

米国のファンド・オブ・ファンズの運用効率の向上を促す 規制改革

岡田 功太

■ 要 約 ■

1. 米国証券取引委員会（SEC）は 2020 年 10 月に、ファンド・オブ・ファンズ規則（FOF 規則）を採択した。FOF 規則は、1940 年投資会社法のルール 12d1-4 を新設するものである。
2. 1940 年投資会社法は、ファンド・オブ・ファンズの親ファンドが、子ファンドの株主の利益を犠牲にする形で子ファンドの資産を支配すること等を禁止するが、同時に条件付きの免除規定を設けている。SEC は、ファンド・オブ・ファンズに関する適用除外命令を随時発出することで、免除規定の範囲を拡大してきた。その結果、適用除外命令が乱立し複雑化したことから、今般、FOF 規則は、ファンド・オブ・ファンズが、アセット・アロケーションを構築する際の統一的な要件を定めた。
3. FOF 規則は、①親ファンド及びアドバイザー・グループによる子ファンドの支配制限及び議決権行使要件、②親ファンドが子ファンドに及ぼす不適切な影響等に関する調査及び評価義務、③親子ファンドの投資顧問業者が同一ではない場合に親子ファンド間で締結が必要な投資契約、④3 階層以上のファンド・オブ・ファンズを運用・組成する際の要件を規定している。
4. ジェイ・クレイトン前 SEC 委員長は、FOF 規則について、ファンド・マネージャーの、適用除外命令の取得に係る手間やコスト負担を軽減し、効率的な投資配分を促進するものであると述べている。FOF 規則制定を経て、米国のファンド・オブ・ファンズがどのように発展していくのか、日本の資産運用事業の今後を考える上でも、参考になると思われる。

野村資本市場研究所 関連論文等

- ・岡田功太「米国のターゲット・デート・ファンドを巡る動向」『野村資本市場クォーターリー』2019 年秋号（ウェブサイト版）。
- ・野村亜紀子「米国のターゲット・イヤー・ファンド規制をめぐる議論」『資本市場クォーターリー』2010 年冬号（ウェブサイト版）。
- ・長島亮「米国で急拡大を遂げるライフサイクルファンド」『資本市場クォーターリー』2006 年夏号。

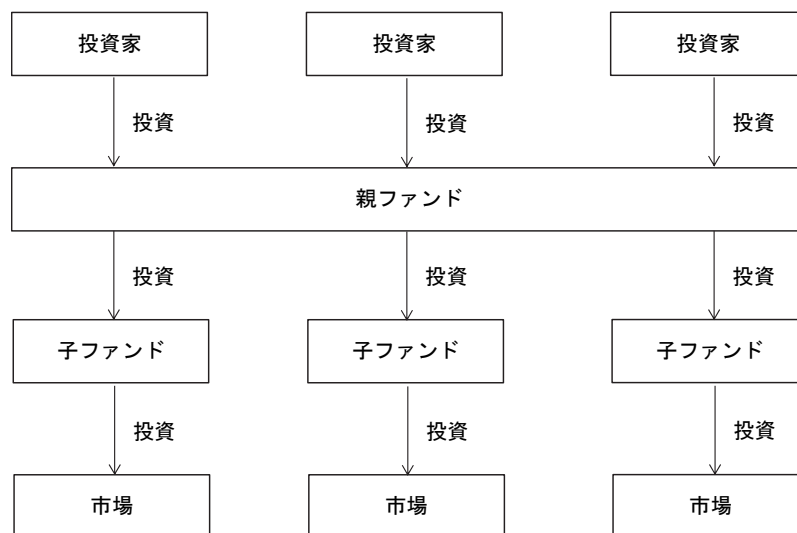
I はじめに

証券取引委員会（SEC）は 2020 年 10 月に、米国のファンド・オブ・ファンズ規則（以下、FOF 規則）を採択し、連邦官報掲載から 60 日後に施行することを規定した¹。FOF 規則は、1940 年投資会社法のルール 12d1-4 を新設する。ファンド・オブ・ファンズは、投資家が購入するファンド（親ファンド²）が別のファンド（子ファンド³）に投資する形態のファンドであり（図表 1）、FOF 規則は、ファンド・オブ・ファンズの運用効率の向上を目指している。ここで言うファンドとは、SEC への登録投資会社を指し、オープン・エンド・ファンド（ミューチュアル・ファンド）やクローズド・エンド・ファンド等に分類される。

