欧州最大のファンド・センターとして君臨する ルクセンブルクの取り組み

関田　智也

要　約

1. 欧州では、資産運用業に強みを持つ国際金融センターとして、ルクセンブルクが大きな存在感を有している。ルクセンブルクは、欧州で最大のファンド本籍地（ファンド・センター）であり、欧州以外の地域を含めた世界全体で見ても、米国に次ぐ第2位となっている。
2. ルクセンブルクのファンド・センターとしての特徴は、先進的な規制の整備により海外からのファンド誘致に成功していることである。これを実現させた要因として、ルクセンブルクが汎EUの公募ファンド（UCITSファンド）を巡る規制環境の整備で先行者利益を享受したことの他、同国が①柔軟な規制環境の整備、②資産運用業界の潮流やニーズの制度への反映、を行ってきたことが指摘できる。後者につき、ルクセンブルクが金融危機後に創設した2つの官民パートナーシップ組織が大きな役割を果たしている。
3. ルクセンブルク政府は2023年、ファンド規制の近代化を企図した改革を実施した。こうした後押しもあり、近年、米国のプライベート・エクイティ（PE）ファームは、米国外でのオルタナティブ投資の販路拡大のために、ルクセンブルクを選択している。
4. ルクセンブルクは、ミドル・バックオフィス業務や資産管理（カストディ）業務のサービスを提供する事業者の集積地としての特徴も有しており、ルクセンブルクに所在するファンド・マネジメント・カンパニーのサービス提供事業者は、海外／新興運用会社に対して、運用以外の業務を包括的に提供している。
5. 日本では、資産運用立国実現プランを通じて、資産運用業への国内外からの新規参入と競争の促進が図られている。この目的を実現していくにあたり、ルクセンブルクの官民パートナーシップ組織やファンド・マネジメント・カンパニーの事例は参考になろう。

野村資本市場研究所　関連論文等

・林宏美「サステナブル・ファイナンス・ハブを目指すルクセンブルク」『野村サステナビリティクォータリー』2020年夏号。
・岡田功太・橋口達「オルタナティブ投資の民主化を牽引するアイキャピタル」『野村資本市場クォータリー』2023年冬号。

Ⅰ　ファンド・センターとしてのルクセンブルクの位置づけ

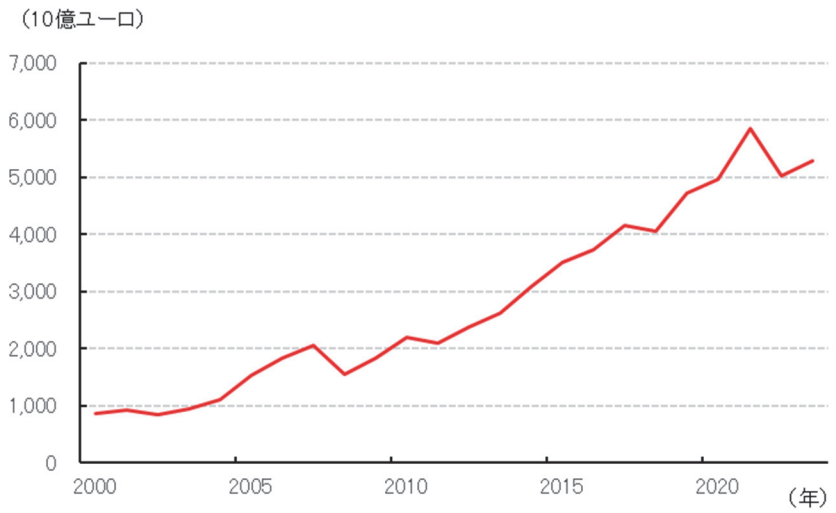
日本政府は2023年12月13日、日本経済の成長と国民の資産所得増加を目的とした「資産運用立国実現プラン」を公表した[1]。そこでは、資産運用業やアセットオーナーシップの改革をはじめとした様々な取り組みを進めていくとされている。

例えば、日本の資産運用業界においては、ミドル・バックオフィス業務の負担が長年の課題とされてきた。そこで、ミドル・バックオフィス業務の外部委託や運用権限の全部委託を可能とすることにより、運用と業務管理を分離し、運用に専念できるようにする規制緩和や、投資信託の基準価額に関する一者計算の普及に向けた環境整備等が図られている。また、国内外の金融・資産運用業者の集積と成長分野の発展実現のための「金融・資産運用特区」として、東京・大阪・札幌・福岡の4都市が指定された。

