

## 最終化された EU MMF 規則の概要と影響

神山 哲也

### ■ 要 約 ■

1. 欧州連合（EU）におけるマネー・マーケット・ファンド（MMF）規則について、2016年12月、欧州連合理事会と欧州議会において最終承認がなされた。2013年9月の欧州委員会による規則案の公表から3年を経て漸く合意に至ったものであり、官報掲載から12か月後に新規ファンドに、18か月後に既存ファンドに適用されることとなる。
2. 本 MMF 規則の最大の注目点は、低ボラティリティ基準価額の MMF（LVNAV MMF）の導入である。欧州委員会の規則案では、安定基準価額の MMF（CNAV MMF）に3%の積立金が求められていたが、それでは法人の短期資金の滞留場所がなくなる、短期金融市場商品の受け皿が縮小する、といった批判が生じた。そこで、CNAV MMF とほぼ同じ基準価額等に係る規制に服する LVNAV MMF が恒久措置として導入されることとなった。
3. 米国では、2016年10月に適用された新たな MMF 規制を受け、プライム MMF から政府債 MMF への転換・資金シフトが生じ、短期市場でのドル調達コストが上昇した。他方、EU の MMF 規則は、LVNAV MMF により実質的に CNAV MMF の維持が図られていること、米国規制と異なり流動性手数料や解約ゲートがオプションと位置づけられていることなど、市場実態に配慮したものとなっており、影響は軽微に留まるものと考えられる。

### I. 経緯と背景

欧州委員会、欧州連合理事会、欧州議会は2016年11月、欧州連合（EU）におけるマネー・マーケット・ファンド（MMF）規則について合意し、翌12月、欧州連合理事会の常任代表委員会及び欧州議会経済通貨委員会が合意内容を承認した。これを以て、3年以上に渡る EU における MMF 規制の議論が決着をみたことになる。

MMF 規制の改革を巡る議論は、米国における金融危機の最中の2008年9月、ザ・リザーブ社が運用するプライマリー・ファンドにおいて元本割れが生じたことに端を発する<sup>1</sup>。

<sup>1</sup> 三宅裕樹「米国 MMF の元本割れと信用回復に向けた緊急対策の実施」『野村資本市場クォーターリー』2008年秋号参照。

ここで問題となったのは、MMF は元本割れしないと投資家が捉えていたことや、投資家の資金引出に対応するためにファンドが資産を投げ売りし、他のファンドの組入資産にも影響したこと、などが挙げられる。こうした事態を受けて、金融安定理事会（FSB）や証券監督者国際機構（IOSCO）は、安定基準価額の MMF（constant net asset value MMF、CNAV MMF）の条件強化や変動基準価額の MMF（variable net asset value MMF、VNAV MMF）への移行や、MMF の安全性強化を柱とする規制改革を求めた。

米国では、証券取引委員会（SEC）が 2014 年 7 月に MMF に関する最終規則を公表し、2016 年 10 月に適用されている<sup>2</sup>。他方、EU では、欧州委員会が 2013 年 9 月に規則案を公表した後<sup>3</sup>、欧州議会が 2015 年 4 月、欧州連合理事会が 2016 年 6 月に修正案を採択し、漸く今般の合意に至った。今後、EU の官報に当たるオフィシャル・ジャーナルに掲載され、そこから 12 か月後に新規ファンドに、18 か月後に既存ファンドに適用されることとなる。

## II. MMF 規則の内容

### 1. 現行規制との関係と認可要件

現在、EU では MMF を特定して規制する法規範はない。欧州証券市場機構（ESMA）の前身の欧州証券規制当局委員会（CESR）が 2010 年 5 月に発出したガイドライン<sup>4</sup>はあるが、それも 12 か国でしか採用されていない。現行規制上、EU における MMF は、主に公募ファンドに係る集団投資スキーム（UCITS）指令と主に私募ファンドの運用会社に係るオルタナティブ投資ファンド・マネージャー指令（AIFMD）によって、株式ファンドや債券ファンド等と一緒に規制されている。

