

# 進化する規則がファンドマネジャーと投資家に新たな投資機会をもたらす

February 2018



Julie Patterson  
KPMG in the UK

規制改革をもたらすものは監視強化、コンプライアンス厳格化、コスト増だけではありません。ゲームの新しいルールによって、数多くの新たな投資機会がファンドマネジャーと投資家に提供されることもあります。

オルタナティブファンド業界では、これまで規制されていなかった商品に規制の網が掛けられる傾向が続いていることは事実ですが、世界各国の市場では商品自由化の動きもあり、規制緩和による投資可能資産や投資家層の拡大が見られています。

規制改革と規則の進化の結果として、魅力的な新しい投資機会がグローバルに生み出されているのです。

各国市場のファンドマネジャーと投資家にとって、そしてグローバルに展開する運用会社にとってこの動きは何を意味するのでしょうか。

この動きが各国市場に与える影響と、それに注目するファンドマネジャーや投資家にとっての意味を考察します。

規制改革をもたらすものは監視強化、コンプライアンス厳格化、コスト増だけではありません。

## 一部のオルタナティブファンド規則は自由化されつつある

欧州では、規制対象となっている2つのタイプのオルタナティブ投資ファンド (AIF) — 欧州ベンチャーキャピタルファンド (EuVECA) と欧州社会的起業ファンド (EuSEF) — は、投資家層の狭さと小規模運用会社に課される制限という2つの理由から、業界にとっても投資家にとっても魅力的なものではありませんでした。

欧州委員会は上記2つ目の点について提案をまとめ、その中で適格投資先企業の対象を拡大しました。さらに、これらのファンドの国境を越えたマーケティングにEU加盟国が障壁を設けることを禁止しましたが、適格投資家の範囲は拡大しませんでした。

EuVECA規制とEuSEF規制は、オルタナティブ投資ファンド運用者指令 (AIFMD) の基準を下回る中小のファンド運用会社が、AIFMDの全規定にオプトインすることなく、欧州域内で国境を越えてファンドのマーケティングを行えるようにしています。

これらのファンドは、「EuVECA」や「EuSEF」というラベルを利用して、プロ投資家と、1ファンドに最低10万ユーロ（約12万ドル）以上投資し、かつリスクを理解していると確認したリテール投資家に対して、欧州全域でのマーケティングが可能です。

この提案に対するパブリックコメント提出者の多くは投資額の基準が高すぎる点を指摘しましたが、一方で基準を引き下げた場合にはリテール投資家保護の追加措置が必要になるという意見もありました。意見が割れたことに鑑み、欧州委員会は最低投資要件については当初の提案どおりとしました。また機関投資家の参加を促す方策と、それを汎欧州ベンチャーキャピタル・ファンド・オブ・ファンズ経由で達成する方策についても検討中です。

## 適格ファンド投資が拡大されつつある

金融危機とその結果生じた銀行の信用収縮以降、それまで銀行が占有していた領域を次第にファンドが埋めるようになり、「オルタナティブクレジット」という広いくくりの下で新しいタイプのファンドが数多く生み出されてきました。規制当局はこれらのファンドを詳しく調べ始めていますが、中には経済成長を促すファンドの創設を推進するために追加措置を取る必要があると考える規制当局もあります。

アイルランドでは、アイルランド中央銀行 (CBI) がオルタナティブ投資ファンドによる融資を規定する規則を緩和しました。2016年12月に発表されたこの緩和により、適格投資家向けオルタナティブ投資ファンドは融資先企業の債券と株式への投資が可能となり、ヘッジ、投資、キャッシュマネジメント目的で保有することができるようになりました。

それまで銀行が占有していた領域を次第にファンドが埋めるようになってきました。

## ファンドのターゲット市場をどのように定義するか



アイルランドは、2014年に欧州で初めて直接融資ファンド (loan origination fund) の規制の枠組みを整備しました。すぐそれに続いたドイツでは、規制当局がAIFMD規制対象商品の取扱いを変更して一部のクローズドエンド型ファンドが企業に直接融資できるようにしました。