翻って欧州では、資産運用業に強みを持つ国際金融センターとして、ルクセンブルクが大きな存在感を有している。ルクセンブルクは、欧州で最大のファンド本籍地（ファンド・センター）であり、同国籍ファンド（汎EUの公募ファンド（UCITSファンド）及びオルタナティブ投資ファンド（AIF））の運用資産残高は2023年末時点で5.3兆ユーロを誇る（図表 1）。ルクセンブルクは、欧州以外の地域を含めた世界全体で見ても、米国に次いで第2位のファンド・センターとして君臨している。

ルクセンブルクのファンド・センターとしての大きな特徴は、クロスボーダーファンドの拠点となっていることである。2020年末時点において、ドイツ・フランス・英国で販売されているファンド総数の 6 割程度はルクセンブルク籍となっている[2]。加えて、ルクセンブルク籍のファンドは、アジア（シンガポール・香港・韓国等）及び中南米（チリ・

図表 1　ルクセンブルク籍ファンドの純資産総額推移



（出所）ルクセンブルク投資ファンド協会（ALFI）より野村資本市場研究所作成

[1] 内閣官房ウェブサイト「資産運用立国実現プラン」2023年12月13日。
[2] Luxembourg for Finance, “Asset Management: The Global Fund Centre in the Heart of Europe,” November 2021.

ペルー等）といった欧州域外の国々においても、高いシェアを有している。ルクセンブルクは、海外からのファンド誘致に最も成功している金融センターであると言えるだろう。

また、ルクセンブルク政府は、資産運用業界における成長分野を同国へのファンド誘致に繋げるべく、先進的な規制の整備を行っている。こうした取り組みの後押しもあり、米国の大手プライベート・エクイティ（PE）ファームが、ルクセンブルクを拠点とした個人投資家向けファンド・プラットフォームを立ち上げる動きが観測されている。

加えて、ルクセンブルクは、ミドル・バックオフィス業務や資産管理（カストディ）業務のサービスを提供する事業者の集積地としての特徴も有しており、ルクセンブルクに所在するファンド・マネジメント・カンパニー（後述）のサービス提供事業者は、海外／新興の運用会社に対して、運用以外の業務を包括的に提供している。

以上から、ルクセンブルクのファンド・センターを巡る取り組みは、日本の資産運用立国の実現に向けて、有益な示唆を提供するものと推察される。本稿では、ルクセンブルクがファンド・センターとして高い競争力を有している要因を分析するとともに、同国政府による取り組みを紹介する。また、ファンドの運営管理業務を担うファンド・マネジメント・カンパニーが、海外運用会社のルクセンブルク進出を後押ししている現状を概観し、日本の資産運用業界への示唆について考察する。

Ⅱ　ファンド・センターとしての歴史と成長を支える要因

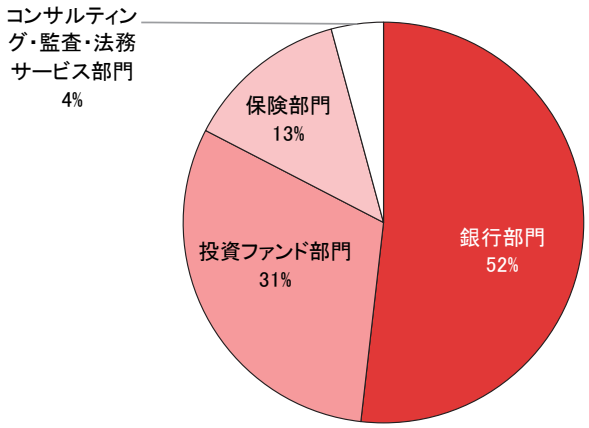
１．ファンド・センター躍進の契機：UCITS 指令の逸早い法制化

ルクセンブルク経済において、金融サービス業は不可欠な産業である。ルクセンブルク・フォー・ファイナンス（LFF、後述）及びデロイトの調査によれば、同国における 2021 年の国内総生産（GDP）及び雇用者数の 26%・30%は金融サービス業で占められている[3]。同国の金融サービス業が生み出した付加価値を業態別に見ると、銀行部門（51.8%）、投資ファンド部門（30.8%）、保険部門（13.2%）、コンサルティング・監査・法務サービス部門（4.2%）となっている（図表 2）。銀行部門が生み出した付加価値（51.8%）のうち、投資ファンド向けサービスが 7.1%を占めている点を鑑みれば、ルクセンブルクにおける金融サービス業の中で、資産運用業は大きなプレゼンスを有していると言える。

