

## EU 資本市場同盟の進展

### －取り組みの加速化とブレグジットによる変容－

神山 哲也

#### ■ 要 約 ■

1. 欧州連合（EU）における資本市場同盟の構築に向けた取り組みが加速化している。資本市場同盟は、2019 年を達成目標として EU 資本市場の活性化を図るものであるが、英国の EU 離脱（ブレグジット）を受けて、変容が生じている部分もある。
2. 2015 年に公表された資本市場同盟アクション・プランでは、証券化市場の活性化策や銀行・保険によるインフラ投資促進策など 33 の施策が列挙され、順次実現に向けて進められている。2017 年 6 月の中間レビューでは、優先イニシアチブ 9 施策が追加された。
3. そのうちの一つである欧州金融監督機構（ESA）レビューでは、欧州証券市場機構（ESMA）の直接監督の範囲拡大や、資産運用会社による EU 域外への運用委託に係る監督強化が打ち出された。いずれも、ブレグジットを考慮したものと考えられる。
4. また、投資サービス会社の健全性規制については、金融システムにおける重要性に応じて軽重を付けることが提案されている。ユーロ圏に所在する最大手投資サービス会社は欧州中央銀行（ECB）監督とすることが提案されたが、これも、ブレグジットを念頭に置いたものと考えられる。
5. 2018 年 3 月には、欧州委員会により、3 本の政策パッケージが立て続けに公表された。サステナブル・ファイナンスやフィンテックに関するアクション・プラン、クロスボーダー投資促進策、不良債権問題への対応策であり、欧州委員会の資本市場同盟を重視する姿勢がうかがい知れる。
6. EU 資本市場同盟は、これまでのところ順調に進んでいると評価できる。他方、ブレグジットに対応しようとする中で、ややもすれば本来の目的である資本市場活性化から外れた施策が増えてきた点は懸念される。EU 資本市場同盟は、今後が正念場と言えよう。

## I. はじめに

欧州連合（EU）における資本市場同盟の構築に向けた取り組みが加速化している。2017年6月に欧州委員会により資本市場同盟の中間レビュー及び新たな優先イニシアチブが公表されて以後、EUにおける金融監督体制の見直しや投資サービス会社の健全性規制の改正、2018年3月には、3本の政策パッケージが立て続けに欧州委員会より公表されるなど、資本市場同盟に係る施策が加速度的に打ち出されている。

資本市場同盟とは、EUの資本市場を活性化し、欧州における従来の商業銀行による直接金融依存型の経済モデルから、間接金融と直接金融を両輪とする経済モデルへの移行を図るものである。また、EU資本市場におけるルール統一を更に進め、EU域内のクロスボーダー投資の促進、中小企業の資金調達支援も目的とする。2015年にアクション・プランが策定され、2019年を達成目標とする。EUにおける資本市場活性化5か年計画とも呼べるものである。

並行して進められている「銀行同盟」が大手行の監督・破綻処理をユーロ圏レベルで統合するものであるのに対し<sup>1</sup>、資本市場同盟は監督等の統一を図るのではなく、資本市場における様々な課題や障壁を克服するための個々の施策からなる政策パッケージと位置づけられる。

資本市場同盟の内容は後述するように多岐に渡るが、全体としては、金融危機以降の金融規制改革が資本市場の健全性・安全性・透明性を高める目的で市場参加者に対する規制強化を進めてきた中、資本市場同盟は規制強化の副作用の見直しや、規制緩和を中心とする。

しかし、2016年6月の英国国民投票により、英国のEU離脱（ブレグジット）に向けた交渉が進展する中、資本市場同盟のアジェンダに変容が生じているように見える。詳細は後述するが、例えば、欧州証券市場機構（ESMA）の権限強化や運用委託の制限を巡る議論などは、いずれもブレグジットを考慮したものと言える。

本稿では、資本市場同盟について、最初のアクション・プランから時系列で概観しつつ、ブレグジットによる変容を含む論点について紹介する。

## II. 資本市場同盟アクション・プランとこれまでの実績

資本市場同盟の全体像を示したのが、2015年9月に欧州委員会が公表した資本市場同盟アクション・プランである<sup>2</sup>。欧州委員会はアクション・プランにおいて、資本市場同盟が銀行部門を補完する欧州資本市場の強化に繋がるとして、①EU内外からの投資促進、②EU投資プロジェクトへのファイナンス拡大、③金融システムの安定化、④金融統合深化と競争促進、といった効果が生じるものとしている。

<sup>1</sup> 預金保険制度の統一も欧州委員会より提案されているものの、ドイツ等の反対もあり、進捗は見せていない。

<sup>2</sup> 詳細については、神山哲也「欧州資本市場の活性化を図る資本市場同盟のアクション・プラン」『野村資本市場クォーターリー』2015年秋号参照。

アクション・プランでは、6項目の下で33の施策が列挙され、各々について達成目標時期が設定されている（図表1）。アクション・プラン自体は、ややもすれば総花的なものとも言えるものであり、策定当時は、資本市場同盟の名の下、既存のアジェンダを取りまとめただけとの評もあった。その中で注目された施策としては、①シンプルで透明性があり標準化された証券化（STS証券化）の枠組み創設及び資本賦課の減免措置、②銀行・保険会社による一定の要件<sup>3</sup>を満たすインフラ・プロジェクト・エンティティへの投資に係る資本賦課の減免措置、③金融危機後の規制強化に関する意見募集及び関連規制の見直し、④公開市場での資金調達に係る目論見書規制の適用対象の縮小及び目論見書の内容簡素化などが挙げられる。

欧州委員会は2017年6月、資本市場同盟アクション・プランの実績について、中間レビューを公表した。まず、アクション・プラン策定後の欧州委員会の実績としては、図表1の33施策のうち、20施策を実現したことが打ち出された。その後も随時、アクション・プランの項目は実施されており、2015年のアクション・プランに掲げられた施策の実績は図表1右欄の通りとなっている。全体的に言えば、アクション・プランで挙げられた施策は、欧州委員会の管掌範囲においては、順調に実行に移されていると言えよう。

他方、後述する2018年3月の政策パッケージ公表時、欧州委員会は、立法措置に係る欧州委員会の提案12本のうち、欧州議会・欧州連合理事会の立法プロセス（トライローク）を経て成立したのは3本のみだとして、欧州議会・欧州連合理事会に取り組みの迅速化を促している。欧州委員会による取り組みは進んでいるものの、立法措置が必要な項目については、欧州議会・欧州連合理事会の合意も必要となるため、停滞している項目も多くなっている。

