

## 2018年1月3日から MiFID II (ミフィッド・ツー)が始まる!

2018年1月3日から欧州で「MiFID II (ミフィッド・ツー)/第二次金融商品市場指令」が始まる(詳細後述)。欧州金融機関は「**MiFID2 土壇場準備でクリスマス返上か**」(2017年12月21日付ブルームバーグ～URLは後述[参考ホームページ]①参照)とも言われているのに、日本では米国の労働省フィデューシャリー・デューティー/受託者責任ルール(後述)と同様、注目度がかなり低い(2017年12月21日付日本証券新聞には「**MiFID2証券界に地殻変動起こす**」と出てはいる～URLは後述[参考ホームページ]②参照)。

2017年12月7日に「Basel III (バーゼル・スリー)」がようやく最終合意され日本でも注目されていたが(URLは後述[参考ホームページ]③参照)、MiFID IIはBasel IIIと同じ(後述する英国RDRや米国労働省フィデューシャリー・ルールと同じ)、FSB/金融安定理事会の国際ルールの一つとなる。そこで今回は、MiFID IIを中心に、PRIIPs、PSD2、RDRなど欧州金融規制の主要部分について最新動向を見る事とする。

欧州の主な投信関連規制の施行(現在以降は予定日)

2017年12月22日現在

国・地域	規制名	規制対象	2016年以前	2017年	2018年
EU 欧州連合/ EU	MiFID/金融商品市場指令 (EUの金融商品取引法)	投資サービス会社(証券会社、銀行、資産運用会社、投資アドバイザー等)	2007年11月1日からコミッション禁止等(※事前に報酬開示等をすれば、投信会社等からの報酬を受け取れた)		
	MiFID II / 第二次金融商品市場指令 (EUの金融商品取引法)	投資サービス会社(証券会社、銀行、資産運用会社、投資アドバイザー等)		2017年1月3日から→1年延期	2018年1月3日からコミッション禁止等(2016年2月10日公表)、売買委託手数料のアンバンドリング/分離
	UCITS/譲渡可能な証券の集合投資事業指令	ファンド	2011年7月1日からUCITS IV、2016年3月18日からUCITS V		
	AIFMD/オルタナティブ投資ファンド運用者指令	UCITSでの規制対象とならないファンド	2011年7月1日から(実際は2014年7月から)		各国の私募ファンド規制をAIFMDのパスポートへ
	PRIIPs / パッケージ型リテール投資商品及び保険ベース投資商品開示規則 (PRIIPs KID)	PRIIPsの組成者(投信会社や保険会社等)及び販売者	2016年12月31日から		2018年1月1日から(2016年11月9日公表)
	(参考) PSD2 / Payment Services Directive 2 / 第二次決済サービス指令		2016年公布(各国の法制度化は2018年1月まで)		2018年1月13日までに銀行にオープンAPI義務付け
	(参考) IDD/保険販売業務指令	保険販売者(代理店、ブローカー、銀行、保険のダイレクト販売をする保険会社等)			2018年2月23日までに(IMD/保険仲介業務指令は2018年2月23日に廃止)
英国	RDR / 個人向け金融商品販売制度改革	アドバイザー全般(IFA/独立FA、RFA/限定FA)、プラットフォーム(※参照)	2012年12月31日からアドバイザー(IFAの高い知識レベル維持)、2014年4月6日からプラットフォームでコミッション禁止、2016年4月6日から、RDR導入以前にプラットフォームで購入のファンドのトレーリングコミッション禁止		
	CRR / キャピタル・リソース・リクワイメント/資本金要件	個人向け金融アドバイスを提供するパーソナル・インベストメント・ファーム/PIFs	2016年6月30日から15000英ポンド(または年間投資ビジネス収入の5%のどちらか大きい方)	2017年7月30日から20000英ポンド(または年間投資ビジネス収入の5%のどちらか大きい方)	
	改正ソフト・コミッション規則	投資サービス会社(証券会社、銀行、資産運用会社、投資アドバイザー等)	2014年6月2日から		
オランダ	バン・オン・インデューcement (金融監督法)	金融サービス・プロバイダー(銀行等)、インベストメント・ファーム(投信会社等)	2013年1月1日から個人向け保険、2014年1月1日から(※実際はそれ以前に任意でほぼ実施)個人向け投信でコミッションとインデューcement(誘因報酬)禁止		

(出所: 欧州のEC/欧州委員会、英国のFCA/金融行動監視機構、オランダのAFM/金融市場局等より三菱UFJ国際投信株式会社商品企画部が作成)

※英国のプラットフォーム…プラットフォームは主にネットを通じ投信・保険等を提供する証券会社で、IFAに対し投信・保険等の選択ツールや講習、IFAのフィー徴収サービスも提供する場合もある。

## 欧州 MiFID II～売買委託手数料のアンバンドリング～

MiFID IIで、最も注目を集めているのが売買委託手数料のアンバンドリング/分離である。これは「**独立の立場から投資助言をする会社や投資一任サービスをする会社はすべて、第三者/third party からあらゆるフィー・コミッション・非金銭的利益の受領を禁止する**」と言う同指令中にある原則(後述※1 参照)から派生するものである(MiFID II 第24条第7項・第8項～URLは後述[参考ホームページ]④参照)。証券会社・銀行等ブローカーの徴収する売買委託手数料(コミッション)から、売買執行以外のサービス(\*リサーチ、電子情報端末使用、物品等が該当)にかかる手数料等が切り分けられ別々に徴収されることとなる。欧州はもちろん、米国や日本などの金融当局、証券会社、銀行、資産運用会社、アナリストにも影響を及ぼす可能性が高い。

MiFID IIに対応して、証券会社・銀行等は、これまで売買委託手数料に含まれていたリサーチ費用等を原則有料とする必要がある。顧客サービスの質の向上を目的とする、非常にベーシックなタイプの情報リサーチ提供は「小さな非金銭的な利益」と見なされ、無料に出来る。しかし推奨を提供したり、投資プロセスにとって価値の高いものを提供したり、アナリストとの個別面談などをしたりすれば、有料は避けられない。欧米の証券会社・銀行等は、運用会社等顧客との関係から、どうリサーチ費用を有料化するか頭を悩ましてきた所である。



MiFID II / 第二次金融商品市場指令後の証券会社・銀行・独立系リサーチ会社のリサーチ費用についての例(単位: 米<sup>2</sup>/年)