ルクセンブルクにおいて金融サービス業の発展が本格的に見られ始めたのは、1980 年代に遡る。1970 年代まで、ルクセンブルクにおける主要産業は鉄鋼業を中心とした製造業であった。しかし、1970 年代に発生した鉄鋼危機により、同国の経済は大打撃を受けた[4]。以降、ルクセンブルク政府は、経済の多角化を実現すべく、魅力的な税制や規制環境の整備等を通じた金融サービス産業の推進に、従来以上に注力するようになった。

[3] Luxembourg for Finance, “The State of the Financial Sector in Luxembourg,” January 16, 2023.
[4] ルクセンブルクにおける粗鋼生産設備の稼働率は、1974 年の 96%から 1982 年には 55%まで急減した。

図表 2　ルクセンブルクにおける金融サービス業の付加価値内訳



（出所）ルクセンブルク・フォー・ファイナンス（LFF）資料より
野村資本市場研究所作成

金融センター、特にファンド・センターとしてのルクセンブルク躍進の大きな契機の一つは、同国が欧州連合（EU）で逸早く UCITS 指令を法制化したことであったとされている。UCITS 指令は 1985 年に制定され、1988 年に施行されることが定められていたが、1987 年に発生したブラックマンデーの影響等により、EU 諸国における当該指令の法制化プロセスには大きな遅れが生じていたとされる。この結果、1988 年に当該法制化を実現し、先行者利益を享受したルクセンブルクは、以降も UCITS ファンド市場における高いシェアを維持している（図表 3）[5]。2023 年末時点において、EU 籍のファンドのうち、UCITS ファンドでは 33%、AIF では 13%がルクセンブルク籍となっている[6、7]。

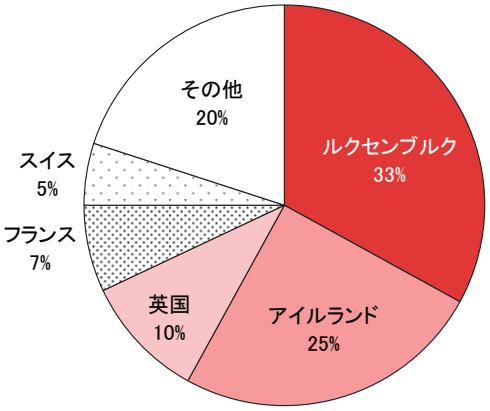
ルクセンブルクが海外からのファンド誘致を通じてファンド・センターとしての成長を続けてきた背景には、UCITS ファンド市場における先行者利益以外の要因も指摘できる。これらには、安定した政治情勢や複数の言語を操る人材といったものの他、①海外運用会社の参入障壁を下げることを意識した規制環境の整備、②資産運用業界の潮流やニーズを制度に反映するための仕組み、の 2 点が重要な役割を果たしてきたと推察される。以下では、これら 2 つの要因につきより詳細に解説する。

5　ルクセンブルクに次いで UCITS 指令の国内法制化を実現したのはアイルランド（1989 年に法制化）であった（Thomson Reuters, “Symbiosis in the Evolution of UCITS” を参照）。

6　2023 年末時点における UCITS ファンド国籍のシェアでルクセンブルクに次いで 2 位（25%）となっているアイルランドは、欧州の ETF 拠点として大きな存在感を有している。2022 年末時点において、UCITS ETF の 69%（純資産残高ベース）がアイルランド籍となっている。アイルランドは、公用語が英語であることや、資産運用会社が集積する英国から地理的に近いこと等を背景に、主として英国及び北米の資産運用会社のファンド・センターとして活用されている。

7　AIF の国別シェアは、ドイツ（29%）、フランス（18%）、ルクセンブルク（13%）、アイルランド（11%）となっている（2023 年末時点）。

図表 3　UCITS ファンドの純資産残高の国籍別内訳



（出所）欧州投信投資顧問業協会（EFAMA）資料より
野村資本市場研究所作成

２．海外運用会社の参入障壁を下げる制度の柔軟性

前述の通り、ルクセンブルクのファンド・センターとしての大きな特徴は、クロスボーダーファンドの一大拠点となっていることである。この点、国内の運用会社及び投資家のプレゼンスが大きいパリ（フランス）やフランクフルト（ドイツ）といった欧州の金融センターとは大きく異なっている。実際、LFF のニコラ・マッケル最高経営責任者（CEO、当時）は、「パリやフランクフルトは国内に焦点を当てた金融センターで、ドイツ企業やフランス企業に依存する。一方で、ルクセンブルクはこれまで数十年にわたり、複数の国にまたがるサービスを提供できる体制を整えている」と発言している[8]。

