

Mifid II アンバンドリング規制の EU 域外波及に関する

米・欧当局のスタンス

神山 哲也、岡田 功太

■ 要 約 ■

1. 米国証券取引委員会（SEC）及び欧州委員会は 2017 年 10 月 26 日、欧州連合（EU）の第 2 次金融商品市場指令（Mifid II）アンバンドリング規制に係る EU 域外での対応に関する方策を公表した。
2. Mifid II アンバンドリング規制は、EU 資産運用会社による EU 域外への運用再委託等を通じた域外波及が論点として浮上していた。その中で、米国では、ブローカー・ディーラーがリサーチの対価を売買執行費用からアンバンドルされたハードダラーで受け取ることが投資顧問規制の対象となり、自己勘定取引が制限される懸念が指摘されていた。
3. SEC はノーアクション・レターを通じて、米国ブローカー・ディーラーが EU 資産運用会社若しくはその EU 域外サブアドバイザー（EU エンティティ）からリサーチについてハードダラー支払いを受けても、投資顧問規制を適用しないこととした。また、米国資産運用会社が EU エンティティのアンバンドリングに対応できるよう、EU エンティティ口座とそれ以外の顧客口座の一括発注を認めるなどの措置も講じた。
4. 他方、欧州委員会は、よくある質問（FAQ）を通じて、EU エンティティと EU 域外ブローカー・ディーラーとの関係において、バンドル手数料の提示・支払いを容認する一方、リサーチの購入が売買執行と連動せず、リサーチの対価分を明確化できることを条件とした。
5. そうした中、バンク・オブ・アメリカ・メリルリンチは、その中核証券子会社の投資顧問登録に機関投資家向けリサーチ・サービスを追加した。Mifid II エンティティ以外の顧客によるアンバンドリング要請に応じることを狙いとしたものと考えられる。
6. 今般、米欧当局により示された対応策は、少なくとも当面、Mifid II における厳格なアンバンドリングは Mifid II エンティティに限定し、それ以外については、各国の法規制・慣行の範囲内で、規制本来の趣旨である「リサーチ対価を払いすぎる利益相反の管理」の達成を求めているものと言える。各法域における法規制、個別ビジネス、資本市場全体への影響を踏まえつつ、慎重な対応が必要となろう。

I はじめに

1. Mifid II アンバンドリング規制と域外波及の経路

米国証券取引委員会（SEC）は 2017 年 10 月 26 日、米国ブローカー・ディーラー（セルサイド）及び資産運用会社（バイサイド）による欧州連合（EU）の第 2 次金融商品市場指令（Mifid II）におけるアンバンドリング規制への対応に関する 3 本のノーアクション・レター¹を発出した。欧州委員会も同日、EU バイサイドによる EU 域外ブローカー・ディーラーからのリサーチ取得に関するガイダンスを発出した。また、英国金融行為監督機構（FCA）も同日、両者を支持するステートメントを公表している。他方、バンク・オブ・アメリカ・メリルリンチは同年 11 月 2 日、同社のリサーチ・ユニットを投資顧問登録の対象に追加している。

Mifid II は 2018 年 1 月 3 日に適用が開始された EU 証券市場に係る包括的な規制である。その中で、誘引（inducement）規制は、資産運用会社²が第三者から資産運用に関連して金銭的・非金銭的な便益を受け取ることを禁じる。投資リサーチも非金銭的な便益に該当し、資産運用会社は従来のような形で顧客資産から支払うコミッションで外部リサーチを購入できなくなる。本規制の下で、資産運用会社が外部リサーチを購入するには、①資産運用会社の自己資金から購入する、②顧客と事前合意した予算内で顧客資産から購入する（リサーチ・ペイメント・アカウント、RPA）³、のいずれかが求められる。これが、いわゆる「アンバンドリング規制」である⁴。

アンバンドリング規制を巡っては、EU 域内のセルサイド・バイサイドの間で対応が進められているところであるが、その一方で、EU 域外への同規制の波及、その場合の域外エンティティによる対応の如何が新たな論点として浮上している。域外波及については、2 つの経路が考えられる。一つは、EU 年金基金が EU 域外の資産運用会社に運用委託する際、EU 域内資産運用会社と同様のアンバンドリングを求めるという経路である。その場合、EU 域外資産運用会社は事実上、Mifid II アンバンドリング規制に則った措置を講じる必要が生じる。もう一つは、EU 資産運用会社が EU 域外の資産運用会社に運用再委託する経路である。この場合、EU 資産運用会社は、Mifid II の規定により、自らが Mifid II 上負う義務の履行を委託先に求めることとされている。そのため、委託先の EU 域外の資

