該子公司須符合 MiFID II 有關的系統與控制要求。

英國規範演算法交易的方法與大多數歐盟成員國不同，其他歐盟成員國幾乎皆要求外國演算法交易業者須取得該成員國許可，才得於該成員國從事演算法交易。因此，臺灣資產管理業者須評估其交易活

<sup>138</sup> 參閱 PwC(2017, September), “How MiFID II impacts APAC operations”, Retrieved June 11, 2018, from <https://www.pwccn.com/en/financial-services/how-mifid-ii-impacts-apac-operations.pdf>

<sup>139</sup> 參閱 Bloomberg, “Becoming “MiFID II Friendly” -A Practical Guide for APAC Buy-Side Firms”, 2017 年 7 月。

<sup>140</sup> 「海外人員豁免」（overseas persons exclusion）允許海外人員透過合法途徑，或與經授權或經豁免的英國人士執行的部分投資服務與活動免於授權。

動，以確定是否須取得許可或符合 MiFID II 有關的系統與控制要求，不無須暫時停止歐盟交易場所交易的可能<sup>141</sup>。

#### 四、業者使用歐盟的交易場所須提供更多的數據

MiFID II 提高交易場所市場資訊透明度的要求，規定歐盟內部受規範市場(RM)、多邊交易設施(MTF)以及有組織的交易平臺(OTF)必須根據相關資訊揭露標準，定期揭露除外匯現貨之外的所有現貨及衍生性商品的相關交易資訊。所有非歐盟業者使用歐盟的交易場所，皆須依照交易場所規範交易報告的要求提供更多的數據<sup>142</sup>。

#### 五、將產品銷售至歐盟地區須依 MiFID II 規範提供產品資訊

基金公司將產品銷售至歐盟地區，可能須配合歐盟分銷商的要求，受新的產品治理的規範。例如依 MiFID II 規範提供產品資訊（目標市場評估、風險與壓力測試等）。因此，在許多情況下，MiFID II 的施行將透過契約方式間接要求非歐盟業者<sup>143</sup>。

#### 六、受歐盟地區業者委託從事投資組合管理業務須符合 MiFID II 的要求

若歐盟地區業者將投資組合管理業務委託臺灣公司操作，則不論受託投資組合管理的機構是位於歐盟或臺灣，歐盟監管機構會希望歐

---

<sup>141</sup> 參閱 Shearman & Sterling (2017, June 21), “MiFID II for Non-EU Fund Managers”, Retrieved June 29, 2018, from <https://www.shearman.com/perspectives/2017/06/mifid-ii-for-non-eu-fund-managers> ; 以及 PwC(2018, January 22), “MiFID II requirements for direct electronic access (DEA)”, Retrieved July 20, 2018, from <https://news.pwc.ch/38846/mifid-ii-requirements-direct-electronic-access-dea/>

<sup>142</sup> 參閱 Nick Bayley(2017, November 21), “MiFID II - considerations for non-EU entities”, Retrieved August 6, 2018, from

<https://www.hedgeweek.com/2017/11/21/258562/mifid-ii-considerations-non-eu-entities>

<sup>143</sup> 參閱 Nick Bayley(2017, November 21), “MiFID II - considerations for non-EU entities”, Retrieved August 6, 2018, from

<https://www.hedgeweek.com/2017/11/21/258562/mifid-ii-considerations-non-eu-entities>

盟的投資人都受到同樣的對待。因此，MiFID II 的要求（如最佳執行）將加諸於該臺灣公司<sup>144</sup>。

#### 七、透過非歐盟地區投資銀行投資歐盟市場仍須申請法人機構識別編碼（LEI）

依據 MiFID II 規定，投資公司必須先取得客戶的法人機構識別編碼（Legal Entity Identifier, LEI），才能向客戶提供需要彙報交易資料的服務。若市場參與者未取得法人機構識別編碼（LEI），將無法與歐盟監管範圍內的投資公司進行交易。因此，臺灣的資產管理業者若透過非歐盟地區（如香港）的投資銀行投資歐盟市場，則該非歐盟地區（如香港）的投資銀行亦將要求臺灣資產管理業者須申請法人機構識別編碼（LEI），否則無法與歐洲的對象進行交易。

### 參、我國針對 MiFID II 施行的因應措施

#### 一、協助業者符合交易執行及研究分析費用分拆的規範

有關 MiFID II 研究費用分拆的規定，將可能為全球機構所採用。例如一家全球資產管理公司已經承諾透過研究支付帳戶模式支付研究費用，則不太可能僅將此模式限制在歐盟，較可能全球其他地區皆適用相同的支付模式。若歐盟投資公司透過臺灣證券商投資臺灣證券市場，則可能要求臺灣證券商針對交易執行與研究費用分開報價。

依照美國 1940 年投資顧問法的規定，證券商若未具投資顧問執照，不得收取研究報告費。因此，針對 MiFID II 有關分拆交易執行及研究分析費用，美國 SEC 於 2017 年 10 月 26 日發布 30 個月的「無

<sup>144</sup> 參閱 Nick Bayley(2017, November 21),“MiFID II - considerations for non-EU entities”, Retrieved August 6, 2018, from <https://www.hedgeweek.com/2017/11/21/258562/mifid-ii-considerations-non-eu-entities>

異議函」(no-action letter)，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，實施期間自 MiFID II 施行日(2018 年 1 月 3 日)起為期 30 個月<sup>145</sup>。

監管機構是否跟進 MiFID II 的研究費用分拆規則，仍在全球持續進行討論，包括美國、香港等<sup>146</sup>。

依據前述 CFA 協會於 2017 年 9 月就 MiFID II 禁止採取包裹型態收取執行交易費用及研究分析費用的規範，針對歐盟成員國的投資專業人士(參與使用、生產或採購投資研究的買方人士)所進行的調查。其中調查受訪者認為在未來五年內，歐洲以外的國家將採用明確的研究支付(執行交易費用及研究分析費用分拆)的可能性？結果顯示 19%的受訪者認為非常可能；35%的受訪者認為可能；亦即超過半數的受訪者認為未來五年內，歐洲以外的國家也將採用明確的研究支付方式<sup>147</sup>。

因此，面對未來交易執行及研究分析費用分拆的發展趨勢，不僅業者應儘速了解相關規範，及早研擬相關應變措施。針對證券商收取研究報告費用方面，我國與美國面臨類似的問題，證券商若未具有證券投資顧問執照，收取研究報告費用將違反現行規定。我國金管會參採美國作法，於 107 年 2 月 6 日發布函令(金管證投字第 1070302336 號)，給予證券商 36 個月的觀察期。將於 MiFID II 實施 36 個月後，視證券商提供研究報告收費之情形，研議證券商依 MiFID II 規定必

<sup>145</sup> 參閱 U.S. Securities and Exchange Commission (2017, October 26),“SEC Announces Measures to Facilitate Cross-Border Implementation of the European Union's MiFID II's Research Provisions”, Retrieved July 23, 2018, from <https://www.sec.gov/news/press-release/2017-200-0>

<sup>146</sup> 參閱 Nick Bayley(2017, November 21),“MiFID II - considerations for non-EU entities”, Retrieved August 6, 2018, from <https://www.hedgeweek.com/2017/11/21/258562/mifid-ii-considerations-non-eu-entities>

<sup>147</sup> 參閱 CFA Institute (2017, November 20),“MiFID II: A New Paradigm for Investment Research”, Retrieved August 17, 2018, from [https://www.cfainstitute.org/-/media/documents/support/advocacy/mifid\\_ii\\_new-paradigm-for-research-report.ashx](https://www.cfainstitute.org/-/media/documents/support/advocacy/mifid_ii_new-paradigm-for-research-report.ashx)

須收取研究報告費用之行為，是否應申請兼營證券投資顧問業務並納入證券投資顧問業務規範。

前述給予證券商 36 個月觀察期的作法僅為權宜措施，其後仍必須研擬長遠的監管規範。若從監管者的立場，業者涉及投資顧問業務，要求其申請兼營證券投資顧問執照並納入證券投資顧問業務規範應屬完善。惟若從業者的立場考量，所提供的服務或業務模式並無不同，其差異的產生在於國外的監管法規改變，須收取研究分析費用，致可能須符合額外的規範與要求，提高業者的相關成本。因此，建議未來可以參考韓國的作法，考量業者實際辦理業務的型態，訂定不同的監管標準。

## 二、推動 OTC 衍生性商品的集中結算與交易

MiFID II 納入 OTC 衍生性商品的監管要求，主係配合 G20 於 2009 年有關 OTC 衍生性商品的改革措施，包括強制向交易資料儲存庫（trade repositories）彙報 OTC 衍生性商品交易資訊、強制透過集中結算機構結算標準化 OTC 衍生性商品交易、標準化 OTC 衍生性商品強制於交易所或電子交易平台進行交易，以及對非集中結算的 OTC 衍生性商品交易實施較高的保證金要求等<sup>148</sup>。

我國目前實務上銀行、證券商及票券商等金融機構均可從事 OTC 衍生性商品交易，鑑於國際主要市場包括美國、歐盟、香港、新加坡、日本以及韓國等均已陸續推行 OTC 衍生性商品集中結算，以控管違約風險及交易資訊不透明等問題，臺灣亦無法自外於國際監理改革趨勢及規範。

---

<sup>148</sup> 參閱 Financial Stability Board(2016, August 26),“OTC Derivatives Market Reforms”, Retrieved June 7, 2018, from <http://www.fsb.org/wp-content/uploads/OTC-Derivatives-Market-Reforms-Eleventh-Progress-Report.pdf>

雖然，目前國內櫃買中心已建置交易資訊儲存庫，行政院於 2018 年 8 月 9 日通過「期貨交易法修正草案」，提供我國推動 OTC 衍生性商品採集中結算之法源，惟尚待完成相關立法程序<sup>149</sup>。因此，為符合國際監管趨勢，仍應朝向 OTC 衍生性商品的集中結算與交易繼續規劃與改革。