今般の MMF 規則は、MMF に係る UCITS 指令と AIFMD の特則と位置づけることができる。即ち、UCITS 指令と AIFMD は引き続き MMF に適用されるものの、MMF 固有の要件について MMF 規則が追加で適用されることとなる。EU 指令ではなく EU 規則の形態を採っているため、各国で国内法化を要さずに直接適用される。また、EU 加盟国は本 MMF 規則がカバーする領域について、追加の規制を講じてはならないことも規定されている。

認可については、MMF が UCITS として組成される場合、UCITS 指令に基づいて認可が付与されるものの、AIFMD が適用されるオルタナティブ投資ファンド（AIF）として組成される MMF の場合、AIFMD はファンドの認可に関する規定がないため、MMF 規則が新たに定める認可要件の適用を受けることとなる<sup>5</sup>。なお、2016 年 9 月末時点で、UCITS 形態の MMF 残高は 1 兆 1,250 億ユーロ、AIF 形態の MMF 残高は 860 億ユーロとなっており、

<sup>2</sup> 岡田功太「米国 MMF 最終規則の公表とその影響」『野村資本市場クォーターリー』2014 年秋号ウェブサイト版参照。

<sup>3</sup> 神山哲也「欧州委員会による MMF 規則案の公表」『野村資本市場クォーターリー』2013 年秋号参照。

<sup>4</sup> CESR “CESR’s Guidelines on a common definition of European money market funds” May 19, 2010.

<sup>5</sup> 認可要件の内容は UCITS 指令に準拠。

EUにおけるMMFのほとんどがUCITS形態となっている<sup>6</sup>。

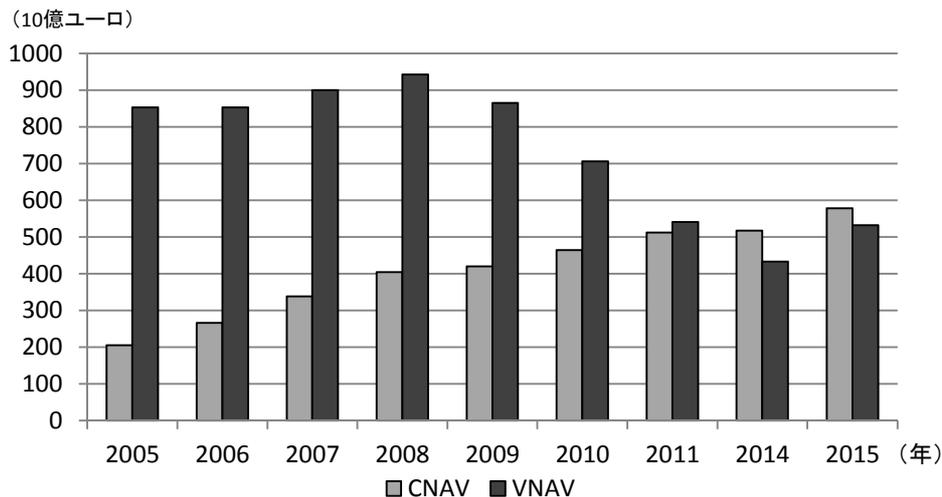
現在のUCITSもしくはAIFで、短期金融市場商品に投資し、短期金融市場の金利に沿ったリターンを追求するもの、もしくは、価値の維持を追求するものは、本MMF規則施行後18か月以内に当局に認可申請し、当局はそこから2か月以内に認可の可否を判断することとされる。EUにおいてMMFあるいはその同等物と名乗ることができるのは、本認可を受けたUCITSもしくはAIFのみとなる。

## 2. MMFの種類（LVNAV MMFの導入）

本MMF規則により、EUにおけるMMFは、VNAV MMF、公的債務CNAV MMF、低ボラティリティ基準価額のMMF（low volatility NAV MMF、LVNAV MMF）の3種類となる。VNAV MMFは基準価額が変動するMMF、公的債務CNAV MMFは基準価額が一定に保たれ、かつ、資産の99.5%を公的債務、それを担保とするリバース・レポ、現金で保有するMMFを指す。LVNAV MMFは、本MMF規則で新たに導入された概念であり、EUのMMF規制を巡る議論の最大の論点にもなったものである。

