

## 簡述歐盟新金融市場工具指令對亞太地區之潛在衝擊

楊筑羽 編譯

### 摘要

歐盟新金融市場工具指令 (Markets in Financial Instruments Directive, MiFID II) 已於 2018 年 1 月 3 日正式生效, 其目的係在擴大歐盟對金融市場之監管與強化投資者之保護。由於金融市場全球化之因素, 使新指令之影響非僅局限於歐盟, 更可能間接擴及至亞太地區。

(本篇取材自: *MiFID II and APAC: How Far Does the Legislation Reach?*, BAKER MCKENZIE, Oct. 23, 2017, <http://www.bakermckenzie.com/en/insight/publications/2017/10/mifid-ii-apac/>.)

經修訂之「新金融市場工具指令 (Markets in Financial Instruments Directive, MiFID II)<sup>1</sup>」與「新金融工具市場規則 (Market in Financial Instrument Regulation, MiFIR)<sup>2</sup>」已於 2018 年 1 月 3 日正式實施, 其旨在改善歐盟金融市場之運作與加強投資人之保護, 並將對歐洲公司與其市場運作產生重要變革。有鑒於金融市場的國際性與相互依存性, 不難預料此立法的影響範圍會擴及至歐盟以外的其他地區。如亞太地區公司與歐盟即往來密切, 不是提供歐盟金融交易相對人的服務, 就是接受其服務, 因此亦將受到 MiFID II 影響。是故, 若亞太公司係提供歐盟客戶投資服務或是有位於歐盟的交易相對人, 則應立即評估 MiFID II 對該公司營運之衝擊。

即使亞太公司並未受到新指令的直接拘束, 但若欲持續與歐盟投資公司進行交易, 仍需注意此新制度。MiFID II 新增許多須取得許可之業務行為, 並縮減現存的豁免規定。因此, 與歐盟有業務往來的亞太公司須考量其是否需要申請新的交易許可或變更現有之許可證。雖然, 在 MiFID II 實施後, 各會員國監管機關尚有六個月的時間評估授權申請案或許可之變更。但在規範仍有待執行的情況, 且不可忽略「通行機制 (passporting)<sup>3</sup>」之通報、豁免之請求皆有不同時限的要

<sup>1</sup> Directive 2014/65/EU of The European Parliament And of The Council, of 15 May 2014 on Markets in Financial Instruments and Amending Directive 2009/92/EC and Directive 2011/61/EU, 2014 O.J. (L 173/349) [hereinafter MiFID II].

<sup>2</sup> Regulation (EU) No 600/2014 of The European Parliament And of The Council, of 15 May 2014 on Markets in Financial Instruments and Amending Regulation (EU) No 648/2012, 2014 O.J. (L 173/84) [hereinafter MiFIR].

<sup>3</sup> 「通行機制」係基於相互承認原則與統一的審慎措施 (prudential measures), 基本上係指歐盟會員國內已授權之金融機構有權在其他歐盟經濟區 (European Economic Area, EEA) 設立分支機構或提供服務, 不需再取得其他授權; EUROPEAN PARLIAMENT, UNDERSTANDING EQUIVALENCE AND

求，亞太地區公司需將其作為緊急事件，慎重應對。以下將說明 MiFID II 對亞太地區之七種可能影響，並介紹各公司應採取之措施：

### 一、第三國接觸

第三國接觸 (third-country access) 為非歐盟地區公司接觸歐盟客戶之管道。在 MiFID I 時期<sup>4</sup>，在不比歐盟公司可享有之條款更優惠的前提下，每個歐盟會員國得自由決定第三國公司進入其國內市場之機制<sup>5</sup>。因此，亞太地區公司可能透過：混用其條約權利、非招攬 (non-solicitation) 模式或直接雇用以取得當地營業許可之代理商與經銷商等方式，進入歐盟市場。

在 MiFID II 下，設計一套第三國機制，經第三國授權之投資公司分支機構或信貸機構分支，並應遵守歐盟內部相關審慎規定<sup>6</sup>。各會員國得自由選擇是否採納之，並決定第三國公司是否需於其管轄境內建立分支機構，及其得提供給零售業與專業客戶 (Professional Client) 之服務類型<sup>7</sup>。若公司依 MiFID II 設立分支機構，好處在於其可提供其他歐盟會員國之專業客戶與合格交易相對人 (eligible market counterparties) 跨領域的服務。