2017年12月22日現在

証券会社・銀行・独立系リサーチ会社名(一部略称)(ABC順)	株式の基本的リサーチ / Basic Equity Package	債券の基本的リサーチ / Basic Credit Package	プレミアム / Premium Package	備考
1 AllianceBernstein(AB)	150,000	#N/A	#N/A	ブローカーであるSanford C. BernsteinのBernstein Research。
2 ABN Amro	11,658	#N/A	#N/A	「株式の基本的リサーチは年10000ユーロ/11658米 <sup>2</sup> /約133万円(2017年11月2日付ブルームバーグ)。
3 Autonomous Research (独立系リサーチ会社)	1,000	#N/A	5,000	株式レポート1本1千米 <sup>2</sup> 、最も高い業界リサーチは5千米 <sup>2</sup> 。ニュース及び分析のデリー・ラウンドアップへのアクセスは、1ユーザー5千米 <sup>2</sup> 。
4 Bank of America	60,000	15,000	47,500	株式の基本的リサーチはユーザー最大10人、プレミアムはユーザー1人に付き。
5 Barclays	39,000	#N/A	452,000	株式の基本的リサーチの3.9万米 <sup>2</sup> /3万英ポンド/約440万円は株式レポート閲覧料。プレミアムの45.2万米 <sup>2</sup> は1社分(中小規模顧客向け/for some SME Clients)。
6 BBVA	#N/A	0	#N/A	債券の基本的リサーチが無料なのは「小さな非金銭的な利益」になると言う判断。アナリストとの個別面談や株式のリサーチ等は有料へ。
7 BNP Paribas	11,830	株式に含まれる。	35,490	「株式の基本的リサーチは年10000ユーロ/11830米 <sup>2</sup> /約133万円(債券・通貨等を含む)。プレミアムの年30000ユーロ/35490米 <sup>2</sup> /約398万円は2時間の面談2回を含む(債券・通貨等を含む)。プレミアムは追加面談6回で9000ユーロ/10657米 <sup>2</sup> /約120万円、同12回で18000ユーロ/21294米 <sup>2</sup> /約239万円)。(2017年10月11日付ブルームバーグ)。
8 Citigroup	10,000	#N/A	#N/A	利用頻度が低い小規模顧客向け閲覧のみ。「顧客によってはレポートにアクセスする代金が数万 <sup>2</sup> となる場合もあり、アナリストや営業担当者との電話面談を含む広範なサービスのパッケージでは恐らく数百万 <sup>2</sup> 」。(2017年10月17日付ブルームバーグ)。
9 Credit Agricole	20,000	24,000	20,000	債券71700米 <sup>2</sup> /6万ユーロ、プレミアム143500米 <sup>2</sup> /12万ユーロだったが、2017年9月18日に下限24000米 <sup>2</sup> /2万ユーロに。アナリストへのアクセス込みだが、より重視する場合は高くなる。
10 Credit Suisse	#N/A	0	#N/A	債券の基本的リサーチ無料は「小さな非金銭的な利益」になると言う判断。通貨と商品、マクロ経済、クレジット、債券、証券化商品をウェブサイト無料で提供、債券調査アナリストとの有意な接触は課金(2017年10月9日付ブルームバーグ)。
11 Daiwa	#N/A	0	#N/A	債券の基本的リサーチが無料なのは「小さな非金銭的な利益」になると言う判断。アナリストとの個別面談や株式のリサーチ等は有料へ。
12 Danske Bank	#N/A	0	#N/A	債券の基本的リサーチ無料は「小さな非金銭的な利益」になると言う判断。アナリストとの個別面談や株式のリサーチ等は有料へ。
13 Deutsche Bank	#N/A	35,200	#N/A	ユーザー最大10人で3万ユーロ/約390万円。
14 Exane BNP Paribas	#N/A	#N/A	118,000	「[時間やセクター単位、年功で請求を行わない。当社の契約モデルは、食べ放題のバイキング形式だ]と説明。料金の範囲内で全てのリサーチへのアクセスとアナリストらとの交流、イベントへの出席が可能に」。(2017年10月17日付ブルームバーグ)。
15 Goldman Sachs	30,000	200	10,000	株式の基本的リサーチはユーザー最大10人。債券の基本的リサーチはユーザー最大25で債券と幾らかの株式、電話会議へのアクセスと特別目的のアナリストとの接触を含むフルパッケージが年1万 <sup>2</sup> 。経済と商品、世界市場、クレジット戦略をカバーするレポートでユーザー最大25で5000 <sup>2</sup> で1人当たり200 <sup>2</sup> (2017年10月21日付ブルームバーグ)。
16 ING Group	#N/A	0	#N/A	債券の基本的リサーチ無料は「小さな非金銭的な利益」になると言う判断。アナリストとの個別面談や株式のリサーチ等は有料へ。
17 JPMorgan	10,000	50,000	#N/A	株式の基本的リサーチの1万米 <sup>2</sup> は株式レポート閲覧料。
18 LBBW	27,000	35,800	#N/A	
19 Macquarie	25,000	#N/A	#N/A	
20 Morgan Stanley	25,000	#N/A	#N/A	ユーザー最大5人で5時間のアナリスト利用(小口顧客向け/for small client)。「株式アナリスト面談は年功やランクによるが、一部顧客に1時間2500米 <sup>2</sup> /約28万円と、一流弁護士1450米 <sup>2</sup> の倍近くとなる可能性」。(2017年10月11日付ブルームバーグ)。
21 NatWest	#N/A	0	#N/A	債券の基本的リサーチ無料は「小さな非金銭的な利益」になると言う判断。アナリストとの個別面談や株式のリサーチ等は有料へ。
22 NIBC Markets	11,658	#N/A	#N/A	「株式の基本的リサーチは年10000ユーロ/11658米 <sup>2</sup> /約133万円(2017年11月2日付ブルームバーグ)。
23 Nomura Holdings	#N/A	71,700	143,500	債券の基本的リサーチにはマクロ・為替を含む。レポート閲覧はユーザー無制限。
24 Smartkarma (オンライン・プラットフォーム会社)	7,500	7,500	7,500	ユーザー1人当たり年間7500米 <sup>2</sup> /約82万円の均一料金で、プラットフォームを利用するアナリストには人気度合いに連動した代金を支払う。
25 UBS	40,000	#N/A	#N/A	ユーザー最大5人で。

(出所: ブルームバーグ、FT等より三菱UFJ国際投信株式会社商品企画部が作成)

一方、運用会社では、リサーチ費用を顧客に転嫁するか、自己負担とするか方針を決める必要がある。現状、米国系運用会社を中心にして、自己負担とする会社が圧倒的に多い様である(さらなる詳細は2017年11月13日付日本版ISAの道 特別号~URLは後述[参考ホームページ]⑤参照)。

