

歐盟 MiFID II 施行對資產管理業之影響

研究性質：「資產管理人才培育與產業發展基金」107 年度工作計畫

計畫主持人：馮震宇

研究期間：107 年 4 月～107 年 11 月

報告摘要：

一、歐盟 MiFID II 重要變革與規範

MiFID II 的修訂主要為達到五大關鍵目標，包括：處理 MiFID 架構的缺陷；確保金融市場公平、有效與安全的運作；擴大 MiFID 的範圍至非股權類商品；加強金融服務中介機構的業務操守規則；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等。彙整 MiFID II 的重要變革與規範於表一。

表一：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)。
標準化衍生性商品移至交易場所進行交易	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。 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。 3. 由 ESMA 評估哪些類別的衍生性商品應於交易場所交易。
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。 2. 從事商品類衍生性商品交易公司的豁免顯著縮小。 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)。 4. 交易場所經營者將被要求報告商品類衍生性商品部位。
改善交易前後透明度	1. 原 MiFID 透明度架構僅涉及被允許在受監管市場上交

項目	重要規範
	<p>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。</p> <p>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。</p> <p>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。</p> <p>4.針對非權益商品的新豁免條款。</p> <p>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。</p>
市場數據整合	<p>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)。</p> <p>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。</p>
更全面的交易報告 (transaction reporting)	<p>1.MiFID 要求投資公司向主管機關申報交易報告。</p> <p>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。</p> <p>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。</p>
加強演算法與高頻交易之監管	<p>1.MiFID II 引入更嚴格的演算法與高頻交易管理。</p> <p>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。</p>
提高投資人保護要求	<p>1.MiFID II 旨在加強對投資人保護，因此對客群為散戶的公司來說，MiFID II 規則變化尤其重要。</p> <p>2.更嚴格的勸誘(inducements)限制。</p> <p>3.投資人保護規則將延伸至結構型存款。</p> <p>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。</p> <p>5.部分投資人保護規則將適用於符合條件的交易對手。</p>
非歐洲經濟區 (non-EEA) 公司進入歐盟市場新架構	<p>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)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)。</p> <p>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</p>

項目	重要規範
	<p>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。</p> <p>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。</p>

資料來源：Hogan Lovells，「An Introduction to MiFID II」，
<https://www.hoganlovells.com/en/knowledge/topic-centers/~media/108fc730b6b144789c13c977b56dc2c3.ashx>，2017 年 1 月。

二、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。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。將 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彙整列示於表二。

表二：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"> • 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。 • 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。 • 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 	<ul style="list-style-type: none"> • 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。 • 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

項目 地區	影響	因應措施
	<p>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。</p>	<p>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。</p>
英國	<ul style="list-style-type: none"> • 受 MiFID II 規範。 • 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。 	<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 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。</p>
香港	<ul style="list-style-type: none"> • 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。 • 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。 • 分拆佣金與研究費用成趨勢，將衝擊研究分析產業。 • 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。 	<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"> • 發布最佳條件執行交易指引。 • 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。 • 香港依 MiFID II 規定取得第三國交易場所等效認可。 • 場外衍生工具監管制度的改革。 • 持續關注全球監管發展。
日本	<ul style="list-style-type: none"> • 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。 • MiFID II 對日本金融機構的影響主要包括以下三方面： 	<p>近期與 MiFID II 一致的監管改革包括：</p> <ul style="list-style-type: none"> • 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

項目 地區	影響	因應措施
	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 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。 ✓ 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。 ✓ 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。 	<p>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。</p> <ul style="list-style-type: none"> • 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。 • 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。
韓國	<ul style="list-style-type: none"> • 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。 • 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。 	<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"> • 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。 • 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。 • 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。

三、MiFID II 施行對資產管理業的影響分析

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。茲就產品面、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析，彙整列示於表三。

表三：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">• 提供較少的產品。• 更加重視產品與客戶的適合度。
銷售面	<ul style="list-style-type: none">• 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。• 分銷商數量預計會下降。• 銷售平臺將持續成長。• 對於提供獨立投資意見者而言，銷售將更具挑戰。• 科技將開發新的銷售與諮詢模式。
營運模式面	<ul style="list-style-type: none">• 市場基礎設施的改變將影響營運模式。• 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。
定價與成本	<ul style="list-style-type: none">• 變化本身將影響定價與成本。• 須提高對成本與產品獲利能力的認識。
獲利面	<ul style="list-style-type: none">• 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。

資料來源：EY， “MiFID II：Time to take action Wealth & Asset Management” ，
[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)，瀏覽日期：2018年6月14日。

四、對臺灣資產管理業的影響與因應

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四。

表四：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"> 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。 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。
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

五、我國針對 MiFID II 施行的因應措施

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。

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

S - F - I