

2014年9月16日 全13頁

# MiFID II・MiFIRによる 投資者保護規制強化の概要

特に、リテール向け仕組み金融商品に関して適合性原則を徹底

金融調査部 研究員  
是枝 俊悟

## [要約]

- 2014年6月にEUは、MiFID II、MiFIRを公布した。MiFID II・MiFIRにおいては、投資者保護規制および金融当局による商品への停止等命令（intervention）について、リテール向け仕組み金融商品の問題を意識した条項が設けられている。細則については、委任規定（delegated acts）で定めることとされており、ESMAが委任規定の制定に向けたコンサルテーション・ペーパー（CP）を公表し、意見募集中である。
- MiFID II、MiFIRの規定および、委任規定に関するESMAのCPによる提案が成案となり施行されると、仕組み金融商品の組成時の適合性原則が徹底され、費用・手数料の開示と適合性報告書の提供が義務付けられる。また、金融機関がこれらを遵守しないなど投資者保護に重大な懸念があると金融当局が判断した際には、当該仕組み金融商品・サービスの販売を停止したり制限したりできるようになる。
- これらの重層的な規制によって、金融機関がリテール顧客に仕組み金融商品を販売する際には、当該顧客が十分に商品の性質を理解し、顧客に適合した商品が販売される状況が担保されるようになるものと考えられる。
- 一方で、規制の強化により金融機関が仕組み金融商品を組成・販売する際のコストは大幅に増加するものと考えられる。規制の強化によって、金融商品の多様性が損なわれることも懸念される。

## [目次]

はじめに	2 ページ
1. 仕組み金融商品への規制強化の背景	2 ページ
2. 組成時・販売時の適合性原則の徹底（各論①）	4 ページ
3. 費用・手数料の開示（各論②）	6 ページ
4. 適合性の評価と適合性報告書（各論③）	8 ページ
5. 金融当局による販売停止等（各論④）	10 ページ
6. リテール向けの仕組み金融商品がどう変わるか	12 ページ

## はじめに

EUにおける金融商品、サービス、市場に関する規制を定めた金融商品市場指令（Markets in Financial Instruments Directive (MiFID)）の見直しに向けた議論が、2010年以来、続けられてきた。

これを踏まえたMiFIDの大幅な改正（いわゆるMiFID II）及び金融商品市場レギュレーション（Markets in Financial Instruments Regulation (MiFIR)）の制定<sup>1</sup>が、2014年4月にEU議会で承認され、同6月には、EU官報（Official Journal）において公布された。MiFID II、MiFIRの内容は多岐にわたるが、その主な項目としては次のものが挙げられるだろう。

- ◇技術革新への対応（アルゴリズム取引、HFTなどの規制）<sup>2</sup>
- ◇市場の透明性（非エクイティ商品（債券、デリバティブなど）の取引前・取引後情報の公表など）
- ◇デリバティブ規制（標準化デリバティブの規制市場、MTF又はOTFにおける取引など）
- ◇投資者保護（適合性原則の強化など）

本稿では、これらのうち「投資者保護（適合性原則の強化など）」について、特にリテール向け仕組み金融商品に着目して取り上げる。

## 1. 仕組み金融商品への規制強化の背景

近年、国際的に、仕組み金融商品が広範なりテール顧客に販売されるようになってきている。仕組み金融商品とは、預金・債券・投資信託などにデリバティブ契約（に類するポジション）を組み込んだものである。

仕組み金融商品は、デリバティブを活用して顧客のニーズに沿ったキャッシュフローを発生させることを可能にするものであるが、その仕組みは複雑であり、投資者にとって理解しづらい面もある。

各国の金融当局は、特にリテール顧客に販売される仕組み金融商品に関して、投資者の理解、組成、開示、適合性、不適切販売や、販売後のプロダクト・コントロールなどの観点から投資者保護に関する懸念を抱き、規制・監督を行ってきた<sup>3</sup>。

<sup>1</sup> 指令（directive）は、加盟国による国内法化手続が必要であるのに対し、レギュレーション（regulation）は、加盟国に直接適用される。

<sup>2</sup> 横山淳「MiFID IIによるアルゴリズム取引、HFT規制の概要」（2014年9月2日）を参照。

[http://www.dir.co.jp/research/report/law-research/securities/20140902\\_008904.html](http://www.dir.co.jp/research/report/law-research/securities/20140902_008904.html)