¹ 行政機関の事務局が、商品・サービス等について規制上の執行措置を採らない旨を通知する書面。米国の場合、技術的には法規制に抵触する場合であっても、個々のケースに応じて法規制の趣旨等に鑑みて、執行措置を採らないこととされることがある。

² 厳密には、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であり、年金基金等に一任運用サービスを提供する業者を指すが、英国 FCA 規則では集団投資スキーム（UCITS（公募投信）・私募投信（AIF））も適用対象とされている。本稿では便宜上「資産運用会社」と総称する。

³ RPA については、他にも、購入したリサーチが資産運用に如何に寄与したか分析・報告するなどの管理要件が課される。

⁴ 詳細については、神山哲也「欧州委員会によるアンバンドリング規制」『野村資本市場クォーターリー』2016 年春号参照。

産運用会社は、委託元からアンバンドリング規制を含む Mifid II 上の義務の履行を求められることになる⁵。

2. 米国への波及に係る法規制上の問題

次に、EU 域外の国の法規制において、アンバンドリングを実施することが可能なのか、という問題がある。特に米国では、過去 40 年以上にわたって構築されてきた「ソフトダラー」を基本としたシステムと、Mifid II で求められるアンバンドリングとの間で齟齬が生じる。ソフトダラーとは、セルサイドがバイサイドに対して、有価証券の売買執行に加えて、調査レポート等のリサーチなど、付加的な財・サービスを提供し、その費用を売買委託手数料の中に含める取引慣行を指す。そこでは、バイサイドがセルサイドに対して、売買執行費用とリサーチの対価が分離されていない「バンドル手数料」を支払っている。他方、EU の Mifid II アンバンドリング規制は、バイサイドがセルサイドにリサーチの対価を「ハードダラー」で支払うこと、すなわちアンバンドルされた手数料で支払うことを義務付けている。

米国において、ブローカー・ディーラーがリサーチの対価をハードダラーで取得した場合、1940 年投資顧問法における「特別な報酬 (special compensation)」に該当するため、当該ブローカー・ディーラーは投資顧問業者 (Investment Advisor) として SEC に登録する必要がある。1940 年投資顧問法上、投資顧問業者は、①顧客の投資目的に沿い、顧客の利益のみを考えて行動しなければならない、②自らを利する推奨を行う誘因となる一切の利益相反を生じないようにしなければならないという受託者責任を負った上で、自己勘定取引規制が課される。同規制は、各取引の完了前に、①自分がどの権能で行動しているかについて顧客に書面で開示し、かつ②当該取引について顧客から承認を得ない限り、投資顧問業者はあらゆる自己勘定取引を行うことを禁止している⁶。

その結果、米国において、投資顧問業に登録したブローカー・ディーラーが、従来通り、債券に関するリサーチを顧客のバイサイドに提供しようとしても、事実上、その顧客との債券取引は困難になる可能性がある。EU 資産運用会社としても、米国ブローカー・ディーラーからのリサーチ及び売買執行サービスが途絶えてしまうことは避けなければならない。グローバルなリサーチの供給に占める米国証券アナリストの比率は 75%とも言われており⁷、EU 資産運用会社にとって、米国ブローカー・ディーラーのリサーチへのアクセスを維持することは死活問題ともいえる。

⁵ FCA がオルタナティブ投資マネージャー協会に宛てた書簡 (2017 年 7 月 19 日付) に同旨。

⁶ 顧客が自己勘定取引について事前に包括的な承認を与えたとしても、取引毎の開示及び承認要件を満たしたことはない。

⁷ “SEC gives US banks and brokers relief to comply with new EU research rules” *Financial Times*, October 27, 2017.

