資産運用業界の発展を支えるルクセンブルクのファンド・マネジメント・カンパニー

関田　智也

▌要　約▐

1. 欧州連合（EU）では、主要なファンド規制においてファンド・マネジメント・カンパニー（以下 FMC）の設置が義務付けられており、近年、この FMC を通じて「運用」と「運用以外」の分業が進展するというトレンドが見られている。FMC は、ファンドのミドル・バックオフィス業務を自身で提供、ないしアドミニストレーターやトランスファーエージェントといった専門事業者に委託する一方、ファンドの運用業務を資産運用会社に委託することで、「運用」と「運用以外」の分業を可能としている。
2. 欧州の大手資産運用会社では、インハウス（自社及び自社グループ）で FMC を設置・運営するケースが主流となっている。一方で近年、中小規模の資産運用会社がサードパーティの FMC を利用し、「運用」に集中する（「運用以外」の業務をアウトソースする）事例が増加している。この背景には、資産運用会社による業務効率化に向けた意識の高まりがある。
3. ルクセンブルクの有力なサードパーティ FMC 事業者にみられる共通点として、①ワンストップでサービスを提供していること、②基本的なミドル・バックオフィス業務の支援に加えて、特徴的・付加価値の高いサービス（FMC 事業者グループ内のプライベートバンク・カストディアンとの連携や、ミドル・バックオフィス業務を一元的に支援するデジタル・プラットフォーム等）を提供していること、が挙げられる。これらは、日本において欧州のサードパーティ FMC に類似するサービスを現在提供している、もしくは今後提供を検討している事業者にとり、参考になると考えられる。
4. 個別の資産運用会社における「運用」と「運用以外」の分業の促進、新興資産運用会社の参入促進、更には資産運用業界の発展・効率化にも貢献し得るサービスが日本においても広がるか、今後の展開が注目されよう。

野村資本市場研究所　関連論文等

・関田智也「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」『野村資本市場クォータリー』2024 年秋号。
・岡田功太・佐々木遼太「米国 OCIO によるアセットオーナーの運用支援」『野村資本市場クォータリー』2025 年冬号。

Ⅰ　「運用」と「運用以外」の分業を巡る動き

日本では、成長と分配の好循環を通じた経済成長及び国民の資産所得増加を目指す資産運用立国の取り組みの下、新興資産運用会社の参入促進が図られている。これを実現するための施策の一つとして、投資運用業者の参入を巡る金融商品取引法の規制緩和案が、2024 年 5 月に公布された[1]。

この法改正は、資産運用業における「運用（投資判断）」と「運用以外」の業務につき、分業を可能にするものである。当該法改正により、資産運用におけるミドル・バックオフィス業務を受託する事業者の登録制度が新たに創設され、投資運用業者が当該事業者にミドル・バックオフィス業務を委託することが可能となった。また、ミドル・バックオフィス業務を当該登録事業者に委託する場合、投資運用業の登録要件を緩和することが定められ、新興資産運用会社が参入する際の負担軽減が図られている[2]。

翻って欧州連合（EU）では、主要なファンド規制においてファンド・マネジメント・カンパニー（以下 FMC）の設置が義務付けられており[3]、近年、この FMC を通じて「運用」と「運用以外」の分業が進展するというトレンドが見られている。

FMC とは、ファンドの運営・管理を担う管理会社のことを指す。ここでいう管理会社とは、汎 EU の公募ファンド規制である UCITS 指令、及びオルタナティブ投資ファンド・マネージャー指令（AIFMD）上で Management Company として定義されており、UCITS ファンドやオルタナティブ投資ファンド（AIF）といった集団投資スキームの管理を行う事業者である。一方で、資産運用会社等、ファンドの運用を担う事業者は一般に MiFID における投資会社（Investment Firm）として認可されており、FMC とは認可区分が異なる。