資本市場同盟中間レビューでは、アクション・プラン以降の実績に加え、優先イニシアチブとして9施策、優先イニシアチブ以外の新規施策として7施策、フォローアップとして19施策が追加された（図表2）。この背景として欧州委員会は、ブレグジットにより求められる監督のあり方が変化していることや、フィンテックの重要性が増していることを挙げている。以下では、中間レビューで追加された優先イニシアチブの実施状況をみていく<sup>4</sup>。

<sup>3</sup> ストレス環境下における債務返済能力、キャッシュフローの予見可能性、株主・債権者保護に係る契約の安全性、透明性があることなど。

<sup>4</sup> 但し、本稿執筆時点で時期未到来の施策2と9を除く。

図表 1 資本市場同盟アクション・プランの全体像

1. イノベーション、起業、非上場企業への資金供給	
汎欧州ベンチャー・キャピタル・ファンド・オブ・ファンズと多国籍ファンドの提案	2017年第3四半期マネージャー選定完了
ベンチャー・キャピタル・ファンド、ソーシャル・アントレプレナーシップ・ファンドに係る法制の見直し	2017年10月修正規則公布
ベンチャー・キャピタル及びビジネス・エンジェルに係る税インセンティブの調査	2017年6月調査結果公表
銀行による中小企業融資申請の拒否に係るフィードバックの強化	2017年6月業界団体がハイレベル原則採択
最良行為の促進に向けたEUにおける地域・中央政府の支援・アドバイザー機能のマッピング	2017年6月事務局作業文書公表
中小企業に係る汎欧州の情報システムの開発・支援の検討	—
クラウドファンディングに関する報告書	2016年5月報告書、2018年3月規則案公表
ファンドによるローン・オリジネーションへの連携したアプローチの開発と将来的なEUとしての枠組みの検討	2016年4月ESMAオピニオン発出
2. 企業が公開市場に参入し資金調達することの容易化	
目論見書指令の近代化の提案	2017年6月規則公布
公開市場及びSME成長市場への中小企業の上場に係る規制上の障壁の検証	2016年ワークショップ開催
市場流動性改善に重点を置いたEU社債市場の検証	2017年11月専門家グループ等報告書公表
デット・エクイティ・バイアスの問題への取り組み(法人税課税方法の標準化に関する立法の一環)	2016年10月共通統合法人課税ベース(CCCTB)指令案公表
3. 長期投資、インフラ投資、持続可能な投資	
保険会社によるインフラ及び欧州長期投資ファンド(ELTIF)への投資に係るソルベンシーIIにおける資本賦課の調整	2016年4月適用開始
銀行CRRの見直し、必要に応じてインフラ投資に係る資本賦課の調整	2016年11月CRRIIパッケージ提案
金融規制強化の累積的影響に関する根拠に基づく情報提供の照会	2016年5月市中協議を踏まえたコミュニケーション公表
4. リテール投資家及び機関投資家による投資の促進	
リテール金融サービス・保険に関するグリーン・ペーパー	2015年12月公表、2017年3月消費者金融サービスに関するアクション・プラン公表
EUリテール投資商品市場の検証	2016年12月調査開始
汎欧州個人年金の創設に向けた政策フレームワークの検討	2016年10月市中協議完了、2017年6月規則案公表
ソルベンシーIIにおけるプライベート・エクイティ及び私募債の健全性規制上の扱いの評価	欧州委員会事務局にて検討
投資ファンドのクロスボーダーの販売に係る主要な障壁に関する市中協議	2016年10月市中協議完了、2018年3月規則案等公表
5. 経済全般を支えるための銀行のキャパシティの活用	
全てのEU加盟国がクレジット・ユニオンをEU銀行資本規制の枠外で認可する可能性の検証	2016年11月CRRIIパッケージ提案
シンプルで透明性があり標準化された証券化(STS証券化)の提案、銀行に係る資本賦課の見直し	2017年12月関連規則等公布
カバードボンドに係る汎EUのフレームワーク及び中小企業向け融資に係る同様の仕組みに関する市中協議	2016年1月市中協議完了、2018年3月指令案等公表
6. クロスボーダー投資の促進	
資本の自由な移動に係る各国の障壁に関する報告書	2017年3月報告書公表
証券所有法制と債権譲渡の第三者対抗要件における重点的対策	2018年3月規則案等公表
清算・決済において残存する障壁の除去に係る進捗の検証	2017年8月市中協議
会社破産に係る立法イニシアチブ、特に資本の自由な移動に対して最も重大な阻害要因となっているものに対処	2016年11月指令案公表
源泉徴収税の手続きにおける源泉優遇方式(relief at source)に関する最良行為と行為規範	2015年10月専門家グループ設立、最良行為について議論
年金基金や生命保険会社によるクロスボーダー投資に係る差別的な規制上の障害に関する調査	2016年12月調査開始
資本に係る単一市場の機能改善に向けた監督のコンバージェンスに関する戦略	2016、2017年の作業プログラム公表
ESAの資金調達とガバナンスに関するホワイト・ペーパー	2017年5月市中協議完了
資本市場のキャパシティ増大に向けた加盟国への技術的支援の提供に関する戦略の開発	2017年5月構造改革支援プログラム規則適用
EUマクロブルーデンスのフレームワークの検証	2016年10月市中協議完了