欧州委員会の当初案では、CNAV MMFに3%の積立金（NAV バッファ）が求められていた。しかし、それではCNAV MMFを事実上禁止するに等しく、法人による短期資金の滞留場所がなくなる、コマーシャル・ペーパー（CP）など短期金融市場商品の受け皿が縮小し、欧州における金融機関や事業法人の資金調達にも支障が出る、などの批判が生じた。実際、図表1にあるように、EUのMMF市場でCNAV MMFは約半分を占める。

図表1 EUにおけるCNAV/VNAV MMFの資産残高推移



(出所) EFAMA “2016 Fact Book: Trends in European Investment Funds 14<sup>th</sup> Edition” より  
野村資本市場研究所作成

<sup>6</sup> 出所は欧州投信投資顧問業協会（EFAMA）。

なお、金融危機後の VNAV MMF の減少の背景としては、欧銀が金利引き上げなどで預金獲得競争を強化した結果、より金利を重視する VNAV MMF の投資家が銀行預金に流れたことが指摘されている<sup>7</sup>。他方、直近の VNAV MMF の増加は、欧州中央銀行（ECB）の金融政策を受けてユーロ建て大口預金でマイナス金利が一般化する中、法人の資金の一部が VNAV MMF に戻ったものと考えられる。

EU では、金融機関や事業法人の資金調達への影響を抑えるべく、CNAV をどこまで容認するかが論点となった。この論点に関しては、CNAV が MMF の大部分を占め、故に CNAV の維持ないし要件緩和を求める英国、アイルランド、ルクセンブルクと、VNAV が MMF の大部分を占め、故に CNAV の禁止ないし要件厳格化を求めるフランス、ドイツとの間で意見が対立していた<sup>8</sup>。

欧州議会の修正案では、CNAV MMF をリテール向け CNAV MMF と公的債務 CNAV MMF に分けた上で、基準価額を一定に保つ MMF の新たな区分として、LVNAV MMF が提案された。しかし、欧州議会案では、規則施行の 5 年後に LVNAV MMF としての認可失効・規定見直しのサンセット条項が付されていた。そこで、欧州連合理事会の修正案では、LVNAV MMF に係るサンセット条項が撤廃され、規則全体に係る施行 5 年後のレビュー条項が付された。

今般の最終規則では、欧州連合理事会案通り、LVNAV MMF は恒久措置として導入され、レビュー条項も規則全体に係るものとされた。LVNAV MMF は、ファンド全体の時価評価・モデル評価ベースの基準価額が CNAV から 20 ベーシス・ポイント (bp) 乖離したら CNAV での買付・解約が認められなくなる点などを除けば、ほぼ CNAV MMF と要件を同じくするものであり、英国、アイルランド、ルクセンブルクの主張が通った格好になった。本稿最後に触れるように、米国で MMF 規制の適用を受けて短期金融市場が変調を来したことなどを受け、EU 短期金融市場における影響を抑えるべく、事実上 CNAV MMF を広範に維持することを認めたものと言える。

なお、CNAV MMF を巡っては、本 MMF 規則の施行から 5 年後、EU 加盟国の公的債務の 80% 枠（EU 公的債務クォータ）導入について、欧州委員会が報告することになっている。その際、短期 EU 公的債務のアベイラビリティや、LVNAV MMF が非 EU 公的債務の受け皿として有効な代替になるか否かについて、評価することとされている。

### 3. 投資方針

MMF の投資対象となる適格資産としては、短期金融市場商品、証券化商品及び資産担保コマーシャル・ペーパー（ABCP）、銀行預金、金融デリバティブ商品<sup>9</sup>、リバース・レポ<sup>10</sup>、

<sup>7</sup> EFAMA “2012 Fact Book: Trends in European Investment Funds 10<sup>th</sup> Edition”