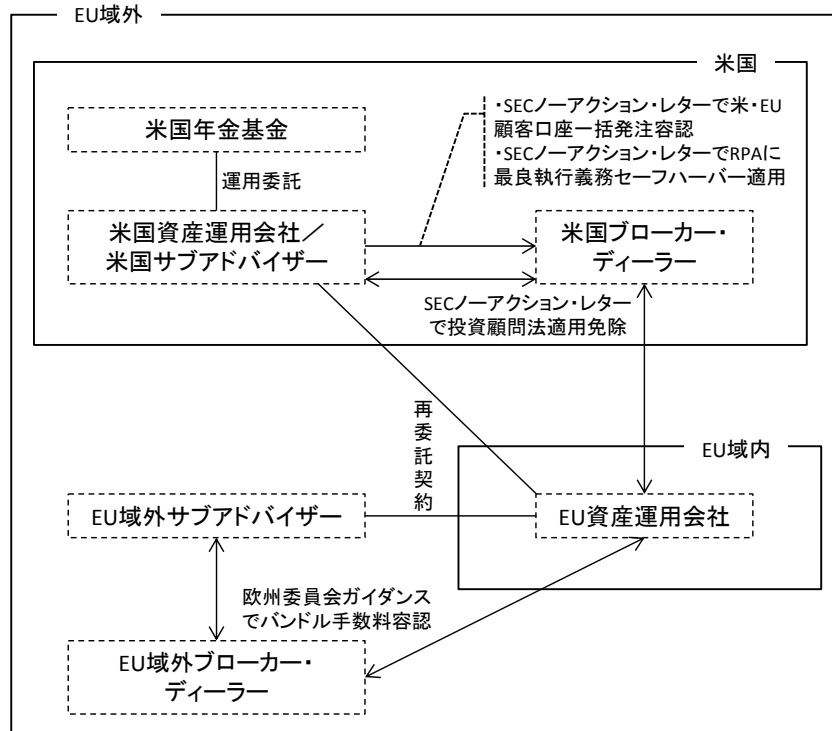
II 米・欧当局が示した方向性

1. 欧米当局による対応策の全体像

Mifid II アンバンドリング規制が EU 域外へ波及する経路がある中、SEC 及び欧州委員会は、如何にしてソフトダラーを前提とする法規制と Mifid II アンバンドリング規制との齟齬を埋めるかを模索した。その解決策が、今般の SEC のノーアクション・レターと欧州委員会のガイダンスである。前者は、米国のセルサイドとバイサイドが米国法規制に基づいて、円滑に Mifid II アンバンドリング規制下にあるエンティティに対応できるようにすることを目的とする。後者は、Mifid II アンバンドリング規制下にあるエンティティが、法規制の異なる EU 域外国のブローカー・ディーラーであったとしても、リサーチを取得できるようにすることを目的とする（図表 1）。

以下では、SEC のノーアクション・レター及び欧州委員会のガイダンスについて、その詳細をみていくこととする。

図表 1 SEC ノーアクション・レターと欧州委員会ガイダンスの関係



(出所) 野村資本市場研究所作成

2. SEC ノーアクション・レター：対象を Mifid II エンティティに限定

1) ハードダラー授受に係る投資顧問法の適用免除

SEC が発出した 3 本のノーアクション・レターのうち、中核をなすのが、ハードダラーによるリサーチ対価の授受に関する 1940 年投資顧問法上の扱いを定めたものである⁸。本件ノーアクション・レターは、米国証券業金融市場協会（SIFMA）の要請に応じて発出された。SIFMA は、ノーアクション・レターの発出を SEC に求める 2017 年 10 月 17 日付の書簡⁹において、まず、ブローカー・ディーラーが RPA 若しくは資産運用会社の自己資金からリサーチについてハードダラー支払いを受けることが、1940 年投資顧問法における投資顧問行為に該当する可能性があり、投資顧問法における自己勘定取引規制が課されることになると指摘した。そして、ブローカー・ディーラーとは別エンティティもしくは専門部署で投資顧問登録しても、①投資顧問行為によって顧客がトレーディングに勧誘される場合、投資顧問と同一グループのブローカー・ディーラーにも受託者責任及び自己勘定取引規制が課されることがあるとする SEC 解釈があり、②リサーチとセールス・トレーディングを一体としてサービスを提供する場合、両者の分離は、サービスの価値を損なう法的・実務的な問題を生ぜしめる、とした。