(出所) 欧州委員会より野村資本市場研究所作成

図表 2 中間レビューにおける優先イニシアチブ・新規施策・フォローアップ施策

## 優先イニシアチブ

1.	欧州委員会は、EU及び域外への一貫した監督の有効性を促進するべく、ESMAその他のESAの機能の変更を提案。重点分野では、ESMAの権限を強化する。例えば正当化される範囲内で、資本市場同盟の機能性を支援するための直接監督権の付与など	2017年9月規則案・指令案公表
2.	欧州委員会は、目的を絞った関連EU法制の改正により、SMEの公開市場への上場支援に適した規制環境を提供できるか、影響度評価を通じて検討	2018年第2四半期
3.	欧州委員会は、投資サービス会社の健全性規制の見直しに向けた立法措置を提案	2017年12月規則案・指令案公表
4.	欧州委員会は、フィンテックを促進するための包括的アプローチの一環で、フィンテックに係るEUの認可及びパスポートのフレームワークについて評価	2018年3月政策パッケージ提案
5.	欧州委員会は、不良債権のセカンダリー市場を支援する施策を提示 欧州委員会は、有担保債権者が企業や起業家向けの有担保融資から価値を回復するための法的イニシアチブの検討を視野に入れた影響度評価をローンチ	2018年3月政策パッケージ提案
6.	欧州委員会は、サステナブル・ファイナンスに関するハイレベル専門家グループの提言への具体的なフォローアップについて決定。機関投資家及び資産運用会社の運用委託契約や、格付けメソッドロジー及び監督プロセスにおいてサステナビリティ/ESGを統合し、ディスクロージャーを改善する施策の準備に向けた取り組みを開始。また、今後の金融規制の見直しに係る立法措置において、サステナビリティに配慮するためのアプローチを開発	2018年3月政策パッケージ提案
7.	欧州委員会は、投資ファンド(UCITS及びAIF)のクロスボーダーの販売・監督を促進する立法措置の提案の検討を視野に入れた影響度評価をローンチ	2018年3月政策パッケージ提案
8.	欧州委員会は、クロスボーダーのEU投資の扱いに関する現行EU規制のガイダンスを提供するべく、法解釈に係るコミュニケーションを採択 投資に係る紛争事案の和解に関するフレームワーク設定を視野に影響度評価を開始	2018年3月政策パッケージ提案
9.	欧州委員会は、EUにおける地域・地方の資本市場の発展を支援するためにEUレベルで採り得る施策に関するEUとしての包括的な戦略を提案。これは、ウィーン・イニシアチブの資本市場同盟ワーキング・グループの報告書に立脚し、また、欧州委員会の構造改革支援プログラムにおけるオンデマンドの技術的支援における経験も活用する	2018年第2四半期 (非立法措置)

## 新規施策(優先イニシアチブ除く)

サプライチェーン・ファイナンスの最良行為に関する報告書	2018年第4四半期(非立法措置)
Mifid II 下部規定がSME株式リサーチに与える影響について分析	2019年第1四半期(非立法措置)
中小企業(SME)成長市場に上場する際のSMEのコストを加盟国がEU資金を用いて一部負担する場合の最良行為	2018年第2四半期(非立法措置)
保険会社及び年金基金による株式投資を促進する要因の分析	2018年第4四半期(非立法措置)
国際財務報告基準(IFRS)第9号における株式商品の会計上の扱いの長期ファイナンスへの伝導性に関する報告書	2018年第2四半期(非立法措置)
加盟国における投資貯蓄口座(Investment Savings Account)に係る経験及び従業員持株制度に関する既存の研究に基づく最良行為の確立	2019年第1四半期(非立法措置)
株主権のクロスボーダーの行使促進	2018年第3四半期(下部規定)

## フォローアップ施策(抜粋)

私募調達に係る最良行為を促進するための提案	2018年2月報告書公表
汎欧州個人年金に係る立法措置	2017年6月規則案公表
EUにおけるリテール投資商品の販売システムに関するフォローアップ調査	2018年第2四半期(非立法措置)
カバードボンドに関する立法措置	2018年3月政策パッケージ提案
SMEとインフラ向け融資における欧州担保証券(European Secured Notes)の実現可能性分析	2018年第2四半期
銀行がデフォルトする融資を扱う際に各国における回収執行システムの下で経験するアウトカムのベンチマーク調査	2017年1月調査開始 (非立法措置)
証券・債権取引における第三者効に係る法域間の相反の扱いに関する立法措置	2018年3月政策パッケージ提案

(出所) 欧州委員会より野村資本市場研究所作成

### Ⅲ. ブレグジット対応が色濃く出た EU 金融監督体制の見直し: ESA レビュー

欧州委員会は 2017 年 9 月、欧州金融監督機構 (ESA) 及び欧州システミック・リスク理事會 (ESRB) による総合的な監督強化に向けたコミュニケーション及び関連規則案・指令案を公表した。これらは纏めて「ESA レビュー」と呼ばれる。ESA とは、ESMA、欧州銀行機構 (EBA)、欧州保険・職域年金機構 (EIOPA) の総称であり、一義的には、欧州委員会・欧州議会議会・欧州連合理事會が策定する指令・規則に準じる基準を策定する機関であるが、一部では直接的な監督権も有する。例えば、ESMA は格付機関及び取引情報蓄積機関 (trade repository) を直接監督している。

ESA レビューは、上記の資本市場同盟中間レビューで打ち出されたものであり (図表 2 優先イニシアチブの施策 1)、内容は大きく分けて、①EU における監督コーディネーションの強化、②ESMA の直接監督の範囲拡大、③ESA のガバナンスと資金調達改善、④サステナブル・ファイナンスとフィンテックの促進、となっている (図表 3)。ESA の機能を巡っては、2013 年、2016 年、2017 年と 3 回に渡り市中協議を経ており、ESA レビューも、その結果を反映している。2013 年及び 2016 年の市中協議は専ら、技術的事項からハイレベルな方針に及ぶ EU 各国の監督コーディネーションを巡るものであったが、2016 年 6 月のブレグジットを巡る英国民投票の結果を受けて、2017 年の市中協議及び ESA レビューでは、ブレグジットを考慮したものと考えられるアジェンダが追加されている。

一つは、ESMA の直接監督の範囲拡大である。元々、2015 年の資本市場同盟アクション・プラン策定に際して、ESMA の権限強化を入れるか否かが論点となった。最終的には、欧