海外の運用会社や投資家を惹きつけるにあたり、重要な役割を果たしてきたと考えられるのが、ルクセンブルクにおけるファンド規制の柔軟性である。ルクセンブルクは、ファンドの形態（会社型／契約型等）やマーケティング等を巡る制度の柔軟性を確保し、海外の運用会社の参入障壁及び参入コストを下げることを明確に意識してきた。

例えば、ルクセンブルクは、UCITS 指令の国内法化において、会社型／契約型それぞれの形態を想定したファンドのスキームを用意するとともに、フランス等他の EU 諸国で導入された追加的なマーケティング規制（独自のフォーマットによる目論見書補足資料の作成等）を法案に盛り込まなかった[9]。これにより、ルクセンブルク国外の EU 加盟国の運用会社にとっては、ルクセンブルク籍のクロスボーダーUCITS ファンドの設定を検討しやすい状況が整っていたと考えられる。

[8] 「パリとルクセンブルク、欧州金融センター誘致争う」『日本経済新聞』2016 年 11 月 29 日。
[9] “UCITS and Cross-Border Registration,” *the hedge fund journal*, July 2009.

３．業界の潮流やニーズの制度への反映

前節で紹介した制度の柔軟性は、海外からのファンド誘致を巡る障害を取り除くという意味で重要な役割を果たしてきた。一方、海外の運用会社や投資家が積極的にルクセンブルクを選ぶ理由としては、必ずしも十分でないと考えられる。ルクセンブルク政府は、より積極的にファンド誘致を促進するべく、業界の潮流やニーズを反映した制度の整備を行ってきた。そして、ルクセンブルクはこれを実現するための様々な仕組みを備えている。

こうした仕組みの中で特に注目されるのは、金融危機後に創設された金融センター高等委員会（Haut Comité de la Place Financière、HCPF）及び LFF という 2 つの官民パートナーシップ組織である（図表 4）。

HCPF は、金融センター関連の政策に関するルクセンブルク政府の諮問機関である。官民の幅広い参加者によって構成されており、財務相が委員長を務める。HCPF は、ルクセンブルクの金融センターに関わる制度作りにおいて、重要な役割を果たしているとされる。実際、オルタナティブ投資ファンドのスキームである RAIF 制度は、HCPF の大きな成果の一つであると指摘されている[10]。

LFF は、ルクセンブルクにおける金融センターの発展・促進をミッションに掲げる官民パートナーシップ組織である。LFF は、海外へのミッション派遣を積極的に行っており、海外の金融機関や投資家のニーズを汲み取っている。ルクセンブルクが EU 域外の運用会社に選ばれるファンド・センターとなっている背景には、こうした LFF による活動も寄与していることが推察される。

図表 4　金融センターに関する官民パートナーシップ組織の概要

名称	設立年	参加者／取締役会メンバー	概要
金融センター高等委員会（HCPF）	2011 年	財務省（財務相が委員長を務める）、規制当局（保険委員会・ルクセンブルク中央銀行・CSSF）、業界団体（銀行・資産運用会社・保険会社等）、大手法律事務所等	ルクセンブルクの金融センター推進に関する財務省管轄の諮問機関。傘下のワーキンググループ等を通じた情報収集を基に課題の特定を行い、優先順位の高い政策案については、議会と協力の上、立法プロセスを進める。HCPF の前身機関は規制当局（CSSF）の管轄であったところ、ルクセンブルクにおける金融サービスセクター及び金融センターの経済的重要性を鑑みて、2011 年に財務省管轄の機関として新設された。
ルクセンブルク・フォー・ファイナンス（LFF）	2008 年	財務省（財務相が取締役会議長を務める）、業界団体（銀行・資産運用会社・保険会社等）、商工会議所の代表者	ルクセンブルク金融サービス業界の持続的発展をミッションに掲げる官民パートナーシップ組織。ルクセンブルク政府及び業界団体（ルクセンブルク金融業界連盟、PROFIL）の共同出資で設立された。ルクセンブルクの金融センターを巡る機会について調査・提言を行う他、広報活動も担当。セミナーの開催や、海外カンファレンス等への参加を実施している。

（出所）ルクセンブルク財務省及び LFF ウェブサイトより野村資本市場研究所作成

[10] RAIF 制度は、投資対象を巡る柔軟性の高さに加えて、ファンドの迅速な市場投入が可能となっている点に特徴があり、海外の運用会社に注目されている。当該制度は、2016 年に策定された。以降、RAIF の運用資産残高は順調なペースで成長を続けている。