以上から SIFMA は、ブローカー・ディーラーが投資顧問法における投資顧問行為を行う場合であっても、資産運用会社が直接的もしくは契約によって間接的に Mifid II アンバンドリング規制に基づき RPA もしくは自己資金からリサーチの対価を支払う場合は、投資顧問法上の投資顧問行為とはしないことを求めた。ここでいう「直接的に Mifid II の適用を受ける資産運用会社」とは、Mifid II に基づく認可を有する EU の資産運用会社を指し、「契約によって間接的に Mifid II の適用を受ける資産運用会社」とは、Mifid II に基づく認可を有する EU の資産運用会社から運用再委託を受ける EU 域外の資産運用会社（EU 域外サブアドバイザー）を指す。すなわち、米国ブローカー・ディーラーが「Mifid II エンティティ」のみに対して、ハードダラーによるリサーチ対価の受け取りを可能とする途を拓いたものである。

SEC は、上記 SIFMA によるノーアクション・レターの要請を受け、Mifid II 適用開始の 2018 年 1 月 3 日から 30 か月間、Mifid II エンティティに対して、米国ブローカー・ディーラーがリサーチを提供し、その対価をハードダラーで受け取っても、投資顧問法上の投資顧問行為に該当しないこととした。30 か月の間、SEC は、Mifid II のリサーチ市場及び関係者への影響を観察・評価し、別のアクションが必要か否か検討することとしている。

⁸ SEC “Investment Advisors Act of 1940 – Section 202(a)(11) Securities Industry and Financial Markets Association, Response of the Chief Counsel’s Office, Division of Investment Management” October 26, 2017.

⁹ Morgan, Lewis & Bockius LLP “Relief from the Investment Advisors Act 1940 for Broker-Dealers Receiving Payments for Research from Investment Managers Subject to Mifid II” October 17, 2017。法律事務所の Morgan Lewis が SIFMA の代理で作成・送付しているもの。

2) 資産運用会社による一括発注の容認

2 つ目のノーアクション・レターは、資産運用会社が発注するリサーチ支払いの異なる複数の顧客口座の発注を一括する場合であっても、1940 年投資会社法及び 1940 年投資顧問法の違反を問わないとするものである。

1940 年投資会社法及び同規則では、投資会社（会社型投資信託）が他者と比べて不利な価格での取引に参加しないことが定められており、1940 年投資顧問法では、資産運用会社が顧客の最善の利益に沿って行動することが定められている。資産運用会社が運用する複数の顧客口座について一括発注する場合、これらの規定が如何に適用されるのかについては、従来より論点とされてきたところであり、SEC も複数のノーアクション・レターを発出してきた。

資産運用会社の一括発注に関する SEC の過去のノーアクション・レターで、今般の Mifid II アンバンドリング規制対応の前提となっているのが、1995 年に SMC キャピタルに対して発出されたものである¹⁰。そこでは、各々の顧客口座が平均価格で取引し、取引に関わる全てのコストが比例按分されることなどが一括発注の条件とされた。しかし、Mifid II アンバンドリング規制により、顧客口座の間で、リサーチ対価の支払いが異なるという事態が生じる。例えば、米国の資産運用会社が EU の資産運用会社から運用再委託を受ける場合、米国顧客口座については従来のバンドル手数料でリサーチの対価を支払う一方、EU 顧客口座についてはリサーチの対価がゼロのこともあり得る。その結果、取引に関わる全てのコストを比例按分することは困難になる。

そこで、米国の資産運用会社の業界団体である投資会社協会（ICI）は、上記 SMC キャピタルへのノーアクション・レターを拡張し、リサーチ支払いが異なる口座間の一括発注を容認するノーアクション・レターの発出を要請した¹¹。ICI は、一括発注容認の条件として、一括発注の対象口座が平均価格で取引し、執行コストが比例按分されること、リサーチ支払いが各法域の規制要件を遵守すること、などを挙げた。これを受けて SEC は、上記要件を満たすのであれば、リサーチ対価支払いが異なる口座間においても一括発注を容認するノーアクション・レターを発出した¹²。これにより米国資産運用会社は、Mifid II エンティティの口座と、それ以外の顧客口座の間で発注を一括することができるようになる。

3) 最良執行義務のセーフハーバーの適用

3 つ目のノーアクション・レターは、RPA を利用したリサーチ支払いについて、証券取引法における最良執行義務のセーフハーバーの適用を認めるものである。最良執行義務のセーフハーバーとは、1934 年証券取引法 28 条(e)項に定められたもので、バ

¹⁰ SEC “SMC Capital Inc., SEC Staff Letter” September 5, 1995.