<sup>3</sup> IOSCO（証券監督者国際機構）「リテール向け仕組み商品に対する規制」（2013年12月）参照。

我が国においては、2010年9月に金融庁が「デリバティブ取引に対する不招請勧誘規制等のあり方について」を公表し、日証協などの自主規制機関に対して、店頭デリバティブ取引に類する複雑な金融商品について、勧誘時の自主規制ルールの策定などを求めた。

これを受け、2011年2月に日証協は自主規制規則を改正し（施行は2011年4月）、「店頭デリバティブ取引に類する複雑な仕組債」と「店頭デリバティブ取引に類する複雑な投資信託」について、販売会社がそれぞれ当該勧誘開始基準を設け、一定の様式の注意喚起文書を交付し、顧客が重要事項や想定損失額等について理解したことの確認書を徴求するなどの規定が設けられた。

また、特に高齢顧客においては適合性の原則に基づいてより慎重な対応を行う必要があることを踏まえて、2013年10月に日証協は「高齢顧客への勧誘による販売に係るガイドライン」等を制定した（2014年3月から完全施行）。販売会社はそれぞれ「勧誘留意商品」を設定し、勧誘留意商品を高齢顧客に勧誘して販売する際には、原則として事前の役席者の承認が必要となった。この「勧誘留意商品」には仕組み金融商品が含まれることが想定されている。

2013年12月には、IOSCOが金融当局等の知見をとりまとめ、「リテール向け仕組商品に対する規制」と題する最終報告書を公表しており、投資者保護の観点からリテール向け仕組商品について金融当局が規制を行う際に留意すべき事項を取りまとめた。「リテール向け仕組商品に対する規制」では、仕組み金融商品の販売時だけでなく、組成段階から販売後の検証に至るまでのそれぞれの過程において規制ツールを提案した点が特徴的であった。

2014年3月に、ESMA（欧州証券市場監督局）は「リテール向け仕組商品のガバナンスのための行為規範」を公表し、EU加盟国の金融当局がリテール向け仕組商品の規制を行う際に留意すべき事項を取りまとめた。もっとも、この行為規範は opinion という位置づけであり、法的拘束力はないものである。

2014年6月に公布された MiFID II・MiFIR においては、投資者保護規制および金融当局による商品への停止等命令（intervention）において、リテール向け仕組商品の問題を意識した条項が設けられている。この条項には、2013年12月の IOSCO の最終報告書および2014年3月の ESMA の行為規範を踏まえ、組成時・販売時の適合性原則の徹底、費用・手数料の開示、適合性報告書、規制当局による販売停止命令などの内容が盛り込まれている。

EU加盟国は、MiFID IIに基づき、2年以内に国内法を改正し、2016年7月から適用しなければならない。また、MiFIRの内容は原則として2017年1月3日から施行される。MiFID II・MiFIRの規制の細目については、欧州委員会に委任規定（delegated acts）を制定する権限が委任されている。

ESMAは、2014年5月22日に欧州委員会が MiFID II・MiFIR に関する委任規定を定めるにあたっての技術的指導案(draft technical advice)のコンサルテーション・ペーパー(CP)を公表しており、2014年8月1日まで意見募集を行った。今後のコメントや欧州委員会での審議により内容は変わる可能性があるが、CPの内容を中心に委任規定（delegated acts）が定められ、EU

加盟国を拘束する内容となるものと考えられる。

## 2. 組成時・販売時の適合性原則の徹底（各論①）

MiFID II 24条2項では、下記のように、金融商品の組成時・販売時の適合性原則を徹底することを規定している。

### MiFID II 24条2項

顧客に販売するための金融商品を組成する金融機関（investment firms）は、金融商品が特定のターゲットとするカテゴリーの末端顧客（end clients）のニーズに合うよう設計されていること、金融商品の販売戦略が特定のターゲットとする市場に適合していること、金融機関がその金融商品がターゲットとする市場で販売されることを担保する合理的な対策を施していることを担保しなければならない。

金融機関は、自身が提供・推奨する金融商品を理解し、識別した末端顧客のターゲット市場（16条3項参照）も考慮した上で、自身が顧客に提供した金融サービスの当該末端顧客とのニーズとの適合性を評価し、顧客の利益にかなう時だけ金融商品を提供・推奨することを担保しなければならない。

