

欧州におけるヘッジファンド規制の強化

岩谷 賢伸

■ 要 約 ■

1. 2009年4月29日、欧州委員会は「オルタナティブ投資ファンド運用者指令（案）」を発表した。同指令案は、金融システムに重大な影響を及ぼし得るヘッジファンドやPEファンドなどのオルタナティブ投資ファンド（AIF）の運用者に対する規制について、EU域内の統合的なフレームワークを定めるものである。
2. 規制はEU域内でAIFを運用する全ての運用者が対象で、AIFにはヘッジファンドやPEファンドのみならず、不動産ファンド、商品ファンド、インフラストラクチャー・ファンドなど全ての非UCITSファンドが含まれる。ただし、運用資産額が1億ユーロ未満の小規模な運用者などは規制の対象外となる。
3. 規制対象となる全てのAIFの運用者は、事業活動を行うEU加盟国の監督当局より事業の認可を得なければならない。自己資本規制としては、最低12.5万ユーロの資本金を、更に、運用資産が2.5億ユーロを超える場合は超過部分の0.02%を積み増すことが求められる。また、投資家や監督当局に対する情報開示義務も強化される。加えて、高いレバレッジをかけたファンドを運用する業者や、投資先企業の経営に影響力を保持するタイプのファンドを運用する業者には追加の規制がかけられる。

I. 指令案が出された背景

ヘッジファンドを巡る規制に関しては、サブプライム問題を発端とするグローバル金融危機の勃発後、各国規制当局や国際会議などによって、金融システム安定化のための新たな規制を考える上での主要議題の一つとして活発に取り上げられてきた。2009年2月に欧州委員会が設置したハイレベル・グループが金融制度改革に関する提言としてまとめたド・ラロジェール・レポートや、同3月に英国金融サービス機構（FSA）が国際的な銀行監督規制の今後の改革について提言したターナー・レビューなどがそれに当たる¹。また、同3月に証券監督者国際機構（IOSCO）が発表したヘッジファンドが金融システムにもたらすリスクを軽減するための規制・監督に関するコンサルテーション・レポートは、4月

¹ ド・ラロジェール・レポートとターナー・レビューについて詳しくは、井上武「欧州における金融規制改革の議論」『資本市場クォーターリー』2009年春号を参照。

に開催された G20 ロンドン・サミットで参照され、サミットの宣言の中には、金融システムに重大な影響を及ぼし得るヘッジファンド又はその運用者に対する登録制の導入などが盛り込まれた。

各国規制当局や国際機関・会議における議論において、ヘッジファンドが今般の金融危機の直接的な原因ではないということは概ね合意が得られている。だが、投資家からの解約請求が殺到し、流動性不足に陥ったヘッジファンドの急速なポジション清算が市場の価格発見機能に障害をもたらすなど、ヘッジファンドが金融危機を促進したという指摘もあり、ヘッジファンド又はその運用者を直接規制する方向で国際的な議論は進んでいた。そして、それらの議論を踏まえて、欧州委員会はヘッジファンドを含むオルタナティブ投資ファンド（以下 AIF）の現行の各国における規制が、国境を越えて活動する AIF の活動を監視するのに不十分であると判断し、今回の指令案提出に至った。指令案は、年内に欧州議会で承認されれば 2011 年に発効となる予定である。

II. 指令案の内容

1. 規制の対象

規制は EU 域内で AIF を運用する全ての運用者が対象で、AIF にはヘッジファンドや PE ファンドのみならず、不動産ファンド、商品ファンド、インフラストラクチャー・ファンドなど全ての非 UCITS ファンド²が含まれる。ただし、運用資産額が 1 億ユーロ未満の小規模な運用者は、金融システムの安定性を脅かす可能性が低いことと、高い規制コストに比して得られるベネフィットが小さいことから、規制の対象外とされた。更に、レバレッジをかけず、投資家の解約を最低 5 年間認めない AIF の運用者については、運用資産額が 5 億ユーロ未満であれば規制を免除することとした。この結果、EU 域内で活動する約 30% のヘッジファンドが規制の対象となり、運用資産総額ベースでは 90% がカバーされる。

投資ファンド全体に網をかけるような規制にしたのは、ヘッジファンドなど特定のカテゴリーに絞ると規制の網をかいくぐる業者が現れる恐れがあるからである。一方で、投資ファンドのカテゴリーごとに規制内容を調整することも行っており、不適切な規制強化とならないように一定の配慮がなされている。

2. 認可の取得

規制対象となる全てのオルタナティブ投資運用者（以下 AIFM）は、事業活動を行う EU 加盟国の監督当局より事業の認可（authorization）を得なければならない。認可の取得に当たっては、監督当局に対して、事業計画、運用するファンドの特徴（ファンドの国籍など）、ガバナンス体制、ポートフォリオ資産の評価手続き、当局への情報開示体制などについて

² UCITS（Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities）とは、1 つの EU 加盟国で認可を受けられ、EU 域内市場全域で販売が可能となる投資信託である。

説明が求められる。加えて、自己資本規制として最低 12.5 万ユーロの資本金を、更に、運用資産が 2.5 億ユーロを超える場合は超過部分の 0.02%を積み増して保持しなければならない。