### 三、提高臺灣市場中小型股的能見度

依據英國 Capital Access Group<sup>150</sup>於 2017 年 10 月所發布的報告<sup>151</sup>預測，2018 年英國賣方（如證券商）分析師的人數將減少 50% 以上，三年內將減少三分之二。且預測英國買方（如資產管理公司）將減少買入研究的支出，從 2017 年約 2 億英鎊減少至 2018 年的 9,000 萬英鎊。

此外，當研究報告須分拆報價，不僅買方（如資產管理公司）將減少從外部購買研究報告的支出，賣方（如證券商）出具的報告亦會減少，且將資源優先配置於大型權值股，致對中小型股的研究覆蓋率將降低，對中小型股上市公司的股票流動性產生負面影響<sup>152</sup>。

臺灣證券市場以中小型股為主，未來若 MiFID II 的影響範圍擴大，中小型股在市場能見度將降低，恐影響個股的流動性。因此，應積極提高臺灣市場中小型股的能見度，以維持市場的流動性。

<sup>149</sup> 參閱行政院新聞稿(2018 年 8 月 9 日)，「行政院會通過「期貨交易法」部分條文修正草案」，<https://www.ey.gov.tw/Page/9277F759E41CCD91/572b101d-ee25-4554-800b-190c0204d4f8>，瀏覽日期：2018 年 8 月 27 日。

<sup>150</sup> Capital Access Group 為英國一家提供公司（從 AIM 到 FTSE100 的公司）與投資人（通常為較難接觸公司的機構投資者，包括較小的機構、退休基金以及私人客戶基金經理等）有效接觸的公司。

<sup>151</sup> 該報告為 Capital Access Group (2017, October 12),“MiFID II, Equity Research & Corporate Access: More or Less?”, Retrieved August 3, 2018, from [http://irsociety.org.uk/files/Q2\\_Report\\_MiFID\\_II\\_Research\\_%28FINAL%29\\_-\\_Capital\\_Access.pdf](http://irsociety.org.uk/files/Q2_Report_MiFID_II_Research_%28FINAL%29_-_Capital_Access.pdf)

<sup>152</sup> 參閱 Steph Osborn(2018, March 7),“IR teams in small/mid caps face a MiFID II visibility trap”, Retrieved August 9, 2018, from <https://www.linkedin.com/pulse/ir-teams-smallmid-caps-face-mifid-ii-visibility-trap-steph-osborn-1>

#### 四、依 MiFID II 規定取得等效認可 (equivalence decisions)

MiFID II 允許第三國 (即非歐盟) 公司不須設立分支機構，可從歐盟以外地區為其專業客戶 (per se professional clients) 與合格交易對手 (eligible counterparties) 提供跨境服務，惟該公司所在地區的法規制度須獲歐盟認為與歐盟制度相當 (equivalent)。此外，MiFIR 第 23 條以及第 28 條分別針對股份與衍生性商品交易，須在受監管市場或歐洲委員會評定為具同等性 (equivalent) 的第三國交易場所進行。因此，為資本市場發展的長期考量，建議依 MiFID II 規定取得等效認可 (equivalence decisions)。

#### 五、關注 MiFID II 的規範與後續發展

雖然 MiFID II 僅適用於歐盟成員國的投資公司，但其影響力仍會擴張至歐盟以外地區。MiFID II 著重於投資人保護與資訊揭露方面，促使市場朝向更公平與透明化發展，亦象徵全球的監理趨勢，在面臨國際化的浪潮下，各國皆將逐漸依循 MiFID II 的監理方向，臺灣亦不能置身事外，應持續關注 MiFID II 的規範與後續發展。業者若能及早規劃因應，將更能掌握市場先機，提升資產管理業務的競爭力。



## 第五章 結論與建議

本章將綜合整理本文的重要結論與建議，包括歐盟 MiFID II 重要變革與規範、MiFID II 施行對國際主要市場的影響與因應、對歐盟區資產管理業的影響以及對臺灣資產管理業的影響與因應等。

### 壹、歐盟 MiFID II 重要變革與規範

MiFID II 的修訂主要為達到以下五大關鍵目標：

- 一、處理 MiFID 架構的缺陷。
- 二、確保金融市場公平、有效與安全的運作。
- 三、擴大 MiFID 的範圍至非股權類商品。
- 四、加強金融服務中介機構的業務操守規則。
- 五、實施歐洲金融危機後的因應措施以及 G20 承諾將 OTC 衍生性商品移轉到交易場所進行交易<sup>153</sup>。

MiFID II 的重要變革與規範，已於第二章進行探討，針對其修訂重點與重要規範彙整列示於表 5-1。

表 5-1：MiFID II 的重要變革與規範

項目	重要規範
加強交易場所治理 (RMs、MTFs、SIs、OTF)	1. MiFID II 旨在加強對交易場所監管，加強治理、系統與控制，以及監管報告要求。 2. MiFID II 創建新交易場所類別--有組織的交易設施 (Organised Trading Facility, OTF)。 3. 鼓勵採用系統化內部模型 (Systematic Internaliser Model)。

<sup>153</sup> 參閱 Bloomberg，"Becoming "MiFID II Friendly" -A Practical Guide for APAC Buy-Side Firms"，2017 年 7 月。



項目	重要規範
標準化衍生性商品移至交易場所進行交易	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. MiFID II 要求某些標準化衍生性商品合約在交易場所進行交易。</li> <li>2. 此義務僅適用於透過集中交易對手(CCPs)結算且具足夠流動性的衍生性商品類別。</li> <li>3. 由 ESMA 評估哪些類別的衍生性商品應於交易場所交易。</li> </ol>
加強商品類衍生性商品(Commodity Derivatives)之監管	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 擴大商品類衍生性商品的監管範圍。</li> <li>2. 從事商品類衍生性商品交易公司的豁免顯著縮小。</li> <li>3. 引入商品類衍生性商品交易公司的強制部位限制(對非金融公司實行豁免)。</li> <li>4. 交易場所經營者將被要求報告商品類衍生性商品部位。</li> </ol>
改善交易前後透明度	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 原 MiFID 透明度架構僅涉及被允許在受監管市場上交易的股票，MiFID II 將擴展涵蓋其他類權益工具(存託憑證、ETFs、權證與類似工具)與非權益工具。</li> <li>2. 擴大範圍至透過多邊交易設施(MTF)與有組織的交易設施(OTF)進行交易或廣告的工具。</li> <li>3. 新交易量上限機制將限制可以豁免的股票或類權益工具的交易量。</li> <li>4. 針對非權益商品的新豁免條款。</li> <li>5. 交易場所須分別提供交易前與交易後的數據，並進一步分析數據。</li> </ol>
市場數據整合	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 提供交易後數據報告服務須經授權為「核准公告機制」(Approved Publication Arrangement, APA)。</li> <li>2. 整合交易資訊(consolidated tape)旨在提供涵蓋歐盟所有交易數據的單一來源。</li> </ol>
更全面的交易報告(transaction reporting)	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. MiFID 要求投資公司向主管機關申報交易報告。</li> <li>2. MiFID II 引入更全面的交易報告要求，要求更廣泛金融工具類別的交易訊息，從 MiFID 體系下的 23 項增加至 MIFIR 下的 65 項。</li> <li>3. MiFID II 要求代表公司申報的第三方機構須經主管機關授權為「核准報告機制」(Approved Reporting Mechanisms, ARMs)，從而使報告管道正式規格化。</li> </ol>
加強演算法與高頻交易之監管	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. MiFID II 引入更嚴格的演算法與高頻交易管理。</li> <li>2. 提供電子式直接連線方式(Direct Electronic Access)的公司須具備有效率的系統與控制。</li> </ol>
提高投資人保護要求	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. MiFID II 旨在加強對投資人保護，因此對客群為散戶</li> </ol>

項目	重要規範
	<p>的公司來說，MiFID II 規則變化尤其重要。</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>2.更嚴格的勸誘(inducements)限制。</li> <li>3.投資人保護規則將延伸至結構型存款。</li> <li>4.加強揭露義務，尤其是與客戶成本以及最佳執行相關的義務。</li> <li>5.部分投資人保護規則將適用於符合條件的交易對手。</li> </ol>
<p>非歐洲經濟區 (non-EEA )公司進入 歐盟市場新架構</p>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1.MiFID II 允許第三國(即非歐盟)公司不須設立分支機構，可從歐盟以外地區為其專業客戶(per se professional clients)<sup>154</sup>與合格交易對手(eligible counterparties)<sup>155</sup>提供跨境服務，惟該公司所在地區的法規制度須獲歐盟認為與歐盟制度相當(equivalent)。</li> <li>2.成員國得要求非歐盟公司設立分支機構，為境內散戶與選擇性專業客戶(elective professional clients)提供服務。該分支機構將無法為歐盟其他國家的散戶與選擇性專業客戶提供服務；惟若該公司所在地區的法規制度獲歐盟認為與歐盟制度相當，將被允許為整個歐盟的專業客戶與合格交易對手提供服務，而不需在每個成員國設立新分支機構。</li> <li>3.允許第三國交易場所與 CCPs 進入歐盟市場的條件，包括該第三國提供外國交易場所與 CCPs 相同的進入條件，且歐盟委員會確認第三國交易場所的法律與監管架構與 MiFIR 要求一致；第三國 CCPs 須獲得「歐洲市場基礎設施監管規則」(EMIR)認可，以獲准進入歐盟市場。</li> </ol>

資料來源：Hogan Lovells(2017, January),“An Introduction to MiFID II”, Retrieved May 3, 2018, from <https://www.hoganlovells.com/en/knowledge/topic-centers/~media/108fc730b6b144789c13c977b56dc2c3.ashx>