これまで、適合性原則は末端顧客に対して金融商品を販売する金融機関（販売会社）に対して求められることはあったが、顧客に販売するための金融商品を組成する金融機関（投資信託委託会社、仕組債の発行会社など）に対しても適合性原則の遵守が求められるようになった点が目新しいものである。

MiFID II では、単に「金融商品」（financial instruments）と述べており、仕組み金融商品に限定した規定ではないが、組成（manufacture）という言葉があることから、特にリテール向けの仕組債、仕組み預金、デリバティブを組み込んだ投資信託などの仕組み金融商品を意識して設けられた規定と考えられる。

MiFID II は、商品の組成会社が、その商品がどのような客層をターゲットとしたものなのかを想定した上で商品を組成し、かつ、販売者が適切に販売していることを担保する合理的な対策を施すことを求めている。

従来は、販売会社において末端顧客に対して適合する商品を販売するよう求められていたが、販売会社において必ずしも適合性原則が守られない形で商品が販売されることがあったものと考えられる。そこで、組成会社の段階からその商品がどのような客層に販売されるのかを想定して商品開発を行うことによって、客層に合わない商品がそもそも販売会社に供給されないようにすることとしたものと考えられる。

ESMA の CP においては、適合性原則等を遵守するため、商品の組成会社に次のような内容を含むプロダクト・ガバナンス体制を構築することを提案している。

#### CP 2.7（組成会社に求められるプロダクト・ガバナンス）Draft technical advice の概要

1. この規則は、金融機関が、金融商品を組成する際に適用されること
2. 利益相反を適切に管理するための手順や規則を持っていること
3. 商品生成の都度、潜在的な利益相反の分析が行われていること（例えば、その金融商品の購入者に対して利益相反を引き起こすポジションを自身が持っていないことなど）
4. 新商品の組成前において、関連する職員が十分な知識や経験を有していること
5. 経営組織にシステマティックに報告が行われ、実効力がある体制になっていること。また、規制当局の求めに応じて報告ができる体制になっていること
6. EU 加盟国外の第三国の金融機関と共同で商品を組成する際には、それぞれの責任について合意しておくこと
7. 組成する商品ごとに、ターゲットとする客層を特定していること（適合しない客層も特定していること）。商品の内容が大きく変わったときは、再度、ターゲットとする客層を特定し直すこと
8. ターゲットとする客層は、その商品に適合しない客層を排除するために十分に細分化されていること
9. ダウンサイドリスクについて十分に分析していること（例えば、市場環境の悪化や信用リスクの顕在化など）
10. 費用・手数料等が適切であること（客層のニーズに合う、商品の期待リターンを超過しない、透明性が担保されている、など）
11. 販売会社が商品について理解し、適切な販売を行っていることを担保すること
12. 組成した金融商品について、潜在的リスクの顕在化を考慮し、適合性原則が守られ続けているか、定期的にレビューを行うこと
13. 組成した金融商品のレビューの頻度を関連する要素に基づいて定めること
14. 既存の金融商品をレビューするときは、ターゲットとする客層の適合性になお適っているかを考慮すること
15. 金融機関は、金融商品の潜在的なリスクや期待リターンに影響を与えるイベントを特定するよう最善の努力を行い、もしそのようなイベントが発生したときは、その影響を考慮し、適切

な行動を取ることに

### 3. 費用・手数料の開示（各論②）

MiFID II 24 条 4 項では、下記のように、金融機関が提供すべき情報として、全ての関連する費用・手数料の情報を開示するよう規定している。

#### MiFID II 24 条 4 項（抄訳）

金融機関とそのサービス、金融商品、提案された投資戦略、取引施設、全ての費用と関連する手数料についての適切な情報が、適時に、顧客（や潜在的な顧客）に提供されなければならない。それには、これらが含まれる。

[(a)、(b)を省略]

(c) 全てのコストと関連するチャージの情報は、助言のためのコスト、顧客に推奨・販売する金融商品のコスト、どのように顧客がそのコストを払うのか(第三者への支払いを含む)を含む投資と付属サービスに関連する情報が含まれていなければならない。