Ⅲ オルタナティブ投資の民主化の潮流を捉えたルクセンブルク

１．オルタナティブ投資の民主化を促すファンド規制改革

ルクセンブルクは、資産運用業界のニーズに沿った先進的な規制環境の整備を通じて、ファンド・センターとしての競争力を維持している。これを示す最近の事例として、オルタナティブ投資の民主化を睨んだファンド規制の改革が挙げられる。オルタナティブ投資の民主化とは、従来は専らプロ投資家に限られていたオルタナティブ資産への投資機会を広範な個人投資家に提供することを目指す取り組み全般を指す。

ルクセンブルク政府は2023年3月、集団投資事業（Undertakings for Collective Investments、UCI）に関する法律をはじめとする 5 つの投資ファンド関連法を近代化することを提案した（2023 年 7 月に可決）[11]。

当該法案パッケージは、ルクセンブルクを拠点としたオルタナティブ投資の民主化を促し、同国のファンド・センターとしての魅力と競争力を高める内容であると評価されている[12]（図表 5）。当該法案パッケージの中で特に注目されるのは、投資家の適格基準の統一及び緩和である。すなわち、プロ投資家向けファンドの SICAR、SIF、RAIF[13]における最低投資額を従来の 125,000 ユーロから 100,000 ユーロへと引き下げた[14]。これにより、ル

図表 5　ルクセンブルクの投資ファンド関連法改正パッケージの概要

改正対象の法律
・集団投資事業（UCI）に関する法律（2010 年制定） ・リスク資本投資会社（SICAR）に関する法律（2004 年制定） ・専門投資ファンド（SIF）に関する法律（2004 年制定） ・非規制オルタナティブ投資ファンド（RAIF）に関する法律（2016 年制定） ・オルタナティブ投資ファンドマネージャー（AIFM）に関する法律（2013 年制定）
主な改正点
投資家の適格基準の統一及び緩和：SICAR・SIF 及び RAIF に関する法律に盛り込まれている「十分な情報を持つ投資家（Well-Informed Investors）」の定義を EU の金融商品市場指令（MiFID）における定義と整合させた上で、当該投資家の最低投資金額を従来の 125,000 ユーロから 100,000 ユーロへ引き下げ
UCI 法パートⅡの会社型ファンド（SICAV）の法人形態柔軟化：従来、公開有限責任会社（Société Anonyme、SA）のみが可能であったところ、有限責任組合法人（Société en Commandite par Actions、SCA）・有限責任組合（Société en Commandite Simple、SCS）・協同組合法人（Société Cooperative organisée sous forme de Société Anonyme、SCoSA）等が新たに選択可能に
ファンドの最低資本要件の緩和：SIF・RAIF 及び SICAR の最低資本要件につき、これを満たす期限を従来の 12 ヵ月から 24 ヵ月へ延長。UCI 法パートⅡファンドに対しても、同様の延長措置が適用される（従来 6 ヵ月→12 ヵ月へ延長）
ELTIF 及び PEPP に対する年次税の免除

（注）　PEPP（汎欧州個人年金商品）とは、EU 共通で金融機関が個人に販売できる年金商品のことを指す。
（出所）ルクセンブルク議会ウェブサイトより野村資本市場研究所作成

[11] EY, “A welcomed modernization of Luxembourg’s fund toolbox – Draft Law 8183,” June 20, 2023.
[12] “Luxembourg wants to be part of the democratisation of private assets,” *PAPERJAM*, May 16, 2023.
[13] SICAR は、投資可能資産に厳しい制限（PE やベンチャーキャピタル等に限定）がある一方で、分散投資・レバレッジ規制は無い。SIF は、分散投資規制がある一方で、投資可能資産やレバレッジ規制は無いという特徴を有する。RAIF につき、前掲脚注 10 参照。
[14] 当該水準は、EU のファンド・スキームである ELTIF、EuVECA 及び EuSEF と同レベルに設定されている。

クセンブルク籍のオルタナティブ・ファンドにアクセスできる個人投資家層の裾野が拡大することが企図された。

また、UCI 法パートⅡ（Other UCIs）に基づく会社型ファンド（SICAV）につき、選択可能な法人形態が大幅に柔軟化された。UCI 法パートⅡに基づくファンド（以後、UCI 法パートⅡファンド）とは、UCI 法に基づくファンドのうち、ファンドの投資方針や販売を巡る UCITS 指令の基準を満たさないものを指す[15]。UCI 法パートⅡファンドは①AIF 適格である一方で、②販売対象の投資家層に制限が無いという特徴を有している。UCI 法パートⅡファンドは、近年までオルタナティブ投資を行う資産運用会社による利用が限定的だった。しかし、①②の特徴に注目した資産運用会社が、オルタナティブ投資の販路を一般個人投資家に拡大するために、当ファンド・スキームを利用する潮流が生まれている（次節参照）[16]。