## 貳、歐盟 MiFID II 施行對國際主要市場的影響與因應

MiFID II 屬於原則性的規範，歐盟成員國必須透過立法程序將 MiFID II 轉換成國內法規後實施，英國雖通過脫歐投票，惟英國的投

<sup>154</sup> 參閱 FCA，Retrieved May 23, 2018, from <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/COBS/3/5.html>

<sup>155</sup> 參閱 FCA，Retrieved May 23, 2018, from <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/COBS/3/6.html#D225>

資公司於未脫歐之前仍必須遵守歐盟的法規，且英國亦已完成將 MiFID II 轉換成國內法規並施行。

其他主要國際市場，包括美國、香港、日本與韓國等皆非屬 MiFID II 的適用範圍，惟若業者辦理與歐盟市場相關的業務，則將間接受到影響。針對 MiFID II 施行對美國、英國、香港、日本與韓國等國際主要市場的影響與因應，已於第三章進行探討，不同的市場具有不同的關注重點與因應，茲將 MiFID II 施行對國際主要市場的影響與因應彙整列示於表 5-2。

表 5-2：MiFID II 施行對國際主要市場的影響與因應

項目 地區	影響	因應措施
美國	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 未受 MiFID II 規範，影響程度取決於業務模式以及與歐盟的聯繫程度。</li> <li>• 美國業者國際化程度高，與歐洲市場的聯繫較強，不論基於集團一致性的做法，或是直接參與歐洲地區的交易，受 MiFID II 規範影響程度較高。</li> <li>• 尤其 MiFID II 要求證券商提供研究報告與受託執行交易需分拆收費之規範，與美國現行證券商須註冊為投資顧問才能收取研究費用的規定衝突，且多數美國證券商皆因額外的法律義務而拒絕註冊為投資顧問。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 美國 SEC 於 2017 年 10 月 26 日發布「無異議函」(no-action letter)，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，實施期間自 MiFID II 施行日(2018 年 1 月 3 日)起為期 30 個月。</li> <li>• 美國 CFTC 與歐盟委員會互相承認法律與監管架構具等效性。以確保歐盟交易場所可以為美國的交易對手方提供服務；歐盟交易對手方能夠在美國的交易場所交易符合 MiFID II 規範的衍生性商品。</li> </ul>
英國	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 受 MiFID II 規範。</li> <li>• 雖然英國即將脫離歐盟，但 MiFID II 在英國正式脫歐之前實施，英國的投資公司目前仍必須遵守歐盟的法規，英國亦已完成將 MiFID II 轉換成國內法規並施行。</li> </ul>	<p>英國金融行為監管局 (FCA) 分別於 2017 年 3 月 31 日與 7 月 3 日發布兩份政策聲明，明確於 2018 年 1 月 3 日 MiFID II 與 MiFIR 正式適用前，英國將 MiFID II 轉換為國內立法過程中的重要措施，包括僅採用 MiFID II 要求的法規(如產品治理)、採用 MiFID II 的要求但擴大其適用業務範圍(如組織要求、部分行為守則擴大至非</p>

項目 地區	影響	因應措施
		MiFID 公司與業務)、保留現行的標準而採用較 MiFID II 更嚴格的要求(維持現行 RDR 有關投資諮詢的收費規定,將勸誘禁止規範擴大適用至提供有限投資建議範圍)以及根據新的政策標準採用修改後的要求(運用裁量權訂定將地方主管機關分類為專業客戶的標準)等。
香港	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 未受 MiFID II 規範,影響程度取決於業務模式以及與歐盟的聯繫程度。</li> <li>• 香港市場與當地投資公司所進行的業務活動皆相對國際化,因此亦相對較為關注 MiFID II 的監管趨勢。</li> <li>• 分拆佣金與研究費用成趨勢,將衝擊研究分析產業。</li> <li>• 美國與歐洲相繼提高監管標準,跨國投資公司已將部分衍生性商品交易轉移至香港,提升香港衍生性商品交易中心的競爭力。</li> </ul>	<p>香港為鞏固其國際金融中心的地位,須確保有關監管制度符合國際監管的發展,近期與 MiFID II 一致的監管改革包括:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 發布最佳條件執行交易指引。</li> <li>• 提高資產管理業銷售時的透明度及處理銷售投資產品時的潛在利益衝突,包括對「獨立投資意見」的監管,新增「獨立」的定義,以及加強揭露等。</li> <li>• 香港依 MiFID II 規定取得第三國交易場所等效認可。</li> <li>• 場外衍生工具監管制度的改革。</li> <li>• 持續關注全球監管發展。</li> </ul>
日本	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 未受 MiFID II 規範,影響程度取決於業務模式以及與歐盟的聯繫程度。</li> <li>• MiFID II 對日本金融機構的影響主要包括以下三方面: <ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 分拆交易執行及研究分析費用,歐盟的買方公司(如資產管理機構)擬投資日本市場的股票,即可能要求日本的經紀商將交易執行費用及研究分析費用分拆定價。</li> <li>✓ DEA 使用者(例如日本經紀商)透過其 DEA 提供者(如歐盟經紀商)將受到更高標準的盡職調查與監管。</li> <li>✓ MiFIR 規定歐盟的投資公司須確保其股份交易,是在受監管市場或依歐盟規定評定為具同等性(equivalent)的第三國</li> </ul> </li> </ul>	<p>近期與 MiFID II 一致的監管改革包括:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 高頻交易的管理:日本針對高頻交易商提出新的監管架構,並發布高頻交易商的監管指引,針對高頻交易的定義與範圍、高頻交易商的註冊程序與文件、高頻交易商的業務活動、須具備適當的風險管理機制以及保留相關的帳冊與紀錄進行規範。</li> <li>• 日本金融廳公布客戶導向的業務管理準則,為金融機構提供最佳作法。前述規範原則與 MiFID II 有關投資人保護規範,具一致性的監管方向。</li> <li>• OTC 衍生性商品的改革,包括強制結算要求、保證金要求以及強制使用電子交易設施等。</li> </ul>

項目 地區	影響	因應措施
	交易場所進行，許多日本股票在歐盟市場雙重上市，前述規範將阻止歐盟投資公司透過日本交易場所交易上述股份，除非日本交易所取得同等性的評定。	
韓國	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 未受 MiFID II 規範，影響程度取決於業務模式以及與歐盟的聯繫程度。</li> <li>• 若韓國金融機構在歐洲建立當地的子公司，並提供投資服務或進行投資活動，則該子公司本身受到歐洲監管機構的監管，將受到直接影響。若該金融機構係與歐洲經紀商、買方或交易所進行業務活動，則受到間接的影響。例如在歐盟的交易場所進行交易、基金經理人（或產品提供者）將產品銷售至歐盟地區或提供客戶電子式直接連線方式（Direct Electronic Access，DEA）到歐盟市場的服務等。</li> </ul>	<p>針對 MiFID II 的因應以及近期與 MiFID II 一致的監管改革包括：</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 針對分拆交易執行及研究分析費用之規範提出新規：韓國金融監督局（FSS）針對 MiFID II 分拆交易執行及研究分析費用之規範提出新規，規定證券商須有「因應 MiFID II 所提供的調查分析服務業務」資格，才得以提供 MiFID II 規範的研究報告收費服務。</li> <li>• 推動獨立財務顧問：韓國金融監理委員會提出獨立財務顧問（IFA）制度，列入「金融投資服務暨資本市場法施行命令」修正內容，新增獨立之標準。</li> <li>• 衍生性商品市場改進措施，包括擴大採用集中結算的衍生性商品範圍、建構交易資訊儲存庫系統、建構保證金要求準則以及考慮推動 OTC 衍生性商品電子交易平台。</li> </ul>

資料來源：本研究整理

### 參、對歐盟區資產管理業的影響

MiFID II 的施行對於歐盟區之金融產業產生重大的影響，其中銀行、證券商與交易場所等首當其衝，所受到的影響程度最大。資產管理業受到的影響程度雖然相對較小，惟仍有許多重要的變革與規範。資產管理業應關注的 MiFID II 重要領域與核心措施已於第四章進行探討，並就產品面、銷售面、營運模式面、定價與成本以及獲利面等

對資產管理業的影響分別加以分析，茲將其重要影響彙整列示於表 5-3。

**表 5-3：MiFID II 施行對資產管理業的影響分析**

面向	影響分析
產品面	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 提供較少的產品。</li> <li>• 更加重視產品與客戶的適合度。</li> </ul>
銷售面	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 產品提供者須進行更多的審查，以瞭解其產品如何銷售以及由誰銷售，以及銷售者如何與分銷商以及最終投資者溝通。</li> <li>• 分銷商數量預計會下降。</li> <li>• 銷售平臺將持續成長。</li> <li>• 對於提供獨立投資意見者而言，銷售將更具挑戰。</li> <li>• 科技將開發新的銷售與諮詢模式。</li> </ul>
營運模式面	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 市場基礎設施的改變將影響營運模式。</li> <li>• 勸誘與分銷的規範，加上科技的變革將改變或產生新的營運模式。</li> </ul>
定價與成本	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 變化本身將影響定價與成本。</li> <li>• 須提高對成本與產品獲利能力的認識。</li> </ul>
獲利面	<ul style="list-style-type: none"> <li>• MiFID II 的規範將影響產品的銷售、跨業的經營模式以及定價與成本結構，將對獲利產生壓力。</li> </ul>

資料來源：EY, “MiFID II: Time to take action Wealth & Asset Management”, Retrieved June 14, 2018, from [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-time-to-take-action-on-mifid-II/\\$FILE/EY-time-to-take-action-on-mifid-II.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-time-to-take-action-on-mifid-II/$FILE/EY-time-to-take-action-on-mifid-II.pdf)