現在、米国における代表的なファンド・オブ・ファンズとしては、ターゲット・デット・ファンド（詳細は後述）が挙げられる。今般の SEC の FOF 規則改正は、ターゲット・デット・ファンドの運用効率を向上させることにも繋がる。ターゲット・デット・ファンドは 401(k)プランなどを通じて、米国民のリタイアメント資産形成に活用されている。

本稿では、FOF 規則の目的と適用対象を整理した上で、主な規定事項である支配制限及び議決権行使要件、調査及び評価義務、投資契約の要件、複雑な投資ストラクチャー規制について紹介する。

図表 1 親ファンドと子ファンドの関係図



（出所）各種資料より野村資本市場研究所作成

¹ Release Nos. 33-10871; IC-34045; File No. S7-27-18, Fund of Funds Arrangements.

² Acquiring fund と呼称する。

³ Acquired fund と呼称する。

Ⅱ FOF 規則の目的

1. 規制枠組みの簡素化

FOF 規則の目的は、第一に、ファンド・オブ・ファンズに係る規制枠組みの簡素化である。1940 年投資会社法第 12 条(d)項(1)は、アンチ・ピラミディング条項（Anti-Pyramiding provision）と呼ばれており、ファンドによる別のファンドへの投資を制限している。例えば、親ファンドは、1940 年投資会社法第 12 条(d)項(1)(A)において、①子ファンドの発行済み有価証券（議決権付き）の 3%まで、②単一の子ファンドの運用資産総額の 5%まで、③全ての子ファンドの運用資産総額の 10%まで投資可能である、とされている。この制限は、3/5/10 リミットと呼称されており、アンチ・ピラミディング条項における代表的な規定である。

3/5/10 リミットの目的は、①親ファンドが、子ファンドの株主の利益を犠牲にする形で、子ファンドの資産を支配したり、②親ファンド及び同ファンドが支配する他のファンドが、子ファンドに投資することで、過剰な手数料を投資家に課したり、③ファンドが、複数のファンドに投資し、更に複数のファンドに投資するような複雑な階層構造を構築することで投資家の混乱を招くこと等の抑止である。

他方で、1940 年投資会社法第 12 条(d)項(1)は、3/5/10 リミット等の免除規定も設けている。例えば、1940 年投資会社法第 12 条(d)項(1)(G)は、オープン・エンド・ファンドまたはユニット・インベストメント・トラストが、その他のオープン・エンド・ファンドまたはユニット・インベストメント・トラストに投資する場合、両ファンドが「同じ投資会社グループ」であれば、3/5/10 リミット等の適用を免除している。「同じ投資会社グループ」とは、投資を目的とした「関係（related）」を有している複数のファンドである。同一の投資顧問業者の投資助言を受けているオープン・エンド・ファンド A とオープン・エンド・ファンド B があった場合に、A と B の間には「関係」があり、A と B は「同じ投資会社グループ」に属する。

更に、SEC は、1940 年投資会社法第 12 条(d)項(1)(G)等に係る適用除外命令（exemptive order）を発出することで、3/5/10 リミット等の免除規定の範囲を拡大している。その結果、個別に発出された適用除外命令が乱立し、複雑化したことから、今般、SEC は、ルール 12d1-4 を新設することで関連の適用除外命令を撤廃し、3/5/10 リミット等の免除規定を簡素化した。要するに、FOF 規則は、ファンド・オブ・ファンズが、3/5/10 リミット等の制限を超えて、アセット・アロケーションを構築する際の統一的な要件を定めている。