第三國公司不需在歐盟境內設立分支機構，也可以提供跨境服務給予更複雜的客戶。惟必須證明其母國監管機制與歐盟機制被評為具有同等性 (equivalent)，並向歐洲證券暨市場機構 (The European securities and Markets Authority, ESMA) 登記<sup>8</sup>。此外，MiFID II 要求會員國應確保客戶擁有專屬權 (exclusive initiative)，並以有限的形式，主動向第三國公司要求投資服務或業務<sup>9</sup>。在以上情況，第三國公司無須符合上述要件，即得向歐盟客戶提供服務。

綜上所述，對於亞太地區公司而言，其母國監管體制獲評為具同等性，係為進入歐盟市場之前提。但此項評估，相當耗時並會受到技術層面之影響，因此前置時間可能相當長。因為無論是透過新的第三國接觸機制，或是其他方法進行銷售，都將影響亞太投資公司銷售複雜金融產品的能力。

---

THE SINGLE PASSPORT IN FINANCIAL SERVICES THIRD-COUNTRY ACCESS TO THE SINGLE MARKET 3 (2017),

[http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2017/599267/EPRS\\_BRI\(2017\)599267\\_EN.pdf](http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2017/599267/EPRS_BRI(2017)599267_EN.pdf).

<sup>4</sup> Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on markets in financial instruments amending Council Directives 85/611/EEC and 93/6/EEC and Directive 2000/12/EC of the European Parliament and of the Council and repealing Council Directive 93/22/EEC [hereinafter MiFID I].

<sup>5</sup> MiFID I, art. 15.

<sup>6</sup> MiFID II, art. 3.1 (c)(iii).

<sup>7</sup> MiFID II, Annex II.

<sup>8</sup> MiFIR, art. 46.1, 47.

<sup>9</sup> MiFID II, art. 42.

## 二、誘因與研究費用

為了提供終端消費者更好的保護，並提高其服務質量，MiFID II 大幅革新了誘因 (inducement) 之相關規範。首先，MiFID II 限縮關於第三方提供之任何誘因 (如：費用、佣金和非金錢利益) 的規定<sup>10</sup>。再者，投資經理人與投資公司提供獨立建議時，被嚴格禁止收受佣金<sup>11</sup>。除非是能夠提高服務品質之小額利益 (如：參與研討會)，並需把此利益必須向客戶揭露<sup>12</sup>。因亞太公司過往常依賴歐盟中介商，且以提供報酬或其他銷售輔助作為回報，故上述改革將影響亞太公司經銷模式。

MiFID II 中，可能衝擊亞太公司之改變尚包含研究費用之規定，新規範要求投資經理人對金融機構的支付中必須拆分佣金與研究費用<sup>13</sup>。修改前述規定之主要目的，在於提高透明度、對投資者之成本負責，以及增加市場競爭力。為了使第三方研究分析不被視為是投資公司之誘因，MiFID II 規定該調查必須由買方公司之直接付款，或由買方公司之研究支付帳戶 (research payment account) 付款。MiFID II 之限制雖不會直接影響亞太公司，但仍會間接影響其業務。針對受 MiFID II 直接管制之投資經理，亞太經銷商將不能再提供歐盟投資經理人交易與執行之成本的研究調查服務。

根據英國金融行為監管局 (the UK Financial Conduct Authority, FCA) 對條文之解釋，亞太公司理論上仍可以接受歐盟經紀商之研究調查服務，但歐盟經紀商可能改變其業務模式，以及開始酌收研究調查服務費。無論如何，在不同管轄權下接受或提供研究調查服務，皆將引起行政與法規合致性爭議。

## 三、產品管理

由於零售市場與批發市場之不當銷售導致之金融海嘯，係推出 MiFID II 的主要理由之一。因此，MiFID II 在產品規範方面，加強產品供給方 (製造商與經銷商) 之義務，以確保其製造與銷售之產品的合適性 (suitability)<sup>14</sup>。ESMA 準則採廣義解釋以下之術語：製造商係指一公司製造投資產品，包含創造、發展、發行與設計等，以及在發行新產品時，提供公司發行人建議；經銷商係指一公司提供、建議或銷售投資產品，以及服務客戶投資<sup>15</sup>。此意味著公司必須分析其目

<sup>10</sup> MiFID II, art. 13d.

<sup>11</sup> MiFID II, art. 24(8).