MiFID II 自 2018 年 1 月 3 日起正式施行，至今仍未滿一年，其真實影響仍須時日才可完全顯現。此外，監管機構的容錯程度為何，皆仍未明朗。如英國金融行為監管局 (FCA) 表示將容許市場有時間進行改革，有助於對未來趨勢進行有意義的觀察，亦即初期階段不會實行非常嚴格的手段<sup>156</sup>。

#### 肆、對臺灣資產管理業的影響與因應

<sup>156</sup> 參閱英國 FCA 網站，“Asset management: A regulatory perspective”，<https://www.fca.org.uk/news/speeches/asset-management-regulatory-perspective>，2018 年 4 月 26 日。

MiFID II 對於非歐盟地區的資產管理業者，屬於間接影響的範疇，端賴其所從事的業務範圍而定，如在歐盟的交易場所進行交易、基金經理人（或產品提供者）將產品銷售至歐盟地區或與歐盟交易場所進行演算法交易等，茲將臺灣資產管理業可能從事的業務模式及其影響彙整列示於表 5-4。

**表 5-4：MiFID II 施行對臺灣資產管理業的影響分析**

業務模式	影響
涉及歐盟資產管理公司組織架構	<ul style="list-style-type: none"> <li>在歐盟設有分支機構或子公司提供歐盟地區投資服務的臺灣總部將直接受 MiFID II 規範的影響，其在歐盟地區提供的投資服務須受 MiFID II 的規範。</li> <li>總部位於歐洲的資產管理公司之臺灣分支機構或子公司，鑒於集團運作一致性的原則，該臺灣分支機構或子公司可能須遵守 MiFID II 的規範。</li> </ul>
與歐盟經紀商進行交易	雖然臺灣的資產管理業者不受 MiFID II 須分開支付交易執行及研究分析費用之規範，仍可以使用交易佣金購買研究，惟歐盟經紀商仍須依據 MiFID II 的規範，更改有關業務條款並提供予臺灣資產管理業者。
與歐盟交易場所進行演算法交易	業者須評估其交易活動，以確定是否須取得許可或符合 MiFID II 有關的系統與控制要求，可能須暫時停止歐盟交易場所的交易。
業者使用歐盟的交易場所	MiFID II 提高交易場所市場資訊透明度的要求，致所有非歐盟業者使用歐盟的交易場所，皆須依照交易場所規範交易報告的要求提供更多的數據。
將產品銷售至歐盟地區	須配合歐盟分銷商的要求，受新的產品治理的規範，多數係透過契約方式間接要求非歐盟業者。
受歐盟地區業者委託從事投資組合管理業務	不論受託投資組合管理的機構是位於歐盟或臺灣，歐盟監管機構會希望歐盟的投資人都受到同樣的對待。因此，MiFID II 的要求（如最佳執行）將加諸於該臺灣公司。
透過非歐盟地區投資銀行投資歐盟市場	須配合該非歐盟地區（如香港）投資銀行的要求，申請法人機構識別編碼（LEI），否則無法與歐洲的對象進行交易。

資料來源：本研究整理

為了解 MiFID II 對臺灣資產管理業之影響，本研究針對國內業者進行訪談或書面徵詢，結果顯示對目前臺灣資產管理業者的影響並不

大，大多表示對現行業務進行與作業流程等，並無重大影響或不同，對 MiFID II 的關注程度相對較低。惟業者亦了解 MiFID II 在國際監理趨勢的重要地位，希望主管機關未來採納 MiFID II 相關監理措施時，考量實施的成本與效益，採取循序漸進的推動方式（訪談重點與訪談意見彙整參見附錄一與附錄二）。

MiFID II 將在全球監理標準的演變中發揮關鍵作用，市場中存在兩股力量推動全球業者走向 MiFID II 的標準，其一來自全球監管機構，其傾向於分析美國與歐盟的監管發展，並大多遵循同樣的監管原則；其二來自於全球的金融機構，基於集團一致性原則的考量，逐漸將 MiFID II 的標準適用於全球。

針對 MiFID II 的施行，我國得採取的因應措施建議如下：

#### 一、協助業者符合交易執行及研究分析費用分拆的規範

針對交易執行及研究分析費用分拆的發展趨勢，我國證券商與美國面臨類似的問題，證券商若未具有證券投資顧問執照，收取研究報告費用將違反現行規定。基於監管的完善以及業者的成本效益考量，建議未來可以參考韓國的作法，考量業者實際辦理業務的型態，訂定不同的監管標準。

#### 二、推動 OTC 衍生性商品的集中結算與交易

有關 OTC 衍生性商品的集中結算與交易之全球監管趨勢，國際主要市場包括美國、歐盟、香港、新加坡以及日本等均已陸續推行 OTC 衍生性商品集中結算，以控管違約風險及交易資訊不透明等問題。行政院雖已於 2018 年 8 月 9 日通過「期貨交易法修正草案」，提供我國推動 OTC 衍生性商品採集中結算之法源，惟尚待完成相關



立法程序。因此，為符合國際監管趨勢，仍應朝向 OTC 衍生性商品的集中結算與交易繼續規劃與改革。

### 三、提高臺灣市場中小型股的能見度

配合 MiFID II 須分拆交易執行及研究分析費用之規範，當研究報告須分拆報價，不僅買方（如資產管理公司）將減少從外部購買研究報告的支出，賣方（如證券商）出具的報告亦會減少，且將資源優先配置於大型權值股。對於以中小型股為主的臺灣證券市場，恐將影響個股的流動性。因此，應積極提高臺灣市場中小型股的能見度，以維持市場的流動性。

### 四、依 MiFID II 規定取得等效認可（equivalence decisions）

MiFID II 允許第三國（即非歐盟）公司不須設立分支機構，可從歐盟以外地區為其專業客戶（per se professional clients）與合格交易對手（eligible counterparties）提供跨境服務，惟該公司所在地區的法規制度須獲歐盟認為與歐盟制度相當（equivalent）。此外，MiFIR 第 23 條以及第 28 條分別針對股份與衍生性商品交易，須在受監管市場或歐洲委員會評定為具同等性（equivalent）的第三國交易場所進行。因此，為資本市場發展的長期考量，建議依 MiFID II 規定取得等效認可（equivalence decisions）。

### 五、關注 MiFID II 的規範與後續發展

由於 MiFID II 施行至今仍未滿一年，臺灣資產管理業者所受到的間接影響仍未顯著，惟建議臺灣資產管理業者仍應持續關注 MiFID II 的規範與後續發展，以及早規劃因應，將更能掌握市場先機，提升資產管理業務的競爭力。

## 參考資料

### 一、中文部分

李怡芳、李丹(2017年)，「歐盟 MiFID II 監管改革研究」，上海證券交易所，<http://www.sse.com.cn/aboutus/research/report/c/4445412.pdf>，瀏覽日期：2018年4月25日。

金玉瑩、馮震宇等，「歐盟 MiiFID 指令有關投資管理及投資顧問之規範及市場實際運作現況」，金融監督管理委員會 101 年度委託研究計畫，建業法律事務所，2012年10月31日。

蔡德發，「歐盟 MiFID II Unbundling 制度之監理改革成果及宏觀趨勢」，證券暨期貨月刊第 35 卷第 12 期，2017年12月。

蘇詩雅，「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」，證券暨期貨月刊第 36 卷第 2 期，2018年2月。

香港證券及期貨事務監察委員會(2015年1月21日)，「業界風險研討會議系列 資產管理：前瞻」，[http://www.sfc.hk/web/TC/files/ER/PDF/2015%20RIM%20Report%20\(FINAL\)%20\(Chi\)\\_ER.pdf](http://www.sfc.hk/web/TC/files/ER/PDF/2015%20RIM%20Report%20(FINAL)%20(Chi)_ER.pdf)，瀏覽日期：2018年5月22日。

香港證券及期貨事務監察委員會(2018年1月30日)，「致持牌法團有關以最佳條件執行交易指示的通函」，<http://www.sfc.hk/edistributionWeb/gateway/TC/circular/doc?refNo=18EC7>，瀏覽日期：2018年5月22日。

香港證券及期貨事務監察委員會(2016年11月23日)，「有關建議加強資產管理業規管及銷售時的透明度的諮詢文件」，<http://www.sfc.hk/edistributionWeb/gateway/TC/consultation/openFile?refNo=16CP5>，瀏覽日期：2018年5月30日。

香港證券及期貨事務監察委員會(2017年11月17日)，「有關建議加強資產管理業規管及銷售時的透明度的諮詢總結及有關適用於委託帳戶的建議披露規定的進一步諮詢」，<http://www.sfc.hk/edistributionWeb/gateway/TC/consultation/openFile?re>

[fNo=17CP7](#)，瀏覽日期：2018年5月30日。

香港證券及期貨事務監察委員會，「場外衍生工具監管制度」，  
<http://www.sfc.hk/web/TC/rules-and-standards/otc-derivatives-regulatory-regime/>，瀏覽日期：2018年5月22日。

「蒐集歐盟 MiFID II 中對資產管理市場影響較大之規範措施包括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、避免利益衝突之相關作業規範及境外基金機構對 MiFID II 規範之影響評估及因應措施」，中華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會，2017年10月。

「日本證券市場相關制度」(2018年7月)，臺灣證券交易所，  
<http://www.twse.com.tw/staticFiles/product/publication/0003000177.pdf>，  
瀏覽日期：2018年10月19日。

Deloitte，「2018年金融服務監管展望」，  
<https://www2.deloitte.com/cn/zh/pages/financial-services/articles/regulatory-outlook-2018.html>，瀏覽日期：2018年June7日。

## 二、英文部分

Aisha Dudhia(2015, September 9), “Best execution: 10 key changes under MiFID II – part 1”, Retrieved May 8, 2018, from  
<https://regtechfs.com/best-execution-10-key-changes-under-mifid-ii-part-1/>