¹¹ ICI “Request for No-Action Relief for Advisors to Aggregate Client Orders” October 20, 2017.

¹² SEC “Investment Company Act of 1940 and Rule 17d-1 thereunder, and Section 206 of the Investment Advisers Act of 1940, response of the Chief Counsel’s Office, Division of Investment Management” October 26, 2017.

イサイドがセルサイドに支払うコミッションが最安値でなくとも、ブローカレッジ及びリサーチの価値を勘案すれば、当該手数料が合理的であると誠実に判断できる場合は、信認義務に違反しないという規定である。

米国では、英国・欧州で言うコミッション・シェアリング・アレンジメント (CSA) は、クライアント・コミッション・アレンジメント (CCA) と呼ばれる¹³。バイサイドがセルサイドにリサーチと売買執行の対価を含むコミッションを (バンドルで) 支払い、そこからセルサイドがリサーチ・プロバイダー (当該セルサイド自身を含む) にリサーチ対価を払い出す仕組みである。米国の CCA は証券取引法上の最良執行義務のセーフハーバーが適用される場所、SIFMA は、RPA も実質的には CCA に類似したものであるため、同じく最良執行義務のセーフハーバーを適用すべきだとして、SEC にノーアクション・レターの発出を要請した¹⁴。

これを受けて SEC は、RPA を利用したリサーチ及び売買執行の対価支払いについて、最良執行義務のセーフハーバー適用を認めることとした¹⁵。その際の条件として SEC は、①資産運用会社が執行ブローカー・ディーラーに対して支払う売買執行の対価と一緒に (alongside) にリサーチの対価を支払うこと、②執行ブローカー・ディーラーが CCA との連結性 (connection) のある RPA でリサーチの対価を支払うことが、資産運用会社との契約により法的に義務付けられていること、などを挙げた。これは、CCA を利用する米国資産運用会社が、RPA を利用して Mifid II アンバンドリング規制に対応することを可能にした措置であり、米国においても CSA の業務フローに則った RPA の運営 (欧州における CSA-RPA) が容認されたことを意味する。

3. 欧州委員会 FAQ : バンドル手数料を容認する一方、リサーチ対価の明確化を要請

欧州委員会も、SEC による上記ノーアクション・レターの同日、EU 資産運用会社及び EU 域外サブアドバイザーが EU 域外ブローカー・ディーラーから売買執行とリサーチのサービスを受け取る際のガイダンスを公表している¹⁶。ガイダンスは「よくある質問 (FAQ)」の形態を採っており、以下の二点からなる。

1) リサーチと売買執行の対価のバンドル容認

第一は、EU エンティティ (EU 資産運用会社もしくは EU 域外サブアドバイザー)

¹³ 英国における CSA の広がりを受け、SEC は 2006 年に解釈リリースを公表し、CCA が証券取引法における最良執行義務のセーフハーバーの対象になるとした (SEC “Commission Guidance Regarding Client Commission Practices Under Section 28(e) of the Securities Exchange Act of 1934, Exchange Act Release No. 54165” July 18, 2006)。

¹⁴ SIFMA による SEC 宛の書簡 (2017 年 10 月 25 日付)。

¹⁵ SEC “Section 28(e) of the Securities Exchange Act of 1934 and MiFID II” October 26, 2017.

¹⁶ European Commission “MiFID II: Interaction with third country broker-dealers” October 26, 2017. なお、EU 域外の各国当局と協議の上、策定したという。

は、EU 域外ブローカー・ディーラーへのリサーチと売買執行の対価を単一のコミッションに統合（バンドル）することができるか、という点である。欧州委員会は、各国当局の現行実務に基づき、EU 域外ブローカー・ディーラーは、EU エンティティから、リサーチと売買執行の対価を統合した単一コミッションを受け取ることができるという。但し、リサーチ対価分を明確化できることが条件とされる。また、RPA を利用する場合は、RPA に係る予算管理や記録保持等の義務を遵守する必要がある。