２．米国 PE ファームによるルクセンブルクへの進出

前節で紹介した規制改革の後押しもあり、近年、米国の PE ファームは、米国外でオルタナティブ投資の民主化を推進するためのファンド・センターとして、ルクセンブルクを選択している。

例えば、米アポロ・グローバル・マネジメント（アポロ）は 2023 年 5 月、EMEA・アジア・中南米における個人の富裕層投資家向けに、UCI 法パートⅡに基づくオルタナティブ・ファンドのプラットフォームを立ち上げた（図表 6）[17]。当初は米国のプライベート・デット投資を含む 2 戦略を提供し、今後戦略を追加していくとしている。米ブルックフィールド・オークツリー・ウェルス・ソリューションズも、2024 年 4 月に同様のプラットフォーム立ち上げを発表しており、アポロに追随する形となっている[18]。

これらの米国 PE ファームが、ルクセンブルクの UCI 法パートⅡファンドを選好する理由としては、大きく 2 点が指摘されている。一点目は、同制度が備えるファンドのストラクチャーを巡る柔軟性の高さである。例えば、UCI 法パートⅡファンドは、オープン／クローズドエンド、信託期間につき有期限／無期限の形式を採ることがそれぞれ可能となっている[19]。こうした柔軟性により、米国で広く利用されている REIT や事業開発会社（BDC）といったファンドと同様のストラクチャーを用いて EU で事業展開することが可能になっているとされる[20]。

---

[15] UCITS 指令の基準を満たすファンドは、UCI 法パート I に基づくファンドに分類される（Commission de Surveillance du Secteur Financier, “Law of 17 December 2010 relating to undertakings for collective investment”を参照）。

[16] The Luxembourg Private Equity and Venture Capital Association, “The Luxembourg Umbrella Part II UCI, With or Without ELTIF Add-on: The Fund Regime of Choice for Accessing Private Wealth Investors,” April 2, 2024.

[17] Apollo Global Management, “Apollo Launches New Product Platform for Global Wealth Markets,” May 2, 2023.

[18] Brookfield Oaktree Wealth Splutions, “Brookfield Oaktree Wealth Solutions Expands Private Wealth Offerings Through Launch of UCI PART2 Platform,” April 29, 2024.

[19] Loyens & Loeff, “Real Estate Investment Funds in Luxembourg.”

[20] “Retailisation of Private Assets: The Luxembourg Part 2 Fund,” *Private Equity Insight/Out*, December 2022.

図表 6　米 PE ファームによる海外個人投資家向けファンド・プラットフォーム概要

運用会社名	概要
アポロ・グローバル・マネジメント	2023 年 5 月 2 日に UCI 法パートⅡファンドのプラットフォーム立ち上げを発表。EMEA・アジア・中南米の富裕層投資家に、同社の包括的なオルタナティブ投資ソリューションを提供することを目指す。当該プラットフォームは、傘下に販売国別／投資戦略別のオープンエンド・ファンドを多数追加する予定であり、ローンチ時点では米国プライベート・デットに投資を行う戦略を含む 2 戦略を採用。今後、順次戦略を追加する方針。
ブルックフィールド・オークツリー・ウェルス・ソリューションズ	2024 年 4 月 29 日に UCI 法パートⅡファンドのプラットフォーム立ち上げを発表。EMEA・アジア・中南米のファイナンシャル・アドバイザー（FA）及びその顧客である富裕層投資家に、同社のオルタナティブソリューションを提供することを目指す。当該プラットフォームは、デューデリジェンス及びオンボーディングプロセスの簡素化により、FA が効率的に新商品を顧客に提供できるようになることを目指す。ローンチ時点ではインフラ投資戦略を採用。今後、順次戦略を追加する方針。

（出所）各社プレスリリースより野村資本市場研究所作成

二点目は、前節で紹介した通り、UCI 法パートⅡファンドが、販売対象の投資家層に制限を加えていないことである。金融監督委員会（CSSF）は、UCI 法パートⅡファンドの個人投資家への販売にあたり、投資家に一定の洗練性を求めるため、最低投資金額として 25,000 ユーロを課している。しかし、これは SICAR・SIF 等のプロ投資家向けスキームが備える最低投資金額（100,000 ユーロ）と比較して大幅に低い水準となっている。また、ルクセンブルク国外の EU 個人投資家への販売についても、多くの国で直接、あるいは現地の規制監督下にあるフィーダー・ファンドを通じて可能であるとされる[21]。こうした特徴は、オルタナティブ投資の販路拡大を図る資産運用会社にとり、UCI 法パートⅡファンドの活用がもたらす大きなメリットであると考えられる 。