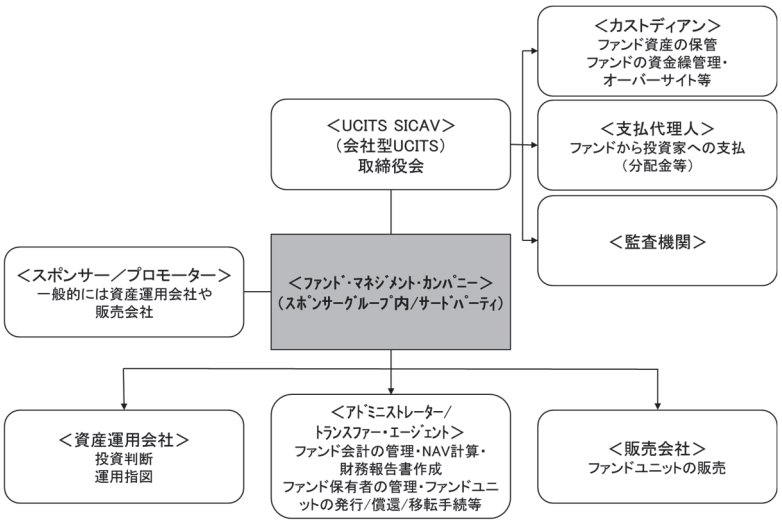
FMC は、ミドル・バックオフィス業務を自身で提供、ないしアドミニストレーターやトランスファーエージェントといった専門事業者に委託する一方、ファンドの運用業務を資産運用会社に委託することで、「運用」と「運用以外」の分業を可能としている（図表 1）。欧州の大手資産運用会社では、インハウス（自社及び自社グループ）で FMC を設置・運営するケースが主流となっている。この場合、「運用以外」の業務の一部または全部が実質的にはインハウスで行われていることになり、本質的な意味で分業が行われているとは言い難い。一方で近年、中小規模の資産運用会社がサードパーティの FMC を利用し、「運用」に集中する（「運用以外」の業務をアウトソースする）事例が増加している。一般的に、サードパーティ FMC は、複数の資産運用会社やファンドを同一エンティティ（FMC）の下で一括・横断的に管理している。UCITS ファンド及び AIF の両方を管理するサードパーティ FMC の中には、数十に上る資産運用会社のファンドを一括して管理しているものも存在する。

1　金融庁「第 213 回国会における金融庁関連法律案」。

2　なお、当該法改正では、投資運用業者がファンドの運営（企画・立案）機能の提供に専念し、様々な運用業者に実際の運用を委託できるよう、「運用（投資実行）権限の全部委託」も新たに認められている。

3　Investment Company Institute, “Market Access for Regulated Fund Managers in the United States and the European Union,” March 2017.

図表 1　ルクセンブルク籍ファンドのマネジメント・カンパニー（イメージ図）



（出所）野村資本市場研究所作成

本稿では、欧州資産運用業界において「運用」と「運用以外」の分業を促しているサードパーティ FMC サービスを提供する事業者につき、EU における FMC の国籍別シェアで最大の 30%（資産管理残高、2023 年時点）を占めているルクセンブルクで活動しているものに絞って紹介する。その上で、日本の資産運用業界への示唆を提示する。なお、本稿では、上述したEUにおけるファンドの管理会社を「FMC」、FMCサービスの運営主体を「FMC事業者」と表現する（FMC及びFMC事業者が同一エンティティとなっているケースも存在する）。

Ⅱ　存在感を高める欧州のサードパーティ FMC

現状、ルクセンブルクにおける FMC の上位（資産管理残高）は、大手資産運用会社ないし関連金融グループに所属する FMC で占められている。すなわち、欧州において、「運用」と「運用以外」の分業が一般的になっているとは必ずしも言えないのが現状である（図表 2）。

図表 2　ルクセンブルクにおける主な FMC

FMC 名称	事業者グループの国籍	資産管理残高（百万ユーロ、2023 年末時点）
JP モルガン・アセットマネジメント（ヨーロッパ）	米国	438,923
DWS インベストメント	ドイツ	321,119
アムンディ・ルクセンブルク	フランス	260,530
UBS ファンド・マネジメント（ルクセンブルク）	スイス	181,702
ブラックロック（ルクセンブルク）	米国	161,286

（出所）PwC, “Observatory for Management Companies: 2024 Barometer”より野村資本市場研究所作成

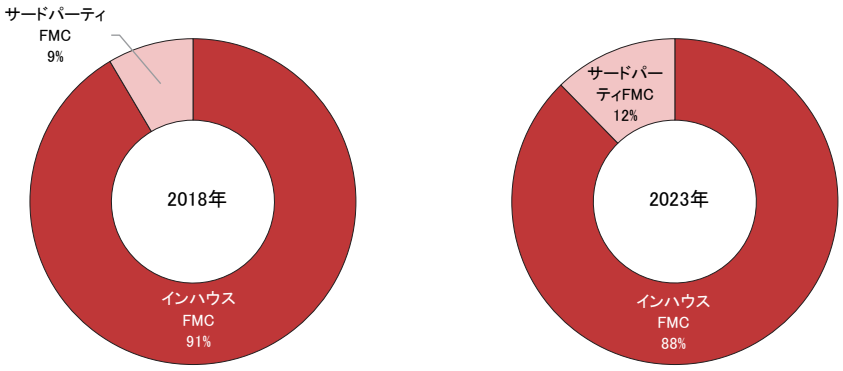
一方で、近年のトレンドとして、主に中小規模の資産運用会社によるサードパーティ FMC の利用が増加している。実際、EU における二大ファンド・センターであるルクセンブルク及びアイルランド籍の FMC が管理しているファンド資産のうち、サードパーティ FMC の資産管理残高の比率は緩やかに増加している（図表 3）。