<sup>12</sup> *Id.*

<sup>13</sup> Hannah Murphy, *FCA Warns Research Pay Rules Extend to Sales and Trading*, FINANCIAL TIMES, Nov. 13, 2017, <https://www.ft.com/content/9ec4e388-c621-11e7-b2bb-322b2cb39656>.

<sup>14</sup> MiFID II, pmpl. Para.71.

<sup>15</sup> EUROPEAN SECURITIES AND MARKET AUTHORITY, FINAL REPORT: GUIDELINE ON MiFID II PRODUCT GOVERNANCE REQUIREMENTS 33, 37 (2017), [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43-620\\_report\\_on\\_guidelines\\_on\\_product\\_governance.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43-620_report_on_guidelines_on_product_governance.pdf) (last visited Jan. 24, 2018).

標市場與經銷的方式，以確保合約文件提供適當的產品訊息。

雖然亞太地區製造商並不會直接受 MiFID II 產品管理規定拘束，但實際上，除非位於歐盟之通路商 (placement agent) 符合 MiFID II 和 ESMA 準則中資訊與行銷的要求，否則無法銷售亞太地區金融產品。此外，與第三國公司合作開發或發行產品的歐盟之投資公司 (即製造商)，必須於在書面協議中說明雙方之責任。

不出所料，有些製造商對遵守新指令之難處表達關切，特別是與最終客戶間沒有往來之製造商。此外，新指令之規定對於大公司較有利，因為大公司採行更複雜的分銷模式或直接銷售。不僅歐盟投資公司，第三國公司也將面臨該困境，但對第三方公司而言，該困境更加嚴苛，因尚有地理距離之關係。往好處想，在資訊流 (Information flows) 有效可得的情況下，使其可以接受更多的客戶詳細資訊，也有利於製造商，並有助於產品開發、更精準的辨別客戶和市場區隔。

#### 四、交易義務

MiFIR 規範希望使金融交易回歸至交易平台 (trading venues)，並試圖改善價格發現 (price discovery)。就一般規定而言，歐盟投資公司應確保其在受規範市場 (Regulated Market, RM)、多邊交易設施 (Multilateral Trading Facilities, MFT)、<sup>16</sup>「系統內部化交易商 (Systematic Internaliser)」或是具同等性之第三國交易平台進行股份交易<sup>17</sup>。例如，當歐盟投資公司希望於亞太交易平台購入購買香港公司股份 (且這些股權也在歐盟管制市場內交易) 時，歐盟投資公司則必須確保該交易平台與歐盟平台間具同等性。

此同等性評估需長時間的過程。因此即便亞太交易平台遵守最佳執行 (best execution)，但在尚未取得同等性之認證下，其訂單與交易仍可能流失至歐盟交易平台。歐洲金融市場聯合會 (The Association for Financial Markets in Europe, AFME) 認為 MiFIR 經過適當解釋的話，可被認為此交易義務之規定僅適用於歐盟投資公司所進行之交易行為。即便如此，AFME 承認上述解釋並不適用於歐盟公司規避交易義務之狀況。

相同的，MiFIR 中受「歐洲市場基礎設施監管規則 (European Market Infrastructure Regulation, EMIR)<sup>18</sup>」清算義務約束衍生性產品，ESMA 亦可以宣布其同受歐盟相關交易義務之拘束，其交易對手之國籍或是性質則在所不論<sup>19</sup>。

<sup>16</sup> 「系統內部化交易商」係指基於自己的帳戶組織性地、頻繁地、有系統且實質地進行業務之投資公司，在受規範市場 (Regulated Market, RM)、多邊交易措施 (Multilateral Trading Facilities, MFT) 與組織化交易設施 (Organized Trading Facility, OTF) 以外的交易平台執行客戶指令。

MiFID II, pmpl. para.17.

<sup>17</sup> MiFIR, art. 23(1).

<sup>18</sup> MiFIR, art. 29(2).

<sup>19</sup> MiFIR, art. 29.