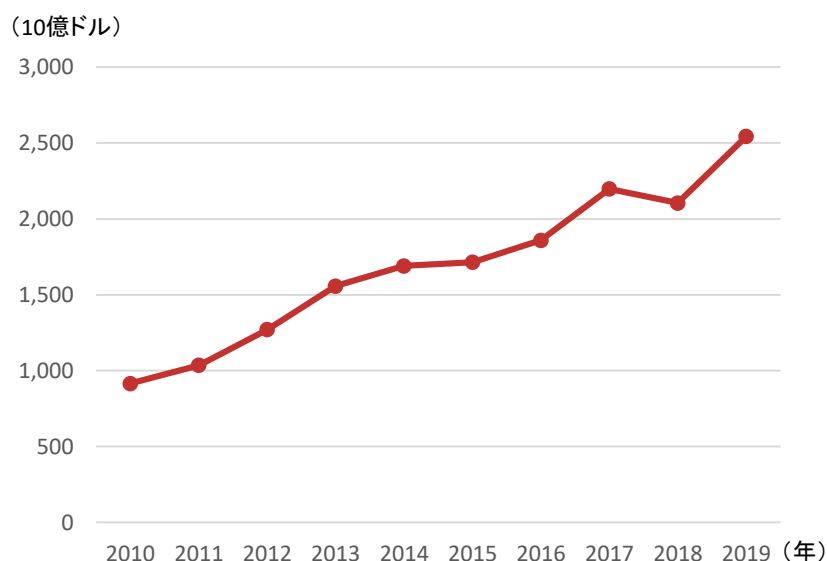
2. ファンド・オブ・ファンズの効率的な運用・組成

第二に、ファンド・オブ・ファンズの効率的な運用・組成である。SEC の調査によると、米国のミューチュアル・ファンドの運用資産総額のうち約 40%は、別のミューチュア

ル・ファンドに投資している（2020年5月末時点）。そして、主としてミューチュアル・ファンドに投資するミューチュアル・ファンドの運用資産総額は、過去10年間で約2.8倍となり、2.5兆ドルに達している⁴（図表2）。

実は、米国の個人投資家は、ファンド・オブ・ファンズの中でも、ターゲット・デット・ファンドへの投資額を拡大させている⁵。ターゲット・デット・ファンドは、投資家のライフサイクルにあわせて、動的にアセット・アロケーションを変更する運用商品である。すなわち、ターゲット・デット・ファンドは、投資家の年齢が若い時期には、株式等の配分比率を高く設定し、投資家が年を重ねるにつれて徐々に同比率を低下させ、その代わりに、債券等の配分比率を引き上げるアセット・アロケーション手法を採用している。米国投資会社協会（Investment Company Institute）の調査によると、ミューチュアル・ファンドを活用して組成されているターゲット・デット・ファンドの約95%は、ファンド・オブ・ファンズである（2019年4月末時点）⁶。そして、ターゲット・デット・ファンドの運用資産総額は、2019年末時点で約1.4兆ドルに達しており、そのうちの約86%は、401(k)プラン及び個人退職勘定（IRA）等を経由した資金である。つまり、FOF規則は、ターゲット・デット・ファンドの効率的な運用・組成を促すことで、米国民のリタイアメント資産の形成に寄与することを目指していると言える。

図表2 米国のファンド・オブ・ファンズの運用資産総額の推移



(注) 米国投資会社協会は、主としてミューチュアル・ファンドに投資するミューチュアル・ファンドをファンド・オブ・ファンズとしている。

(出所) 米国投資会社協会より野村資本市場研究所作成

⁴ ICI Fact Book 2020.

⁵ 詳細は、岡田功太「米国のターゲット・デット・ファンドを巡る動向」『野村資本市場クォーターリー』2019年秋号（ウェブサイト版）を参照。

⁶ Investment Company Institute, “Re: Fund of Funds Arrangements. File No.S7-27-18,” April 30, 2019.

Ⅲ FOF 規則の適用対象

FOF 規則は、親ファンド及び子ファンド共に、SEC 登録投資会社を適用対象としている。具体的には、①オープン・エンド・ファンド、②ユニット・インベストメント・トラスト⁷、③上場及び非上場のクローズド・エンド・ファンド、④上場及び非上場の事業開発会社（BDC: business development company）、⑤ETF⁸、⑥ETMF（Exchange Traded Managed Fund）⁹である（図表 3）。