サードパーティ FMC の利用、及び「運用以外」の業務のアウトソースが増加している背景として、資産運用業界が恒常的なコスト圧力（主に、資産運用会社が提供するファンドに対する手数料引き下げ圧力）にさらされていることにより、資産運用会社による業務効率化に向けた意識が高まっていることが指摘されている。また、ファンドのレポーティング、コンプライアンス、モニタリング等を巡る規制が複雑化しており、これらの分野の効率性改善が資産運用会社に志向されていることも、サードパーティ FMC の利用に繋がっている可能性があるとされる[4]。

大手サードパーティ FMC 事業者であるカルネ・グループ（第 5 章で詳述）がグローバルで活動する資産運用会社向けに実施したサーベイによれば、現在インハウスの FMC を利用している資産運用会社のうち 20%程度は、今後 2 年以内の期間において、サードパーティ FMC に「運用以外」の業務を完全にアウトソースすることを計画しているという[5]。資産運用業界における分業の進展は、今後も続くことが示唆されていると言えよう。

ルクセンブルクの主要なサードパーティ FMC は、主にグローバル大手金融グループに所属しない事業者により運営されている（図表 4）。これらの事業者は、顧客である資産運用会社に対してワンストップのサービスを提供している点で、概ね共通している。すなわち、ルクセンブルクの主要なサードパーティ FMC は、自社及び外部事業者への業務委託（再委託）を通じて、「運用以外」の幅広い業務を支援している[6]。また、これらの FMC サービスを提供する FMC 事業者は、それぞれ特徴的なビジネスモデルを有しており、資産運用会社に対して固有の付加価値を提供している。

図表 3　欧州籍ファンド資産残高におけるサードパーティ FMC のシェア



（注）　ルクセンブルク及びアイルランド籍のファンドを集計している。
（出所）Carne, “Supermodel: The great evolution in asset management”より野村資本市場研究所作成

4　Carne, “Supermodel: The great evolution in asset management,” January 30, 2025.
5　前掲脚注 4 参照。
6　一部の FMC 事業者（後述の UI 含む）は、運用、すなわち投資判断に係るサービスも提供している。

図表 4　ルクセンブルクにおける主なサードパーティ FMC

FMC 名称	事業者グループの国籍	資産管理残高（百万ユーロ、2023 年末時点）	サードパーティ受託比率（%）
ユニバーサル・インベストメント・ルクセンブルク	ドイツ	136,388	100
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）	アイルランド	117,932	100
ハウク＆アウフホイザー・ファンド・サービシズ	ドイツ	104,420	98
ファンドロック・マネジメント・カンパニー	バミューダ諸島	103,790	100
ウェイストーン・マネジメント・カンパニー（ルクセンブルク）	アイルランド	51,824	100
UBS・ファンド・マネジメント（ルクセンブルク）	スイス	46,972	26

（出所）PwC, “Observatory for Management Companies: 2024 Barometer”より野村資本市場研究所作成

次章からは、ルクセンブルクの主要なサードパーティ FMC 事業者であるユニバーサル・インベストメント・グループ（UI）、ハウク＆アウフホイザー・ファンド・サービシズ（HAFS）、カルネ・グループ（カルネ）の 3 社につき、それぞれ詳述する。

Ⅲ 資産運用会社のマーケティング支援に強みを持つ UI

１．ルクセンブルク最大のサードパーティ FMC 事業者

UI は、1968 年にドイツの複数のプライベートバンクによる共同出資で設立された FMC 事業者である。UI は、ドイツ（本社はフランクフルト）、ルクセンブルク、アイルランドを含む 7 ヵ国で 8 拠点を構えており、ドイツ、ルクセンブルク、アイルランドには、それぞれの国の規制当局の認可を受けた FMC を有している。UI グループ全体の従業員数は 1,800 名を上回っており、ファンドの資産管理残高はドイツ及びルクセンブルクを中心に計 1.2 兆ユーロを誇っている（いずれも 2025 年 1 月時点）[7]。

UI は、サードパーティ FMC 事業者として、資産運用会社にミドル・バックオフィス業務を中心とした幅広いサービスを提供している（図表 5）。また、UI は、マスターKVG というドイツの制度を活用して、同国のアセットオーナー（保険会社、年金基金等の機関投資家）の資産運用を支援している（後述）。

図表 5　ユニバーサル・インベストメントの主なサービス

資産運用会社向け	ドイツ、ルクセンブルク、アイルランド籍のファンド設定支援
	ファンド計理全般（NAV 算出等）
	フロントオフィス・インフラの提供（ポートフォリオ管理ツールを SaaS 形式で提供）
	トレーディングの照合支援、OTC デリバティブ取引時の担保管理支援等
	レポーティング支援（規制当局／顧客向け）
	販売・マーケティング支援（世界各国のファンド販売登録サポート、投資家向けウェビナーの実施支援等）
アセットオーナー向け	アセットオーナーの資産運用全般を支援。運用については、外部資産運用会社への運用委託に加え、一部の戦略についてはインハウス運用も提供

（出所）Universal Investment, “INSIDE Universal Investment: The stage is set”より野村資本市場研究所作成

[7] Universal Investment, “Celebrating 25 years in Luxembourg, Universal Investment is the largest Third-Party ManCo,” April 7, 2025.