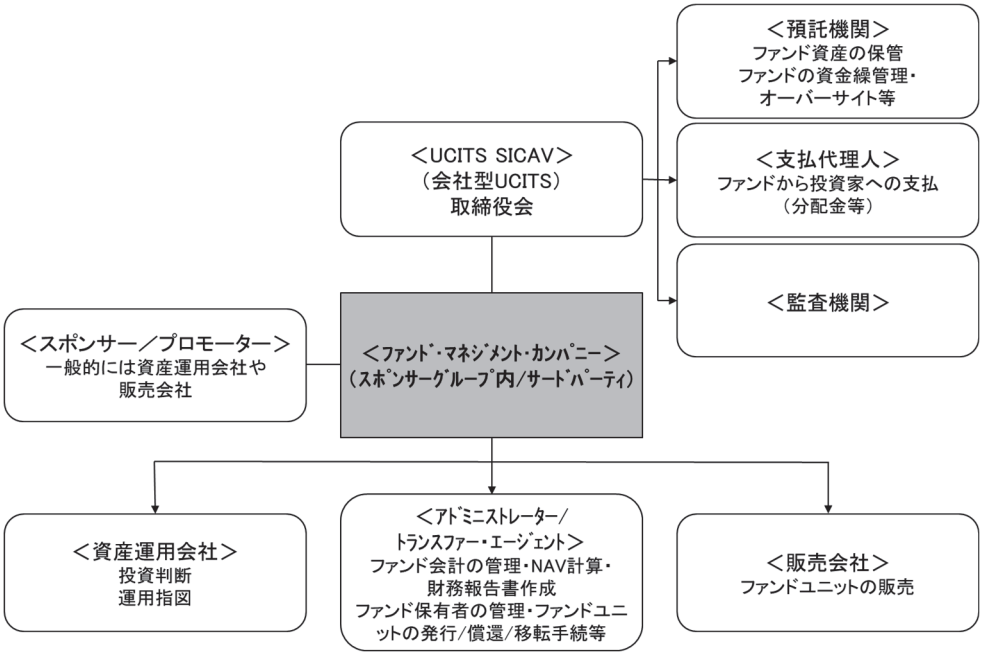
なお、一般個人投資家に販売可能な EU のファンド・スキームとして、欧州長期投資ファンド（ELTIF）が存在するものの、米国 PE ファームは UCI 法パートⅡファンドを選好しているのが現状である。これは、上記一点目で挙げたファンドのストラクチャーを巡る柔軟性の高さがもたらすメリットが、米国 PE ファームにとり大きな魅力となっていることを示唆している。ルクセンブルクが提供する制度の柔軟性が、海外運用会社の誘致を後押しする要因たり得ることを示す好例であると言えよう。

Ⅳ　海外運用会社のルクセンブルク進出を後押しするファンド・マネジメント・カンパニーの枠組み

ルクセンブルクのファンド・センターとしての特徴は、運用以外のサービスを提供する拠点となっていることにも求められる。同国は特に、①ファンドの運営管理業務、②ミドル・バックオフィス業務、③資産管理（カストディ）業務を巡るサービス提供に強みを有している。他方で、ファンドの付加価値の相応部分を占める運用業務は、ルクセンブルク外に拠点を持つ資産運用会社に委託されているケースが多い。こうした役割分担が可能となっている背景として、EU では、ファンドの運営管理業務を担う管理会社（ファンド・マネジメント・カンパニー）が存在しており、広く利用されていることがある（図表 7）。

[21] 前掲脚注 20 参照。AIF たる UCI 法パートⅡファンドをルクセンブルク国外の EU 諸国の一般的な個人投資家向けに販売する際、EU パスポートに依拠することができないため、AIFMD 第 43 条に基づき、販売先各国の規制要件を満たす必要がある。

図表 7　ルクセンブルク籍ファンドを取り巻くプレーヤー（イメージ図）



（注）　会社型UCITSにおいて、ファンド・マネジメント・カンパニーが設置されるケースを表示。
（出所）野村資本市場研究所作成

ファンド・マネジメント・カンパニーは、主にファンドの運営管理全般を担う。同時に、投資判断等の運用業務を資産運用会社に、ミドル・バックオフィス業務をアドミニストレーター及びトランスファー・エージェントに委託する。