従来、SEC は、ファンド・オブ・ファンズを構成するファンドの種別毎に異なる要件を設けてきた。例えば、1940 年投資会社法第 12 条(d)項(1)(G)は、前述の通り、親子ファンドがオープン・エンド・ファンドまたはユニット・インベストメント・トラストであり、「同じ投資会社グループ」である場合、3/5/10 リミット等の適用を免除している。FOF 規則は、ファンドの種別毎ではなく、全ての SEC 登録投資会社に対する統一された 3/5/10 リミット等の適用免除要件を規定している。

図表 3 SEC 登録投資会社の概要

	証券取引所への 上場	概要
オープン・エンド・ ファンド	非上場	管理会社（management company）が、投資家の要請に従って、原則として、常時、換金に応じることができる投資スキーム。
ユニット・インベスト メント・トラスト	上場及び非上場	オープン・エンド・ファンドのように、常時、投資家による換金要請に応じ、クローズド・エンド・ファンドのように当初設定期間においてのみ、投資家からの設定を受け付ける。設定後、組み入れ有価証券の売買は積極的には行われない。
クローズド・エンド・ ファンド	上場及び非上場	管理会社は、投資家の要請に従って換金に応じることが禁止されている投資スキーム。ただし、上場している場合、投資家は流通市場において、受益証券を売却することが可能。
BDC	上場及び非上場	クローズド・エンド・ファンドの一種であり、①純資産の 70%まで私募証券に投資可能であり、②収益の 90%以上を四半期毎に配当する必要がある、③自己資本に対して 200%まで借り入れ可能な投資スキーム。
ETF	上場	主にインデックスに連動することを目指す投資スキームであり、設定された受益証券は、流通市場において売買することが可能。
ETMF	上場	ETF の一種であるが、日中は、参照先のポートフォリオ（主にアクティブ・ファンド）が日次で算出する基準価額に、プレミアムまたはディスカウントを反映した価格で売買することが可能。

（出所）FOF 規則より野村資本市場研究所作成

⁷ ユニット・インベストメント・トラストは、米国を代表する ETF である SPDR S&P 500 ETF（SPY）が採用しているストラクチャーとしても知られている。ただし、現在、米国の ETF の大半は、オープン・エンド・ファンドとして組成されている。SEC は 2019 年 10 月に、ルール 6c-11 を新設した。従前、オープン・エンド・ファンドとして組成される ETF（レパレッジ ETF 及びインバース ETF を除く）は、SEC から個別に適用除外命令を取得する必要があったが、ルール 6c-11 が導入されたことで、その必要はなくなり、新しい ETF 登録時のプロセスは簡素化された。

⁸ 詳細は、岡田功太「米国 ETF の生態系を巡る議論」『野村資本市場クォーターリー』2017 年春号を参照。

⁹ 詳細は、岡田功太「最近の米国 ETF 業界におけるイノベーション—スマートベータの取り込みとアクティブ型 ETF の開発—」『野村資本市場クォーターリー』2015 年春号（ウェブサイト版）を参照。

ただし、SEC は、FOF 規則において、親ファンドから私募ファンドを除外している。1940 年投資会社法第 12 条(d)項(1)(A)(i)は、私募ファンド（親ファンド）に対し、SEC 登録投資会社（子ファンド）の発行済み有価証券（議決権付き）の 3%まで保有することを認めている（3%ルール）。市場参加者は、今般の規則改正に当たり、SEC に対して、3%ルールを撤廃し私募ファンドによる SEC 登録投資会社への投資制限を緩和することで、資産運用業界全体の活性化が期待できると主張した。特に、ブラックロックは、私募ファンドによる ETF への投資を促進することで、私募ファンドの運用者が、より柔軟にアセット・アロケーションを変更できるようになると述べた¹⁰。しかし、SEC は、これまで、私募ファンドである親ファンドを対象に、適用除外命令を発出して 3/5/10 リミット等の適用免除を伴うファンド・オブ・ファンズの組成を容認したことはない。FOF 規則は、あくまで、これまでに出版されてきた 3/5/10 リミット等の免除規定を簡素化するものであることから、私募ファンドである親ファンドに関する規制緩和は対象外とした。

