

## 欧州委員会によるコミッションのアンバンドリング規制

神山 哲也

### ■ 要 約 ■

1. 欧州委員会は 2016 年 4 月 7 日、第 2 次金融商品市場指令（Mifid II）に基づく委任立法（指令）を公表した。その中で特に注目されるのが、Mifid II 最大の争点の一つとされるコミッションのアンバンドリング規制である。本規制によれば、資産運用会社が外部リサーチを購入する場合、自己資金で購入するか、リサーチ・ペイメント・アカウント（RPA）から支払われるコミッションで購入するか、の二通りとなる。
2. RPA では、資産運用会社が一定期間で外部リサーチを購入するためのリサーチ予算を策定し、その範囲内で、年金基金等の顧客が負担する額について合意する。RPA を用いた外部リサーチ購入量は売買執行のボリュームにリンクしてはならず、期中に RPA を使い果たした場合、資産運用会社は自己資金で外部リサーチを購入しなければならない。他方、セルサイドもリサーチを売買執行と別に課金することが求められる。
3. RPA を巡っては、かねてより、年金基金のフリーライドの問題が生じる、中小運用会社が競争上不利になる、運用手数料の引き上げに繋がる、中小型株のリサーチ・カバレッジが縮小する、欧州資産運用会社が競争上不利になる、といった批判があった。債券取引については、アンバンドリング規制は馴染まないというのが多くの実務家の見方であったが、欧州委員会の委任立法では債券について配慮された様子は見られない。
4. 本規制は、このまま成立する公算が高いが、詳細は各国における国内法化を待つ必要がある。今後、欧州のセルサイド及びバイサイドにおいて、どういった実務上の対応策が出てくるか、注目される。

## I 議論の経緯

欧州委員会は2016年4月7日、第2次金融商品市場指令（Mifid II）に基づく委任立法（指令）を公表した<sup>1</sup>。Mifid IIは2014年5月に成立した欧州連合（EU）の金融資本市場の包括的な規制である<sup>2</sup>。EU法体系でレベル1規定と呼ばれる最上位規定であり、その下にレベル2規定と呼ばれる細則がMifid IIの規定毎に定められることとなっている。今般、欧州委員会が公表したのは、Mifid IIにおける、①顧客金融資産・資金の分別管理、②プロダクト・ガバナンス、③誘引（inducement）、に関する細則である。この中で、Mifid II最大の争点の一つとされているのが③誘引における、いわゆるコミッションのアンバンドリング規制である。後述するように、本規制を巡っては様々な争点があったことから、元々2015年夏に委任立法の公表が予定されていたところ、再三の延期を経て、今般の公表に至った。

レベル1規定であるMifid IIでは、ポートフォリオ・マネジメントを提供する投資サービス会社（年金資金等の運用を受託する資産運用会社、富裕層向けに一任運用を提供するウェルス・マネジメント会社等）が顧客へのサービス提供に関連して、第三者から金銭的・非金銭的な便益を受けてはならない、と規定されている。但し、顧客へのサービスのクオリティ向上に資する僅少な非金銭的便益については、この限りではない。

本規定の詳細については、欧州証券市場機構（ESMA）が欧州委員会に提出する技術的助言に基づき、欧州委員会が委任立法で定めることとされている。Mifid II成立後、ESMAが技術的助言に先立って公表した市中協議文書<sup>3</sup>では、非金銭的便益にはリサーチも含まれ、また、リサーチが適用除外となる僅少な非金銭的便益にも当たらないとの解釈が示された。そのうえで、ポートフォリオ・マネジメントを提供する投資サービス会社が第三者から受け取るリサーチは、売買執行など当該第三者から受け取る他のサービスと別個の契約に基づいて購入すべきとされた。

しかし、これでは売買執行コミッションでリサーチの対価を支払うことが一切できなくなってしまう、実務へのインパクトが大きすぎるとの批判がセルサイド、バイサイドの双方から生じた。そこで、2014年12月にESMAが欧州委員会に提出した技術的助言<sup>4</sup>では、後述するリサーチ・ペイメント・アカウントを用いる場合に限り、コミッションによるリサーチへの対価支払いが認められることとされた。欧州委員会が今般公表した委任立法は、リサーチ・ペイメント・アカウントを中心に、ESMAの技術的助言の内容をほぼ踏襲したものとなっている。

<sup>1</sup> European Commission, “Commission Delegated Directive (EU) .../... of 7.4.2016 supplementing Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council with regards to safeguarding of financial instruments and funds belonging to clients, product governance obligations and the rules applicable to the provision or reception of fees, commissions or any monetary or non-monetary benefits”, April 7, 2016