ファンド・マネジメント・カンパニーのサービスを提供する事業者は、顧客である資産運用会社等が自社グループ内のファンド・マネジメント・カンパニーを利用するケースを除き、特定の大手金融機関グループに属さない独立系の事業者（サードパーティ）が中心となっている（図表 8）。これらの事業者は、資産運用会社等のニーズに応じて、ファンド・マネジメント・カンパニーがアドミニストレーターやトランスファー・エージェントに委託するミドル・バックオフィス業務等も包括的に提供している。また、こうしたサービスは、ファンド・マネジメント・カンパニーのブランドを表に出さないホワイトラベル形式で提供される。

大手金融機関グループに所属するファンド・マネジメント・カンパニー事業者が、自社グループ外の顧客に対してファンド・マネジメント・カンパニーとしてのサービスを提供するケースも存在する。例えば、UBS グループに属する UBS ファンド・マネジメントのソリューションは、UBS グループ外の資産運用会社やアセットオーナーに対して、ファンド・マネジメント・カンパニー及びミドル・バックオフィス業務等のサービスを包括的に提供する[22]。

[22] UBS, “White Labelling Solutions,” 2024.

図表 8　ルクセンブルクにおける主なファンド・マネジメント・カンパニー

名称	事業者の国籍	管理資産残高（百万ユーロ）	UCITS 比率（%）	グループ外 AUM 比率（%）
ユニバーサル・インベストメント・ルクセンブルク S.A.	ドイツ	118,941	14	100
ハウク・アウフホイザー・ファンド・サービシズ S.A.	ドイツ	101,889	9	97
カルネ・グローバル・ファンドマネジャーズ（ルクセンブルク）S.A.	ルクセンブルク	101,280	31	100
ファンドロック・マネジメント・カンパニーS.A.	ルクセンブルク	90,876	62	100
UBS ファンド・マネジメント（ルクセンブルク）S.A.	スイス	48,980	80	23

（注）　データは 2022 年末時点。サードパーティ事業者運営のファンド・マネジメント・カンパニーのみを表示。
（出所）PwC 資料より野村資本市場研究所作成

ルクセンブルクは、ファンド・マネジメント・カンパニーのサービスを提供する事業者の一大集積地となっている。資産運用会社は、こうした事業者が提供するファンド・マネジメント・カンパニーのサービスを活用することにより、運用業務やファンドの販売をはじめとするコア業務にリソースを集中投入することができる。このメリットは、利用できるリソースが相対的に限られている新興運用会社にとり、特に重要な意味を持つと考えられる。前述した規制環境と並んで、ルクセンブルクがファンド拠点として海外運用会社に選ばれる大きな理由の一つとなっていよう。

V　日本への示唆

本稿で紹介したルクセンブルクの取り組みは、日本における資産運用立国の実現に向けて、示唆に富むものと言えよう。

ルクセンブルクがファンド・センターとして成功している背景として、①海外の運用会社の参入障壁を下げるためのファンド関連制度の柔軟性確保、②資産運用業界の潮流やニーズの制度への反映、③ミドル・バックオフィスのサービスを提供する事業者の集積が挙げられる。

翻って日本では、資産運用立国実現プランを通じて、資産運用業への国内外からの新規参入と競争の促進が図られている。この目的を実現していくにあたり、本稿で紹介したルクセンブルクの取り組みは一定の参考になると考えられる。例えば、2023 年 12 月に準備委員会が設立された資産運用フォーラム[23]について、資産運用業界の活性化に向けた規制改革等の環境整備に繋げるべく、ルクセンブルクにおける HCPF や LFF の運営体制及び取り組みが参照されることはあり得よう。

また、ミドル・バックオフィスの業務をアウトソースできる環境が整っていることは、新興／海外ファンドの誘致促進に貢献すると考えられる。この点に関して、日本政府は、資産運用業のミドル・バックオフィス業務の外部委託促進策の整備を進めている[24]。こう

[23] 金融庁「『資産運用フォーラム準備委員会』の設立について」2023 年 12 月 22 日。
[24] 金融庁「金融・資産運用特区実現パッケージ」2024 年 6 月 4 日。

した状況を受けて、日本の資産運用会社は、ファンドの運営管理業務やミドル・バックオフィス業務を自社グループ外にも提供するサービスを展開することも、検討に値するのではないだろうか。その際、ルクセンブルクにおけるファンド・マネジメント・カンパニーの事例は参考になろう。