IV 親ファンド及び子ファンドに課される要件

1. 支配制限及び議決権行使要件

FOF 規則は、3/5/10 リミット等の免除規定として、第一に支配制限及び議決権行使要件を定めた。FOF 規則は、親ファンド及び「アドバイザー・グループ」に対して、子ファンドの発行済み有価証券（議決権付き）の 25%以上を保有し支配することを禁じている（支配制限）。アドバイザー・グループとは、①親ファンドの投資顧問業者と支配・被支配の関係にある投資顧問業者、または②親ファンドのサブ・アドバイザー（投資顧問業者に投資助言する投資顧問業者）及びその他の者（any person）と支配・被支配の関係にあるサブ・アドバイザーである。

ただし、FOF 規則は、親ファンド及びアドバイザー・グループが、原則として、ミラー・ボートティング（mirror voting）を行う限りにおいて、①子ファンドであるオープン・エンド・ファンドまたはユニット・インベストメント・トラストの発行済み有価証券（議決権付き）の 25%以上、あるいは②子ファンドであるクローズド・エンド・ファンドまたは BDC の発行済み有価証券（議決権付き）の 10%以上の保有を容認している（議決権行使要件）。ミラー・ボートティングとは、親ファンド及びアドバイザー・グループが、子ファンドの株主総会において、子ファンドのその他の株主と同じ比率の議決権を行使することを指す。

更に、FOF 規則は、親ファンドが、子ファンドと「同じ投資会社グループ」である場合は、支配制限及び議決権行使要件の適用を免除している。親子ファンドが「同じ投資会社グループ」であれば、親ファンドが、短期的な利益を追求するために、子ファンドの他の

¹⁰ BlackRock, “Re: Fund of Funds Arrangements, Release Nos. 33-10590; IC-33329; File Number S7-27-18,” May 3, 2019.

株主の長期的な利益を犠牲にするような形で、子ファンドに影響を及ぼすことは考えにくい
ためである。

2. 調査及び評価義務

第二に、オープン・エンド・ファンドまたはクローズド・エンド・ファンド（BDC を含む）に投資助言する投資顧問業者による調査及び評価義務である。

子ファンドの投資顧問業者は、子ファンドに対する親ファンドによる投資に関連する不適切な影響（undue influence）について調査することが義務付けられている。具体的には、①親ファンドによる投資の規模及び投資上限額、②親ファンドによる予期される解約のタイミング、③親ファンドが投資及び解約の通知をするのはどのような環境下なのか、④子ファンドが金銭（in cash）よりも現物（in kind）による解約を選好するのはどのような環境下なのか、等について調査する必要がある。要するに、子ファンドの投資顧問業者による調査とは、親ファンドが、突如として子ファンドに解約を請求した場合、子ファンドのポートフォリオ等に不適切な影響を及ぼさないのか等について把握することを指す。

他方で、親ファンドの投資顧問業者は、①子ファンドに対する親ファンドによる投資に関連するストラクチャー上の複雑性と、②親ファンドと子ファンドの手数料及び費用が重複していないか、という点について評価することが義務付けられている。

なお、FOF 規則は、投資顧問業者に課されている調査及び評価義務は、投資顧問業者が負う受託者責任に基づくものであると定めた上で、投資顧問業者に対して、定期的開催される次の株主総会までに、調査及び評価結果をファンド取締役役に報告することを義務付けている。

3. 投資契約の要件

第三に、投資契約の締結である。親ファンド及び子ファンドの投資顧問業者が同一ではなく、親ファンドが、3/5/10 リミット以上に、子ファンドに投資する場合、事前に親ファンド及び子ファンド間で投資契約を締結することが義務付けられている。

投資契約には、①子ファンドに投資する親ファンドに関連する調査（前述の調査及び評価義務を参照）の中で、投資顧問業者にとって必要な条件、②親ファンドまたは子ファンドが、60 日間の事前の通知をした後に、契約を解消するという条項、③子ファンドは、親ファンドに手数料及び費用に係る情報を提供しなければならないという条項を含めなければならない。

その上で、FOF 規則は、新たに、ファンド・オブ・ファンズの登録届出書に投資契約を掲載することを規定している。親ファンドによる子ファンドへの不適切な影響を抑止しながらも、ファンド・オブ・ファンズの運用効率の向上を促している。