MIFID II / 第二次金融商品市場指令後の運用会社のリサーチ費用についての例		2017年12月22日現在		
*運用資産は各社プレスリリース及びメディア等から入手、2015年末~2016年末等(単位:十億米\$)。投信資産は2017年8月末(単位:十億米\$)。		…米国系運用会社。 …日系運用会社。		
運用会社名(一部略称) (ABC順)	運用資産 (Assets Under Management / AUM)	投信資産 (ETFを含む オープンエン ド)	備考	
1 Aberdeen Asset Management	409	102	Aberdeen Standard Investments。運用資産はStandard Lifeと合併前の2017年3月31日時点の数字。	
2 Allianz Global Investors	594	161		
3 Amundi	1,480	433	2017年12月15日にリサーチ費用を顧客に転嫁から変更。	
4 Aviva	430	118		
5 AXA	1,489	222	「MIFID IIの口座にとどまらず、グローバルの顧客全て」(2017年9月15日付funds-europe)。	
6 Baillie Gifford	217	42		
7 Barings	288	23	「過去数年、インハウス・リサーチを著しく拡大してきた。」(2017年9月19日)。	
8 BlackRock	5,700	913	米国系運用会社。「内部の能力強化にコミットする一方、付加価値をもたらす外部リサーチ今後も確実にアクセス出来る様にする。」(2017年9月14日)。	
9 BlueBay	52	23	カナダ系運用会社。RBC傘下の英BlueBay Asset Management(2017年10月11日)。	
10 BNP Paribas	1,196	233	リサーチ費用を顧客に転嫁から変更。	
11 Brewin Dolphin	45	#N/A		
12 Brooks MacDonald	12	#N/A		
13 Canada Life	43	4	カナダ系運用会社。	
14 Candriam	103	44		
15 Charles Stanley	26	#N/A		
16 Credit Suisse	414	186		
17 Deutsche Asset Management	711	244		
18 Equitable Investments	#N/A	#N/A		
19 Evenlode	2	#N/A		
20 Flossbach von Storch	#N/A	26		
21 Franklin Templeton	747	588	米国系運用会社。「サードパーティ・リサーチが我々のインターナル・リサーチに重要な貢献。」(2017年9月13日)。	
22 GAM	120	88	2017年10月19日に未決定から。	
23 Goldman Sachs	1,252	424	米国系運用会社。「欧州の投資管理について自己負担。」(2017年10月2日)。	
24 Hermes Fund Managers	39	9		
25 HSBC	896	159		
26 Insight	#N/A	56		
27 Invesco	776	414	米国系運用会社。「顧客に転嫁」から「運用会社の損益勘定で自己負担」に転換。	
28 Investec	#N/A	#N/A		
29 J O Hambro	38	27		
30 Janus Henderson	189	82	米英系運用会社。「顧客に転嫁」から「運用会社の損益勘定で自己負担」に転換。	
31 Janus Henderson	189	82	英米運用会社。リサーチ費用を顧客に転嫁から変更。	
32 JPMorgan	1,900	921	米国系運用会社。	
33 Jupiter	61	47	年500万英ポンド/670万米\$。前後のリサーチ費用の見込み。	
34 Kempen	58	9		
35 Legal & General	1,106	92	「損益勘定で自己負担する。」(2017年10月4日)。	
36 Lyxor	#N/A	#N/A	Societe Generale傘下	
37 M&G	368	109	英国ブルーデンシャル傘下の英国運用会社で、アジアではイーストスプリング。	
38 MacDonald	14	#N/A		
39 Majedie Asset Management	17	11		
40 Man Group	96	15	リサーチ費用を顧客に転嫁から変更。	
41 MFS	469	256	米国系運用会社。「グローバルに運用会社の損益勘定で自己負担とする。」(2017年9月27日)。	
42 Morgan Stanley	712	245		
43 Natixis	#N/A	#N/A		
44 Newton	#N/A	0		
45 NN IP	293	76		
46 Nomura	435	162	日系運用会社。「どのリサーチが事業に最も有用かを検証中、負担額はまだ分からない」(2017年9月8日)。	
47 Nordea	#N/A	#N/A		
48 Northern Trust	1,000	44	米国系運用会社。	
49 Old Mutual	486	49		
50 Pictet	#N/A	#N/A		
51 Pimco	1,610	517	米国系運用会社。	
52 Rathbone	48	6		
53 RBC	411	187	カナダ系運用会社。英RBC Global Asset Management(2017年10月11日)。	
54 Robeco	175	82		
55 Ruffer	27	17		
56 Russell Investments	277	93	米国系運用会社。	
57 Schroders	546	204	「顧客に転嫁」から「運用会社の損益勘定で自己負担」に転換(2017年9月15日)。	
58 Seven Investment Management	#N/A	1		
59 State Street	2,245	670		
60 Stewart Investors	31	#N/A		
61 SVM Asset Management	#N/A	0.5		
62 T. Rowe Price	904	600	米国系運用会社。	
63 Troy Asset Management	#N/A	11		
64 TwentyFour Asset Management	13	3		
65 TwentyFour Asset Management	13	3		
66 UBS	1,150	324		
67 Unigestion	24	6		
68 Union Investment	363	177	2017年9月15日に「顧客に転嫁」から「運用会社の損益勘定で自己負担」に転換。	
69 Vanguard	4,400	4,411	米国系運用会社。「米大手運用会社で自己負担を決めた最初の会社」(2017年8月6日付FT)。	
70 Woodford	18	13		
未決定もしくはノー コメント	1 Ashmore	49	15	
	2 BNY Mellon	1,625	114	
リサーチ費用を客 客に転嫁/Share Money/RPA/CSA活 用(※1)	1 Carmignac	73	68	「転嫁が良いと言った事がある。」(2017年9月19日付FT)。
	2 Deka	#N/A	110	
	3 Fidelity	3,830	2,072	米国系運用会社。アクティブ株式ファンドに上下限付パフォーマンス・フィーを導入、成功の場合は「値上げ」に(2017年10月3日)。

「英国投資協会/Investment Association  
に加盟する英国主要50社の48%がリ  
サーチ費用を顧客に転嫁せず運用会社  
の損益勘定で自己負担とし、40%がノー  
コメント、4%がリサーチ費用を顧客に転  
嫁。」(2017年10月4日付英ファンド・ヨ  
ロッパ誌/英Alpha FMC社の調査結果)。

「欧州の330のアセット・マネジャーへの  
アンケートで、株式リサーチのコスト中央  
値はAUMの年10bp/0.1%」(2017年11月  
20日付FT)。