要すれば、リサーチ対価分を明確化できる限り、EU 域外のブローカー・ディーラーに対しては、バンドル手数料による支払いを容認したものである。

2) ブローカー・ディーラーによるバンドル手数料提示の容認

第二は、EU エンティティが RPA もしくは自己資金からリサーチの対価を支払う場合、EU 域外ブローカー・ディーラーはリサーチについて売買執行とは別に請求額を提示しなければならないのか、と言う点である。欧州委員会は、RPA・自己資金のいずれであろうと、EU エンティティは Mifid II アンバンドリング規制に従う必要があり、そこには、EU 域外ブローカー・ディーラーから受け取るリサーチについて売買執行とは別の請求額を明確化する義務も含まれる。しかし、売買執行とは別のリサーチの請求額が不在の場合、EU 資産運用会社もしくは EU 域外サブアドバイザーが、当該域外ブローカー・ディーラーを含む第三者と協議し、リサーチ対価分の明確化を図ることも可能であるとした。また、売買執行の量にリサーチ購入の量と請求額が比例してはならない点は変わらないという。

要すれば、事前にリサーチの価格付けがなされていないことを前提としており、上記 1) と併せ考えると、リサーチの購入が売買執行と連動せず、リサーチ対価分を明確化できれば、EU エンティティと EU 域外ブローカー・ディーラーとの関係において、バンドル手数料の提示・支払いの維持が認められたものと言える。

4. FCA ステートメント：組織論による柔軟な対応を示唆

英国の FCA も、上記 SEC ノーアクション・レター及び欧州委員会ガイダンスと同日、ステートメントを公表している¹⁷。FCA は以前より Mifid II アンバンドリング規制と米国等の第三国の法規制との齟齬を課題としており、2017 年 9 月 19 日には、グローバル大手セルサイド及びバイサイド 40 社との非公開の会合を開き、この問題について議論している。FCA アンドリュー・ベイリー（Andrew Baily）長官は、当該会合において様々な議論がなされた中で、リサーチがどこから提供されるかといった、セルサイドの組織論も議論されたと発言している¹⁸。

今般のステートメントは、SEC 及び欧州委員会の方向性を支持し、それらによって

¹⁷ FCA “FCA statement on MiFID II inducements and research” October 26, 2017.

¹⁸ “FCA’s Bailey Says regulators Eager to Solve MiFID Research Snag” *Bloomberg*, September 29, 2017.

Mifid II と各国の法規制に準拠しつつ、EU 機関の米国リサーチへのアクセスを確保し、投資家の便益に資するものとした。その上で、同様の目的を果たす取り決めとして、①英国資産運用会社がグローバル・リサーチについて（EU 域外）ブローカー・ディーラーの EU エンティティに支払うこと、②バイサイド・グループ内でリサーチを回覧すること、も容認されるとの見解を表明している。但し、投資家による発注先選定、執行コスト、投資家の最善の利益のための行動を左右するものであってはならないとする。

本件 FCA ステートメントについては、上記以上の詳細はないため、必ずしも具体的インプリケーションは明確ではないものの、①については、セルサイドでグローバル・リサーチの提供主体を EU エンティティに集約すること、②については、バイサイドの EU エンティティが取得したリサーチを EU 域外グループ・エンティティと共有すること、を容認したものと考えられる。

III バンク・オブ・アメリカ・メリルリンチの対応策

バンク・オブ・アメリカ・メリルリンチは 2017 年 11 月 2 日、グループ会社のメリルリンチ・ピアース・フェナー&スミス（MLPF&S）のグローバル・リサーチ・グループによる機関投資家向け投資リサーチを投資顧問登録した。MLPF&S はグループの中核証券会社として、ブローカー・ディーラー、ウェルス・マネジメント、リサーチなどを担っており、ウェルス・マネジメントを中心に様々な業務について投資顧問登録をしていたが、今般、アンバンドリング対応として、グローバル・リサーチ・グループの「リサーチ・サービス」を投資顧問登録の対象に加えたわけである¹⁹。

リサーチ・サービスは機関投資家を対象とし、具体的には、①調査アナリストが作成した調査レポートの提供、②調査アナリストが作成した調査レポートに関する照会対応、③調査アナリストとの会議等のアクセス、を内容とする。MLPF&S は、リサーチ・サービスの提供が証券売買のセールスや執行を伴わないこと、MLPF&S にブローカレッジ口座がなくともリサーチ・サービスを利用できるとしており、リサーチ・サービスがブローカー・ディーラー業務からは独立したものであることを打ち出している。また、リサーチ・サービスの対価は、顧客毎に個別に交渉して決定し、四半期毎に課金する方向性を示している。