Akio Kawamura, Akira Yamamoto (2017, June), “High-Frequency Trading: Overview of the New Japanese Regulations”, Nishimura & Asahi, Retrieved June 8, 2018, from  
[https://www.jurists.co.jp/sites/default/files/newsletter\\_pdf/en/newsletter\\_en\\_201706\\_finance.pdf](https://www.jurists.co.jp/sites/default/files/newsletter_pdf/en/newsletter_en_201706_finance.pdf)

Association for Financial Markets in Europe (2017, September 21),  
“MiFID II / MiFIR post-trade reporting requirements”, Retrieved July 30, 2018, from  
<https://www.afme.eu/globalassets/downloads/publications/afme-mifidii-mifir-post-trade-reporting-requirements.pdf>

Ben Hur · William W Rhee(2016, October 18), “Central clearing of OTC derivatives – implementation in South Korea”, Retrieved July 12, 2018, from

<https://www.ibanet.org/Article/Detail.aspx?ArticleUid=3606959d-c83b-4d3c-ac24-bfb545fd9c1b>

Bloomberg(2017, July), “Becoming “MiFID II Friendly” -A Practical Guide for APAC Buy-Side Firms”

Cari Hopfensperger(2018, January 5), “MiFID II and Its Effects on US Advisers”,Hardin Compliance Consulting LLC, Retrieved August 3, 2018, from

<https://www.hardincompliance.com/blog/mifid-ii-and-its-effect-on-us-advisers/>

Capital Institutional Services Inc. (2017, September 13),“MiFID II: Considerations for U.S. Investment Managers”, Retrieved August 3, 2018, from

<https://www.capis.com/news/newsletter/mifid-ii-considerations-u-s-investment-managers/>

Christian Voigt( 2017, February 28), “MiFID II and its impact on Japanese financial institutions”, Retrieved June 7, 2018, from

<https://www.fidessa.com/jp/newsletter/issue010/mifid-ii-and-its-impact-on-japanese-financial-institutions>

Choi, Soon Young (2017, July 11), “Korea’s Introduction of IFAs and the Challenges Ahead”, Retrieved July 16, 2018, from

<https://www.kcmi.re.kr/common/downloadw.asp?fid=21350&fgu=002001&fty=004003>

Capital Access Group (2017, October 12), “MiFID II, Equity Research & Corporate Access: More or Less?”, Retrieved August 3, 2018, from

[http://irsociety.org.uk/files/Q2\\_Report\\_MiFID\\_II\\_Research\\_%28FINAL%29\\_-\\_Capital\\_Access.pdf](http://irsociety.org.uk/files/Q2_Report_MiFID_II_Research_%28FINAL%29_-_Capital_Access.pdf)

CFTC(2017, December 11), “CFTC Staff Issues Interpretive Guidance Clarifying Commodity Trading Advisor Registration Requirements

Resulting from the European Union’s MiFID II Research Compensation Provisions for Investment Managers”, Retrieved August 14, 2018, from <https://www.cftc.gov/PressRoom/PressReleases/pr7657-17>

CFTC(2017, December 8), “CFTC Approves Exemption from SEF Registration Requirement for Multilateral Trading Facilities and Organised Trading Facilities Authorized Within the EU”, Retrieved August 14, 2018, from <https://www.cftc.gov/PressRoom/PressReleases/pr7656-17>

CFA Institute (2017, November 20), “MiFID II: A New Paradigm for Investment Research”, Retrieved August 17, 2018, from [https://www.cfainstitute.org/-/media/documents/support/advocacy/mifid\\_ii\\_new-paradigm-for-research-report.ashx](https://www.cfainstitute.org/-/media/documents/support/advocacy/mifid_ii_new-paradigm-for-research-report.ashx)

Dechert LLP. (2017, October), “MiFID II Transaction reporting”, Retrieved August 7, 2018, from <https://www.dechert.com/content/dam/dechert%20files/hot-topics/MiFID%20II%20-%20Transaction%20reporting.pdf>

European Commission, “MIFID II directive - transposition status”, Retrieved July 12, 2018, from [https://ec.europa.eu/info/publications/mifid-ii-directive-transposition-status\\_en](https://ec.europa.eu/info/publications/mifid-ii-directive-transposition-status_en)

EY(2014, July 2), “The world of financial instruments is more complex. Time to implement change. Capital markets reform: MiFID II” , Retrieved June 22, 2018, from [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-MiFID-II-client-brochure-the-world-of-financial-instruments-is-more-complex/\\$FILE/EY-MiFID-II-client-brochure-the-world-of-financial-instruments-is-more-complex.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-MiFID-II-client-brochure-the-world-of-financial-instruments-is-more-complex/$FILE/EY-MiFID-II-client-brochure-the-world-of-financial-instruments-is-more-complex.pdf)

EY, “MiFID II : Time to take action Wealth & Asset Management” , Retrieved June 14, 2018, from [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-time-to-take-action-on-mifid-II/\\$FILE/EY-time-to-take-action-on-mifid-II.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-time-to-take-action-on-mifid-II/$FILE/EY-time-to-take-action-on-mifid-II.pdf)

European Securities and Markets Authority(2014, December 19) ,  
“Advice to the Commission on MiFID II and MiFIR”  
( ESMA/2014/1569 ) , Retrieved June 22, 2018, from  
[https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2014-1569\\_final\\_report\\_-\\_esmas\\_technical\\_advice\\_to\\_the\\_commission\\_on\\_mifid\\_ii\\_and\\_mifir.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2014-1569_final_report_-_esmas_technical_advice_to_the_commission_on_mifid_ii_and_mifir.pdf)

European Securities and Markets Authority( 2018, February 5),  
“Guidelines on MiFID II product governance requirements” , Retrieved  
October 22, 2018, from  
<https://www.esma.europa.eu/document/guidelines-mifid-ii-product-governance-requirements>

European Securities and Markets Authority(2018, March 7), “MiFID II:  
ESMA Publishes Double Volume Cap Data”, Retrieved June 28, 2018,  
from  
<https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/mifid-ii-esma-publishes-double-volume-cap-data>

European Securities and Markets Authority (2018, May 29), “Questions  
and Answers--On MiFID II and MiFIR market structures topics”,  
Retrieved June 28, 2018, from  
[https://www.esma.europa.eu/system/files\\_force/library/esma70-872942901-38\\_gas\\_markets\\_structures\\_issues.pdf](https://www.esma.europa.eu/system/files_force/library/esma70-872942901-38_gas_markets_structures_issues.pdf)

European Securities and Markets Authority (2018, July 12), “Questions  
and Answers--On MiFID II and MiFIR transparency topics”, Retrieved  
August 29, 2018, from  
[https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-872942901-35\\_gas\\_transparency\\_issues.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-872942901-35_gas_transparency_issues.pdf)

European Securities and Markets Authority (2017, March 31), “MiFID II:  
ESMA Issues Final Specifications For Non-Equity Tape”, Retrieved July  
17, 2018, from  
<https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/mifid-ii-esma-issues-final-specifications-non-equity-tape>

European Banking Authority(2013, November 28), “EBA, EIOPA and

ESMA publish Joint Position on product oversight and governance processes”, Retrieved July 31, 2018, from <https://www.eba.europa.eu/-/eba-eiopa-and-esma-publish-joint-position-on-product-oversight-and-governance-processes>

FundAssist, “MiFID II – Impact on Fund Management Companies”, Retrieved June 11, 2018, from <https://www.fundassist.com/mifid2-microsite/mifid-ii-impact-fund-management-companies/>

Financial Stability Board(2016, August 26), “OTC Derivatives Market Reforms”, Retrieved June 7, 2018, from <http://www.fsb.org/wp-content/uploads/OTC-Derivatives-Market-Reforms-Eleventh-Progress-Report.pdf>

Financial Conduct Authority(2017, July), “Markets in Financial Instruments Directive II Implementation – Policy Statement II” , Retrieved May 29, 2018, from <https://www.fca.org.uk/publication/policy/ps17-14.pdf>

Financial Services Commission (South Korea) (2016, November 22), “Measures For Improvement of Derivatives Markets”, Retrieved July 23, 2018, from [http://www.fsc.go.kr/eng/new\\_press/releases.jsp](http://www.fsc.go.kr/eng/new_press/releases.jsp)

Financial Services Commission (South Korea) (2016, March 24), “Plan to Stimulate Financial Advisory Services”, Retrieved July 23, 2018, from [http://www.fsc.go.kr/eng/new\\_press/releases.jsp?menu=01&bbsid=BBS0048&selYear=2016&sch1=&sword=&nxPage=3](http://www.fsc.go.kr/eng/new_press/releases.jsp?menu=01&bbsid=BBS0048&selYear=2016&sch1=&sword=&nxPage=3)

FTAdviser(2017, February 14), “Mifid II will see restricted advice rise: advisers” , Retrieved July 27, 2018, from <https://www.ftadviser.com/regulation/2017/02/14/advisers-fear-mifid-ii-will-hurt-business/>

Glowacki Law Firm(2018, March 22), “Third-country regime under MiFID II”, Retrieved July 16, 2018, from <https://www.emissions-euets.com/mifid2-third-country-regime>

Hogan Lovells(2017, January), “An Introduction to MiFID II”, Retrieved

May 3, 2018, from

<https://www.hoganlovells.com/en/knowledge/topic-centers/~-/media/108fc730b6b144789c13c977b56dc2c3.ashx>

Hur, Ben. B. · Cho, Christopher Joon Tae · Kim, Kyu Sik · Im, Carl(2017, March 16), “Margin Rules for Uncleared Swaps”, Retrieved May 3, 2018, from

<https://yulchon.com/ENG/notice/view2.asp?CD=52456&CM=NG2&searchKey=all&searchVal=Kim,%20Kyu%20Sik>

HM Treasury(UK) (2015, March), “Transposition of the Markets in Financial Instruments Directive II”, Retrieved May 8, 2018, from

[https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment\\_data/file/418281/PU\\_1750\\_MiFID\\_II\\_26.03.15.pdf](https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/418281/PU_1750_MiFID_II_26.03.15.pdf)