全てのコストとチャージの情報（投資サービス・金融商品に関連するコストとチャージを含む）（潜在的なマーケットリスクの発生により生じたものではない）は、トータルコストが累計の投資のリターンに与える影響を理解できるよう集計されるべきであり、顧客が要求するならば、項目ごとに明細も提供されなければならない。その投資が続いている間、定期的に、少なくとも 1 年に 1 回、顧客にそのような情報が提供されなければならない。

ここでいう全てのコストとチャージについては、9 項を参照すると、かなり広汎な概念であることが考えられる。

#### MiFID II 24 条 9 項

加盟国は、金融機関が顧客（および顧客の利益のために行動する者）以外の者との間で、フィーやコミッションを支払ったり受け取ったりする、もしくは非金銭的利益を授受したりする場合は、その金融機関は 23 条（利益相反防止条項）やこの条の 1 項を満たしていないとみなされることを担保しなければならない。ただし、次の支払いや利益は除かれる。

(a) 顧客に対する適切な金融サービスの質の強化に関するものであり、かつ、

(b) 顧客の最善の利益を誠実、公正、専門的に追求する金融機関の義務に関するコンプライアンスを損なわないもの

第 1 サブパラグラフ（上記の 7 行を指す、以下この項において同じ）における利益や支払の存

在、性質、金額（もし確定できない場合、金額の計算方法）は、投資サービスや付随サービスの提供に先立って、明確、正確かつ理解しやすい方法で顧客に開示しなければならない。投資サービス・付随サービスの実行と関連したフィー・コミッション、金銭的・非金銭的利益の転嫁（transferring）のメカニズムを金融機関は顧客に適切に伝えなければならない。

保管コスト、決済・取引コスト、規定の税や法的コストのようなその性質上、顧客に対する、誠実、公正、専門的に最善の利益を追求する義務との衝突が生じえない、投資サービスの実行を可能にしたり必要不可欠であったりする支払や利益については、第 1 サブパラグラフの目的とならない。

コストとチャージの情報の開示方法に関しては、ESMA は CP において次のように説明している。

#### CP 2.14 （コストとチャージの顧客への情報）

24. ビジネスモデルの違いによって、金融機関はいつもそのサービスからのコミッションやチャージを全額・直接に請求できるとは限らない。その代りとして第三者から支払いを受けることもある。そのような場合、金融商品のチャージに含まれたり価格に織り込まれたりしたより高いコミッションを通して、顧客は間接的に金融機関に提供されたサービスへの支払いを行っており、それはのちに部分的に金融機関に渡る。
25. MiFID II は金融機関が第三者から支払いを受ける条件を第 24 条第 9 項に置いた。この条項に従って、金融機関は第三者からの支払いの受取の存在、性質、金額（もし確定できないのであれば金額の計算方法）に関する情報を提供しなければならないとした。加えて、MiFID II の第 24 条 4 項(c) では、第三者への支払いの情報は、コストと関連するチャージに関する情報として要求した。
26. 顧客に提供する第三者の支払いに関する情報は、そのサービスの選択の前に、顧客に提供されたサービスのトータルコストを確認できるようにし、他の異なるサービス、金融商品、金融機関と比較できるようにしなければならない。この状況で、顧客はどのようにしてサービスへの間接的な支払いをするのかと、それが支払われるトータルコストに影響を与えることを知らされなければならない。例えば、金融機関が集団投資スキームの中で管理会社から投資助言の費用としてリベートを受け取るかもしれない。このケースで、このリベートは金融機関が顧客にサービスを提供したことによる収入と認識される。顧客は、金融商品のチャージを通じてこのサービスの対価を支払っている。ESMA は欧州委員会に対し、金融機関が受け取る第三者からの支払いについては、顧客が金融商品のチャージや価格を通じて支払っていることを反映させるために、サービスの費用の一部としてみなされなければならない旨を助言する。

このことを踏まえた上で、ESMA は CP において次のように提案している。

#### CP 2.14 (コストとチャージの顧客への情報) Draft technical advice

11. 金融機関は次のものを集計しなければならない
- i. 顧客に提供された投資サービスおよび付随サービスに関する金融機関や（顧客がその者に支払うよう指示を受けた）他の者により徴収された全てのコストと関連するチャージ
  - ii. 金融商品の組成と管理に関するすべてのコストと関連するチャージ
12. 集計されたコストとチャージは、1つの図表の中で、金額とパーセンテージの両方で表現しなければならない。