図表 3 ESA レビューの概要

EUにおける監督のコーディネーション強化	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ ESAによる汎EUの優先事項の設定、各当局の左記との一貫性の確認、適用のレビュー。</li> <li>・ ESAによる金融業者のEU域外への業務委託等のモニタリング。リスク管理の確保、規制回避の防止が目的。</li> <li>・ 内部モデルの承認におけるEIOPAの権限強化。</li> <li>・ ESRBの機能の効率化。</li> </ul>
ESMAの直接監督の範囲拡大	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ EUクリティカル・ベンチマークの認可・監督、域外ベンチマークの保証 (endorse)。</li> <li>・ EU域内における一定の目論見書、EU域外目論見書の承認。</li> <li>・ 欧州ベンチャー・キャピタル・ファンド、欧州ソーシャル・アントレプレナーシップ・ファンド、欧州長期投資ファンドの認可・監督。</li> <li>・ クロスボーダーの影響がある場合等における市場詐害行為の調査における権限拡大。</li> </ul>
ESAのガバナンスと資金調達の改善	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 常任のエグゼクティブ・ボードの創設。各国利害関係から独立した判断を促進。</li> <li>・ 各国当局からの拠出に代わり、金融セクターからの拠出を主たる資金調達源に。EU予算からの拠出は継続し、ESMAの直接監督に係る対象機関からの拠出は維持。</li> </ul>
サステナブル・ファイナンスとフィンテックの促進	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ サステナブル・ファイナンスの促進。</li> <li>・ フィンテックを優先事項とし、各国の取り組みをコーディネート。テクノロジーのイノベーションに配慮。</li> </ul>

(注) 一定の目論見書は、適格投資家に提供されるノン・エクイティの目論見書、資産担保証券 (ABS) など複雑な証券の目論見書等。

(出所) 欧州委員会より野村資本市場研究所作成

州最大の金融センターを抱える英国の反対により見送られることとなったが、反対していた英国の EU 離脱がメイン・シナリオとなったことを受け、改めて資本市場同盟のアジェンダとして登場したことになる。もっとも、消費者保護を中心に、各国当局で引き続き規制・監督した方が適切な分野が依然多いため、金融ベンチマーク、データ報告サービス・プロバイダ<sup>5</sup>、EU 規制に基づく投資ファンド、一部目論見書といった分野に限定して ESMA の直接監督の範囲を拡大することが提案されている<sup>6</sup>。

また、清算機関 (CCP) については別途、2017 年 6 月に欧州委員会により ESMA 設置規則及び欧州市場インフラ規則 (EMIR) の改正規則案が公表された。その中で、EU 域内 CCP については、ESMA に CCP エグゼクティブ・セッション<sup>7</sup>を設けることによる ESMA の CCP 監督への関与強化が提案され、EU 域外 CCP については、①システム上重要な CCP については第三国当局との共同監督、②システム上非常に重要な CCP については EU 域内での立地要件を課すことが提案された。

もう一つ、ブレグジット対応のアジェンダとして、EU 域外への業務委託に係る監視強化が挙げられる。ブレグジットで英国が単一市場を離脱し、英国金融業者が EU 規制に基づく単一パスポート制度を利用した EU27 か国での営業ができなくなる可能性が浮上する中、英国金融業者は EU27 か国に現地法人を設け、当該法人から単一パスポート制度を利用して EU 域内での営業を継続する方針を採るようになってきている<sup>8</sup>。他方、欧州委員会及び ESMA は、そうした英国金融業者の EU 現地法人が実態のない「レターボックス・エンティティ」となってしまう、引き続き大部分の業務を英国で行う事態に対して警鐘を鳴らしてきた。

例えば ESMA は 2017 年 5 月、英国から EU へ移転する金融業者の監督に関する 9 原則を公表し、レターボックス・エンティティを防ぐべきこと、業務の外部委託について EU 各国当局が実地検査できるようにすること、重要業務<sup>9</sup>の外部委託を容認しないことなどが明示された。また、同年 7 月には、投資サービス会社、資産運用会社、セカンダリー市場といったセクター別の監督に係るオピニオンを公表している。資産運用会社については、①個別ファンドのレベルで運用・リスク管理の大部分を外部委託してはならない、②EU 域外への委託については合理的な理由が必要などとして、運用の外部委託 (特に EU 域外への委託) に対して制限的な姿勢を打ち出している。

<sup>5</sup> 第 2 次金融商品市場指令における透明性要件で取引の報告・開示を担う認可公表アレンジメント (APA)、認可報告メカニズム (ARM)、統合テープ・プロバイダ (CTP) を指す。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>6</sup> ESMA の権限強化に伴い、職員数も現在の約 200 人から 2018 年度に 156 人増員することが提案されている。なお、EBA は約 150 人から 29 人増員、EIOPA は約 140 人から 35 人増員が提案されている。ESMA の機能強化については、ESMA が所在するフランス以外の EU 加盟国の一部からは懸念の声も挙げられている。

<sup>7</sup> 構成員は、議長、ESMA エグゼクティブ・ディレクター 2 名、ECB、欧州委員会、関連当局及び中央銀行。

<sup>8</sup> 詳細については、神山哲也「英国による EU 離脱通知—今後のスケジュールと金融資本市場の論点—」『野村資本市場クォーターリー』2017 年春号 (ウェブサイト版) 参照。

<sup>9</sup> ここでは、内部統制機能、IT 統制インフラ、リスク評価、コンプライアンス機能、主要マネジメント機能、セクター固有の機能が列挙された。

ESA レビューにおける ESMA、EBA、EIOPA の各設置規則改正案においても、EU 金融業者の EU 域外への業務の委託・アウトソーシング及びリスク移転に対する ESMA の監督強化が提案されている。具体的には、①EU で認可を取得しようとする金融業者については、実質的に EU 域外で業務を遂行しつつ単一パスポートを利用する目的で EU 域外へ重要業務を委託・アウトソースしたり、リスク移転したりする場合、各国当局が ESMA に報告すること、②EU で既に認可を取得している金融業者については、EU 域外の他のエンティティもしくは自社支店に重要業務を委託・アウトソースしたり、リスク移転したりする場合、各国当局への報告が求められ、各国当局は ESMA に半年毎に報告することが求められる。その上で ESMA は各国当局に対して、そうしたアウトソース等の決定の取消や認可取消などを求めるオピニオンを各国当局向けに発出することができる。各国当局が ESMA の 15 営業日以内に ESMA のオピニオンに従わなかった場合、当該当局は理由を示し、ESMA はオピニオン及び不服従の理由を開示することとされる。

上記は、銀行業や証券業、資産運用業など、EU 規制に基づく認可対象となる全ての業種に適用されるものであるが、特に論点となっているのが、資産運用業における EU 域外への運用委託への影響である。欧州では、ルクセンブルク籍やアイルランド籍のファンドが英国で運用されている事例が多く、英国が EU 加盟国でなくなると、資産運用業の実態が EU 域外ということになり、EU としては金融システム上のリスク管理の観点から好ましくないということになる。また、英国資産運用会社を誘致したいフランスの思惑を指摘する向きも多い。