(出所: 各社プレスリリース、英国投資協会/Investment Association、ブルームバーグ、Financial Times、Financial News、Funds Europe、Investment Week、Pensions & Investments等メディアより、  
そして、投信残高はMorningstar Directより三菱UFJ国際投信株式会社商品企画部が作成)  
※1: (RPA:CSA活用…RPAはResearch Payment Accountで、顧客に転嫁)の場合に、運用会社が開く必要のある口座で、その口座で、顧客別に事前合意した予算を設定、管理を徹底、リサーチのクオリティ  
管理もし、事後の顧客開示も徹底する事となる。CSAはCommission Sharing Agreementで、証券会社・銀行等が開く口座で売買委託手数料(コミッション)のアンバンドリング(Unbundling(分離)をする既存の方  
法。RPAは取引金額/ボリュームに連動/リンクしてはいけないのだが、CSAは取引金額/ボリュームに連動/リンクしている(配分割合の為)。そこで、CSAでリサーチ費用の予算(上限)を設定し、予算(上限)  
に達した時点で、「クロス売買委託手数料(リサーチ費用込み)」を「売買執行だけの(取引/約定)執行手数料」にする事でRPAの要件を満たそうとしている。

## 欧州 MiFID II～個人向け投資サービスについて、投資アドバイザーに対してフィデューシャリー・デューティー強化～

MiFID IIでアドバイザーに対してフィデューシャリー・デューティー強化となる事も注目を集めている。これも前述の「**独立の立場から投資助言をする会社や投資一任サービスをする会社はすべて、第三者/third party からあらゆるフィー・コミッション・非金銭的利益の受領を禁止する**」と言う同指令中にある原則から派生するものである(MiFID II 第 24 条第 7 項・第 8 項～URL は後述[参考ホームページ]④参照)。

2007 年 11 月施行の MiFID (I) で既にアドバイザーに対してフィデューシャリー・デューティーを課しているのだが、報酬開示等を事前に示す事などをすればコミッションは受け取れるものであった(\*コミッションは販売手数料や代行手数料等)。しかしこれも MiFID II で出来なくなる(さらなる詳細は 2015 年 12 月 28 日付日本版 ISA の道 特別号及び 2016 年 7 月 19 日付日本版 ISA の道 その 149～URL は後述[参考ホームページ]⑥参照)。

## 欧州 MiFID II～取引の透明性～

MiFID II では、複数ディーラーを使った最良執行/best execution が求められており、取引を最良の価格かつ適切な場所で執行、大量の取引データを報告する義務が課される。MiFID II は店頭取引/OTC から取引所取引(\*正確には「規制されたプラットフォーム/regulated platforms」)への移行を進めるべく、取引情報の公表を義務付けている。これに有効とされるのが取引所取引の ETF で、欧州の ETF 拡大の要因となっている(さらなる詳細は月刊「投資信託事情」2017 年 3 月号<Strategic Vistas>～URL は後述[参考ホームページ]⑦参照)。

以上に関連して、MiFID II では、私設取引システム(ダークプール)を通じブローカー間で行われる不透明な取引所外取引が制限される。これで電話取引から電子取引への移行が進む。現在、顧客の注文を自己勘定や他の顧客勘定と組織的かつ頻りにマッチングさせる「システムティック・インターナライザー/Systematic Internalizer/SI」と言う新しい取引プラットフォームを運営する証券会社・銀行や私設取引システム運営会社が増えている。取引所や他のプラットフォームが顧客の注文をつき合わせるのに対し、SI は自社資金を使って取引の相手方となり、さらに取引のデータを集め報告する義務も担う。既に JP モルガン・チェース、ドイツ銀行、UBS グループ、ゴールドマン・サックス、バンク・オブ・アメリカ、HSBC 等が 2018 年 1 月 3 日に合わせて SI の運営を表明しており、今後も増えそうである。

## 欧州 MiFID II 開示規則と欧州 PRIIPs 開示規則

MiFID II には投資サービス会社(証券会社、銀行、資産運用会社、投資アドバイザー等)に対する開示規則がある。MiFID II 指針を発表する TISA/Tax Incentivised Savings Association は「**複雑な商品(除く UCITS ファンド)の責任を負うのは販売会社だが、投信会社等/fund manufacturers も責任を負うべき。投信会社等はその商品がターゲットとしている顧客のタイプをディスクロージャーに『ターゲット・マーケット/target market』として記載すべき。平易な言葉で専門用語を使わず(\*専門用語を使う場合は用語解説付きで)商品を説明すべきである。**」と言っている(URL は後述[参考ホームページ]⑧参照)。

ただこうして MiFID II に開示規則はあるものの、MiFID II は IIP/Insurance-based Investment Product/保険ベース投資商品の販売は明記されていない。IIP の販売については保険販売者(代理店、ブローカー、銀行、保険のダイレクト販売をする保険会社等)に対する規制 IMD/Insurance Mediation Directive/保険仲介業務指令(2018 年 2 月 23 日廃止)、IDD/Insurance Distribution Directive/保険販売業務指令(2018 年 2 月 23 日までに国内法化の期限)で規制されている。

ここで PRIIPs の組成者(投信会社や保険会社等)及び販売者に開示規則「PRIIPs Regulation」が施行される事となった。 PRIIPs は Packaged Retail and Insurance-based Investment Products/パッケージ型リテール投資商品及び保険ベース投資商品の事であり、PRI と IIP をまとめたもので、PRI は Packaged Retail Investment Product/パッケージ型リテール投資商品であり、IIP は先述通りだ。 商品の名前で言うと、インベストメントファンド/Investment funds(\*UCITS、AIF/オルタナティブ投資ファンド、ベンチャーキャピタルファンド/EuVECA、投資事業有限責任組合ファンド/EuSEF 等)、生命保険(死亡保険を除く)、デリバティブ、仕組債・仕組預金/Structured product and Structured deposits 等。

PRIIPs の開示規則で個人投資家への提供が義務づけられる KIDs は A4 で 3 頁の Key Information Documents/重要情報書類である。「PRIIPs KID」とも言うが、その「RTS/Regulatory Technical Standards/規制上の厳密な規定の基準」を見ると、ビッド-アスク・スプレッド/Bid-Ask Spreads 等の取引コスト/Transaction Costs の詳細な開示規定がある。