<sup>2</sup> 詳細については、神山哲也「第2次金融商品市場指令（Mifid II）の概要とインパクト」『野村資本市場クォーターリー』2014年夏号参照。

<sup>3</sup> ESMA “Consultation Paper: MiFID II/MiFIR” May 22, 2014

<sup>4</sup> ESMA “Final Report: ESMA’s Technical Advice to the Commission on MiFID II and MiFIR” 19 December 2014



ボリュームにリンクしてはならない。期中に RPA を使い果たした場合、資産運用会社は顧客負担で外部リサーチを購入することはできず、自己資金で購入しなければならなくなる。逆に、期末に RPA 資金が余った場合、顧客に返還するか、翌期の RPA に繰り越す手続きを整備しなければならない。また、資産運用会社は RPA の管理責任を有し（事務の外部委託は可）、RPA で購入したリサーチについて定期的にクオリティを評価することが義務付けられる<sup>6</sup>。

資産運用会社には、RPA に係る説明・報告義務も課される。まず、顧客との運用受託契約の締結に際し、資産運用会社のリサーチ予算の額と個々の顧客が負担する RPA 額の推計値を提示しなければならない。また、資産運用会社は、外部リサーチの購入について個々の顧客が負担したコストを年次で顧客に報告することが求められる。顧客もしくは当局から要請があった場合、資産運用会社は、RPA で利用した外部のリサーチ・プロバイダ、リサーチ・プロバイダ毎の支払い金額、リサーチ予算と RPA 負担額の対比、について報告しなければならない。

他方、資産運用会社に売買執行を提供する投資サービス会社は、売買執行とリサーチその他のサービスについて別々に課金しなければならず、リサーチその他のサービスの料金・供給量は売買執行の課金水準に影響を受けてはならないこととされる<sup>7</sup>。このように本規制は、一義的にはバイサイドに係るルールであるが、セルサイドにも一定の義務を課すものとなっている。

## 2. リサーチ・ペイメント・アカウントを巡る論点

RPA を巡っては、ESMA の技術的助言の段階から、様々な批判があった。まず、年金基金としては、RPA に合意せずとも他の年金基金や資産運用会社の自己資金で外部リサーチが購入されれば、自らの委託資産についても当該外部リサーチの恩恵を被ることができるという、フリーライドの問題である。その結果、多くの年金基金が RPA に合意しなくなると、資産運用会社が自己資金で外部リサーチを購入せざるを得なくなる。そうすると、外部リサーチ購入費用を賄うだけの自己資金を持たず、かつインハウス・リサーチのキャパシティも限られる中小の運用会社が競争上不利になる。また、資産運用会社にとってのリサーチ費用負担が上昇すれば、運用手数料の引き上げにも繋がり得る。この点について ESMA は、運用手数料の引き上げが生じることもやむを得ないとしている。

また、セルサイドが確実に購入してもらえるリサーチの提供に集中するようになると、中小型株のリサーチ・カバレッジを縮小することが予想される。実際、本規制の影響によ

<sup>6</sup> このために資産運用会社は、必要な要素を書面化して顧客に配布しなければならない。そこでは、RPA で購入された外部リサーチが運用戦略を勘案した上でどの程度顧客ポートフォリオに貢献したか、コストを如何に公平に顧客間で配分するか、といった事項も含むこととされる。

<sup>7</sup> セルサイド・バイサイド双方に係る規定でリサーチと売買執行の紐付けが禁じられているのは、コミッションのアンバンドリングを巡る議論が、売買執行のボリュームに応じて不必要なリサーチまで年金資金で購入されているとの批判に端を発したからである。

り、セルサイドがアナリストの削減を余儀なくされるとみる向きは多い。こうした副作用から、リサーチのアンバンドリングにより、欧州資産運用業界が他の国・法域と比べて競争上不利になる懸念もある。なかには、欧州セルサイドが米国機関投資家を中心にリサーチ情報を提供することになり、結果、米国投資家による欧州企業支配に繋がるとの見方もある<sup>8</sup>。

そもそも、レベル 1 規定である Mifid II にはリサーチのアンバンドリング・RPA については書いていないにも関わらず、レベル 1 規定の細則であるレベル 2 規定の委任立法で定めるのは越権行為との見方もある。実際、同旨の意見が 2016 年 8 月、英独仏の財務省から欧州委員会及び ESMA に提出されている<sup>9</sup>。