CP における提案をもととすると、例えば、販売会社が債券を顧客に販売する際に、債券の発行会社（組成会社）から手数料を受け取っている場合、その金額・パーセンテージを顧客に開示しなければならないものと考えられる。

特に、仕組み金融商品においては、その商品の購入時や保有期間中に顧客が直接支払う手数料の他に、その商品の組成・管理等にかかるコストが価格に織り込まれていることもあるものと考えられる。そのような場合、CP における提案をもとにすると、価格に織り込まれたこれらのコストについても全て合計してその金額・パーセンテージを顧客に開示しなければならないものと考えられる。

#### 4. 適合性の評価と適合性報告書（各論③）

MiFID II 25条6項では、下記のように、金融機関がリテール顧客に投資助言を提供するときは、取引が行われる前に適合性報告書を提供するよう規定している。

#### MiFID II 25条6項

金融機関は、サービスの適切な報告書を保存可能な媒体で顧客に提供しなければならない。これらの報告書は、内包された金融商品の種類や複雑性、顧客に提供されるサービスの性質などを考慮に入れた定期的な連絡を含め、顧客のために行われた取引やサービスに伴った費用も含まなければならない。

投資助言を提供するとき、金融機関は、取引が行われる前に、提供したアドバイスとそのアドバイスがどのようにリテール顧客の選好、目的、その他の特徴にかなうのかを記述した適合性



報告書を顧客に保存可能な媒体で提供しなければならない。

金融商品の売買合意が（適切な文書の事前の交付を妨げる）遠隔コミュニケーションの方法でなされた場合、金融機関は適合性に関する文書を（取引の前ではなく）顧客との合意後直ちに交付することができる。ただし、以下の両方の条件が満たされた場合に限る。

- (a) 顧客が取引の終了後遅滞なく適合性の文書を受け取ることに同意し、かつ、
- (b) 金融機関が、前もって適合性の文書を受け取れるようにするために取引を遅らせるというオプションを提示したこと。

金融機関がポートフォリオマネジメントを提供する場合や、顧客に適合性の定期的な測定を実行することを通知した場合は、定期レポートは、リテール顧客の選好、目的、その他の特徴にどのようにかなっているかについて更新された記述 (statement) を含んでいなければならない。

MiFID II の 25 条 6 項に関して ESMA は次のように述べている。

#### CP 2.17 (適合性)

8. 金融機関がリテール顧客に投資助言を提供するとき、MiFID II は金融機関に、提供された助言がどのようにして顧客の状況とニーズに合致するのかを明示した適合性報告書を顧客に提供することを求めている。
9. 適合性報告書のリテール顧客への提供は、改正前の MiFID I では明確に要求されていない。しかしながら、いくつかの加盟国は MiFID I における「適切な報告書の提供」(provide adequate reports) の要求という条項に基づいて、個別の推奨があったときの適合性報告書を要求している。
10. ESMA の適合性の評価に関する提案は、金融機関に他のより複雑性が少なくよりコストの低い金融商品の方が顧客の特性に合っていることがないかを評価する手順と規定を採用させることによって、また、なぜ提供された助言が自身に適合しているのかを顧客が理解することを可能にする方法で適合性報告書の内容を規定することによって、投資者保護を強化するものである。

#### CP 2.17 (適合性) Draft technical advice

2. 適合性報告書に関連して、金融機関は投資助言を提供するとき、リテール顧客に次の事項を含んだ報告書を提供することが要求されなければならない
  - i. 提供したアドバイスの概要
  - ii. 提供した推奨はどのようにリテール顧客に適合するのか、それには、要求された投資期間、

顧客の知識と経験、顧客のリスク選好と損失の耐性に関連した顧客の目的と個人的状況が含まれる。

iii. 推奨した一連の行動の不利な点の説明

CP を見ると、適合性の評価および適合性報告書は、特にリテール向けの仕組み金融商品の販売を意識して規定しているものと考えられる。

CP では、金融機関に「他のより複雑性が少なくコストの低い金融商品の方が顧客の特性に合っていることがないか」を評価する手順と規定を採用させるとしている。

仕組み金融商品は商品性が複雑であり、しばしばコストが高くなることを考慮すると、「他のより複雑性が少なくコストの低い金融商品の方が顧客の特性に合っていることがないか」を評価するプロセスで、ある顧客に仕組み金融商品を提案するのではなく、よりシンプルでコストの低い金融商品を提案すべきと判断されることも想定される。