KIDs は UCITS の KIID/Key Investor Information Documents に似る。 だが「UCITS KIID」は「投資家のフィー控除後リターンがマイナスであるかどうかのわかりにくい。」(2016 年 10 月 2 日付英 FT)、「KIID に欠けているのはコストの金額表示と売買コスト開示と運用者の名前・経験年数である。 さらにファンドの投資戦略を説明している項目では投資家がファンドの投資目的を理解するのに十分とはいえない。 英国などでは、KIID が導入される前はコストの金額表示が簡易目論見書(simplified prospectus)で義務付けられ、これは個人投資家がコストを見るのに役立っていた。 しかし 2012 年 6 月以降の UCITIVにより、簡易目論見書は KIID に置き換えられ、そこでコストの金額表示は提供されなくなった。 また様式も KIID では標準化されたが、それまでの様な投資家に親しみやすい質問形式で書かれたものでなくなった。」(2015 年 6 月 9 日付モーニングスター～URL は後述[参考ホームページ]⑨参照)と言う事で、今後の「PRIIPs KID」では、金額表示も義務付けられ、質問形式で書かれるなど、欧州で KIID 以前に適用されていた簡易目論見書の様式に戻っている。 現行の「UCITS KIID」は、2019 年 12 月 31 日まで PRIIPs 規制の適用が免除されて、その後、「PRIIPs KID」に置き換えられる予定だ。

MiFID II と PRIIPs KID と UCITS KIID コストの開示比較 2016年4月

規制(略称)	MiFID II	PRIIPs (KID)	UCITS (KIID)
規制(正式名称)	第二次金融商品市場指令 /Markets in Financial Instruments Directive II /MiFID II	パッケージ型リテール投資商品 及び保険ベース投資商品 /Packaged retail and insurance-based investment products/PRIIPs (重要情報書類/Key Information Documents/KIDs)	譲渡可能な証券の集合投資事業/Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities/UCITS (重要情報書類/Key Investor Information Documents/KIID)
様式	金額および%表示	金額および%表示	<b>%表示のみ</b>
計算・タイミング	事前予測(Ex-ante)および実績(ex-post)	事前予測(Ex-ante)および実績(ex-post)	<b>実績(ex-post)のみ</b>
一回限りかかるコスト*1 (One-off charges)	開示義務	開示義務	開示義務
継続してかかるコスト*2 (On-going charges)	開示義務	開示義務	開示義務
取引関連コスト*3	開示義務	開示義務	開示義務 <b>無し</b>
付随コスト*4	開示義務	開示義務	開示義務
総コスト	上記コスト(*1~4)全て	上記コスト(*1~4)全て	総コスト開示の義務 <b>無し</b>
総コストのリターンに対する累積効果	開示義務	開示義務	総コストの開示義務 <b>無し</b>

(出所: Deloitte等より三菱UFJ国際投信株式会社商品企画部が作成)

\*1 一回限りかかるコスト…投資を始める際に投資前にかかるコスト(最大額)や投資終了時にかかるコスト。

\*2 継続してかかるコスト…投資期間中、毎年かかるコストで、前年のコストに基づき推計されて投資資産から徴収される(例: 運用・管理コスト等)。

\*3 取引関連コスト…有価証券等の取引に伴い発生した全てのコスト(例: 売買委託手数料/Broker commissions、売買価格に組み込まれているマークアップ/ビッド-アスク・スプレッド、印紙税、取引税、為替コスト等)。

図表「MiFID IIとPRIIPs KIDとUCITS KIIDのコスト開示比較」を作成した。MiFID IIとPRIIPs KIDは上記の図表においては一致しているが、細部(例、項目別内訳の開示等)で一致していない所もある。さらなる詳細は月刊「投資信託事情」2017年3月号<Strategic Vistas>「MiFID改正が欧州でETFを拡大! MiFID IIは日本の証券アナリストにもビッグチャレンジとイノベーションを求める!! 今後の日本の投信規制・開示を見る上でも参考になるMiFID、UCITS、PRIIPsを理解」を参照(URLは後述[参考ホームページ]⑦参照)。

## 欧州 PSD2～オープン API でフィンテック拡大、データアグリゲーション型ロボアドやビットコイン活用デジタル・バンクも～

2018年1月13日適用開始の欧州の銀行等、決済サービス業者の競争や透明性等に関する規制 PSD2/Payment Service Directive 2/改正決済サービス指令がある。PSD2自体は2016年に発効しており、メンバー各国は2018年1月13日までに国内法を制定する必要がある。メンバー各国とはEU28カ国にノルウェー、アイスランド、リヒテンシュタインを加えた「EEA/European Economic Area/欧州経済領域」である。尚、PSD2の前には「PSD」があったが、これはSEPA/単一ユーロ決済圏を実現するために導入された枠組みで、域内の決済を標準化するものであった。

その中に銀行へのオープン API/Application Programming Interface 義務化があり、これでオープン・バンキングが普及すると言われている(既に普及～2017年11月2日付アクセンチュア最新調査～URLは後述[参考ホームページ]⑩参照)。銀行のシステムに接続出来るAPIを銀行が公開すると言うオープン APIで、フィンテック業者は銀行顧客口座へ顧客の承認を得てアクセスが出来る事となる。銀行にとっては顧客囲い込みが難しくなり、ある意味で顧客を奪われる脅威ともなるが、顧客にとっては(スピード融資やデータアグリゲーション型ロボアドバイザーなど(2016年4月18日付日本版ISAの道 その138～URLは後述[参考ホームページ]⑪参照)、より多様なサービスを受ける事が出来る様になるし、オープン APIをする銀行等は他の銀行顧客へのアクセスも可能となり、チャンスともなりえる。ドイツにはビットコイン活用デジタル・バンクも出ている(後述※2参照)。

## 英国 RDR～アドバイザーに対してフィデューシャリー・デューティー強化～

英国 RDR(個人向け金融商品販売制度改革)は、英国のアドバイザー全般の他、プラットフォームにフィデューシャリー・デューティーを遵守させようとするルールである。RDRは2012年12月31日からアドバイザー全般に、2014年4月6日からプラットフォームに適用されている。尚、プラットフォームは主にネットを通じ投信・保険等を提供する証券会社だが、独立系ファイナンシャル・アドバイザー/Independent Financial Adviser/IFA/独立FAに対し投信・保険等の選択ツールや講習、IFAのフィー徴収等サービスも提供する場合もある。

アドバイザー全般及びプラットフォームは販売手数料(\*顧客と合意していない販売手数料)、トレール・コミッション(\*米国の12b-1 fees、日本の代行手数料に近い)、キックバック(\*米国のレベニュー・シェアリングに近い投信会社からのリベート)等を受け取れず、基本、投資顧問報酬(相談料、助言料)を投資家から直接受け取る事となる。