直近では、フランス政府がプロ投資家向けファンドおよびプロ投資家向けプライベート・エクイティ・ファンドに融資実行を許可する法令を制定しました。

ブラジルでは、ファンド運用会社がブラジルの有限会社に自由に投資できるようになり、投資先企業の将来の増資に備えて事前に支払いを行うことが認められました。「プライベート・エクイティ投資ファンド (FIP)」という新たなカテゴリー (例えば複数戦略FIPなど) を創設し、払込済み資本の100%を非ブラジル資産に配分できるようにしました。また、ファンドは33%までを非転換社債に投資できるようになりました。

インドでは、証券取引委員会 (SEBI) がミューチュアルファンドにコモディティの取引を認め、さらに住宅金融会社に対するミューチュアルファンドのエクスポージャー上限を10%から15%に引き上げました。また、不動産投資信託 (REIT) に係る規則を改正して「インフラファンド」も導入しました。どちらもファンドマネジャーと投資家の間で大きな関心を呼んでいます。

## 規制対象外のファンドを認める国・地域が増加

キプロスは、登録はしているが承認は受けていないAIFが速やかにコスト効率よくファンドを立ち上げられるようにするため、新たな制度の導入を予定しています。ルクセンブルグで人気を得ている「リザーブドAIF」に倣って導入するキプロス・レジスタード (登録) AIFは、十分な情報を有するプロ投資家をマーケティング対象とし、すべてのEUオルタナティブ投資ファンド運用者 (AIFM) が運用することができます。

この登録AIFは、キプロス法で認められている組織形態 (固定資本または変動資本

を有する投資会社、リミテッドパートナーシップ、コモンファンド)のどれを取ることも可能で、オープンエンド型でもクローズドエンド型でもよく投資戦略も自由で、投資対象資産にも制限がありません。ただし、MMFや直接融資ファンドであることは認められていません。

登録AIFを運用できるのは、新たな「ミニ運用会社 (mini managers)」（免許を受けた小規模AIFM)、その他投資会社、UCITS (譲渡可能証券集団投資事業。EUのUCITS指令に準拠するファンド)です。ただし、当該ファンドがクローズドエンド型リミテッドパートナーシップであり、非流動性資産に70%超を投資していることが条件となります。また、投資家の法適用に関する懸念を減らすために、リミテッドパートナーのセーフハーバー・リストも導入されました。

ガーンジーは、新たなファンド商品を2つ導入しました。1つはプライベート投資ファンド (PIF) で、投資判断能力がある投資家向けに導入されました。PIFは全く新しいカテゴリーのファンドで、厳しい規制が掛かる従来型のファンドと比較すると多くの利点があります。

大きな利点の1つは、PIFの申請がガーンジー金融サービス委員会によって1営業日以内に処理され、かつファンドの書類が開示要件の対象ではないため、コストと立ち上げ処理の時間が縮減されることです。

もう1つの新たなファンドは運用会社主導商品 (MLP) で、ガーンジーにAIFMD第三国パスポートが付与されることを見越して採用されたものです。MLP制度で規制当局が重視するのはファンドではなくAIFMですので、AIFMDと類似した制度となっています。

### オープンエンド型投資会社が推奨される

欧州大陸の「変動資本を有する会社型投資信託 (SICAV)」や英国・アイルランドの「オープンエンド型投資会社 (OEIC)」の成功に倣おうと、世界中の多くの国がオープンエンド型投資会社の導入を決めました。

例えばシンガポールでは、「シンガポール変動資本会社」と呼ばれる新たな会社形態の投資ファンドについてパブリックコメントが募集されました。ファンド形態の効率化を目的としており、シンガポールに設立されるファンド運用会社増加を意図したものです。香港も、アジアのライバルに後れを取らないようOEIC導入に向けて動き始めました。2017年6月に制度案を公表してパブリックコメントを募集し、2018年に導入される予定です。