Japan Financial Services Agency (2015, September 23), “OTC Derivatives Reforms”, Retrieved June 4, 2018, from

<https://www.fsa.go.jp/common/conference/danwa/20150923/01.pdf>

John Mason(2017, March 21), “MiFID II countdown: how will Asian firms respond?”, Retrieved May 29, 2018, from

<https://blogs.thomsonreuters.com/financial-risk/risk-management-and-compliance/mifid-ii-countdown-will-asian-firms-respond/>

Kristen McGachey (2018,June 13), “Mifid II unbundling to go global”, Retrieved July 9, 2018, from

<https://international-adviser.com/mifid-ii-unbundling-to-go-global/>

Kazuyuki Ohno (2017, May 26), “Japan: Customer-oriented business operations”, Retrieved June 4, 2018, from

<http://www.iflr.com/Article/3720718/Japan-Customer-oriented-business-operations.html>

Louise Bralsford (2016, September 30), “MiFID II – Remuneration of Sales Staff”, Farrer & Co LLP , Retrieved July 19, 2018, from

<https://www.farrer.co.uk/news/briefings/mifid-ii--remuneration-of-sales-staff/>

Laven Partners Limited(2017, March 15), “MiFID II Series:



Remuneration And Performance Management Of Sales Staff”, Retrieved July 19, 2018, from

<http://www.lavenpartners.com/2017/03/mifid-ii-remuneration-sales-staff/>

Masayuki Okamoto(2014, October 23), “Recent developments in OTC derivatives regulations in Japan”,Clifford Chance Law Office, Retrieved June 19, 2018, from

[https://www.cliffordchance.com/briefings/2014/10/recent\\_developments\\_in\\_notcderivative.html](https://www.cliffordchance.com/briefings/2014/10/recent_developments_in_notcderivative.html)

Nick Bayley(2017, November 21), “MiFID II - considerations for non-EU entities”, Retrieved August 6, 2018, from

<https://www.hedgeweek.com/2017/11/21/258562/mifid-ii-considerations-non-eu-entities>

Paul, Weiss, Rifkind, Wharton & Garrison LLP(2017, November 1), “MiFID II Unbundling Rules: Implications for Asset Managers and Broker-Dealers in the United States”, Retrieved July 30, 2018, from

<https://www.paulweiss.com/media/3977463/1nov17-mifid.pdf>

PwC(2017, September), “How MiFID II impacts APAC operations”, Retrieved June 11, 2018, from

<https://www.pwccn.com/en/financial-services/how-mifid-ii-impacts-apac-operations.pdf>

PwC(2018, January 22), “MIFID II requirements for direct electronic access (DEA)”, Retrieved July 20, 2018, from

<https://news.pwc.ch/38846/mifid-ii-requirements-direct-electronic-access-dea/>

Simmons & Simmons(2017, July),“MiFID2 – FCA publishes final rules on conduct of business requirements”, Retrieved June 14, 2018, from

<http://www.elexica.com/-/media/files/articles/2017/asset%20management/flyer%20-%20fca%20mifid2%20ps.pdf>

Shearman & Sterling (2017, June 21), “MIFID II for Non-EU Fund Managers”, Retrieved June 29, 2018, from

<https://www.shearman.com/perspectives/2017/06/mifid-ii-for-non-eu-fun>

## d-managers

Steph Osborn(2018, March 7), “IR teams in small/mid caps face a MiFID II visibility trap”, Retrieved August 9, 2018, from <https://www.linkedin.com/pulse/ir-teams-smallmid-caps-face-mifid-ii-visibility-trap-steph-osborn-1>

Taylor Wessing(2018), “Topic: RDR equivalent”, Retrieved July 23, 2018, from [https://united-kingdom.taylorwessing.com/documents/get/939/mifid-ii-rdr.pdf/show\\_on\\_screen?utm\\_source=web&utm\\_medium=PDF&utm\\_campaign=mifid-rdr](https://united-kingdom.taylorwessing.com/documents/get/939/mifid-ii-rdr.pdf/show_on_screen?utm_source=web&utm_medium=PDF&utm_campaign=mifid-rdr)

Tatsu Katayama · Takaharu Totsuka · Ken Kawai · Daisuke Tanimoto(2016, April), “JFSA published final rules of margin requirements for OTC derivatives”, Retrieved June 12, 2018, from [https://www.amt-law.com/asset/pdf/bulletins2\\_pdf/160420.pdf](https://www.amt-law.com/asset/pdf/bulletins2_pdf/160420.pdf)

“ULLINK Delivers MiFID II Best Execution Reporting In Partnership With Liquidmetrix” (2018, February 8), Retrieved July 9, 2018, from <https://www.ullink.com/ullink-delivers-mifid-ii-best-execution-reporting-in-partnership-with-liquidmetrix/>

U.S. Securities and Exchange Commission (2017, October 26), “SEC Announces Measures to Facilitate Cross-Border Implementation of the European Union's MiFID II's Research Provisions”, Retrieved July 23, 2018, from <https://www.sec.gov/news/press-release/2017-200-0>

“What do APAs mean for your MiFID II reporting?” (2017, May 25), Retrieved July 31, 2018, from <https://blogs.thomsonreuters.com/financial-risk/risk-management-and-compliance/what-do-apas-mean-for-your-mifid-ii-reporting/>

Yixiang Zeng(2017, October 4), “Mifid II to impact Asian asset managers”, Retrieved August 10, 2018, from <http://citywireasia.com/news/mifid-ii-to-impact-asian-asset-managers/a1055642>

## 附錄一：「歐盟 MiFID II 施行對資產管理業之影響」訪談重點

- 一、有關 MiFID II 禁止採取包裹型態收取執行交易費用及研究分析費用的規範，對 貴公司是否有影響？影響為何？ 貴公司如何因應？

說明：傳統上投資銀行、經紀商等中介機構（通稱 sellside）一併執行受託執行交易與提供研究分析兩項功能，卻未分別計價收取費用，而是向資產管理機構（通稱 buy-side）以包裹型態收取執行交易費用及研究分析費用。MiFID II 為避免產生利益衝突，規範 sellside 業者提供受託執行交易與研究分析兩項功能須明確分割、分別收費，同時規範 buy-side 業者明確區分接受委託執行交易與研究分析兩項支出之金流，並向其客戶充分揭露。資產管理公司取得研究報告的費用支付方式，可由資產管理公司自行支付，或依據 MiFID II 的規範設置「研究支付帳戶」（Research Payment Account，RPA）進行支付。

- 二、MiFID II 有關向第三方收取利益之限制，對 貴公司是否有影響？影響為何？ 貴公司如何因應？

說明：MiFID II 針對向第三方收取利益之重要規範包括：

(一)對提供獨立投資建議者禁止收取第三方利益。依據 MiFID II 相關規定，若投資公司提供獨立投資意見，便不得接受及保留由任何第三方支付或提供的費用、佣金或任何金錢或非金錢收益。

(二)對於提供非獨立投資建議者，須向投資者揭露更多關於付款或利益的資料。MiFID II 規定提供投資服務前，必須向

客戶揭露有關付款或利益之資訊。若無法事前確定金額，則應向客戶揭露計算該金額的方式，且事後應向其客戶揭露收受或支付款項之確切金額（如應該讓客戶清楚知道所支付費用的哪些部分是給予提供投資服務的投資公司的回佣）。

三、MiFID II 有關加強資訊揭露之規範，對 貴公司是否有影響？  
影響為何？ 貴公司如何因應？

說明：MiFID II 針對加強資訊揭露之重要規範包括：

- (一)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，須明確向投資人揭露所提供的諮詢是否基於獨立基礎。
- (二)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，並適當銷售到目標市場，且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。
- (三)MiFID II 規定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。且須持續定期進行適合度評估並製作報告，以及須保留有關適當性評估紀錄之內容。
- (四)MiFID II 強化金融機構應向客戶揭露相關成本與費用的規範，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

本與費用對報酬之影響等。

四、MiFID II 有關薪酬政策的規範，對 貴公司是否有影響？影響為何？ 貴公司如何因應？

說明：MiFID II 有關避免利益衝突之規範，新增對公司薪酬政策的要求，確保公司的薪酬、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，而忽略其他更有利於客戶需求的投資商品。