以上から、欧州委員会・ESMA が、EU から EU 域外への運用委託を大幅に制限しようとしているのではないかとの懸念が資産運用業界で生じている。EU からの運用委託は英国に限らず、米国やアジアへも行われているため、こうした懸念はグローバルに生じており、資産運用業界団体である ICI グローバルも、最終投資家が様々な国に所在する資産運用の専門性へアクセスできなくなる、汎 EU の公募投信である UCITS 自身のブランドにダメージを与えるなどとして、EU 域外への運用委託の制限に反対している。他方、ESMA のスティーブン・マイヨール議長は、運用委託が現代資産運用業の重要な特性であることは理解しており、外部委託への監督強化の趣旨はレターボックス・エンティティを防ぐことにある、と発言している<sup>10</sup>。上記立法措置は、欧州議会及び欧州連合理事会で審議中であり、ブレグジットに係る英・EU の協議と並行して、その成り行きが注目される。

#### IV. ブレグジットも念頭に置いた監督強化：投資サービス会社の健全性規制

欧州委員会は 2017 年 12 月、投資サービス会社（証券会社・投資銀行等に該当）<sup>11</sup>に係る健全性規制の新たなフレームワーク案を公表した。第 2 次金融商品市場指令（Mifid II）や資本要求規則・第 4 次資本要求指令（CRR/CRDIV）等の改正規則案及び改正指令案から

<sup>10</sup> 2018 年 3 月 20 日の独投資ファンド協会（BVI）のアニユアル・レセプション（於ブリュッセル）における発言。

<sup>11</sup> 厳密には、Mifid II で規定される投資サービスを提供する認可金融業者を指す。



図表 4 投資サービス会社の健全性規制案

システミック		クラス1投資サービス会社
基準		・総資産300億ユーロ以上 ・引き受けもしくは自己勘定取引を遂行
適用規制		・引き続きCRR/CRDIVを適用
監督当局		・銀行監督当局(ユーロ圏はECB)
非システミック		クラス2投資サービス会社
基準		・運用資産12億ユーロ、一日当たり顧客注文1億ユーロ(デリバティブでは10億ユーロ)、 バランスシート1億ユーロ、グロス収益3,000万ユーロ等のうち一つ以上を満たす機関
適用規制		・最低所要資本は、①クラス3投資サービス会社に係る基準、②Kファクターに基づく基準、 の高い方(Kファクターにより最もリスク要因となる業務の規模に応じて所要資本算定) ・ガバナンス、報酬規制は、原則CRR/CRDIVの適用を受けつつ、CRR II パッケージ案の 小規模行に係る緩和措置を適用(変動報酬支払の商品や繰り延べに関する規制等)
監督当局		・各国証券当局
		クラス3投資サービス会社
基準		・クラス2投資サービス会社の基準を全て下回る機関
適用規制		・最低所要資本は、①認可時所要資本、②前年度固定費の4分の1、の高い方 ・ガバナンス、報酬規制はMifid II 準拠
監督当局		・各国証券当局

(出所) 欧州委員会より野村資本市場研究所作成

成るもので、投資サービス会社に係る資本賦課のリスク感応度を高め、投資サービス会社の金融システムにおける重要性に応じたものとするを狙いとする。元々、2013年のCRRで投資サービス会社の健全性規制について見直すことが規定されており、2017年6月の資本市場同盟中間レビューで優先イニシアチブと位置づけられ、同年9月にEBAがオピニオン<sup>12</sup>を発出していた経緯がある。2017年12月の欧州委員会案も、大枠はEBAオピニオンに沿ったものとなっている。

従来、EUの投資サービス会社は、銀行と同じくCRR/CRDIVの健全性規制に服してきた。しかし投資サービス会社は、預金を扱い決済インフラを担う商業銀行とは金融システムに与える影響が異なること、CRR/CRDIVのベースとなるバーゼル規制が改正を経て複雑化し、特に中小投資サービス会社には負担になっていることを受け、本件改正案に至ったと説明されている。

新たな健全性規制案では、まず、最大手クラスで銀行のような活動(bank like activity)を遂行する投資サービス会社は、銀行と同様な影響を金融システムに与え得るとして、クラス1投資サービス会社と区分される。そうでない投資サービス会社は、規模や業務に応じてクラス2投資サービス会社、クラス3投資サービス会社と区分される(図表4)。クラス2及びクラス3投資サービス会社は、クラス1投資サービス会社のような影響を金融システムに与えないとして、引き続き各国証券当局の監督下に置かれ、相応に軽減された健全性規制等に服する。

クラス1投資サービス会社は、①総資産300億ユーロ以上<sup>13</sup>、②引き受けもしくは自己

<sup>12</sup> EBA, "Opinion of the European Banking Authority in response to the European Commission's Call for Advice on Investment Firms," September 29, 2017.

<sup>13</sup> 欧州委員会案では、総資産の地理的区分について、「EU域内」などと明記されていない。

勘定取引を遂行<sup>14</sup>、の二つが要件とされる。この要件を満たす投資サービス会社は、CRR/CRDIVにおける「金融機関 (credit institution)」となり、引き続き CRR/CRDIVの適用を受けると同時に、銀行監督当局の監督下に置かれることになる。ユーロ圏の場合、欧州中央銀行 (ECB) が単一監督制度 (SSM) の下でユーロ圏における金融機関の監督当局となっているため、クラス 1 投資サービス会社は ECB の監督下に置かれることになる。

また、Mifid II に定められる、第三国における規制の同等性を以て当該国の機関による EU 域内のホールセール営業を認める「同等性評価」についても修正が加えられている。上記健全性規制案を同等性評価の対象に加えると同時に、EU 営業を目論む第三国投資サービス会社が EU 金融システムに影響を与え得る場合は、同等性評価が詳細でなければならず、EU との監督コンバージェンス度合いもアセスメント対象になることとされている。これは、2017 年 2 月の欧州委員会事務局作業文書<sup>15</sup>において、EU 金融システムへの影響の大きい第三国については、より多くのリスクを同等性の評価対象にするとされたことを受けたものである。