今般、SEC が発出したノーアクション・レターによって、米国ブローカー・ディーラーは、Mifid II エンティティにリサーチを提供する際に、当面の間、投資顧問として登録する必要はなくなった。それでも敢えて、MLPF&S がリサーチ・サービスを投資顧問登録の対象に加えたのは、カリフォルニア州やコロラド州、テキサス州、ニューヨーク市等の公務員・教職員年金の間で資産運用会社に対してリサーチ対価の明確化等を求める声

¹⁹ 形式としては、投資顧問の登録書類であるフォーム ADV を提出し、フォーム ADV で参照する SEC 登録書類であり、また、サービスに関する顧客向け説明書類でもあるブローチャーにおいて、今般投資顧問登録の対象に追加した「リサーチ・サービス」の内容が記されている（SEC “Merrill Lynch Research Services Brochure” November 2, 2017）。

が高まる中、Mifid II エンティティ以外の顧客によるアンバンドリング要請に応じることを狙いとしたものと考えられる。

IV 今後の展望

今般の米国・欧州の当局による EU 域外における Mifid II アンバンドリング規制への対応について、注目される点は二点ある。

第一は、米国ノーアクション・レターにおける投資顧問規制の免除が Mifid II エンティティのみを対象としている点である。すなわち、EU の Mifid II アンバンドリング規制が米国のセルサイド／バイサイド全体にスピルオーバーするわけではなく、あくまでも Mifid II エンティティに対してのみ、米国セルサイドが投資顧問規制を課されずにアンバンドルできる（ハードダラー支払いを受け取ることができる）こととされたわけである。SEC が、Mifid II 顧客以外にまでアンバンドルする必要はない、との意思決定を下したともいえる。

その上で、上記取り扱いが崩される可能性としては二点、指摘できる。一つは、投資顧問法の適用免除が 30 か月の期間限定である上、立法措置が検討される点である。SEC のカーラ・スタイン（Kara M. Stein）委員（民主党系）も、バンドル手数料による不透明性の問題を先送りしただけであり、投資家にとってのコストに繋がる、見直しまで 900 日以上を要するのは非合理的、などと批判している²⁰。現時点では、立法措置の実現可能性やその内容は不明であるが、将来、EU 型のアンバンドリングが米国資産運用会社に対して求められることも可能性としては考えられよう。もう一つは、メリルリンチにみられるように、EU 域外ブローカー・ディーラーが顧客のアンバンドリング要請に応じるべく、任意の取り組みを進めることである。実際、米国の年金基金を代表する機関投資家協会（Council of Institutional Investors）は、Mifid II 以外の機関投資家もノーアクション・レターの対象に含めるよう SEC に要請していた²¹。顧客側のアンバンドリング圧力が高まれば、メリルリンチのような対応が広がる可能性もあろう。

第二の注目点は、欧州委員会のガイダンスにおいて、EU 域外ブローカー・ディーラーへのバンドル手数料の請求・支払いが容認されている点である。米国では、ノーアクション・レターによって、ブローカー・ディーラーが Mifid II エンティティに限って、リサーチ対価をハードダラーで受け取ることができるようになった。しかし、そうした措置が講じられていない、あるいは講じることのできない法域では、今般のガイダンスによって、リサーチと売買執行の対価を統合したバンドル手数料が認められることとされたわけである。その場合であっても、リサーチ対価分を明確化すること、リサーチ購入量が売買執行量に紐付きにならないことは求められるが、少なくとも、事前にリサーチ価格を明確化した上で、売買執行と別建てで支払うことまでは求められていないように読める。

米国および欧州当局の今般の指針のメッセージは、少なくとも当面は、Mifid II におけ

²⁰ SEC Commissioner Kara M. Stein “Statement on the Staff’s No-Action Relief Regarding MiFID II” October 26, 2017.

²¹ Council of Institutional Investors “Request for No-Action Relief Relating to MiFID II” September 22, 2017.

る厳格なアンバンドリングは Mifid II エンティティに限定し、それ以外については、各国の法規制・慣行の範囲内で、Mifid II アンバンドリング規制の本来の趣旨である「リサーチ対価を払いすぎる利益相反の管理」の達成を求めているものと言える。各法域における法規制、個別ビジネス、資本市場全体への影響を踏まえつつ、慎重な対応が必要となろう。