<sup>8</sup> フランス籍のファンドでは、CNAV が禁止されている。

<sup>9</sup> ヘッジ目的に限定。参照資産は、金利、為替、通貨、それらを参照する指数。

<sup>10</sup> 受け取る資産は短期金融市場商品に限定。単一発行体へのエクスポージャーは MMF 純資産価値の 15% まで。

レポ<sup>11</sup>、他の MMF の持分、が規定されている。証券化商品については、EU 証券化市場活性化策の一環で導入予定のシンプルで透明性があり標準化された証券化商品（STS 証券化商品）も対象に加えられた。STS 証券化商品に係る法案は現在、欧州連合理事会と欧州議会との間で協議が進められており、成立後、それを反映するべく本 MMF 規則も改正されることとなっている。他の MMF の持分も、欧州委員会の当初案にはなかった項目である。但し、MMF 間の危機の伝播を防止するべく、①単一 MMF の保有が MMF 資産の 5%を超過しないこと、②他の MMF の保有が MMF 資産の 17.5%を超過しないこと、といった制約に服する<sup>12</sup>。

クレジット・クオリティについては、MMF の運用会社として、短期金融市場商品、証券化商品及び ABCP に関する定性的・定量的な評価の手続き及びガバナンス体制を具備することが求められる。社外の格付機関の格付は参考情報として用い、機械的に依存してはならない。

分散投資義務について、MMF は資産の 5%以上を単一発行体の短期金融市場商品、証券化商品及び ABCP に投資してはならないこととされる<sup>13</sup>。MMF 資産に占める単一カウンター・パーティーへのエクスポージャーについては、預金では 10%<sup>14</sup>、リバース・レポでは 15%、店頭デリバティブでは 5%が上限となっている。証券化商品及び ABCP については、合算で MMF 資産の 15%が上限とされる。上記 STS 証券化商品に関する立法の後、同上限は 20%へ引き上げられ、STS 証券化商品以外の上限が 15%となることが予定されている。また、リバース・レポを除く上記金融商品・取引の単一カウンター・パーティーへの合算エクスポージャーの上限は、MMF 資産の 15%となっている<sup>15</sup>。

上記は MMF の観点からの分散投資義務であるが、発行体の観点からは、単一発行体が発行する短期金融市場商品、証券化商品及び ABCP について、その 10%以上を保有してはならないこととされる。但し、公的機関が発行・保証する短期金融市場商品については、この限りではない。

#### 4. リスク管理

今般合意された MMF 規則では、MMF のリスク管理強化として、MMF の保有資産の満期制限が導入されている。まず、上記 VNAV MMF・公的債務 CNAV MMF・LVNAV MMF

<sup>11</sup> 一時的（最大7営業日）な流動性管理の目的に限定。受け取った現金は MMF 資産の 10%まで。

<sup>12</sup> 企業における従業員向け貯蓄スキームとして提供され、解約が重度障害や住宅購入等、市場動向とは関係のない事象に限定される MMF については、本分散規定は適用されない。

<sup>13</sup> 但し、VNAV MMF については、資産の 5%以上保有する投資対象の合計が資産の 40%を超過しない場合、単一発行体へのエクスポージャーは 10%まで認められる。また、EU 加盟国当局は、発行日の分散など一定の分散要件等を満たす MMF に対して、公的機関が単独・共同で発行・保証する短期金融市場商品に資産の 100%まで投資することを認めることができる。

<sup>14</sup> 但し、当該 MMF が籍を置く EU 加盟国の銀行部門の特性から預金先の分散が困難な場合は、15%まで認められる。

<sup>15</sup> 但し、当該 MMF が籍を置く EU 加盟国の金融システムの特性からカウンター・パーティー・エクスポージャーの分散が困難な場合は、20%まで認められる。

図表 2 デイリー／ウィークリー満期資産の組入比率規制

	短期MMF	標準MMF
公的債務CNAV MMF LVNAV MMF	デイリー満期:10%以上 ウィークリー満期:30%以上	—
VNAV MMF	デイリー満期:7.5%以上 ウィークリー満期:15%以上	