また、投資助言を顧客に提供する際には、適合性報告書を事前に提供することが求められ、CP ではそれには「提供した推奨はどのようにリテール顧客に適合するのか、それには、要求された投資期間、顧客の知識と経験、顧客のリスク選好と損失への耐性に関連した顧客の目的と個人的状況が含まれる」ものとしている。特に、仕組み金融商品を提供するために適合性報告書を作成する際に、「顧客の知識と経験」や「顧客のリスク選好と損失への耐性」などについて顧客に適合することを説明するために乗り越えるべきハードルが高くなるものと考えられる。

## 5. 金融当局による販売停止等（各論④）

MiFIR40 条～42 条では、投資者保護に重大な懸念がある際、ESMA、EBA（欧州銀行監督局）、所轄当局は特定の金融商品・サービスのマーケティングや販売を停止・制限することができる旨定めている。

当局が投資者保護に重大な懸念があるかを判断する要素としては、MiFIR は次のように規定している。

### MiFIR 40 条 8 項 / 41 条 8 項 / 42 条 7 項

欧州委員会は、ESMA（40 条）/EBA（41 条）/所轄当局（42 条）※が、投資者保護に重大な懸念がある、または金融市場やコモディティ市場の秩序ある機能と堅牢性、金融システムの全体もしくは一部の安定性への脅威があると判断するための基準や要素に関する委任規定（delegated acts）を定めることができる。

その基準、要素は以下のものを含まなければならない。

- (a) 金融商品（仕組み預金）の複雑性の程度とその商品がマーケティングされていたり売られたりしている顧客の種類との関連性
- (b) 金融商品（仕組み預金）の発行額または想定元本
- (c) 金融商品（仕組み預金）、活動（activity）、手法（practice）の革新（innovation）の程度
- (d) 金融商品（仕組み預金）や実際に提供されたもののレバレッジ

※上記「金融商品（仕組み預金）」とあるのは、40条においては「金融商品」、41条においては「仕組み預金」、42条においては「金融商品または仕組み預金」と記載されている。42条においては、上記(c)が(b)に、上記(d)が(c)に記載されており、上記(b)の代わりに(d)として、「金融市場やコモディティ市場の秩序ある機能と堅牢性に関連した、金融商品または仕組み預金の発行額または想定元本」と記載されている。

ESMA は CP において、欧州委員会が委任規定（delegated acts）を定めるにあたって考慮すべき状況や要素を次のように列挙している（ただし、次に示すものが全てではないとしている）。

#### CP 2.24（商品への停止等命令（intervention））Draft technical advice 4. の概要

- i. 金融商品や金融活動（activity）や手法（practice）の種類の複雑性（種類と透明性、コストとチャージの重層性、パフォーマンスの計算の複雑性、あらゆるリスクの性質とスケール、金融商品やサービスが他の商品やサービスと紐づけられている（bundled）か、あらゆる条件や制約の複雑性）
- ii. 潜在的な問題や損害の大きさ（金融商品の想定元本、関係している顧客・投資家・市場参加者の数、投資家のポートフォリオのうちその金融商品の占めるシェア、あらゆる損害の可能性・スケール・性質（想定損失額を含む）、予想される問題や損害の存在、発行額、関係している中間販売者の数、市場や販売額の成長）
- iii. その行動や手法を行う、または、金融商品がマーケティングされたり売られたりしている顧客の種類（顧客がリテールか・プロか・適格なカウンターパーティか、顧客の技術・能力の性質、顧客の経済状況の性質、顧客のコアの金融目的、金融商品やサービスがターゲットされたマーケット以外の顧客に売られていないか）
- iv. 金融商品や金融活動・手法の種類の透明性の程度（種類と透明性、隠れたコストとチャージ、顧客の関心をひくが適合性や金融商品・サービスの全体の質を必ずしも反映していない性質の利用、リスクの可視化、実際の可能性よりもより高い安全性やリターンを示唆する商品名の利用）
- v. 何らかのレバレッジ商品や取引手法を含んでいる金融商品や取引の特定の性質や構成要素（商品に組み込まれているレバレッジ、ファイナンスのためのレバレッジ、証券ファイナンス取引の性質）