另外，當第三國實體與歐盟簽訂之合約具有直接、實質且可預見性的效果，或預防規避為必要或恰當時，也有一些可適用於第三國實體之反規避規定。

## 五、交易報告

MiFIR 提高市場透明度之措施亦將會影響亞太公司與金融工具。交易前與交易後報告將會由股權延伸至類股權之工具（如：指數股票式基金與存託憑證）與非股權（如：債券、結構性融資商品、碳排放配額與衍生性金融商品），並且適用在歐盟交易所交易之非歐盟工具<sup>20</sup>。

提供報價與進行交易之亞太公司同樣也受其拘束。MiFID II 增加交易報告之義務（如：交易後報告與下一個交易日（T+1）需要更多數據），故歐盟中某些投資經理正在取消其 MiFID 下之從業資格，並改採規範負擔較輕的「另類投資經理人指令（Alternative Investment Fund Managers Directive）<sup>21</sup>」之規範繼續提供其服務。此外，為遵守交易報告規範，公司必須提供其法人機構識別碼（Legal Entity Identifier, LEI）或客戶之代碼<sup>22</sup>。因此，亞太公司向歐盟投資公司（包含位於第三國之歐盟子公司）發送訂單前，其自身或其客戶均須取得 LEI。然而，許多亞洲市場有自己的識別系統，此項要求在未來可能導致更複雜的問題。

## 六、最佳執行

歐盟投資公司向亞太公司訂購或傳送訂單受最佳執行的拘束，將可能要求後者制訂其執行訂單之政策並提高標準，以表明其採納「所有且足夠措施（all sufficient steps）」<sup>23</sup>。此要求較 MiFID I 所要求之合理步驟（reasonable steps）更為嚴謹<sup>24</sup>。此將包含執行品質之資訊。亞太公司應檢視其訂購模式，以辨別其與 MiFID II 義務是否有關，以及其政策、程序與實作方式是否需要更新。

## 七、現貨衍生性商品之交易

未來，更多亞太企業可能需申請 MiFID II 之授權，以便於歐盟市場進行現貨衍生性商品與排放核發量（emission allowance）之交易。由於 MiFID II 將廢除現行之「現貨交易商（commodities dealer）」豁免，企業雖以現貨交易為主，但只要業務涉及到 MiFID 中金融工具交易時，即需要取得許可，「附屬行為（ancillary activity）」之豁免規定也大幅減少。此外，相關業者須於 2018 年 1 月 3 日前通知歐盟監管機關豁免規定之使用與其依據。高頻率交易（high frequency trading）將不可再適用豁免規定。

<sup>20</sup> MiFIR, art. 8.

<sup>21</sup> MiFID II, art. 58 (4)(b).

<sup>22</sup> MiFID II, art. 26 (6).

<sup>23</sup> MiFID II, art. 27.

<sup>24</sup> MiFID I, art. 21.

MiFID II 引進新的倉位限制 (position limit)。交易平台之經營者可利用倉位管理，且監管機構有權要求任何人減少其於歐盟上市或交易之衍生性金融商品之倉位規模或曝險<sup>25</sup>。為此，在歐盟交易場所之會員與參加者（如貿易公司）將必須每天報告其倉位細節，包含其與非歐盟客戶之應對情形。企業必須最遲於 2017 年 12 月 13 日前 21 天申請豁免，若屆期未為之，將無法進行相關交易。因此，亞太企業必須審查其交易行為，並決定是否需要申請歐盟監管機構之許可，以便在 MiFID II 實施後繼續進行其業務。

## 八、企業融資

為了提高透明度與競爭力，MiFID II 引進更多與承銷 (underwriting)、定價及發行有價證券相關之利益衝突指導性規範。財務管理公司向發行方提供建議時，需要提供更多關於安排之資訊，以管理提供服務時的利益衝突<sup>26</sup>。財務管理公司在向客戶提供定價時，其必須確保該價格並非在促進其他客戶之利益，或公司自身之實際利益。實際上，此意味著歐盟銀行之亞太地區子公司中財務管理部門應檢視 MiFID II 對其之衝擊，包含其業務、流程、揭露以及相關法律文件是否需要重新建置。

為了解決金融危機引發之問題，MiFID II 增加其透明性以加強保護投資人，且修改 MiFID I 以強化歐盟單一金融市場之整合與監管。MiFID II 表面上雖僅適用於歐盟境內與歐盟投資人，但由於各國金融市場互賴性高，使得該指令正式生效後，無可避免地影響亞太地區公司。亞太地區公司可能直接或間接受新指令之影響，故接下來該如何因應、如何與其國內法規相調和，值得吾人持續關注。

---

<sup>25</sup> MiFID II, art. 57.

<sup>26</sup> MiFID II, art. 24.