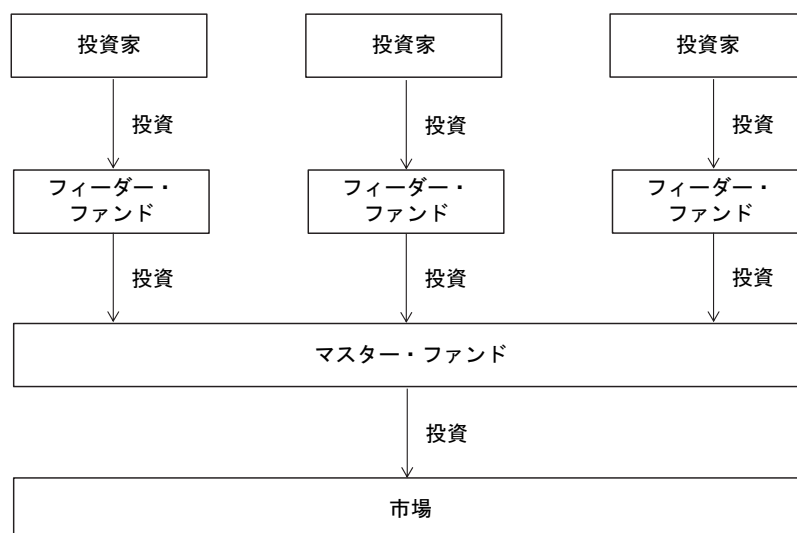
V 複雑な投資ストラクチャー規制

FOF 規則は、3 階層以上のファンド・オブ・ファンズの運用・組成を原則として禁止している。すなわち、顧客が購入するオープン・エンド・ファンド（1 階層部分）が、クローズド・エンド・ファンド（2 階層部分）に投資し、更に BDC（3 階層部分）に投資することは、複雑な投資ストラクチャーであるとして禁止されている。ただし、FOF 規則は、2 階層部分の SEC 登録投資会社及び私募ファンドが、3 階層部分の別の SEC 登録投資会社及び私募ファンドに、3 階層部分のファンドの合計の運用資産総額の 10%まで投資することを容認している（10%バケット）。

また、FOF 規則は、①マスター・フィーダー・ファンド、②MMF、③子ファンドの完全子会社等に投資する形で、3 階層のファンド・オブ・ファンズを運用・組成することを容認している。マスター・フィーダー・ファンドは、同一の運用目的を有するフィーダー・ファンドとマスター・ファンドから成る仕組みである（図表 4）。

投資家が購入するフィーダー・ファンドは、マスター・ファンドに投資するための導管体（conduit）である。したがって、フィーダー・ファンド及びマスター・ファンドは、別々のエンティティであるが、単一のファンドと見なされる。フィーダー・ファンドは、それぞれの投資家向けに異なる手数料等の条件を提示しており、フィーダー・ファンドの資産はマスター・ファンドに集約されて、有価証券等に投資される。したがって、マスター・フィーダー・ファンドは、複数のファンドを別々に設立するよりも、効率的な運用ができる。

図表 4 マスター・ファンドとフィーダー・ファンドの関係図



（出所）各種資料より野村資本市場研究所作成

VI おわりに

ジェイ・クレイトン前SEC委員長は、FOF規則について、ファンド・マネージャーの、適用除外命令の取得に係る手間やコスト負担を軽減し、効率的な投資配分をすることを促進するものであると述べている。前述の通り、米国の個人投資家は、ファンド・オブ・ファンズ形態のターゲット・デート・ファンドへの投資額を拡大させ、リタイアメント資産を形成している。また、米国の個人投資家は、親ファンドを通じてクローズド・エンド・ファンドや BDC 等に投資することも可能であり、これにより多様な運用戦略や市場にアクセスしている。FOF 規則は、このようなファンド・オブ・ファンズの利用を、より一層拡大することに繋がりうる。

リタイアメント資産形成の促進は日本の重要課題の一つである。更に、日本の中小企業やスタートアップ企業へのリスクマネーの供給という観点で、非上場企業等に投資するファンドの組成についても注目が集まっており、様々なタイプの投資信託や投資法人が登場したり、ファンド・オブ・ファンズとして運用・組成されたりすることも増える可能性があるだろう。FOF 規則制定を経て、米国のファンド・オブ・ファンズがどのように発展していくのか、日本の資産運用事業の今後を考える上でも、参考になると思われる。