五、MiFID II 除前述規範外，其他對 貴公司造成影響的規範為何？如何影響與因應？

六、為因應 MiFID II 的實施，除了上述問題之外， 貴公司還有採行那些因應措施？

七、針對 MiFID II 的施行對於資產管理業所造成的影響，建議主管機關宜協助的事項為何？宜配合修正的法規為何？



## 附錄二：「歐盟 MiFID II 施行對資產管理業之影響」訪談意見彙整

公司	意見
投信公司 A	經詢問相關業務部門，其表示目前歐盟 MiFID II 的施行，對作業流程等作法上，並沒有遇到重大影響或不同。 券商表示由於臺灣非歐盟參與國，不認為需強制要求分拆執行交易費用及研究分析費用，故本公司現行與各券商仍維持過往做法並無改變。
投信公司 B	<ol style="list-style-type: none"> <li>1.有關 MiFID II 禁止採取包裹型態收取執行交易費用及研究分析費用，集團決定公司自行支付。</li> <li>2.在產品設計方面，對於臺灣公司業務並無太大影響，畢竟臺灣公司係針對臺灣市場與投資人，並無受 MiFID II 的規範。</li> <li>3.歐洲公司則於產品設計時將受到較嚴格的規範，須具體描繪目標客群並設計符合目標客群的商品，並確保商品透過銷售機構能夠銷售到設定的目標客群，相關產品設計資料須送交歐洲產品委員會審核。因此，未來資產管理業者為控管銷售機構能夠正確銷售到目標客群，應會減少銷售機構的家數。</li> </ol>
投信公司 C	有關 MiFID II 的相關因應屬於歐洲總公司的範疇，針對臺灣地區的業務並無影響。
投信公司 D	<ol style="list-style-type: none"> <li>1.有關 MiFID II 禁止採取包裹型態收取執行交易費用及研究分析費用，本公司自行研究，不對外購買研究報告。</li> <li>2.有關 MiFID II 向第三方收取利益之限制，建議引入與英國零售產品分銷檢討制度（Retail Distribution Review，簡稱 RDR）類似的規則。</li> <li>3.對臺灣地區的業務並無影響。</li> </ol>
投信公司 E	<ol style="list-style-type: none"> <li>1.目前本公司係透過香港的投資銀行投資歐盟市場，香港的投資銀行亦要求臺灣資產管理業者須申請法人機構識別編碼（LEI），否則無法與歐洲的對象進行交易。</li> <li>2.了解 MiFID II 在國際監理趨勢的重要地位，希望主管機關未來採納 MiFID II 相關監理措施時，考量實施的成本與效益，採取循序漸進的推動方式。</li> </ol>
投信公司 F	<ol style="list-style-type: none"> <li>1.本公司不直接在 MiFID 監管的範圍內，亦未直接與歐洲客戶簽約。但是，集團已更新一些政策以滿足 MiFID II 要求，由於集團標準適用於全球，本公司在某些情況下會間接受到影響。例如最佳執行，勸誘和研究分析支付等。</li> <li>2.本公司未將研究成本轉嫁給客戶。</li> <li>3.本公司沒有任何直接的歐洲客戶，因此資訊揭露不會對公司本身或其客戶產生直接影響。</li> <li>4.本公司目前在臺灣銷售歐洲基金的情況並不受 MiFID II 所影響，集團並未因 MiFID II 而要求本公司修改相關銷售契約，亦未要求本公司分攤任何 MiFID II 之費用。</li> </ol>

## 附錄三：「歐盟 MiFID II 施行對資產管理業之影響」諮詢會議 會議紀錄

記錄：簡淑芬、吳泰霖

時間：民國 107 年 10 月 12 日（星期五）下午 2 時 30 分

地點：本基金會會議室(臺北市南海路 3 號 9 樓)

主席：馮教授震宇（政治大學法律系教授）

出席：金融監督管理委員會證券期貨局蘇科長詩雅、許淑芬、中華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會羅組長雪慧、元大證券投資信託股份有限公司劉總經理宗聖、富蘭克林華美證券投資信託股份有限公司黃總經理書明、富邦證券投資信託股份有限公司李總經理明州、國泰證券投資信託股份有限公司施副理秀樺、安聯證券投資信託股份有限公司李副總裁庭毓

列席：張總經理麗真、陳副處長莉貞、簡副研究員淑芬

### 壹、主席致詞(略)

### 貳、「歐盟 MiFID II 施行對資產管理業之影響」簡報(略)

### 參、與會人員發言摘要

#### ● 李副總裁庭毓（安聯投信）

安聯投信為全球性集團，針對 MiFID II 的施行，安聯集團對歐洲註冊基金及管理代操帳戶之外部研究費用是由集團自行吸收，此乃基於對客戶最大利益來評估，並確保安聯集團全球整合下投資平台得以繼續分享投資研究之最佳方式。就目前而言，自 MiFID II 實施後，在臺灣本身的作業及申報並無太大變動。

- **黃總經理書明（富蘭克林華美投信）**

- 一、富蘭克林華美投信屬於比較 local 的投信，目前影響程度還好。在不考慮研究報告提供下，現行國內法規已規定須為投資人爭取最低的費用，惟仍包括在佣金中。本公司係透過香港投資歐洲，香港即要求須提供 LEI（法人機構識別碼）。未來若研究報告與交易執行費用分拆，國內資產業者若無法在佣金的議價基礎上爭取研究報告的支出，須由業者本身承擔，則投資人的佣金費用將下降。
- 二、協助業者向海外發展的措施，除澳洲提出的亞洲基金護照外，歐洲基金護照亦非常重要，臺灣的法制若能夠爭取歐盟的認可，對於業者開拓歐洲市場具極大的助益，例如基金在盧森堡完成註冊，即可在歐盟各國銷售。
- 三、建議未來研究可以朝向兩方面再深入研究，第一是針對不同級別基金的海外銷售規定，臺灣基金銷售至海外或非歐盟地區，須分別適用不同的規範，將不可避免造成很多法遵成本的增加。第二是產品治理的要求，對國內資產業者而言，設計一項基金產品是很大的挑戰，於新的基金推出前須進行詳盡的評估，如何滿足 MiFID II 的要求針對適合的族群設計適合的項目等。希望未來研究報告可以多加深入研究，以協助業者及早準備。

- **劉總經理宗聖（元大投信）**

- 一、目前的確跟歐盟之間的交易往來，如業務流與產品流部分皆還有一段距離，惟 MiFID II 的概念與兩年多前推動洗錢防制的概念很相似，起初認為導入與前期的前置並無急迫性，但是洗錢防制從今年開始，各項業務推動地如火如荼，目前在業務方面的



確產生質變與量變。

- 二、MiFID II 是 MiFID 的改良版，主係從發散走向收斂，主要的變革都有收窄的概念。由今天的簡報可以分成短中長期三個層面，短期可以針對主要樣態進行交叉比對，中期針對市場組織變化，進行中長期的佈建。
- 三、從目前國際監管的趨勢將逐漸由場外導入場內，臺灣的法規制度部分已經接軌相同的傾向與概念，如 ETF、ETN、櫃買中心推出的共同基金掛牌交易（大陸稱 LOF，Listed Open-Ended Fund）等。掛牌有助於透明、市場監理、效率、投資人保護；反之，增加槓桿、高頻、黑池、追求速度，可能加深市場的波動。
- 四、事實上臺灣的共同基金係採申請核准而非申報生效，在產品的設計內涵，包括投資人保護、公開說明書、產品的發行計畫皆須經主管機關高度的風險控管。在適合性部分，包括 KYC 與 KYP 的規範，以及 4 年多前在交易所買賣產品也提出適合性的加強版，包括風險揭露、風險預告、投資人的分級管理等，臺灣在對接歐盟 MiFID II 的過程，有一定前期的情況。
- 五、目前較大的問題應在交易執行與研究分析費用分拆的規範，亦即使用者付費的問題，簡報中預計每年將支付管理資產 10 個基本點的費用，對業者而言是相當大的金額。因此，首先面臨邊際成本的衝擊；其次是在邊際成本增加的情況下，以國際慣例而言將可能引發的價格戰；最後應思考在如此的規範下，產業的發展前景是否能夠變好？國外市場通常給予一段時期的緩衝，如美國提供 30 個月的緩衝期，臺灣提供 36 個月的緩衝期。此外，在銷售機構的費率方面，如臺灣最近取消通路的銷售獎勵金，但是銷售機構轉而提高經理費分成，反而增加投信業者的

費用支出。

六、建議臺灣應建立獨立的分銷機制，如韓國擬推出獨立財務顧問（Independent Financial Adviser, IFA）制度，美國則稱為 RIA（Registered Investment Adviser），獨立的財務顧問專門為所提供的服務進行收費，產品基本上僅做為組合的元件，不是賣產品，而是提供解決方案。事實上在歐、美與澳洲的基金銷售市場，透過 IFA 銷售占 30% 以上。但是臺灣目前的基金銷售大量仰賴銀行通路，必須支付通路服務費，若將來配合 MiFID II 研究支出亦必須負擔，且市場的結構缺乏相關配套，對基金管理公司而言，在面對 MiFID II 的保護過程中，經營的邊際成本的確會增加，但不等同其競爭力亦會提升。

七、MiFID II 提出許多的監管改革，其中受到國際認可的規範，則臺灣遲早都要面對，如洗錢防制的推動，亦即全球監理趨同性的問題。如歐洲的資產管理公司在臺灣設立投信公司，依據 MiFID II 的規範支付證券商研究報告費用，但是國內的投信業者仍然採用以往的支付方式，則在監理方面是否允許此類不一致的情況值得思考。針對 MiFID II 中正確且符合國際趨勢的規範，主要國際市場如美國、韓國、香港與日本等，陸續進行相關的回應措施，建議臺灣應思考後續的規劃方向。歐洲在 MiFID 之後，業務蓬勃發展，長年存在著監理套利的問題，現在趨緊就是希望能產生新的標準。臺灣並沒有趨緊的問題，所以我們在法規轉換的過程，將面臨與歐洲不同的問題。此外，臺灣是一個境外基金規模大於境內基金的市場，在臺灣設點的歐洲投信相當多，歐洲很多國家的基金在臺灣都有當地的業務或者是基金銷售的情況，故臺灣未來相對其他國家受到 MiFID II 的影響更大。

此將反映在「投信投顧法」與「境外基金管理辦法」，涉及投資人保護、報告義務、投資研究報告等問題，逐漸皆將有所改變。

- **李總經理明州（富邦投信）**

- 一、針對 MiFID II 的議題，剛剛劉總已經反映投信業者所面臨到的壓力與心聲，現在是一個比較資訊透明的時代，就將重點聚焦在面對 MiFID II 究竟該如何因應。基本上本土的投信業者皆未在歐洲設立據點，且目前產品亦不會至歐洲銷售，若從這個運作架構來看，目前並不會受到影響。
- 二、針對未來產品的適合性問題，剛剛劉總亦提及，由於業者今年配合洗錢防制的推動，KYC 與 KYP 方面皆已經做了許多的精進與努力。甚至未來所謂的一般資料保護規定（General Data Protection Regulation, GDPR）皆會對未來的客戶與產品造成影響，建議主管機關將國外的這些規格循序漸進的納入，讓業者有多一點的時間準備，未來如果有機會拓展海外市場也能符合主要的國際規範。今年配合洗錢防制的推動也提出許多的措施，未來配合 MiFID II 或美國等主要國際監理規範，都可以逐步地提升。國內目前產品的申請皆須經過主管機關核准，產品的風險管理、資訊揭露與投資人屬性，業者應該都已經符合一定程度的監管要求，希望配合產業整體的規劃與強化，持續進行提升以提高競爭力。