その為、投信ではトレール・コミッションもキックバックも無いクリーン・シェアを使う事となる(2017年11月27日付日本版ISAの道 その205～URLは後述[参考ホームページ]⑫参照)。尚、RDR以前の商品について、プラットフォームは2年間の移行期間が設けられ2016年4月6日までに適用となったが、アドバイザーは徴収継続可能だ(後述)。また、クリーン・シェアでは投資家は持分の形でキックバック相当を受け取るが、2013年4月6日から所得税が課される事となり、キックバックを当初から差し引いたスーパー・クリーン・シェアも登場している。その他、RDRでは、IFAに高い知識レベルの維持の要求がある。

IFA/独立FAとRFA/限定FAを明示する事も義務付けられている。IFAは全ての個人向け金融商品かつ全てのプロバイダーを対象に顧客のニーズと目的に合う金融商品を公平に選んで推奨する独立アドバイザーの事で、そうでない場合がRFA/限定FAとして特定の会社の商品だけを推奨する事となる(\*複数の商品を推奨しても全てではない場合や保険ばかりを推奨する場合にも当てはまる)。この場合、アドバイザーは「Independent/独立」としてアドバイスは出来なくなる(後述※3参照、さらなる詳細は2015年12月28日付日本版ISAの道 特別号及び2016年7月19日付日本版ISAの道 その149~URLは後述[参考ホームページ]⑥参照)。

先述したRDR以前の商品について、引き続きアドバイザーが徴収可能な事については、批判もあり、2017年6月、英国の金融監督当局であるFCA/金融行動監視機構は、このトレール・コミッション全廃を含めた意見募集を行っている(2017年9月28日付締切)。

※1: MiFID IIの例外…MiFID IIの「独立の立場から投資助言をする会社や投資一任サービスをする会社はすべて、第三者/third party からあらゆるフィー・コミッション・非金銭的利益の受領を禁止する」と言う同指令中にある原則には例外がある。それは「小さな非金銭的利益/minor non-monetary benefits/MNMB」と認められるものについてで、無料で受領出来る。それは下記の通り。



<容認可能な小さな非金銭的利益/acceptable minor non-monetary benefits>

- (a) 金融商品や投資サービスに関連する情報や文書で、個人顧客の状況からして自然な場合
- (b) 証券の発行(見込み)企業が負担して第三者に作らせる資料で明確に開示されて運用会社に同時に提供されて一般対象も希望で受領出来る場合
- (c) 特定の金融商品や投資サービスの利益や特徴に関連するコンファレンスやセミナー、研修へ参加する場合
- (d) 上記(c)における途中の飲食などリズナブルでデミニミス/de minimis/最小限なおもてなしの場合
- (e) 顧客に提供されるサービスの質向上の可能性がある場合

上記はMiFID IIに関するEC指令の第12条第3項/Article 12(3)「独立の立場から投資助言を提供する場合やポートフォリオ・マネジメント・サービスをする場合の誘因報酬/Inducements in respect of investment advice on an independent basis or portfolio management services」を筆者が抄訳したものである(URLは後述[参考ホームページ]⑬参照)。

「リサーチ」も無料受領が禁止される「非金銭的利益(の誘因報酬/inducement)」に該当する。たくさんの/substantiveな資料(レポート)やアナリストとの面談は無料で受領出来ない。だが、最近の経済統計や業績発表など、簡単な/non-substantiveなコメント、発行する(見込みの)企業が負担してアナリストに無料公開されているロードショーなどは「小さな非金銭的利益」に該当し、無料で受領出来る。

尚、運用会社と発行する(見込みの)企業経営陣を会わせるコーポレート・アクセス/corporate accessについては無料ではないものの「RPA/Research Payment Accounts」は可能とする国が多い(\*英国は運用会社の自己負担のみ)。

さらなる詳細はEC/European Commission/欧州委員会のMiFID II 12条3項/Article 12(3)、ESMA/European Securities and Markets Authority/欧州証券市場監督庁のQuestions and Answers On MiFID II and MiFIR investor protection and intermediaries topicsを参照(URLは後述[参考ホームページ]⑬参照)。

※2: ビットコイン活用デジタル・バンク…ドイツのフィドル・バンク/Fidor Bank は 2007 年にドイツ・ミュンヘンに設立されたビットコインを活用した金融取引サービスを提供するデジタル・バンクであり、支店は無いものの、土日も営業時間も関係無く 24 時間・365 日、60 秒以内で取引が完結出来る (\*電話による問い合わせは月～金の 8 時から 18 時)。顧客はオープン API により取引実行時に銀行口座にある現金を即座にビットコインに交換して送金したり、家賃や公共料金等支払いをしたり、さらに、100 ユーロ/約 1 万 3000 円の融資は 60 秒以内で審査を終了出来ると言う。2015 年に Fidor Bank UK を開業、今後アジアや南米、南アフリカに進出するそうだ。