本稿執筆時点における UI の主要株主は、英プライベート・エクイティ（PE）ファンドのモンタギュー、及びカナダ年金制度投資委員会（CPPIB）となっている。UI は、こうした株主構造により、特定の金融グループからの中立性を確保しており、この中立性は顧客にとりメリットになっていると主張している。例えば、UI の FMC サービスの顧客たる資産運用会社は、利用するカストディアンを選択するプロセスに関与することができる。UI は、競合他社の FMC 事業者が、顧客に対してこうした自由（カストディアン選択の自由）を認めるケースは少ないと述べている[8]。

UI は、2023 年末時点においてルクセンブルク最大のサードパーティ FMC 事業者であり、持続的な高成長を実現してきた。UI の主要株主であるモンタギューによれば、UI の収益は長期に亘って年率 10%以上の成長を続けている[9]。2022 年に UI への出資を決めた CPPIB も、UI の高成長を評価したことが、同社への出資に繋がったと述べている[10]。

２．資産運用会社に対してマーケティング支援を行う UI

UI の FMC 事業者としての大きな特徴は、資産運用会社に対するマーケティング支援サービスの手厚さにある。マーケティング支援サービスの具体例として、ファンドローンチ時のプレスリリース作成、ウェビナー、ロードショー、イベント等を通じたファンド紹介サポート、インタビュー記事の作成・公開等が挙げられる[11]。

加えて、UI は、2020 年に CAPinside を買収したことを契機に、資産運用会社に対してドイツの BtoB オンライン・ファンド・プラットフォームへのアクセス提供を開始している。CAPinside は、資産運用会社とドイツ語圏の金融仲介事業者（主に IFA）をマッチングするオンライン・プラットフォームであり、約 2 万人のユーザーが登録され、毎月およそ 20 万回のユーザー・インタラクションがある。同プラットフォーム上では、3 万本以上の登録ファンドを、30 種類以上のフィルターを利用しながら比較・検討することができる[12]。CAPinside へのアクセスは、ドイツ市場への参入を図る資産運用会社にとり、有益なサービスであると言えよう。

さらに、UI は、同社の FMC サービスを利用する資産運用会社のファンドのうち、基準を満たすファンドにつき、ドイツのアセットオーナーへ紹介している。UI は、マスターKVG というドイツの仕組みに則り、同国のアセットオーナー向けに、ドイツ国内法における FMC に相当する KVG（Kapitalverwaltungsgesellschaft、資産管理会社を意味する）サービスを提供している。マスターKVG は、資産運用会社の分業や業務効率化を支援する一般的なサードパーティ FMC と異なり、アセットオーナーに対する資産運用支援（業

8 Universal Investment, “INSIDE Universal Investment: The stage is set,” February 2023.
9 Montagu, “Universal Investment.”
10 Universal Investment, “Universal Investment secures significant investment from CPP Investments and continues partnership with Montagu,” September 8, 2022.
11 前掲脚注 8 参照。
12 Aktia, “UI-Aktia funds available to private wealth investors in Germany through CAPinside,” April 14, 2021.

務効率化を含む）を目的とした仕組みであり、UI はその一環として、マスターKVG が管理するファンドの外部委託先を評価・選定するゲートキーパーとしての役割も果たしている。UI はゲートキーパーとして、同社の FMC サービスを利用する資産運用会社のファンドにつき、マスターKVG サービスを利用するアセットオーナーに紹介しているというわけである。UI は、アセットオーナーへ紹介するファンドの選定基準につき、「ユニークな投資ストーリーと良好なトラックレコード」を持つファンドであると述べている[13]。

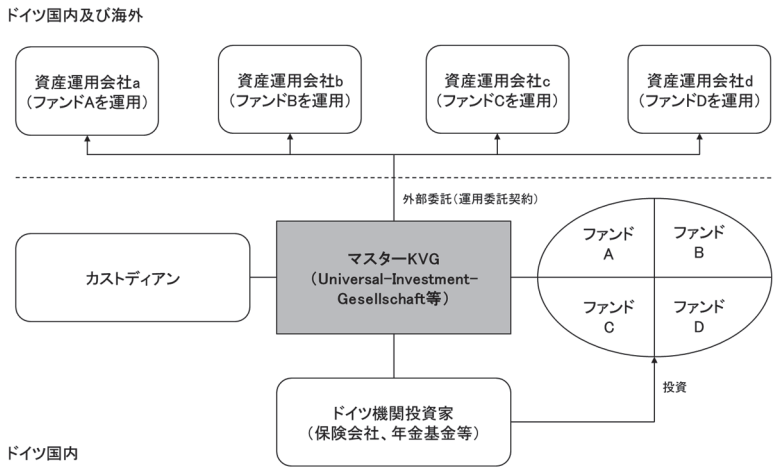
３．ドイツ資産運用業界の発展に貢献するマスターKVG

マスターKVG とは、ドイツのアセットオーナー（保険会社、年金基金等の機関投資家）の資産運用を支援するために考案された仕組みであり、一般的には、複数の私募ファンド（Spezialfonds、以下スペシャルファンド）への投資を実行・管理している（図表 6）。