投資サービス会社に係る健全性規制の見直し自体は、2013 年の CRR において当初から予定されていたものであり、その限りではブレグジットとは関係ないはずである。しかし、欧州委員会案は、ブレグジットが多分に考慮されているようにも見える。例えば、ユーロ圏のクラス 1 投資サービス会社を ECB 監督とする点に関連して、欧州委員会は本件提案時、システム上重要な投資サービス会社の大部分は英国に所在しているが、その多くは EU27 か国への業務移転を進めている最中であり、その動向次第でどの機関が対象になるかが変わってくるとの見方を示している。EU としては、英国投資サービス会社の機能をより多く EU に移転させた上で、ECB 監督下に置こうと目論んでいるものと考えられる。また、EU 金融システムへの影響が大きい第三国に係る同等性評価の厳格化も、EU から離脱する英国を念頭に置いたものと考えられる。本件規則案・指令案も、現在、欧州議会・欧州連合理事会で審議中であり、英国・EU 間における今後の交渉の影響を受ける可能性があるだろう。

## V. 加速化する取り組み：短期間で公表された 3 本の政策パッケージ

欧州委員会は 2018 年 3 月 8・12・14 日に、資本市場同盟に関連して 3 本の政策パッケージを公表した。欧州委員会が単一の政策分野で、わずか一週間でかくも大型の政策パッケージを立て続けに公表するのは異例であり、欧州委員会の資本市場同盟を重視する姿勢がうかがい知れる。以下では、3 本の政策パッケージの内容について概観する。いずれも、資本市場同盟中間レビューにおいて、新たな優先イニシアチブとして挙げられた施策である<sup>16</sup> (前掲図表 2)。

<sup>14</sup> 引き受け及び自己勘定取引は Mifid II における投資サービスの一部であり、本件規則案では「銀行のような活動」と位置づけられている。

<sup>15</sup> European Commission, “Commission Staff Working Document – EU equivalence decisions in financial services policy: an assessment,” February 27, 2017.

<sup>16</sup> 但し、クロスボーダー投資促進におけるカバード・ボンド規制は、フォローアップ施策との位置づけ。

## 1. サステナブル・ファイナンス及びフィンテックに関する政策パッケージ

### 1) サステナブル・ファイナンスに関するアクション・プラン<sup>17</sup>

EU では、2030 年までの温室効果ガス排出量の 40%削減に向け、年間 1,800 億ドルの追加財源が必要とされており、資本市場が重要な役割を担うことが期待されている。欧州委員会のサステナブル・ファイナンスに関するアクション・プランは、2018 年 1 月に公表されたサステナブル・ファイナンスに関するハイレベル専門家グループの最終報告書を踏まえたものであり、以下の 10 項目から成る。

- ・ サステナブルな活動に係る EU 分類システム（タクソノミー）の確立
- ・ グリーン・ボンド及びその目論見書の基準策定
- ・ サステナブル投資を支援するツールの強化
- ・ 金融アドバイスの適合性評価におけるサステナビリティ要素の組入
- ・ サステナビリティ・ベンチマークの透明性向上、低炭素ベンチマークの調和化
- ・ 格付け及び市場リサーチにおけるサステナビリティへの配慮の明確化
- ・ 機関投資家及び資産運用会社の義務に関する立法措置
- ・ 自己資本規制の水準調整への環境要因組入の実現可能性検証
- ・ 大規模上場会社等に係るサステナビリティ開示と会計基準策定の強化
- ・ サステナブルなコーポレート・ガバナンスの促進と資本市場における短期主義の弱化

EU はグリーン・ボンド発祥の地であるなど、金融面のサステナビリティにおけるグローバルなフロントランナーと目されており、今後の動向が注目される。

### 2) 金融テクノロジーに関するアクション・プラン／クラウドファンディング規制

欧州委員会は、フィンテック促進策について 2017 年 3 月に市中協議を実施した上で、金融テクノロジーに関するアクション・プランを策定した。同アクション・プランは、①EU レベルにおけるイノベティブなビジネス・モデルの拡張、②金融セクターにおけるブロックチェーン、人工知能 (AI)、クラウド・サービスなどの新規テクノロジーの採用支援、③金融システムにおけるサイバー・セキュリティ及び安全性強化、を目的とするものであり、内容は 19 項目に及ぶが、主要なものとしては下記が挙げられる。

- ・ 欧州委員会による当局・民間の交流促進のための EU フィンテック・ラボの開催
- ・ 欧州委員会が設立した EU ブロックチェーン・オブザーバトリー/フォーラムが 2018 年中に暗号資産 (crypto assets)<sup>18</sup>の課題と機会について報告。また、分散型台帳技術及びブロックチェーンに関する包括的戦略に着手
- ・ 欧州委員会による上場会社の公開情報のデジタル化促進策に関する市中協議。各国データベースを接続するためのイノベティブなテクノロジー利用も含む

<sup>17</sup> 詳細については、江夏あかね・富永健司「欧州におけるサステナブルファイナンスの確立に向けた取組み」『野村資本市場クォーターリー』2018 年春号参照。

<sup>18</sup> EU 当局は、所謂仮想通貨や暗号通貨が「通貨」ではないとの考えから暗号資産と呼ぶことが多い。

- ・ 欧州委員会によるサイバー・セキュリティに関するワークショップの開催
- ・ 欧州委員会によるレギュラトリー・サンドボックスに係るベストプラクティスの公表<sup>19</sup>

欧州委員会は、上記アクション・プランを受けた具体策の第一号として、事業向けの欧州クラウドファンディング・サービス・プロバイダーに関する規則案を公表している。同規則は、クラウドファンディング・プラットフォームの運営会社が汎 EU で営業できる単一パスポートを導入するものであり、運営会社の組織やオペレーション等の認可要件、運営会社による投資家の知識・リスク許容度等の把握義務や資金調達者の投資家向け説明書面等の投資家保護要件などについて規定する。なお、同規則案は、事業主体としての法人による資金調達を支援する投資型・融資型のクラウドファンディングであり、個人による資金調達や 100 万ユーロ以上の資金調達案件は対象外となっている。

欧州では、政府の取り組みもあり英国がフィンテックのハブとして突出した存在となっているが<sup>20</sup>、ブレグジット後、EU の取り組みが英国フィンテックの誘致にプラスに作用するか、注目される。

## 2. クロスボーダー投資の促進に関する政策パッケージ

欧州委員会によるクロスボーダー投資の促進に関する政策パッケージは、①欧州カバード・ボンドの枠組み創設、②投資ファンドのクロスボーダー販売の促進、③証券・債権のクロスボーダー取引に係る法規制の明確化、の 3 点から成る。