- **施副理秀樺（國泰投信）**

若從法遵的角度出發，於去年 8 月歐洲的合作夥伴即告知本公司，有關 MiFID II 即將實施，他們將配合採取的因應措施，依據本公司目前為止所接收到的資訊似乎皆不需進行改變。因為本公司通常是

服務的接受方而不是提供方，所以就公司內部而言，目前為止並無需要因應的部分，除非未來擬將產品銷售至歐洲才會受到影響而須配合進行調整。

- **蘇科長詩雅（證期局）**

有關 MiFID II 交易執行與研究分析費用分拆的規定，主管機關給予 36 個月的緩衝期，主係可以持續觀察國際主要市場的監管趨勢，而主要的考量在於證券商是否應該兼營投顧的問題，過去可以包裹型收取交易執行與研究分析費用，現在必須分開報價並收費，惟證券商若未具投顧執照，收取研究報告費用將違反規定，希望可以解決前述的問題。

- **劉總經理宗聖（元大投信）**

- 一、未來在臺灣的資產管理業者，可能包括依循 MiFID II 的業者以及未採 MiFID II 的業者，對於往來的證券商可能採取不同的業務模式，致監理上產生不一致的情形。建議進行 MiFID II 與我國法規的交叉比對，了解目前業者尚有不足，須進行基礎設施或流程的改善，才能符合 MiFID II 所代表的未來監管趨勢，讓業者能夠及早規劃因應。
- 二、國內投信業者代操基金或提供顧問服務必須具投資顧問的執照，而證券商過去從事交易順便提供研究報告的情形，雖稱為賣方，但是可能不具投資顧問執照。銀行銷售基金也是類似的情形，其主係賣產品而非提供解決方案，主要考量可能並非客戶的最大利益而是集團的最大利益。因此，若可以從 supply-push 轉變成 demand-driven，市場由投資人主導，則法規相對較為健全。

- **蘇科長詩雅（證期局）**

有關 MiFID II 施行對國際主要市場的影響與因應，提到執行交易費用及研究分析費用分拆的規範對國際主要市場的影響，其中僅有美國針對此提出相關因應措施，發布 30 個月的無異議函。希望能夠了解香港、日本與韓國是否亦面臨類似美國顧問執照的問題，以及其如何因應，對主管機關將更具參考價值。

- **羅組長雪慧（投信投顧公會）**

有關 MiFID II 的規範，關注的重點在於證券商與研究報告的部分，過去公會曾經針對 soft dollar，所謂增值服務的部分進行了解，未來若是要將相關的規範運用於國內，首先希望能夠釐清 MiFID II 有關研究費用的支付是由基金公司還是基金支付。

- **簡副研究員淑芬（證基會）**

MiFID II 規範資產管理公司取得研究報告的費用支付方式，包括兩種方式。第一種由資產管理公司自行支付。第二種係依據 MiFID II 的規範設置「研究支付帳戶」(Research Payment Account, RPA) 進行支付。且針對研究支付帳戶 (RPA) 進行嚴格的規範，如資產管理公司須編製詳細的研究預算，並於最初與每年提供予客戶，並說明如何評估所購買的研究報告品質。所以，目前受 MiFID II 規範的資產管理公司，大部分皆採取公司自行支付的方式。

- **黃總經理書明（富蘭克林華美投信）**

針對 MiFID II 執行交易費用及研究分析費用分拆的規範，若是未來的趨勢將由資產管理業者支付研究報告費用，則對於新成立的基金，其經理費與管理費建議考量適度的反應空間。

- **蘇科長詩雅（證期局）**

- 一、有關 MiFID II 投資人保護與資訊揭露方面，希望從報告中可以看到有關資產管理業更詳盡的具體規範，如成本費用的揭露等。此外，MiFID II 已經實施九個月，是否能夠了解歐洲業者的準備狀況與遵法情形，包括成本費用的揭露、產品面與銷售面等，是否在實際執行後產生問題。
- 二、MiFID II 要求資產管理業者須確保分銷商能夠將產品正確銷售到目標客群，希望能夠了解國內業者銷售歐洲基金是否受到影響。
- 三、建議針對 MiFID II 的規範與國內現行資產管理的規範進行比對，了解兩者間的差異，提出 MiFID II 值得借鏡之處。

- **黃總經理書明（富蘭克林華美投信）**

有關 MiFID II 要求資產管理業者須確保分銷商能夠將產品正確銷售到目標客群，國內銷售機構須符合 KYC 與 KYP 的規定，亦即將對的產品銷售給對的人，若國內的銷售機構已經達到相關規範，是否即滿足 MiFID II 的要求。

- **主席**

安聯投信在銷售歐洲基金方面是否受到影響？

- **李副總裁庭毓（安聯投信）**

目前沒有收到集團的不同要求，可以再進一步了解。

- **主席**

今天針對 MiFID II 的議題進行相當充分的溝通，感謝蘇科長提

供相當重要的建議，後續將儘量針對會議中所提出的建議蒐集相關資訊補充報告內容。本次研究的進行過程包括多家業者的訪談，建議採匿名方式整理訪談重點納入報告附錄，讓報告內容更加完整。

## 散會（下午 4 時 30 分）

財團法人中華民國證券暨期貨市場發展基金會  
召開「歐盟 MiFID II 施行對資產管理業之影響」諮詢會議  
簽到單

開會時間：民國 107 年 10 月 12 日（星期五）下午 2 時 30 分

開會地點：本基金會會議室（台北市南海路 3 號 9 樓）

主持人：馮教授震宇



列席：

張總經理麗真

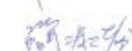


葉處長淑玲

陳副處長莉貞



簡副研究員淑芬



出席：

金融監督管理委員會證券期貨局



中華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會



元大證券投資信託股份有限公司



富蘭克林華美證券投資信託股份有限公司



富邦證券投資信託股份有限公司



國泰證券投資信託股份有限公司



安聯證券投資信託股份有限公司





## 附錄四：「歐盟 MiFID II 施行對資產管理業之影響」諮詢會議

### 處理情形

一、開會時間：107 年 10 月 12 日(星期五)下午 2 時 30 分

二、開會地點：本基金會會議室(臺北市南海路 3 號 9 樓)

三、主持人：馮教授震宇

四、參加人員：

出席：金融監督管理委員會證券期貨局蘇科長詩雅、許淑芬、中華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會羅組長雪慧、元大證券投資信託股份有限公司劉總經理宗聖、富蘭克林華美證券投資信託股份有限公司黃總經理書明、富邦證券投資信託股份有限公司李總經理明州、國泰證券投資信託股份有限公司施副理秀樺、安聯證券投資信託股份有限公司李副總裁庭毓

列席：張總經理麗真、陳副處長莉貞、簡副研究員淑芬

五、建議與處理情形：

序號	建議	處理情形
1	有關 MiFID II 施行對國際主要市場的影響與因應，提到執行交易費用及研究分析費用分拆的規範對國際主要市場的影響，其中僅有美國針對此提出相關因應措施，發布 30 個月的無異議函。希望能夠了解香港、日本與韓國是否亦面臨類似美國顧問執照的問題，以及其如何因應。	已於第三章第三、四、五節分別增加香港、日本與韓國針對 MiFID II 分拆執行交易費用及研究分析費用規範的影響，以及所採行的因應措施(參見第 50、59、60、65、66、111 頁)。
2	建議未來研究可以朝向兩方面再深入研究，第一是針對不同級別基金的海外銷售規定，第二是產品治理的要求，以協助業者及早準備。	1. 有關海外銷售規定將納入「我國資產管理業者國際行銷業務發展之挑戰與對策」研究計畫範圍。 2. MiFID II 產品治理要求已於第四章第一節增加相關內容(參見第 75-77 頁)。
3	有關 MiFID II 投資人保護與資訊揭	已於第四章第一節增加有關成本費



序號	建議	處理情形
	露方面，希望從報告中可以看到有關資產管理業更詳盡的具體規範，如成本費用的揭露等。	用揭露的具體規範與實際揭露案例(參見第 78-82 頁)。
4	建議針對 MiFID II 的規範與國內現行資產管理的規範進行比對，了解兩者間的差異，提出 MiFID II 值得借鏡之處。	已於第四章第二節新增「壹、MiFID II 與我國資產管理法規比較分析」相關內容(參見第 93-97 頁)。
5	MiFID II 已經實施九個月，是否能夠了解歐洲業者的準備狀況與遵法情形，包括成本費用的揭露、產品面與銷售面等，是否在實際執行後產生問題。	MiFID II 自 2018 年 1 月 3 日起正式施行，至今仍未滿一年，其真實影響仍須時日才可完全顯現。此外，監管機構的容錯程度為何，皆仍未明朗。如英國金融行為監管局(FCA) 表示將容許市場有時間進行改革，有助於對未來趨勢進行有意義的觀察，亦即初期階段不會實行非常嚴格的手段(參見第 112 頁)。
6	本次研究的進行過程包括多家業者的訪談，建議採匿名方式整理訪談重點納入報告附錄。	新增訪談重點與訪談意見彙整於附錄一與附錄二(參見第 2、114、125-128 頁)。
7	MiFID II 要求資產管理業者須確保分銷商能夠將產品正確銷售到目標客群，希望能夠了解國內業者銷售歐洲基金是否受到影響。	經諮詢總部位於歐洲的投信公司，其表示目前在臺灣銷售歐洲基金的情況並不受 MiFID II 所影響，集團並未因 MiFID II 而要求公司修改相關銷售契約(參見第 128 頁附錄二)。