ドイツの保険会社や年金基金といったアセットオーナーは、資産運用の一環として、スペシャルファンドに投資している。アセットオーナーはスペシャルファンドに直接投資を行うこともできるものの、KVG を経由することによって、規制当局へのレポーティングやファンドのリスク管理を KVG にアウトソースし、これを効率化するメリットを得られることなどから、KVG はドイツのアセットオーナーに活用されてきた。

2003 年以前において、KVG は、ファンドの運用責任を自らが負うことを法律上求められており、KVG が運用を外部に委託することは原則として認められていなかった。つまり、従来、ドイツの資産運用会社は個々に KVG としての認可を得た上で運営されており、ドイツのアセットオーナーが複数の資産運用会社のファンドに投資する場合、別々の KVG と取引を行う必要があった。これは、上述したレポーティングやリスク管理が KVG 毎（資産運用会社毎）に別々に行われることを意味しており、非効率的であった。

図表 6　マスターKVG のストラクチャー（イメージ図）



（出所）野村資本市場研究所作成

[13] 前掲脚注 8 参照。

こうした状況が変化する契機となったのが、2003 年に行われたドイツの法改正である。当該法改正により KVG による運用の外部委託が認められ（複数の委託先への委託も可）、マスターKVG の仕組みが利用可能となった[14]。ドイツのアセットオーナーは、複数の資産運用会社に跨るスペシャルファンド群のレポーティングやリスク管理の一元化により、さらなる業務効率化を実現することができるようになったわけである。このような利便性を背景に、マスターKVG の資産管理残高は、同制度の導入以降、拡大してきた。2021 年 6 月末時点において、スペシャルファンド市場の残高 2.1 兆ユーロのうちおよそ 7 割が、マスターKVG に管理されているという[15]。

マスターKVG は、ドイツのアセットオーナーへのアクセスを図るドイツ国外の資産運用会社にとっても、メリットがある制度である。ドイツ国外の資産運用会社は、マスターKVG の運用委託先となることで、ドイツ国内で自ら KVG を設立することなく、スペシャルファンドの運用を受託することができる[16]。これは、規制負担等の大幅な軽減を通じて、海外資産運用会社のドイツ市場参入を促すことに繋がったと考えられている。実際、マスターKVG が主要投資対象とするスペシャルファンド市場の残高 2.1 兆ユーロのうち、およそ 5,000 億ユーロが、米国・英国等を拠点とする資産運用会社に委託されているという（いずれも 2021 年 6 月末時点）[17]。

UI は、以上に概説したマスターKVG 市場の主要プレーヤーとなっており、ドイツのアセットオーナーへのアクセスを有している。この点は、ドイツ進出を図る資産運用会社を支援する FMC 事業者としての UI の強みの一つになっていると推察される。同時に、UI が FMC 事業者として新興資産運用会社やドイツ未進出の海外資産運用会社のサポートを行っていることは、ゲートキーパーとしてのソーシング能力の向上を通じて、同社のマスターKVG サービスの競争力向上に貢献していると考えられよう。

なお、UI は 2023 年 9 月、OCIO（Outsourced Chief Investment Officer[18]）等のサービスを提供する資産運用会社の立ち上げを発表した[19]。UI は、当該資産運用会社を通じて、従来以上にアセットオーナーとの接点を増やそうとしていることが推察される。UI の特徴であり、大きな強みでもあるアセットオーナーへのアクセスのさらなる拡大に繋がり得る動きとして、注目に値しよう。

---

[14] Norton Rose Fulbright, “Entering the German investment market as a non-German asset manager,” October 13, 2014.

[15] German Investment Fund Association, “THE GERMAN MARKET FOR SPEZIALFONDS AT A GLANCE,” September 2021.

[16] ドイツにおける AIFMD に相当する KAGB は、スペシャルファンドを運用する資産運用会社に対して、AIF-KVG としてのライセンス取得、もしくはライセンス取得済の KVG との連携（マスターKVG の利用）を義務付けている。前掲脚注 14 参照。

[17] 前掲脚注 15 参照。

[18] OCIO の詳細については、岡田功太・佐々木遼太「米国 OCIO によるアセットオーナーの運用支援」『野村資本市場クォータリー』2025 年冬号、を参照のこと。

[19] Universal Investment, “Universal Investment launches joint venture with Alumia,” September 27, 2023.