3. 事業継続の要件

AIFM が事業活動を継続するためには、①リスクマネジメント（流動性リスク、オペレーショナル・リスク、カウンターパーティー・リスク）、②利益相反の管理と開示、③ポートフォリオ資産の公正な評価、④顧客預かり資産の管理の安全性などに関して、内部体制が確立されていることを監督当局に示さなければならない。

4. 情報開示

指令案には、AIFM の透明性を高めるために、個々のファンドについて年次報告書を作成し、投資家と監督当局が縦覧できるようにすることが定められている。また、投資家に対しては、投資対象資産、レバレッジの活用、解約に関する方針、ポートフォリオ資産の評価、カストディ、アドミニストレーション、リスクマネジメントに関する手続き、フィー体系などを開示しなければならない。一方、監督当局に対しては、主要な取引対象と市場、主なエクスポージャー、パフォーマンス、リスクの集中度、使用するリスクマネジメントのツールなどを定期的に報告しなければならない。

5. 特定のタイプの AIF を運用する業者への規制

特定のタイプの AIF を運用する業者に対しては、追加の規制がかけられる。まず、高いレバレッジをかけたファンドを運用する業者は、投資家に対して活用する可能性のあるレバレッジの最大レベルと実際に活用しているレバレッジの程度などを開示しなければならない。また、監督当局に対しては、レバレッジ活用の程度や大口の借入先の身元を報告しなければならない。そして、AIFM が報告したレバレッジに関する内容は、他の EU 加盟国の監督当局の間で共有される。加えて、指令案は、金融システムの安定性を確保する必要が生じた場合、欧州委員会に、更に緊急時には管轄監督当局にも AIFM が用いるレバレッジに制限を定める権限を付与する。

次に、投資先企業の経営に影響力を保持する³タイプのファンドを運用する業者、いわゆるバイアウト・ファンドの運用者は、ファンドの投資家や監督当局に加えて、ファンドの投資先企業やその株主及び従業員の代表者に対しても、投資戦略や目的、利益相反に関するポリシーなどを開示しなければならない。

6. AIF の勧誘・販売に関する権利

監督当局の認可によって AIFM は、EU 域内のプロの投資家へののみ AIF の勧誘を行うこ

³ 指令案では、議決権の 30%以上の取得が基準となっている。

とができる。即ち、個人投資家には勧誘することができない。また、国籍が EU 域外の AIF のプロ投資家に対する勧誘に関しては、経過期間を置いて、指令案の発効から 3 年後に認められるとする。それまでは、各国の現行の規制に服する。

7. 監督当局の協力

規制フレームワークが十全に機能するために、EU 域内の各国監督当局は AIFM のシステミック・リスクに関連する情報を適宜共有する。

Ⅲ. 指令案に対する評価

今回の指令案による AIFM への認可制の導入は、G20 ロンドン・サミットなどで国際的な合意が形成されつつあったヘッジファンドの登録制から一步踏み込んだものである。以前からヘッジファンド規制の強化に積極的な立場を取っていたフランスやドイツの意向がより強く反映されたといえる。例えば、規制の免除基準に関しても、当初欧州委員会で議論されていた案では「運用資産額 2.5 億ユーロ未満」であったが、フランス等の一部加盟国から基準が甘すぎるという批判を受けて最終的に 1 億ユーロ未満になったという⁴。それでも、フランスのラガルド財務相は、指令案の内容はまだ不十分とし、特に、第三国籍のファンドの勧誘を 3 年後から認めることに関して強く反対している⁵。

一方、ヘッジファンドや PE ファンドの業界団体は指令案に強く反発している。ヘッジファンドの業界団体である AIMA (Alternative Investment Management Association) や HFSB (Hedge Fund Standards Board) は、指令案が非常に短期間に業界に対してほとんど諮問もなく決定されたことに関して不快感を示すとともに、政治的な圧力が強く働いていることを指摘している⁶。加えて HFSB は、指令案の内容がド・ラロジェール・レポートにまとめられた専門家の見解や G20 で示された提案を無視していると批判している。英国の PE ファンドの業界団体 BVCA (British Private Equity and Venture Capital Association) は、PE とヘッジファンドという全く異なるアセット・クラスを一つの規制のフレームワークに収めようとするのは合理的でないと批判するとともに、EU 地域の 57% の PE ファームが集まる英国にとって今回の指令は非常に非生産的だと述べている⁷。また、この意見との関連では、指令が施行されると多くの AIFM が EU 域内からより規制の緩い地域に拠点を移し、EU の競争力が削がれるという懸念も表明されている⁸。指令案の今後の審議の行方が注目されよう。

⁴ “EU Plans to Ramp Up Fund Rules”, *Wall Street Journal*, April 30, 2009

⁵ “Paris attacks EU plans on hedge funds”, *Financial Times*, April 27, 2009

⁶ AIMA 及び HFSB プレスリリースより

⁷ BVCA プレスリリースより

⁸ “EU Poised to Tighten Regulation”, *Wall Street Journal*, April 29, 2009