(出所) 欧州議会より野村資本市場研究所作成

の区分とは別の区分として、短期 MMF と標準 MMF という区分が設けられている。短期 MMF は加重平均満期 (WAM) が 60 日以内、加重平均残余期間 (WAL) が 120 日以内であるのに対し、標準 MMF は WAM が 6 か月以内、WAL が 12 か月以内となっている<sup>16</sup>。VNAV MMF・公的債務 CNAV MMF・LVNAV MMF との関係で言えば、短期 MMF はいずれの形態も採ることができるが、標準 MMF は VNAV MMF の形態のみとなる。即ち、VNAV MMF たる標準 MMF は、より期間リスクを取ることで高リターンを追求するものと言える。

WAM・WAL は全組入資産について期間リスクの加重平均に上限を設定したものであるが、それに加え、デイリー及びウィークリーで満期を迎える資産の組入比率の下限も設定されている (図表 2)。ここで、CNAV MMF と LVNAV MMF について、流動性が高く 1 営業日以内に償還・決済でき、残存満期が 190 日以内の公的債務であれば、MMF 資産の 17.5% までウィークリーで満期を迎える資産として保有することができる。ここは最後まで論点になったところであったが、欧州議会が主張していた 10% では、公的債務 CNAV MMF 及び LVNAV MMF の運用を過度に制約することになるとの考えから、最終的に 17.5% に落ち着いた。また、VNAV MMF による他の MMF 持分の保有については、5 営業日以内に償還・決済できるものであれば、MMF 資産の 7.5% までウィークリーで満期を迎える資産として保有することができる。

公的債務 CNAV MMF、LVNAV MMF において、デイリー、ウィークリーの満期資産に係る上記下限を割り込んだ場合、当該 MMF の運用会社は、下記①～④の何れかの措置を講じることとされる。ウィークリーの満期資産が MMF 資産の 10% を割り込んだ場合は、①もしくは③の措置を講じることとされる。

<sup>16</sup> WAM は法的満期もしくは次の金利リセット日までのより短い方を各資産ごとに加重平均するもの、WAL は法的満期までの期間を各資産ごとに加重平均するもの。前者が短期金利変動を捕捉するものであるのに対して、後者は信用リスクを捕捉するものと位置づけられる。

- ① 解約に係る流動性手数料の賦課。MMF が流動性を確保するためのコストを反映し、残った投資家が不利にならないよう設定。
- ② 解約ゲートの設定。最大 15 日間、1 営業日の解約を全持分の最大 10% に限定。
- ③ 最大 15 日間の解約停止。
- ④ その他状況の是正措置。

MMF のリスク管理策としては、顧客熟知 (Know Your Customer、KYC) ポリシーとストレス・テストも規定されている。KYC ポリシーは、投資家による同時解約の影響を予想するためのものと位置づけられ、投資家のタイプや単一投資家が保有する持分数、資金流入の推移を考慮することとされる<sup>17</sup>。なお、仲介業者経由で MMF が販売されている場合、MMF の運用会社は上記に必要な情報を仲介業者に依頼することとされる。ストレス・テストは、少なくとも半期毎に実施し、脆弱性が認められた場合、対応策を含めた報告書を作成し、当局に提出することとされる<sup>18</sup>。想定するストレス・シナリオとしては、組入資産の流動性の変化、信用リスクの変化、金利変動、解約水準等が例示されている。

なお、MMF による外部格付の要請・支払いについて、欧州委員会の当初案では、格下げによる急激な資金流出の防止等の恐れがあることを理由に禁止が提案されていた。しかし、投資家向けの販促等の観点から、業界から批判が生じたことを受け、今般合意された最終規則では、MMF から外部格付の要請・支払があったことについて投資家に開示することなどを条件に認められることとなった。