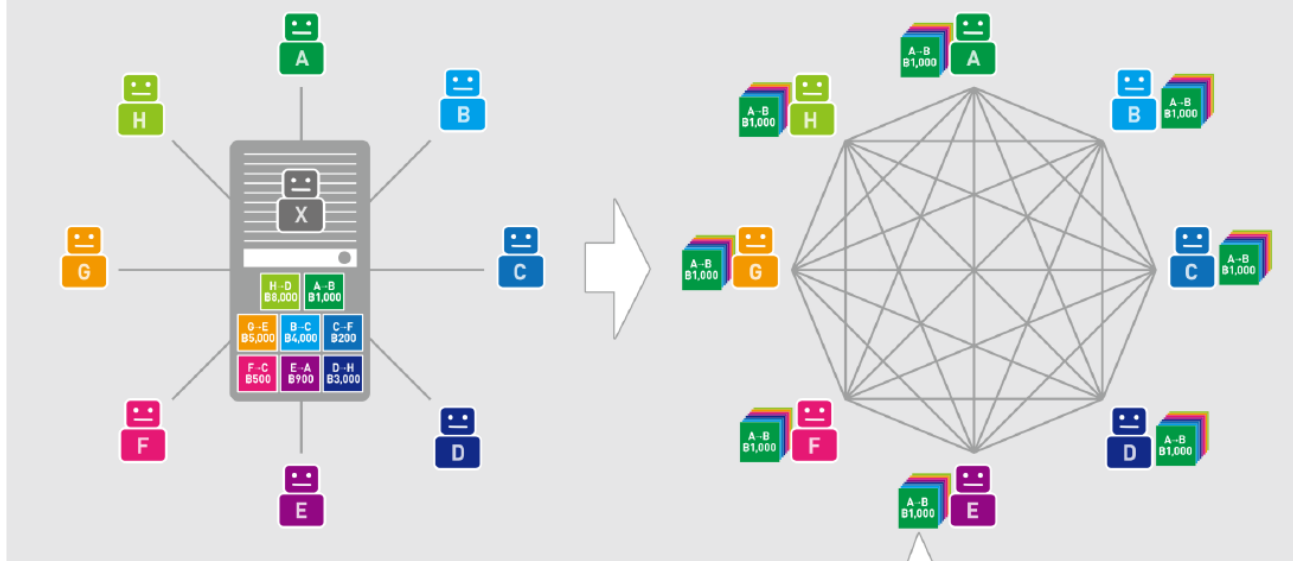


ビットコインとは完全なデジタル通貨で、ブロックチェーン技術を使う分散型(デジタル)台帳活用仮想通貨の代表格である(詳細は後述[参考ホームページ]④参照)。現在のビットコイン発行量 1676 万コイン(\*日々「採掘」されて僅かずつ増加中)の時価総額は 2415 億米ドル/約 27 兆円と仮想通貨最大である(2017 年 12 月 22 日現在、コインマーケットキャップ/CoinMarketCap)。ビットコインの発行上限 2100 万コイン(~2140 年)になれば現在の時価で 2990 億米ドル/約 34 兆円にもなる計算だ。

・ ビットコイン等の価値記録の取引を第三者機関不在で実現している仕組み

第三者機関が取引履歴を管理し、信頼性を担保

全ての取引履歴を皆で共有し、信頼性を担保



ブロックチェーン

各取引履歴は、順番にブロックに格納。各ブロックが、直前のブロックとつながっているため改ざんが極めて困難



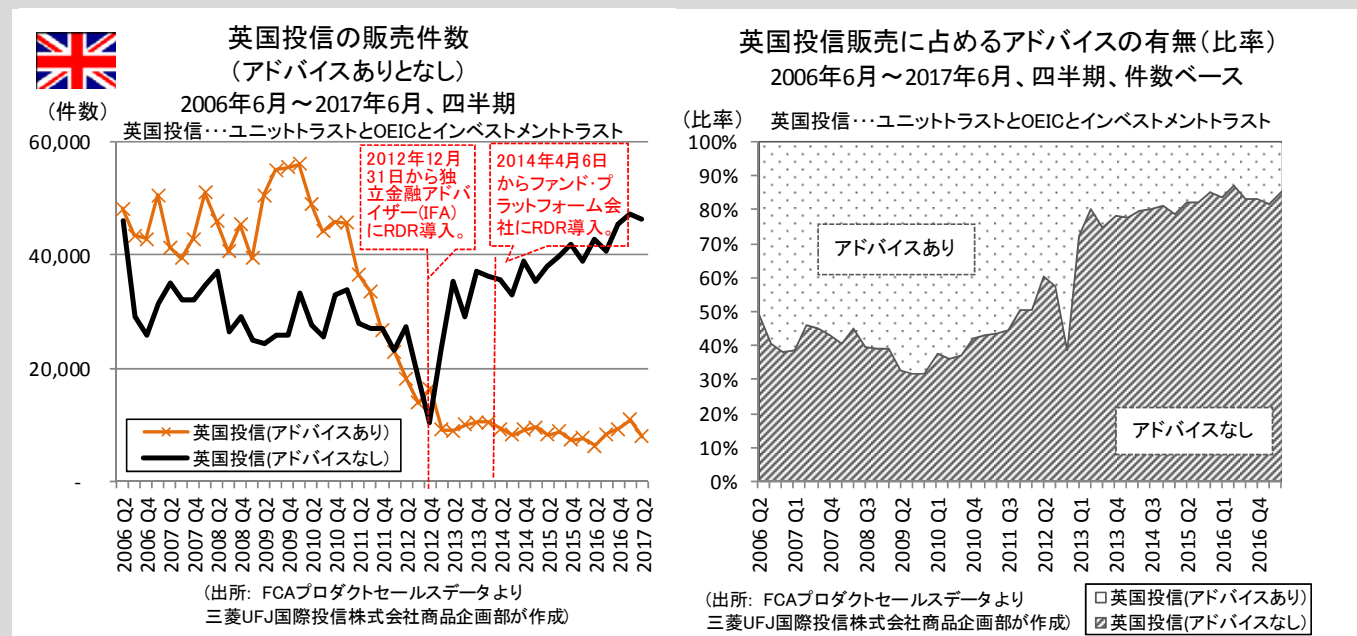
(出所: 日本の経済産業省)

※3: MiFID II に類似した規制(RDR)が先行して導入された英国の投信販売…運用会社から IFA への報酬を原則的に禁止するなど MiFID II に類似した規制(RDR)が欧州に先行して導入された英国では、投信販売において、投資アドバイスを伴う販売が急減、一方、投資アドバイスなしでの販売が増加傾向にある。英 FCA/金融行為規制機構によると、RDR 導入前の 2012 年 10-12 月に投資アドバイスありの投





信販売は、投信販売件数全体の61%だったが、直近2017年4-6月に15%と10%台の低位に留まっている。一方、アドバイスなしの投信販売は2012年10-12月に全体の39%だったのが、翌四半期に72%と急上昇、直近2017年4-6月は85%となっている。



MiFID II 導入で、欧州の投信販売が英国と同じ流れになるかという、そうでもないだろう。MiFID II は IFA/独立 FA がコミッションを受け取る事を禁止しているが、IFA/独立 FA が主流の英国に対して、欧州の投信販売は銀行が主流と、そもそもの違いがあるからである。欧州の個人向け投信販売では銀行が75-80%、英国では5-10%(英 Platform 社)とされる。一方、独立したアドバイスを通じて販売される投信は、欧州の投信残高の約1割(11%)を占めるに過ぎず、最も小さいチャネルの一つと言われている(2017年4月付カナダ投信協会～URLは後述[参考ホームページ]⑬参照)。

以上

[参考ホームページ]

①2017年12月21日付ブルームバーグ「MiFID2 土壇場準備でクリスマス返上カーシステム障害も懸念～」…

「<https://www.bloomberg.co.jp/news/articles/2017-12-21/P1AH4V6K50XY01>、

<https://www.bloomberg.com/news/articles/2017-12-21/worst-mifid-scenario-tech-glitches-fat-fingers-and-lock-outs>」、

②2017年12月21日付日本証券新聞「『MiFID2』証券界に地殻変動起こすー中小型株リサーチ 重要性高まる公算」…「<http://www.nsjournal.jp/>」、

③2017年12月7日付バーゼル銀行監督委員会/Basel Committee on Banking Supervision/ BCBS の「Basel III(バーゼル・スリー)」最終合意…「<https://www.bis.org/bcbs/publ/d424.htm>」、