### 1) 欧州カバード・ボンドの枠組み創設

EU はカバード・ボンドにおいて、全世界の 84% に当たる発行残高 2.1 兆ユーロ（2015 年末）を誇っている。その中で、EU レベルでは CRR により、カバード・ボンドについて資本賦課の減免措置が規定されている一方、カバード・ボンドに係る各国の法規制が異なるため、その対象が国によって異なり得るという問題が生じていた。そこで、新たな指令案により、カバード・ボンドの定義や構造特性（デュアル・リコースや対象資産のクオリティ等）等を規定し、それらを満たすものに「欧州カバード・ボンド」のラベルを付与しつつ、CRR 改正により資本賦課減免措置の対象とすることとした。同施策により欧州委員会は、EU の資金調達主体の年間コストが 15～19 億ユーロ低下すると見込んでいる。

なお、欧州カバード・ボンドの対象資産から、中小企業向け融資とインフラ向け融資は除外されている。安全性の観点からの措置であり、それらについては別途、資本市場同盟

<sup>19</sup> レギュラトリー・サンドボックスについては、荻谷亜紀「FinTech 振興を図る英国 FCA のレギュラトリー・サンドボックス」『野村資本市場クォーターリー』2017 年春号参照。

<sup>20</sup> 英政府の取り組みについては、神山哲也・飛岡尚作「大手英銀の牙城に挑むチャレンジャー・バンクと FinTech」『野村資本市場クォーターリー』2015 年夏号参照。

中期レビューのフォローアップ施策で提示された欧州担保証券（European Secured Note）の実現可能性分析で対応することとされた<sup>21</sup>。

## 2) 投資ファンドのクロスボーダー販売の促進

EU では、汎 EU で投資ファンドを販売できるよう、公募投信では UCITS 指令、私募投信ではオルタナティブ投資マネージャー指令（AIFMD）が整備されている。しかし現状では、3 カ国以上で販売するために登録されている UCITS が 37%、汎欧州の私募投信である AIF が 3% に留まっている。そこで、クロスボーダーの販売を促進するべく、投資ファンドのクロスボーダー販売促進に関する規則案と、UCITS 指令及び AIFMD の改正指令案が公表された。前者では、各国当局によるマーケティング資料の承認に係る手続きと要件、規制手数料の決定方法の調和化が提案されている。後者では、運用会社が個別国市場から撤退する要件<sup>22</sup>、運用会社が新たな投資戦略についてプレ・マーケティングでプロ顧客の関心を確認する際の基準が提案された。欧州委員会は本施策により、クロスボーダーの投資ファンド販売のコストが年間 4.4 億ユーロ低下すると見込んでいる。

なお、本施策に関して、ICI グローバルや欧州ファンド・資産運用業協会（EFAMA）、独投資ファンド協会（BVI）などの業界団体は、規制の簡素化ではなく新たな規制の階層ができてしまう、既存規制の明確化こそがクロスボーダー販売促進に重要、など批判的なコメントを发出している<sup>23</sup>。

## 3) 証券・債権のクロスボーダー取引に係る法規制の明確化<sup>24</sup>

債権のクロスボーダー取引については、ファクタリングや証券化取引におけるクロスボーダー債権譲渡に係る第三者対抗要件に関して、どの国の法律が適用されるか不明確という問題への対応を図っている。欧州委員会の規則案では、譲渡人の居住国の法律が適用されることを原則とする<sup>25</sup>。また、証券化取引の場合は、譲渡人・譲受人の居住国における法律の選択制となっている。

証券のクロスボーダー取引については、既存の EU 指令で法の抵触に関するルールが規定されているものの、各国での適用に相違があったため、口座の「所在」や「維持」の定義統一等を図るコミュニケーションが发出された。欧州委員会は本施策により不明確性が解消され、クロスボーダー投資促進、ひいては資金需要主体のコスト低下に繋がることを見込む。

<sup>21</sup> 欧州担保証券は、欧州カバード・ボンドの基本的な構造上の特性に準じるものとされている。

<sup>22</sup> 国によっては投資家が一人でもいれば撤退できないことになっているが、指令案では、UCITS について、当該国における投資家が 10 人以下でファンド総資産の 1% 以下であれば可能とされている。

<sup>23</sup> “European fund sales reforms criticized by trade bodies,” *Financial Times*, March 13, 2018.

<sup>24</sup> 本施策のみ、所管は欧州委員会の金融安定・金融サービス・資本市場同盟総局（DG FISMA）ではなく司法・消費者総局（DG JUST）となっている。なお、本施策は、市中協議、証券・債権に係る法の抵触に関する専門家グループでの議論、欧州委員会による影響度評価を踏まえたものとなっている。

<sup>25</sup> 銀行口座預金、デリバティブ等の金融商品から生じる債権は除外。

### 3. 不良債権問題への対応に関する政策パッケージ

不良債権問題は長年、イタリアなどの欧州銀行部門の足かせになっており、2017年6月にはイタリア及びスペインの3行の破綻処理に繋がった。欧州委員会が今般のパッケージと併せて公表した報告書によると、EU全体の不良債権比率は、2015年の6%台から2017年9月末には4.4%まで低下しているものの、イタリアが12.1%、ポルトガルが14.6%、アイルランドが11.2%、ギリシャが46.7%となっているなど<sup>26</sup>、国によっては依然高水準にある。そこで、欧州連合理事会は2017年7月、不良債権問題へのアクション・プランを策定し、欧州委員会・EBA・ECB等に措置を講じることを求めた。

欧州委員会による不良債権問題対応の政策パッケージは、本件欧州連合理事会のアクション・プラン並びに資本市場同盟中間レビューを受けたものであり<sup>27</sup>、①新規不良債権に係る法定最低引当率の設定、②有担保ローンに係る裁判外の担保回収の迅速化、③不良債権のセカンダリー市場発展促進、④各国資産管理会社（AMC）のプループリント、から成る。

#### 1) 新規不良債権に係る法定最低引当率の設定

CRRの改正を通じて、新規で発生する不良債権（既存ストックには適用されない）について最低引当率を定めることにより、将来における不良債権の累積防止を目的とするものである。最低水準を満たさない場合は、差額が自己資本から控除される。図表5にあるように、有担保部分については8年後、無担保部分については2年後に100%の引き当てが求められることになる。こうした設計の理由としては、①無担保債権の方がよりリスクが高く、故に早急な引当が必要であること、②不良化した期間が長いほど回収可能性が低下すること、が挙げられている。