- vi. 投資家の期待リターンや利益に対する、金融商品、行動、手法に関連する損失のリスクの不均衡の程度（製造やその他の費用、発行体のリスクに関連した不均衡、リスク・リターンの特性）
- vii. 投資家にとって商品をスイッチングしたり売却したりする容易さと費用（ビッド・アスクの спреッド、取引可能な頻度、プライマリーの発行規模とセカンダリーの市場規模、流動性提供者やマーケットメイカーが存在するの否か、取引システムの性質、エグジットのための他のあらゆる障壁）
- viii. プライシングと関連する費用（隠れていたり二次的に発生したりする手数料、提供されたサービスのレベルを反映していない手数料）
- ix. 金融商品、活動、手法の革新 (innovation) の程度（金融商品、行動、手法の関連する仕組みの革新の度合い、販売モデルや中間者のチェーンの長さに関連する革新の程度、革新の普及の拡大、レバレッジを内包する革新、状況の不透明性、マーケットにおける類似する金融商品や販売手法 (selling practice) の経験）
- x. 金融商品に関連した販売手法（使われるコミュニケーションと販売のチャネル、投資に関連した情報・マーケティング・その他の販売促進マテリアル、推定される投資目的、購入する決断が他の購入に続く第2第3のものであるか否か）
- xi. 金融商品の発行体の状況（発行体や保証機関の信用力、発行体や保証機関の状況の透明性）

CP をもとにすると、金融商品・サービスについて、適切な顧客に販売されていなかったり、費用や手数料の開示の仕方に問題があったりするなどの問題が生じた際に、「投資者保護に重大な懸念がある」等と判断されるように委任規定 (delegated acts) が定められ、その下で金融当局により金融商品・サービスに対して販売停止や制限が命じられるものと考えられる。

technical advice を見る限りでは、委任規定 (delegated acts) において定められる当局が介入する際の基準については、「金融商品や金融行動・手法 (practice) の種類の透明性の程度」(iv)、「投資家の期待リターンや利益と関連する金融商品、行動、手法の損失のリスクの不均衡の程度」(vi)、「金融商品、行動、手法 (practice) の革新 (innovation) の程度」(ix) など、仕組み金融商品の特性を意識した基準が設けられることが想定される。

## 6. リテール向けの仕組み金融商品がどう変わるか

MiFID II、MiFIR の規定および、委任規定 (delegated acts) に関する ESMA の CP による提案が成案となり施行されると、リテール向けの仕組み金融商品の組成・販売のあり方が大きく変わるものと考えられる。

まず、組成時に組成業者において、どのような客層に販売することを想定した商品なのか

定められ、客層に適合する金融商品が販売会社に提供されるようになる。

次に、仕組み金融商品の費用・手数料の構造が、組成のためのコストが価格に織り込まれた部分も含め、顧客に明示されるようになる。

さらに、金融機関がリテール顧客に仕組み金融商品について投資助言する際には、「他のより複雑性が少なくコストの低い金融商品の方が顧客の特性に合っていることがないか」を評価した上で、「そのアドバイスがどのようにリテール顧客の選好、目的、その他の特徴にかなうのかを記述した適合性報告書」を交付することが義務付けられる。

そして、金融機関がこれらを遵守しないなど投資者保護に重大な懸念があると金融当局が判断した際には、当該仕組み金融商品・サービスの販売を停止したり制限したりできるようになる。

これらの重層的な規制によって、金融機関がリテール顧客に仕組み金融商品を販売する際には、当該顧客が十分に商品の性質を理解し、顧客に適合した商品が販売される状況が担保されるようになるものと考えられる。

一方で、規制の強化により金融機関が仕組み金融商品を組成・販売する際のコストは大幅に増加するものと考えられる。そのコストが利益に見合わない判断した金融機関は、リテール向けの仕組み金融商品の組成・販売から撤退するかもしれない。規制の強化によって、金融商品の多様性が損なわれることも懸念される。

MiFID、MiFIRの規定はあくまでEU加盟国における規制であるため、これらの改正は、直接には我が国における仕組み金融商品の組成・販売には影響を与えない。ただし、EUにおける規制の枠組みがうまく機能すれば、そのエッセンスが、IOSCOなどを通じてグローバル・スタンダードとなり、我が国における規制のあり方に影響を与える可能性がある。

【以上】