Ⅳ グループ内銀行と連携して資産運用会社を支援する HAFS

１．200 年以上の歴史を有するプライベートバンクを擁する HAL

ハウク・アウフホイザー・ランペ（HAL）は、ドイツのプライベートバンクであるハウク・アウフホイザー・ランペ・プライベートバンク（HALPB）を中心とする金融グループである。HALPB の前身であるハウク・アウフホイザー・プライベートバンクは、フランクフルトのゲオルク・ハウク＆ゾーン・バンキエ（1796 年創業）及びミュンヘンのバンクハウス・H・アウフホイザー（1870 年創業）の合併により、1998 年に設立された。その後、同社は 2020 年に別のドイツプライベートバンクであるバンクハウス・ランペを買収したことにより、現在の形（HAL）となっている[20]。

HALPB は資産管理銀行（カストディアン）として、ファンドの受託資産の管理に係る各種サービス（カストディ・サービス）を提供している。加えて HALPB は、HAL グループ内の FMC 事業者であるハウク＆アウフホイザー・ファンド・サービシズ（HAFS）と連携して、資産運用会社に向けた総合的な（カストディ・サービスを含めた）FMC サービスをドイツ及びルクセンブルクで展開している。HAL は、これらのサービスをまとめて資産管理サービスと呼称している[21]。なお、HALPB は、HAL グループ外の FMC 事業者に対しても、カストディ・サービスを提供している。前章で紹介した UI も、30 社以上に上る提携カストディアンの 1 社として、HALPB を利用している。

HAL は、上述した資産管理サービスに加えて、プライベート＆コーポレート・バンキング、インベストメント・バンキング、アセットマネジメントの 4 つのビジネスラインを有している。この中で特に HAL が注力しているのは資産管理サービス及びプライベート＆コーポレート・バンキングであり、前者では、ドイツにおいてファンドの受託資産残高第 10 位のカストディアン（HALPB）となっている他、ルクセンブルクにおいては資産管理残高で第 3 位のサードパーティ FMC 事業者（HAFS）となっている。後者では、ドイツのプライベートバンキングにおいてトップ 10 に入る事業者（HALPB）となっている[22]。

２．HALPB との連携を強みとする HAFS

前節で紹介した通り、HAFS は、ルクセンブルクにおける大手サードパーティ FMC 事業者である。同社の資産管理残高は、2024 年末時点で 1,100 億ユーロを上回っている。HAFS は、同社の完全子会社であり、ミドル・バックオフィス業務の実務を担うハウク＆アウフホイザー・アドミニストレーション・サービス（HAAS）及びグループ内銀行の HALPB と連携して、FMC サービスをワンストップで提供している（図表 7）。

---

[20] Hauck Aufhäuser Lampe, “Stories from History.”

[21] HAL はアイルランドにおいて、カストディ・サービスを提供していないものの、FMC 事業者としてのサービスは提供している。

[22] Fitch Rating, “Hauck Aufhaeuser Lampe Privatbank AG – Update,” May 17, 2024.

図表 7　ハウク＆アウフホイザー・ファンド・サービシズの主なサービス

ファンド設定支援	法務面のアドバイスやドキュメンテーション支援等
ファンド販売支援	販売登録支援、ファンド・プラットフォームへの登録支援等
ファンド資産管理支援	ファンド計理業務、証券／為替関連データ等の管理、非流動性／非上場資産の評価等
リスク管理支援	各種リスク指標の算出・報告、カウンターパーティ・流動性・集中リスクの監視等
レポーティング支援	ファクトシート作成、メディアへのファンド基準価額の掲載支援等
販売オペレーション支援	ファンド販売会社への報酬支払のオペレーション支援等

（出所）HAL ウェブサイトより野村資本市場研究所作成

HAFS の FMC 事業者としての強みは、HALPB が提供するサービスとの連携にあると考えられる。具体的に、プライベートバンキング及びカストディ・サービスとの連携である。

前者について、HAFS は、HALPB のプライベート・バンキング・サービス顧客の資産運用ニーズを実現するためのファンド組成・管理を請け負っている。これにより、HALPB の富裕層顧客に対してワンストップ、かつきめ細かい資産運用サービスを提供することが可能となっている。

後者、すなわちカストディ・サービスとの連携は、HAFS を利用する資産運用会社にとって大きな魅力になっていると見られる。カストディアンとしての HALPB と FMC 事業者としての HAFS は緊密な関係を維持しており、HALPB は HAFS が抱える顧客毎に専用の担当者を配置するなど、両者のスムーズな連携を促す体制が敷かれている。また、HALPB はドイツにおいて、不動産やインフラといったリアルアセット分野のファンド資産受託で高い競争力を有しており（図表 8）、同分野のファンド立ち上げを検討する資産運用会社に対して、ワンストップかつ質の高いサービスを提供することができる。

なお、前章で紹介した通り、UI は顧客がカストディアン選択の柔軟性を確保できることをメリットとして挙げているが、HALPB 及び HAFS は、カストディアンと FMC の間の緊密な連携をメリットとして提示している。この点に、UI と HAFS の FMC 事業者としての特徴の違いが表れていると言えよう。