ECBも、欧州委員会による本件施策公表の翌日、不良債権ガイダンスの補足ガイダンスを公表している<sup>28</sup>。欧州委員会の法定最低引当率がピラー1として一律に拘束力を持つものであるのに対して、ECBのガイダンスは拘束力を持たないピラー2であり「監督上期待される水準」としてECBと銀行との対話のベースになるものと位置づけられている<sup>29</sup>。ECBガイダンスも、上記欧州委員会の最低引当率同様、有担保・無担保部分に分けて、ビンテージに応じて引当率が増加する仕組みとなっている（図表5）。有担保部分についてECB補足ガイダンスの方が一年短く、より厳格とも言える。

<sup>26</sup> 2017年9月末時点。

<sup>27</sup> 資本市場同盟中間レビューの公表は欧州連合理事会の不良債権問題へのアクション・プランの公表の一月前であるが、双方内容は重複しており、調整されているものと考えられる。なお、本件欧州連合理事会のアクション・プランについては、神山哲也「欧州連合理事会による不良債権問題アクション・プラン」『野村資本市場クォーターリー』2017年秋号（ウェブサイト版）参照。

<sup>28</sup> ECB, “Addendum to the ECB Guidance to banks on non-performing loans: supervisory expectations for prudential provisioning of non-performing exposures,” March 15, 2018.

<sup>29</sup> ECBガイダンスの当初案では、監督上期待される水準、ECBと銀行の対話のベースとはされていなかった。また、銀行がガイダンスを遵守しない理由に関する銀行の説明義務（所謂 *comply or explain*）も盛り込まれていた。そのため、欧州議会からは立法措置に該当する、イタリアからは厳格すぎるとの批判があげられ、最終版では、上記の位置づけが盛り込まれ、銀行の説明義務も撤回された。

図表 5 欧州委員会・ECB の不良債権引当率

**欧州委員会**

	1年後	2年後	3年後	4年後	5年後	6年後	7年後	8年後
有担保	5	10	17.5	27.5	40	55	75	100
無担保	35	100						

**ECB**

	1年後	2年後	3年後	4年後	5年後	6年後	7年後	8年後
有担保			40	55	70	85	100	
無担保		100						

(注) 単位は%。

(出所) 欧州委員会及び ECB より野村資本市場研究所作成

上記はいずれも新規不良債権に関するものであり、EU 銀行部門の重石になっている不良債権の既存ストックに対処するものではない。不良債権の既存ストックについては、ECB が今後、ガイダンスを発出する見込みであり、イタリア等の銀行部門への影響が注目されている。

**2) 有担保ローンに係る裁判外の担保回収の迅速化**

EU 加盟国によっては、裁判手続きを経ると担保差押に過度な時間がかかり、融資を躊躇させる一因になっているとの指摘があった。しかし、裁判外の担保回収について法制化されていない加盟国もあるため、EU として新指令案による統一制度の導入が図られた。新指令案では、法人向け（個人向けは除外）の有担保ローンについて、融資時に貸し手と借り手の合意がある場合、規定された手続きで迅速に担保差押をするための手続きや要件等が規定されている<sup>30</sup>。

**3) 不良債権のセカンダリー市場発展促進**

セカンダリー市場を通じて銀行が不良債権を売却することで、銀行の融資余力を確保することを目的とする。欧州委員会の指令案では、サービサーに係る認可や行為規範等を EU で統一し、サービサーが汎欧州で活動するための単一パスポートを創設することが柱となっている。また、債権の買い手については、当局報告義務や、EU 域内クロスボーダーの債権購入に上記要件を満たすサービサーを利用することなどが規定されている。他方、債権の保有者変更に関連した借り手保護の規定も盛り込まれている。

<sup>30</sup> 債権者が債務者に強制執行を避けるための時間的猶予を与えること、評価・売却がオークション等一定のルールに基づいて行われること、債権者側に違反があった場合に債務者が訴訟を提起できること、債権者の回収額が未支払額を上限とすることなど。

#### 4) 各国 AMC のプループリント

本件も、銀行による不良債権の売却を支援し、銀行の融資余力を確保することを目的とするものであり、各国における実例より、その有用性が認められたものとされている。当初は汎 EU の AMC も検討されていたが、ドイツ等の財政健全国の反対により「各国」AMC となった。

今般公表された欧州委員会のコミュニケーションでは、各国におけるベストプラクティスを踏まえつつ、拘束力を持たない形で、各国 AMC のモデルが提示されている。EU 競争政策上の公的支援に関するルールと整合性を保つことが前提となっており、設立主体は民間部門・公的部門のいずれでも良いとされる。その上で、対象資産、参加者、資産規模基準、資産評価、資本構造、ガバナンスやオペレーション等に関する共通原則が列挙されている。

## VI. おわりに

EU 資本市場同盟を巡っては、批判がないわけではない。総花的であり核ないし決め手がないとの批判は当初からあった。また、個別論でも、上記の投資ファンドのクロスボーダー販売の促進策にみられるように、実務的な観点から批判されている部分もある。それでもなお、金融危機以降、規制強化一辺倒であった EU 当局が資本市場活性化に重点をシフトしてきている点、また、欧州議会・欧州連合理事会で停滞している案件もあるものの、着実に進められている点は評価できよう。また、総花的との批判についても、もとより、一つの施策で資本市場が活性化するような魔法の杖などあろうはずもなく、EU 資本市場同盟が目指しているように、複数の施策の複合的効果で活性化を図ることが王道と言えよう。

その中で懸念されるのは、ブレグジットの影響で、ややもすれば本来の目的から外れているようにもみえる施策が増えてきたことである。例えば、前述の運用委託に係る監督強化、ESMA の権限強化などが挙げられる。とりわけ運用委託に制約が加わるようなことになれば、UCITS ブランドが毀損されるに留まらず、EU からの資産運用会社の離脱、ひいては EU 資本市場が停滞する方向に作用することになり、資本市場同盟の本来の趣旨に逆行することになりかねない。英国と EU のブレグジット後の将来関係を巡る協議が本格化する中、本来の目的である EU 資本市場活性化のための改革に固執することができるか、EU 資本市場同盟は今後が正念場だと言えよう。