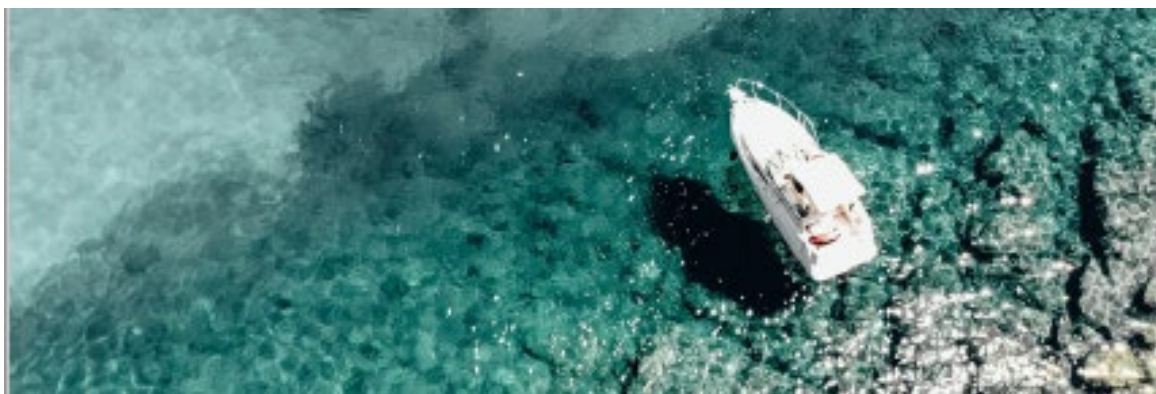


MiFID IIIに向かう3つの道筋

規制見直し作業の展望



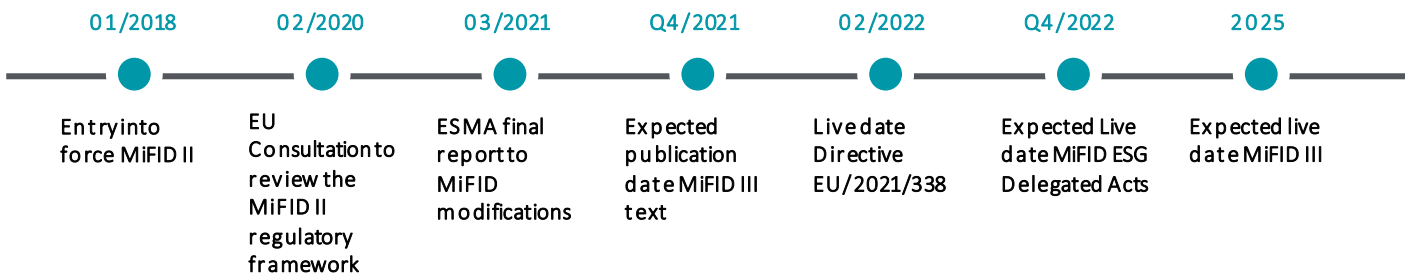
第2次金融商品市場指令（MiFID II）の施行後3年が経過した現在、金融サービスの規制当局は、規制改革の道筋を策定する作業を進めています。具体的には、以下の3つの道筋に沿う形で改革が進む見通しです。

1. 2020年に実施されたコンサルテーションの結果を踏まえたMiFID IIからMiFID IIIへの移行計画
2. EU諸国のパンデミック危機からの脱却支援を目指した「資本市場同盟に関する行動計画」に基づき提案された、段階的な改革案（MiFID 2.5）。
3. 投資家のESGへの選好をMiFID IIの範囲に採り入れる必要性

百聞は一見にしかずとの格言にしたがって、図表1「MiFIDのタイムライン」では、予定される改革のスケジュールと施行日を整理しました。

このレポートでは、前述の3つの道筋を取り上げ、その内容と潜在的な影響について検討した上で、改革案によって特に重大な影響を受ける可能性がある当事者を、指摘したいと思います。