図表 8　ドイツのカストディアンのファンド資産受託残高ランキング（2024 年末時点）

カストディアン名称	全体	うちリアルアセット・ファンド
BNP パリバ	694,312	35,786
ステートストリート	382,234	22,132
DZ 銀行	369,926	84,225
HSBC	317,361	0
デカバンク	252,282	51,172
JP モルガン	247,089	0
バーデン＝ヴュルテンベルク州立銀行	194,104	0
カセイス・バンク	98,586	74,018
バンク・オブ・ニューヨーク・メロン	95,644	4,072
ハウク・アウフホイザー・ランペ・プライベートバンク	84,571	50,675

（注）　表中数値の単位は 100 万ユーロ。

（出所）German Investment Fund Association, “Depositary statistics as at 31.12.2024”より野村資本市場研究所作成

ミュンヘン再保険の資産運用部門である MEAG が 2022 年 10 月、同社のルクセンブルク籍ファンドの管理業務を HAFS へ委託することを決定したことは、上述した HAFS の強みを裏付けている[23]。MEAG はルクセンブルク籍ファンドの FMC を HAFS へアウトソースするとともに、ファンド資産を HALPB へ移管し、さらには HAFS と連携して、リアルアセットへ投資するファンド群を新たに立ち上げた。リアルアセット・ファンドのカストディアンとしての競争力を有する HALPB、及び HALPB とのシームレスな連携を可能とする HAFS が、顧客である資産運用会社に対して、FMC とカストディアンの間のスムーズな連携やリアルアセット・ファンドを巡る専門知識等、業務効率化に留まらない付加価値を提供できていることが示唆されていると言えよう。

HAL を巡る直近の動きとして、ABN アムロが 2024 年 5 月、HAL の買収を発表したことが挙げられる[24]。本件買収には、ルクセンブルク及びアイルランドの FMC 事業は含まれていない。HAL の株主であった中国の民営投資会社（復星国際）が、当該 FMC 事業の将来性を評価し、手放さなかったためである。当該買収により、本章で述べた HAL の資産管理サービスのうち、HALPB が提供していたプライベートバンキング及びカストディ・サービスと、HAFS が提供していた FMC サービスは、今後それぞれ異なる株主の下で運営されることになる。ABN アムロ、及び FMC 事業の株主である復星国際は本件買収にあたり、今後も資産管理サービスを巡る HAL グループ内の連携を維持することを定める協定を締結しているものの、本件買収を受け、上述したサービス間のシームレスな連携が今後も維持されるのか、注目される。

V DX による資産運用会社の業務効率化を支援するカルネ

１．カルネの概要と創業の背景

カルネは、2004 年にアイルランドで創業された金融サービス事業者であり、主に資産運用会社に対して「運用以外」の業務支援サービスを提供している。カルネは、FMC サービスの各構成要素（ミドル・バックオフィス業務）について、基本的に外部の事業者にアウトソースしている。その上でカルネ自身は、デジタル・プラットフォームの提供を通じたミドルオフィスの業務効率化や、ファンドをローンチする際のプロジェクト・マネジメント支援、ファンド法務のコンサルティングといったサービスを提供している。

カルネは創業時点において従業員 5 名のスタートアップ企業であったが、2024 年 12 月時点では世界 12 ヵ所のオフィスに 700 名以上の従業員を擁する規模にまで成長している。カルネにおけるルクセンブルクの FMC であるカルネ・グローバル・ファンドマネージャーズ（ルクセンブルク）は、同国のサードパーティ FMC で第 2 位（資産管理残高）の規模を誇っている。

[23] Hauck Aufhäuser Lampe, “Hauck Aufhäuser Lampe wird Serviceprovider der MEAG in Luxemburg,” October 17,2022.
[24] ABN AMRO, “ABN AMRO announces the acquisition of Hauck Aufhäuser Lampe,” May 28, 2024.

カルネ創業者のジョン・ドノホー氏は、ドイチェ・アセットマネジメント（現 DWS）を経てドイツ銀行の資産管理サービス部門に所属し、そこでヨーロッパ、アジア及びオフショア管轄地域のファンドに対する資産管理サービス業務を経験した後、資産運用会社に対してファンド計理やコンプライアンス対応等に関する実務的な見地からのコンサルティングを行うべく、カルネを立ち上げた[25]。

カルネは創業以降数年間に亘り、資産運用会社に対するコンサルティング事業を中心に手掛けており、UCITS指令への対応を巡るアドバイス等を提供していた。その後、カルネは2007年にUCITSファンド、2013年にAIFのFMCをそれぞれ立ち上げ、以降はFMC事業者としても資産運用会社の業務支援を行っている。