### 3. その他の論点

RPA を中心としたコミッションのアンバンドリング規制を巡る主要な個別・技術的論点としては、以下のものが挙げられる。

#### 1) 債券への適用の有無

今般の委任立法公表の直前まで争点となっていたのが、債券への適用である。債券の売買執行注文では、株式のように手数料ではなくスプレッドでセルサイドが報酬を得るため、アンバンドリングが馴染まないというのが多勢の実務家の見方である。しかし、ESMA は技術的助言において、本規制はプロダクト中立、即ち、株式・債券に関わらず適用されるものであり、現在のスプレッドにはリサーチのコストも含まれるため、リサーチの費用を分ければスプレッドは縮小するとしていた。その後、債券については配慮されるとの報道<sup>10</sup>もあったが、今般公表された委任立法では、株式・債券で区分した規定は見当たらず、債券について配慮された様子は見られない。

#### 2) マーケット・コメンタリーの可否

欧州委員会が公表した委任立法では、その前文において、最新の経済指標や企業決算等に関する短期市場コメンタリーや、今後のリリースやイベントに関する情報で、自社のオピニオンについては簡単なサマリーしか付いていないものは、僅少な非金銭的便益として、本規制の適用除外となる（無料で提供できる）。これは、ESMA 技術的助言には含まれていなかった項目であり、金融業界が勝ち取った規定とされる<sup>11</sup>。なお、特定の金融商品もしくは投資サービスの便益や特徴に関するコンファレンス、

<sup>8</sup> “New EU Brokering Rules May Boost U.S. Ownership of Companies” *The Wall Street Journal*, January 28, 2016

<sup>9</sup> “Germany, France, Britain call for rethink of new EU securities rules” *Reuters*, September 1, 2015

<sup>10</sup> “Banks hope for Mifid reprieve on fixed-income research” *Risk.net*, September 16, 2015

<sup>11</sup> “Investment Banks Win Research Rule Concessions From EU” *Bloomberg*, April 7, 2016

セミナー、その他研修イベントへの参加も僅少な非金銭的便益に含まれることとされる<sup>12</sup>。

### 3) CSA 利用の可否

コミッション・シェアリング・アレンジメント (CSA) とは、セルサイドが顧客毎に管理する CSA アカウントにコミッションをプールし、顧客が指定するリサーチ・プロバイダに当該セルサイドがリサーチの対価を支払う仕組みを指す<sup>13</sup>。2006年に英国で年金運用についてコミッションのリサーチと売買執行のコストの内訳を開示する義務が導入されたことへの対応策として普及した慣行であり、従来のコミッションによるリサーチ費用の支払いを維持しつつ、売買執行を行うセルサイド以外のリサーチの利用を可能とするものである。今般の欧州委員会委任立法では、RPA と CSA の関係が一つの争点となった。ESMA の技術的助言の文脈では、RPA は CSA の要件を厳しくしたものと位置づけられていたが、実際の RPA は CSA とは全く異なるものである。そこで、CSA の利用が新たな規制の下で認められるのか否かが注目されていたが、欧州委員会の委任立法は、この点について明確に規定していない。足元では、売買執行のボリュームにリサーチの対価がリンクしてはならないとされている以上 CSA は認められないとする見方、バイサイド顧客からのリサーチ対価徴収のためのオペレーション上の取り決めであれば認められるとする見方がある<sup>14</sup>。いずれにしても、CSA が認められないとなると、欧州資産運用業界はグローバルな競争上、著しく不利な立場に置かれると考えられる<sup>15</sup>。

### 4) 投資信託への適用

前述の通り本規制は、年金基金等の受託運用や富裕層向けの投資一任契約等に適用されるものであり、投資信託には適用されない。ESMA は技術的助言において、UCITS (汎 EU で販売できる集団投資スキーム) 運用会社にも適用対象を拡大すべきとしており<sup>16</sup>、今後、投資信託にもコミッションのアンバンドリング規制が適用される可能性がある。

### 5) 域外適用の有無

EU 域外への適用については、本規制を包含する Mifid II が EU 域内で規制・監督を

<sup>12</sup> いわゆるコーポレート・アクセスの一部を容認したものと読めるが、発行体の経営陣との面談設定については明示されていない。僅少な非金銭的便益については、一定の要件の下で各国当局の裁量に委ねられるバスケット条項も設けられている。

<sup>13</sup> CSA の詳細については、神山哲也「コミッション・シェアリング・アレンジメントー企業と投資家の望ましい関係構築に向けてー」『野村資本市場クォーターリー』2014年冬号参照。

<sup>14</sup> “Mifid II delegated Acts: Confusion surrounds new rules” *The Trade*, April 8 2016

<sup>15</sup> “EU backs separation of asset managers’ research and trading costs” *Reuters*, April 7, 2016

<sup>16</sup> ESMA は、UCITS 運用会社への適用と併せて、オルタナティブ投資ファンド運用会社 (AIFM、EU における UCITS 以外の集団投資スキーム) への適用も提案している。