図表1：MiFIDのタイムライン



規制適用の順序通りではなく、改革案の施行日に注目する方が実務的と言えるかもしれません。その場合、2022年2月末に施行予定のMiFID 2.5が差し迫った問題になります。EU指令2021/338における改革案が、現行のMiFID IIと将来のMiFID IIIの中間的な位置付けとなります。ここでは、2014年の交渉終了時より多くの規制当事者が対処すべきと考えてきた「対応の難易度が低い」問題が、取り上げられています。

MiFID EU指令2021/338

EU指令2021/338には、実質的には市場慣行との整合性を保ちつつ、全体として投資運用会社（IF）の負担緩和につながるような変更点が、いくつか盛り込まれています。

主な内容として、来年以降、「デジタル・ファースト、ペーパー・セカンド」と呼ばれるアプローチが選択可能になります。

現行のMiFIDでは、法的引用として自筆署名を要求しています。実質的には、ほとんどの投資運用会社が法的引用の手段としてデジタル方式を利用していますが、これは書面方式に対する例外的な扱いであり、デジタル方式の利用に際して顧客からの明示的な同意が必要になります。来年以降は序列が一転し、電子的コミュニケーションが原則、書面方式が例外となります。書面方式に固執する顧客に対しては、デジタル方式への移行を促す追加的なツールが必要になるかもしれません。実際、既存の顧客に対しては、通常的手段（取引明細書等）によって情報を提供するだけで、電子的コミュニケーションの利用に対する合意が確認されることになります。一方、新規の顧客に対しては、明示的に例外的扱いとしない限り、デジタル方式が原則になります。

プロ顧客のカテゴリーに関しては、本指令の下でいくつかの実務的な変更が適用される結果、適格取引先（ECP）のカテゴリーに近づくことになります。

具体的には、コストや費用の通知方法が簡略化されるほか、デジタル方式による、より簡易なコミュニケーションが図られることになります。

また、話題に上ることは少ないですが、運用商品を入れ替える際に、入替案の方が現状よりも有利である理由を説明することも求められます。これは、欧州証券市場監督局（ESMA）によるMiFID IIの準備作業において指摘された要求点であり、今回、具体化されることになります。その結果、投資アドバイザーから顧客へのコミュニケーションにおいて、新しい書面の導入といった技術的な変更が必要になる可能性があります。

さらに、コモディティ・トレーディングの分野にも追加的な変更が導入される見通しですが、その重要性は高いものの、EUの関心は全般にそれほど高くないようです。

本指令の適用期限は2022年2月28日です。

MiFID ESG: サステナビリティ関連の委任法令

この変更は、従来とは異なりMiFID IIの委任法令2017/565と2017/593の改定という形をとるため、MiFIDの一般的な義務は変更されることなく、その適用方法のみが変わることになります。

具体的には、顧客プロフィールの中にサステナビリティに関する選好が盛り込まれることになります。把握した情報に基づいて

選好のレベルが決定され、サービスや商品に新しいESGの要件が反映されることになります。また、追加的な規定として、サステナビリティ・レポートの中で顧客のポートフォリオにESGの選好を反映させる方法を明記することによって、どのようにしてESGの要件を継続的に充足させるのかを示す必要が生じるようになります。

現在までに最終版のテキストが完成していますが、適用に際してはEU官報に掲載する必要があります。このためタイムライン上では、3つの期間を考慮する必要があります。

1. 第1に、委任法令のテキスト公表後3カ月間は、拒否権の行使が可能
2. 第2に、EU官報に掲載するには3～5カ月の期間が必要であり、テキストが法的効力を持つにはさらに20日が必要
3. 第3に、テキストには12カ月の移行期間が含まれる