④MiFID II 第24条第7項・第8項…「any portfolio manager or firm which says they provide you with independent financial advice will no longer be able to accept or retain payments (fees, commissions or any other monetary benefit) or non-monetary benefits that they receive from a third party for a service they carry out on your behalf.」…

「[https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2014-726\\_enhanced\\_protection\\_for\\_retail\\_investors\\_-\\_mifid\\_ii\\_and\\_mifir.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2014-726_enhanced_protection_for_retail_investors_-_mifid_ii_and_mifir.pdf)」。

- ⑤2017年11月13日付日本版ISAの道 特別号「MiFID II が全世界にリサーチ革命や市場構造変化のモーメントを起す!? リサーチを巡り欧米で(米国内で)攻防も! 欧米の金融当局、証券会社、銀行、資産運用会社、アナリストは対応を急ぐ!!」…「[https://www.am.mufg.jp/text/oshirase\\_171113.pdf](https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_171113.pdf)」、
- ⑥2015年12月28日付日本版ISAの道 特別号「投資アドバイザーに対するフィデューシャリー・デューティ(FD)強化はグローバルなトレンド!~米国や英国、カナダやオーストラリア等のFD 最新事情と各国ファンドのチャンネル別フロー~」…「<https://www.am.mufg.jp/text/kam151228.pdf>」、2016年7月19日付日本版ISAの道 その149「キーワードはインベストメント・チェーン!~米国労働省(DOL)フィデューシャリー・ルール案、英国ケイ・レビュー、欧州 MiFID~」…「[https://www.am.mufg.jp/text/oshirase\\_160719.pdf](https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_160719.pdf)」、
- ⑦月刊「投資信託事情」2017年3月号<Strategic Vistas>「MiFID 改正が欧州でETFを拡大! MiFID IIは日本の証券アナリストにもビッグチャレンジとイノベーションを求める!! 今後の日本の投信規制・開示を見る上でも参考になる MiFID、UCITS、PRIIPs を理解」…「<https://www.jbbotson.co.jp/research/jtr/jitri/>」、
- ⑧TISA/Tax Incentivised Savings Association…  
「<http://www.funds-europe.com/news/analysis-tisa-mifid-ii-guidance-calls-for-empathy-from-fund-firms>」、
- ⑨2015年6月9日付モーニングスター Global Fund Investor Experience Report 2015…  
「<http://www.morningstar.in/posts/33421/morningstar-releases-its-global-fund-investor-experience-report.aspx>」、
- ⑩2017年11月2日付アクセンチュア最新調査…「<https://www.accenture.com/jp-ja/company-news-releases-20171102>」、
- ⑪2016年4月18日付日本版ISAの道 その138「米国の退職口座(IRA・401k等DC)の投資アドバイスが大きく変わる! ロボアドバイザーはビジネスチャンスと見なしデータアグリゲーションで囲い込みへ!!」…  
「[https://www.am.mufg.jp/text/oshirase\\_160418.pdf](https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_160418.pdf)」、
- ⑫2017年11月27日付日本版ISAの道 その205「NISAが範とする英国ISAは過去最大81兆円まで拡大! 英国国家計金融資産は間接保有を含めると株式・投信比率41%と日本の倍!! 投信はクリーン・シェアが拡大!!!」…  
「[https://www.am.mufg.jp/text/oshirase\\_171127.pdf](https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_171127.pdf)」、
- ⑬EC/European Commission/欧州委員会のMiFID II 12条3項/Article 12(3)…  
「<http://ec.europa.eu/finance/docs/level-2-measures/mifid-delegated-regulation-2016-2031.pdf>」、ESMA/European Securities and Markets Authority/欧州証券市場監督庁の Questions and Answers On MiFID II and MiFIR investor protection and intermediaries topics…「[https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43-349\\_mifid\\_ii\\_qas\\_on\\_investor\\_protection\\_topics.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43-349_mifid_ii_qas_on_investor_protection_topics.pdf)」、
- ⑭ビットコイン…「<https://bitcoin.org/ja/>」、日本の経済産業省の2016年6月3日付「ブロックチェーンとは…」  
「[http://www.meti.go.jp/committee/sankoushin/shojo/johokeizai/bunsan\\_senryaku\\_wg/pdf/004\\_02\\_00.pdf](http://www.meti.go.jp/committee/sankoushin/shojo/johokeizai/bunsan_senryaku_wg/pdf/004_02_00.pdf)」、
- ⑮2017年4月付カナダ投信協会「Global Regulatory Developments and Impacts」…「<https://www.ific.ca/wp-content/uploads/2017/06/Global-Regulatory-Developments-and-Impacts-April-2017.pdf/17239/>」。

三菱UFJ国際投信【投信調査コラム】日本版ISAの道 バックナンバー…「<https://www.am.mufg.jp/market/report/investigate.html>」。

#### 本資料に関してご留意頂きたい事項

- 当資料は日本版ISA(少額投資非課税制度、愛称「NISA/ニーサ」)に関する考え方や情報提供を目的として、三菱UFJ国際投信が作成したものです。当資料は投資勧誘を目的とするものではありません。
- 当資料中の運用実績等に関するグラフ・数値等はあくまでも過去の実績であり、将来の運用成果を示唆あるいは保証するものではありません。また、税金、手数料等を考慮しておりませんので、投資者の皆様の実質的な投資成果を示すものではありません。市況の変動等により、方針通りの運用が行われない場合もあります。
- 当資料の内容は作成時点のものであり、将来予告なく変更されることがあります。
- 当資料は信頼できると判断した情報等に基づき作成しておりますが、その正確性・完全性等を保証するものではありません。
- 当資料に示す意見等は、特に断りのない限り当資料作成日現在の筆者の見解です。
- 投資信託は、預金等や保険契約とは異なり、預金保険機構、保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。
- 投資信託は値動きのある有価証券を投資対象としているため、当該資産の価格変動や為替相場の変動等により基準価額は変動します。従って投資元本が保証されているわけではなく、基準価額の下落により損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。
- 投資信託は、販売会社がお申込みの取扱いを行い委託会社が運用を行います。
- 投資信託をご購入の場合は、販売会社よりお渡しする最新の投資信託説明書(交付目論見書)の内容を必ずご確認ください。ご自身でご判断ください。
- クローズド期間のある投資信託は、クローズド期間中は換金の請求を受け付けることができませんのでご注意ください。
- 投資信託は、ご購入時・保有時・ご換金時に手数料等の費用をご負担いただく場合があります。