またメキシコもSICAVタイプの商品を検討していますが、メキシコ版はむしろプライベート・エクイティ・ファンドに近く長期投資が行われるように設計されていて、主に規制対象の年金基金向けとなっています。

### 低リターン、低貯蓄率がより良い貯蓄商品を求める動きを加速

日本では、確定拠出年金法が改正されました。新たな働き方に対応し、確定拠出年金投資をよりポータブルにするための改正でしたが、「iDeCo (個人型確定拠出年金)」加入者層の大幅な拡大につながりました。それまでの制限がほとんど撤廃されて公務員、企業年金加入者、専業主婦が加入できるようになったため、約6,700万人が新たに口座開設条件を満たし、そのうち2,700万人が2017年に口座を開設しました。

その結果、この市場に参入する資産運用会社、証券会社の数が増えました。iDeCo

プライベート投資ファンド (PIF) が投資判断能力のある投資家向けに導入されました。PIFは全く新しいカテゴリーのファンドで、厳しい規制が掛かる従来型のファンドと比較すると多くの利点があります。

これまでの制限がほとんど撤廃されて公務員、企業年金加入者、専業主婦が加入できるようになりました。約6700万人が新たに口座開設条件を満たし、そのうち2700万人が2017年に口座を開設しました。

口座では株式やETFを保有することはまだできませんが、投資信託はそのほとんどが購入可能です。コストは最も格安なETFより少し高めですが、口座の節税効果により埋め合わせされるケースが多くなっています。

イタリアでは、イタリア版個人貯蓄プラン（Pir）が2016年末に政府により承認され、2017年1月に施行されました。Pirを利用する投資家は、ポートフォリオの70%以上が株式または投資ファンドの形でイタリア企業に投資されていれば、キャピタルゲインに対する課税が一定額免除されます。またスウェーデンでは、2018年1月までにファンド運用会社が投資貯蓄口座を扱えるようになります。

## 両刃の剣？

ここまで見てきたとおり、多方面で規制環境が整備され、ファンドマネジャーが投資家に対して幅広い商品を継続的に提供できるようになってきました。これまでのところ、各国市場のファンドマネジャーや投資家の反応は概ね好意的です。しかし同時に、各国の資産運用会社が取り扱う商品がますます複雑化することにもなっています。

## 6 Asset Management

### 寄稿者

Julie Patterson

Director, Asset Management, Regulatory Change

KPMG in the UK

T: +44 20 73112201 E: julie.patterson@kpmg.co.uk

Julieは、EMAのRegulatory Centre of Excellenceで資産運用、規制改革について指揮を取っています。2014年にKPMGに入社する以前は、Investment Associationおよびその前身（IMAおよびAUTIF）に15年勤務しました。European Federation (EFAMA) との長年にわたる仕事を通じて、EUのファンドとその販売構造に精通しています。

### 編集・発行

有限責任 あずさ監査法人

KPMGファイナンシャルサービス・ジャパン

financialservices@jp.kpmg.com

ここに記載されている情報はあくまで一般的なものであり、特定の個人や組織が置かれている状況に対応するものではありません。私たちは、的確な情報をタイムリーに提供するよう努めておりますが、情報を受け取られた時点およびそれ以降における正確さは保証の限りではありません。何らかの行動を取られる場合は、ここにある情報のみを根拠とせず、プロフェッショナルが特定の状況を綿密に調査した上で提案する適切なアドバイスをもとにご判断ください。

© 2018 KPMG AZSA LLC, a limited liability audit corporation incorporated under the Japanese Certified Public Accountants Law and a member firm of the KPMG network of independent member firms affiliated with KPMG International Cooperative ("KPMG International"), a Swiss entity. All rights reserved.

The KPMG name and logo are registered trademarks or trademarks of KPMG International.

この文書はKPMGインターナショナルが2017年12月に発行した「Frontiers in Finance, Issue #58」の「Evolving rules, emerging opportunities for fund managers and investors」をベースに作成したものです。

翻訳と英語原文間に齟齬がある場合は、当該英語原文が優先するものとしします。