## 5. バリュエーションと基準価額

MMF の資産はデイリーで評価し、基準価額もデイリーで公表することが求められる。VNAV MMF では時価評価が求められるが、利用可能なデータの制約等がある場合はモデル評価も認められる。他方、公的債務 CNAV MMF については償却原価法が認められる。LVNAV MMF の組入資産については、残存期間 75 日までの資産で償却原価法が認められるが、時価評価ないしモデル評価から 10bp 乖離する場合は、時価評価ないしモデル評価が求められる<sup>19</sup>。

基準価額の表示については、VNAV MMF では bp 単位での四捨五入が求められるのに対して、公的債務 CNAV MMF 及び LVNAV MMF ではパーセンテージ・ポイント単位での四捨五入で足りる。即ち、基準価額が 1 ユーロの場合、VNAV MMF では 0.0001 ユーロ単位、公的債務 CNAV MMF 及び LVNAV MMF では 0.01 ユーロ単位で四捨五入することとなる。また、公的債務 CNAV MMF 及び LVNAV MMF では、CNAV と時価評価・モデル評価に基

<sup>17</sup> 単一投資家の保有持分がデイリーの流動性要件を超過する場合、当該投資家の現金需要のパターン、異なる投資家のリスク回避度や相関も考慮しなければならない。

<sup>18</sup> 公的債務 CNAV MMF と LVNAV MMF については、CNAV と VNAV 各々についてシナリオを適用しなければならない。

<sup>19</sup> MMF 資産のバリュエーションの詳細については、ESMA が原案を策定し、欧州委員会が採択する下部規定に委ねられている。

づく基準価額の差異をモニタリングし、デイリーで開示することが求められる。

なお、LVNAV MMF については、ファンドの時価評価・モデル評価ベースの基準価額が CNAV から 20bp 乖離した場合、CNAV での買付・解約が認められなくなり、時価評価・モデル評価ベースの基準価額での買付・解約が求められることとなる。

## 6. 外部支援

MMF が元本割れなどの危機に陥った際、運用会社等が MMF に対して資金拠出等を通じて支援できるか否かも、論点の一つであった。この点について、欧州委員会の当初案は、VNAV MMF では原則禁止<sup>20</sup>、CNAV MMF では NAV バッファーへの資金拠出のみ可とした。

他方、今般合意に至った MMF 規則では、全面禁止とされた。この理由として、本 MMF 規則の前文では、外部支援が認められると、MMF と他の金融部門との間で危機の伝播リスクが生じ、また、誰が損失を負担するのか市場関係者からは見えないため、金融システムが不安定化した場合、MMF への解約請求が増幅される懸念が指摘されている。

米国 SEC 規則では、外部支援の禁止は盛り込まれなかったため、引き続き、運用会社等が評価減となった組入証券を買い取ったり、資本注入等をしたりが認められている。この部分については、米国と比べて EU では一段と厳格な規制が導入されたと言えよう。

## III. 評価と影響

欧州における MMF は、金融機関が発行する短期債の重要な受け皿となっている。ユーロ圏についてみると、MMF が保有するユーロ圏内債権のうち 65.7%が金融機関向け債権となっており、その大部分が金融機関債となっている（図表 3）。EU における MMF の半分以上を占める CNAV MMF に厳格な規制を適用すると、イタリアを中心に引き続き脆弱性のある EU 金融部門の短期資金調達に更に逼迫しかねない。