つまり、順調に進んだ場合でも、指令の適用時期は2022年第4四半期頃になります。

この先の作業は技術的なものであり、変更される可能性は極めて低いため、可能な限り早期に準備を始める必要があります。

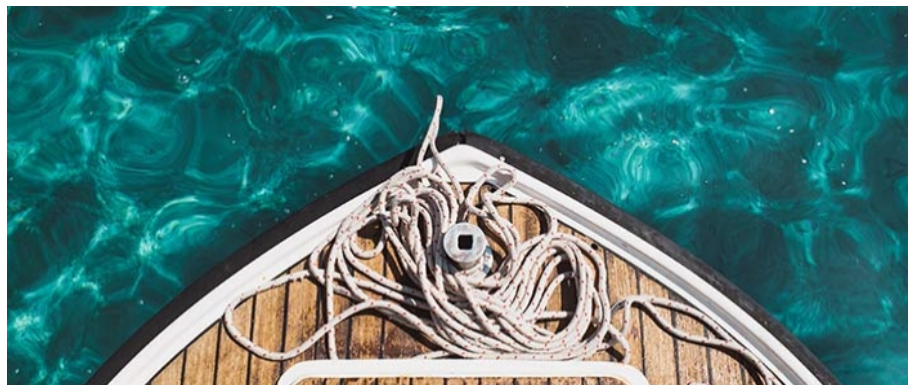
変更の影響が及ぶのは顧客プロフィール、従業員教育、プロダクト・ガバナンスの更新、サステナビリティ関連の顧客向け報告であり、商品へのアクセスを確保しつつ、商品提供者のニーズに応えるためにも、投資運用会社は速やかに行動する必要があります。

顧客プロフィールに影響することに加えて、商品の性質や2050年までのカーボン・ニュートラル実現というEUの目標との整合性を考慮して、プロダクト・ガバナンス全体の改定が必要になることには、留意する必要があります。

つまり、EPT（欧州PRIIPsテンプレート）とEMT（欧州MiFIDテンプレート）は修正され、投資会社が情報を共有、取得する方法も合わせて変わるようになります。

最後に、MiFID委任法令第16条（ガバナンス）も、ルクセンブルク金融監督委員会の中央機関に関する通知書20/759において想定された方向に修正され、新しい商品やサービスはサステナビリティを考慮する形で設計されることになります。

少なくともルクセンブルクに拠点を置くエンティティに関しては、これら2つの委任法令が最も重要になる可能性が高いでしょう。



MiFID III：全面的な見直し作業

MiFIDの将来像に関しては、多くの変更が想定されています。一部は規制上の変更であってMiFIDの指令や規則の修正を伴うものであり、他方では、Q&AやESMA/各国規制当局の指針の適用を通じて段階的に実行されるもの（ESMAのクレーム対応書等）もあります。

MiFID IIからMiFID III草案への変化が、最大の進化と言えるでしょう。ここでは3つの分野が注目されます。投資家カテゴリーの新設と、MiFID IIの議論の過程で除外されたスポット為替とカストディ為替についてです。

結果的に、これまで規制の適用外であった一部の金融機関において、大きな変化が必要になります。このほか、統合テブ・プロバイダー（CTP）の強制的な導入など、市場構造にも変化が見込まれています。

組織に関連する分野で最大の変化となる公算が大きいのは、投資家カテゴリーの新設です。

この方向性については、以前のレポートの中でも指摘してきましたが、来年からプロ取引先と適格取引先の取り扱いが再編され（EU指令2021/338）、「スーパー・リテール」という新しいカテゴリーが誕生する可能性が浮上しています。このカテゴリーに属する投資家は、現在の「リテール」投資家と同じように手厚い保護を受けることはないと考えられ、金融商品への投資機会が広がる結果、現在はリテール投資家を対象外とするオルタナティブ投資ファンド（AIF）や欧州長期投資ファンド（ELTIF）への投資を通じて、EU経済を下支えする役割を果たすことになるでしょう。概念的には、ルクセンブルクにおいて「適格投資家」と呼ばれるカテゴリーが雛型の候補になる可能性があります。長年にわたってリテールと分類されてきた顧客を、改めて分類し直すことがポイントとなります。