受ける投資サービス会社に係るルールを定めたものであるため、EU 域外のバイサイド及びセルサイドに直裁的に適用されることはない<sup>17</sup>。但し、①EU 域内の年金基金等が EU 域外の資産運用会社と運用委託契約を締結する場合や、②EU 域内の機関投資家が EU 域外の証券会社等を通じて売買執行する場合など、EU 域外の金融業者がリサーチ費用の分離を求められる可能性があり、その場合、EU 域外の金融業者も間接的に EU におけるコミッションのアンバンドリング規制の影響を受けることになる。

### III 今後の見通し

コミッションのアンバンドリングの議論は元々、英国に端を発している。2001年に公表されたマイナーズ報告書<sup>18</sup>において、機関投資家の運用の在り方が問われ、その中で、コミッションとして売買執行への対価と併せてリサーチの対価を支払う慣行について、リサーチの過大な摂取による運用コストの上昇や透明性の欠如が問題視された。こうした観点から議論された本規制であるが、上記で指摘した通り、かえって年金加入者の利益を阻害しかねない内容を含んでいる。こうした問題含みの規制が策定された背景には、自らのリサーチ・プロダクトの販路拡大を図る独立系リサーチ業者、委託資金のコスト削減を求める年金基金、年金運用の透明性向上を求めてきた英国金融行為監督機構（FCA）の後押しがあったと見られる<sup>19</sup>。

しかし、欧州委員会の委任立法は、このまま成立する公算が高い。今後の手続きとしては、欧州議会及び欧州連合理事会の拒否権発動期間が3か月あり<sup>20</sup>、その間、拒否権が発動されなければ、このまま確定となるが、これまで拒否権が発動された事例は少ない。もともと、委任立法はEU指令の形態を採っているため、規制の詳細・実務への影響については、各国における国内法化を待つ必要がある。なお、Mifid II全体の適用自体は、2017年1月から2018年1月に延期される公算が高まっている<sup>21</sup>。

EUレベルでのアンバンドリング規制の導入に先駆け、一部の英国資産運用会社はリサーチと売買執行の別払いに舵を切っている（図表2）。その中で、最終投資家に賦課される手数料への影響はまちまちとなっている。例えば、ウッドフォード・インベストメント・マネジメントでは、リサーチ費用分の0.02%だけ最終投資家にとっての総手数料が減少するとしている一方で、リーガル&ジェネラル・インベストメント・マネジメントでは、リサーチ費用分の0.10～0.15%だけ運用報酬が増加することが予定されている。また、セ

<sup>17</sup> 但し、規制・監督体制について欧州委員会の同等性評価を得ていない第三国の金融業者がEU域内で営業する場合、EU規制が直接適用される。

<sup>18</sup> マイナーズ報告書の詳細については、落合大輔「英国機関投資家運用の問題点—マイナーズ報告書の要点」『資本市場クォータリー』2001年夏号参照。

<sup>19</sup> しかし、年金基金については、例えば英国年金基金の業界団体である年金・生涯貯蓄協会（Pensions and Lifetime Savings Association）は、コミッションのアンバンドリングを支持しているものの、個別年金基金からはそうした声は聞かれない。また、ESMA案を批判していた英財務省とFCAの関係性も不明確である。

<sup>20</sup> 更に3か月延長可。

<sup>21</sup> 本稿執筆時点では、欧州委員会が適用延期法案を提出し、欧州議会でも可決された段階にある。今後、欧州連合理事会における可決が必要となる。

図表 2 英国資産運用会社によるアンバンドリング規制対応

資産運用会社名	対応策
ベイリー・ギフォード	2016年1月から、セルサイド50社に対してリサーチと売買執行を別払い。
スチュワート・インベスターズ	2015年7月から、コミッションを売買執行のみに充て、リサーチはウェブサイトで公募。
アバディーン・アセット・マネジメント	売買執行とリサーチを別払い。利用するセルサイド数が大幅に減少。
リーガル & ジェネラル・インベストメント・マネジメント	2016年4月から、リサーチ費用の支払いを売買執行から分離し、運用報酬に上乘せ。
ウッドフォード・インベストメント・マネジメント	2016年4月から、リサーチ費用の最終投資家への賦課を停止。

(出所) “Fund managers trim bank research costs” *Financial Times*, January 29, 2016、各社ウェブサイトより  
野村資本市場研究所作成

ルサイドの間では、リサーチのプライシングに向けてヒアリングが進められているようである。今後、欧州のセルサイド及びバイサイドにおいて、こういった実務上の対応策が出てくるか、注目される。