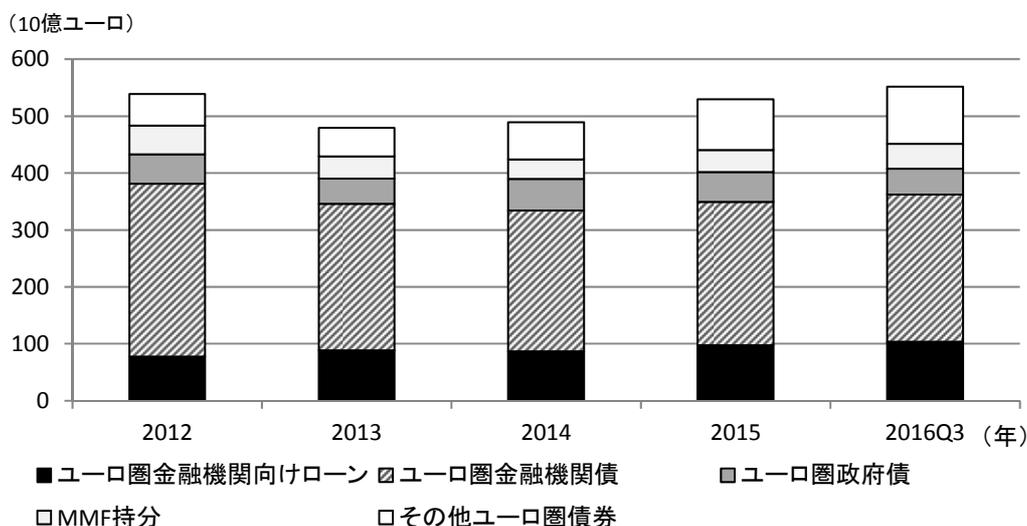
米国においても、新たな MMF 規制が 2016 年 10 月に適用されている。その内容は主に、機関投資家向けプライム MMF を VNAV とし、プライム MMF に流動性手数料と解約ゲートを付与するものとなっている。そこで生じたのは、プライム MMF から政府債 MMF への転換・資金シフトであり、2016 年 1 月末から同年 10 月末にかけて、プライム MMF と政府債 MMF の比率は約 5 : 5 から 2 : 8 へと劇的に変化した。その結果、プライム MMF の主要投資対象資産である CP などの短期金融市場で需要が減少し、邦銀も含めたドル調達コストの上昇が生じた<sup>21</sup>。

今般の EU の MMF 規則は、米国のような事態は招来しないものと考えられる。一つには、LVNAV MMF を恒久措置として導入することにより、実質的に CNAV MMF の維持が図られている点がある。もう一つには、プライム MMF に流動性手数料と解約ゲートが付

<sup>20</sup> 金融システムへの影響等の正当化事由が当局に認められれば可。

<sup>21</sup> 岡田功太、吉川浩史「短期金融市場に幅広く影響する米国 MMF 規制改革」『野村資本市場クォーターリー』2016 年秋号参照。

図表3 ユーロ圏 MMF における対ユーロ圏内債権の推移



(注) 対ユーロ圏外債権及び残余資産は除く。

なお、対ユーロ圏外債権は2016年第3四半期末でユーロ圏MMF資産残高の約半分。

(出所) ECBより野村資本市場研究所作成

与された米国の規制と異なり、EU規制では両者があくまでも流動性要件を割り込んだ場合のオプションと位置づけられている点がある。MMF投資家にとって、即座の換金性がMMF投資の主たる理由の一つであるため、この点は極めて重要である。

また、ウィークリーで満期を迎える資産として、残存満期が190日以内の公的債務をMMF資産の17.5%まで保有することが認められた点も評価できよう。欧州連合理事会案の10%では、特に足元の超低金利環境下において、公的債務CNAV MMF及びLVNAV MMFの収益追求の機会を著しく制約していたであろうと指摘されている<sup>22</sup>。

このように、EUのMMF規則は、多分に市場実態に配慮したものとなっており、市場関係者の評価も概ね高いものとなっている。この背景としては、EU資本市場同盟や規制の適正性及びパフォーマンス(REFIT)プログラムなど、過度な規制強化を見直す機運がEUで高まっていることや、特にイタリアにみられるように、EU金融部門が引き続き脆弱性を抱えていることが考えられよう。そうした中で、米国におけるMMF規制が短期金融市場における調達に影響を及ぼした点も考慮された可能性がある。

今後、仮にEU公的債務クォータが導入された場合、ウィークリーの流動性要件と併せて、米国債や(EU域外となった場合の)英国債といった主要国債への投資が制約される可能性を指摘する向きもある<sup>23</sup>。しかし、総じていえば、本MMF規則の影響は軽微に留まるものと考えられる。

<sup>22</sup> “Relief for EU money market funds on liquidity buffers” *Risk*, December 12, 2016.

<sup>23</sup> 前掲注22記事。