2つ目の変更点は、実務的な観点から導入プロセスが複雑化する可能性があります。実際、（現時点で規制対象外の）スポット為替とカストディ為替が全面的にMiFIDの対象となれば、新たな顧客層をカバーする必要が生じることになります。

スポット為替またはカストディ為替のみを行なう顧客については、プロフィールと報告書を送付する必要性と、場合によってはプロダクト・ガバナンスの対象にする必要性が生じることになります。その一部は静的情報であり、ひとたび手続きが完了すれば変更の必要はなくなります。とはいえ、スポット為替とカストディ為替を対象に含めることによって、（リテールを含む）全ての顧客が該当するようになるのであれば、為替取引

の報告、最良執行方針の適用、価格透明性の確保、MiFID関連の当局向け報告が必要になり、技術的にも実務的にも本格的な問題となるでしょう。

3つ目の変更点は、金融先物と商品先物への適用、特にEMIRとMiFIDの規制にデリバティブ取引の清算集中義務化を「統合」することを含む、市場構造の変化に関連するものです。現段階では欧州委員会は、統合テブ、すなわち、少なくとも資産クラスごとに取引価格をリアルタイムで収斂させる独自の一元取引所の設置を推進する構えです。全ての価格が単一の取引所において収斂するのであれば、EUの単一市場という概念に対して、興味深い意見が浮上する可能性があります。加えて、統合テブには、取引価格に関するコンプライアンスと照合のプロセスを大幅に改善する役割が期待されるものの、全面的な開発が必要になります。市場構造に関しては、このような市場価格レベルの動向に加えて、投資家やMiFIDの利害関係者が加盟国全体の市場を一覧できるように、ESMAレベルで商品やサービス・プロバイダーに関する情報が幅広く統合される展開も想定されます。

最後のポイントは、重要な変化というよりも、予想される変化を意味するものですが、変化は瞬時に起きるものではありません。（欧州委員会が当初案として公表した）タイムラインは第4四半期に向かいつつあります。また、EU諸機関の間の議論は18カ月間続く公算が大きく、実際に変化が起きるのは、18～24カ月の移行期間を経過した後になります。総じてみると、変更点が実際に施行されるのは2025年頃になる見通しです。

とはいえ、中核的なインフラの変更が想定される場合には特に、将来に備えることが重要になります。

結論

最後に全体を俯瞰すると、2000年以前にさかのぼる投資サービス指令（ISD）の時代から、MiFIDの変更は7～8年サイクルで業界に影響を与えてきました（MiFID Iが2007年、MiFID IIが2014年（適用は2018年））。このため、今回のテキストに盛り込まれた大がかりな変更が2025年頃に施行されるとの見方は、決して非現実的なものではありません。過去の事例とは違って移行プロセスは段階的に進み、（ESGや一部の応急的対応等）経過措置の役割を果たす見通しですが、施行時期にばらつきが生じ、規制要件に重複が生じるなど、MiFIDに対応する作業は複雑化することになります。このため、将来に備えることが重要になります。



要点

- MiFID IIに対する改革は今後も進む見通しです。
- ESG規制とMiFIDを調和させるため、投資家のESGへの選好を優先的に採り入れるべきでしょう。
- データとデータ管理システムが成功のカギを握ることになります。
- MiFIDに対する初回の見直し作業の結果は、2022年2月以降に適用される見通しです。



Simon Ramos

Partner
Strategy & Regulatory Consulting, Deloitte

Francesca Messini

Partner
Strategy & Regulatory Consulting, Deloitte

Kevin Demeyer

Director
Strategy & Regulatory Consulting, Deloitte

Benoit Sauvage

Director
Risk Advisory, Deloitte

注意事項: 本誌はDeloitte Touche Tohmatsu Limitedが2021年7月に発行した原著をデロイト トーマツ グループが翻訳し、2021年10月に発行したものです。和訳版と原文である” Three roads to MiFID III (英語) “ 差異が発生した場合には、原文を優先します。

デロイト トーマツグループは、日本におけるデロイト アジア パシフィック リミテッドおよびデロイト ネットワークのメンバーであるデロイト トーマツ 合同会社ならびにそのグループ法人 (有限責任監査法人トーマツ、デロイト トーマツ コンサルティング 合同会社、デロイト トーマツ ファイナンシャル アドバイザー 合同会社、デロイト トーマツ 税理士法人、DT 弁護士法人およびデロイト トーマツ コーポレート ソリューション 合同会社を含む) の総称です。デロイト トーマツ グループは、日本で最大級のビジネス プロフェッショナル グループのひとつであり、各法人がそれぞれの適用法令に従い、監査・保証業務、リスク アドバイザー、コンサルティング、ファイナンシャル アドバイザー、税務、法務等を提供しています。また、国内約30都市以上に1万名を超える専門家を擁し、多国籍企業や主要な日本企業をクライアントとしています。詳細はデロイト トーマツ グループ Web サイト (www.deloitte.com/jp) をご覧ください。

Deloitte (デロイト) とは、デロイト トウシュート マツ リミテッド (DITL) 、そのグローバル ネットワーク 組織を構成するメンバー ファームおよびそれらの関係法人 (総称して “ デロイト ネットワーク ”) のひとつまたは複数の指し示す。DITL (または “ Deloitte Global ”) ならびに各メンバー ファームおよび関係法人はそれぞれ法的に独立した別個の組織体であり、第三者に関して相互に義務を課しまたは拘束させることはありません。DITL および DITL の各メンバー ファームならびに関係法人は、自らの行為および不作為についてのみ責任を負い、互いに他のファームまたは関係法人の行為および不作為について責任を負うものではありません。DITL はクライアントへのサービス提供を行いません。詳細は www.deloitte.com/jp/about をご覧ください。

デロイト アジア パシフィック リミテッドは DITL のメンバー ファームであり、保証有限責任会社です。デロイト アジア パシフィック リミテッドのメンバー およびそれらの関係法人は、それぞれ法的に独立した別個の組織体であり、アジア パシフィック における100を超える都市 (オークランド、バンコク、北京、ハノイ、香港、ジャカルタ、クアラルンプール、マニラ、メルボルン、大阪、ソウル、上海、シンガポール、シドニー、台北、東京を含む) にてサービスを提供しています。

Deloitte (デロイト) は、監査・保証業務、コンサルティング、ファイナンシャル アドバイザー、リスク アドバイザー、税務およびこれらに関連するプロフェッショナル サービスの分野で世界最大級の規模を有し、150を超える国・地域にわたるメンバー ファームや関係法人のグローバル ネットワーク (総称して “ デロイト ネットワーク ”) を通じ Fortune Global 500® の8割の企業に対してサービスを提供しています。 “ Making an impact that matters ” を自ら使命とするデロイト の約312,000名の専門家については、(www.deloitte.com) をご覧ください。

本資料は皆様の情報提供として一般的な情報を掲載するのみであり、デロイト トウシュート マツ リミテッド (DITL) 、そのグローバル ネットワーク 組織を構成するメンバー ファームおよびそれらの関係法人 (総称して “ デロイト ネットワーク ”) が本資料をもって専門的な助言やサービスを提供するものではありません。皆様の財務または事業に影響を与えるような意思決定または行動をされる前に、適切な専門家にご相談ください。本資料における情報の正確性や完全性に関して、いかなる表明、保証または確約 (明示・黙示を問いません) をするものではありません。また DITL、そのメンバー ファーム、関係法人、社員・職員または代理人のいずれも、本資料に依拠した人に関係して直接または間接に発生し得る損失および損害に対して責任を負いません。DITL ならびに各メンバー ファームおよびそれらの関係法人はそれぞれ法的に独立した別個の組織体です。

Member of
Deloitte Touche Tohmatsu Limited

© 2021. For information, contact Deloitte Tohmatsu Group.



IS 669126 / ISO 27001