ドノホー氏は、カルネ創業直後に求めていた人材像について、「資産運用業界で昇進を重ねることを通じて、顧客が抱える課題の本質を理解するだけでなく、課題の全体像を把握することができる人物」と説明していた。こうした人材を採用することにより、カルネは「顧客が直面している様々な課題の解決を支援し、業務効率化を実現できる」と主張していた。こうしたカルネの企業コンセプトは現在に至るまで受け継がれており、複雑かつ細分化された資産運用業界において、「シンプルさを通じた統合（Unity through simplicity）」を実現することが同社のスローガンとして掲げられている。

２．資産運用会社の業務効率化を支援するキュレーター

カルネが提供している特徴的なサービスの一つとして、レポーティングやコンプライアンス、リスク管理等を含むファンドのミドル・バックオフィス業務を一元的に支援するデジタル・プラットフォーム「キュレーター」が挙げられる。

キュレーターは、カルネのFMCを利用する資産運用会社の他、インハウスのFMCを利用する資産運用会社に対しても提供されており、ミドルオフィス関連を中心とした6分野についてデジタル主導の業務支援を提供する（図表 9）。ファンドに関連する幅広いデータをデジタルに一元管理することで資産運用会社の業務効率化に貢献しており、前節で紹介した「シンプルさを通じた統合」という同社のスローガンに合致するサービスであると言える。2025年1月現在、キュレーターを利用しているファンドの運用資産残高は2兆ドルを上回っている。

2022年3月、グローバルに資産運用関連ソリューションを提供するラッセル・インベストメンツは、アイルランド籍の 11 のアンブレラファンド（76 のサブファンド、運用資産総額325億ドル）について、FMCをカルネへ移管することを発表した[26]。ラッセル・インベストメンツは、カルネへの FMC 移管を決定した二大要因として、キュレーターの存在及びカルネが有する規制関連の専門知識を挙げた。ラッセル・インベストメンツのEMEA責任者（当時）のジョー・リニャレス氏は、当該決定により、同社の商品を効率的に管理

[25] “Carne Global Financial Services: Consulting should pay for itself,” *the hedge fund journal*, April 2007.
[26] “Carne Group and Russell Investments form strategic partnership,” *funds europe*, March 21, 2022.

図表 9　カルネ「キュレーター」の主なサービス

データ・キュレーション	各ファンドの契約書類や各種情報（ファンドのストラクチャーやステータス、目標、販売仲介事業者等）を一括管理
データ分析	ファンドの各種データ（NAV、ポートフォリオ、各種経費、ガイドライン関連指標等）を自動的に収集し、モニタリング及びレポーティングを容易に行えるような形式で表示。リスク指標を指定することで、当該指標の異常値をフラグ付けする等の機能も提供
オーバーサイト	「チェックリスト・ライブラリ」により、ファンド横断で様々な KPI のスコアリングを迅速に行うことが可能
デューデリジェンス	ファンドのデューデリジェンスを巡るアンケートにつき、テンプレート・ライブラリ及びキュレーターに保管されているデータを活用することで、様々な質問への回答を自動入力することが可能。アンケートへの回答の編集・承認といったプロセスをプラットフォーム上で一括管理
レポーティング	ファンドを巡るあらゆるデータが一元保存されているため、迅速なレポート作成が可能。レポート化したあらゆる情報につき、データソースを追跡可能
グローバル販売支援	世界各国におけるファンド登録支援（規制当局とのコミュニケーションやドキュメンテーション支援等）

（出所）カルネウェブサイトより野村資本市場研究所作成

できるようになるとともに、新商品を顧客に対して迅速に届けることが可能になるとコメントした。また同氏は、キュレーターを利用することで、ファンドの透明性が向上し、これが投資家（顧客）保護の強化にも繋がるとの見方を示した。

なお、カルネは 2022 年に、アセットオーナーと資産運用会社との間の情報共有や取引を促進するデジタル・プラットフォームを運営するアセット・マネジメント・エクスチェンジ（AMX）を、ウィリス・タワーズワトソン（WTW）から買収した[27]。本件買収には、カルネのデジタル・プラットフォームのサービス内容及び対象顧客を拡大することで、アセットオーナーとの接点を作り、拡大する狙いがあると考えられる。第 3 章で紹介した UI の事例と同様、FMC 事業者が最終受益者たるアセットオーナーへのアプローチを強めている事例であると言えよう。

VI 日本への示唆

ルクセンブルクの有力なサードパーティ FMC 事業者にみられる共通点として、①ワンストップでサービスを提供していること、②基本的なミドル・バックオフィス業務の支援に加えて、特徴的・付加価値の高いサービスを提供していること、が挙げられる。これらは、日本において欧州のサードパーティ FMC に類似するサービスを現在提供している、もしくは今後提供を検討している事業者にとり、参考になると考えられる。

①については、事業者／事業者グループ内外に関わらず、ミドル・バックオフィス関連サービスやカストディ・サービスを提供する主体間のシームレスな連携を実現できるか否かが鍵となり得ることを示唆していると言えよう。その上で、各サービス主体間がオープン・アーキテクチャの構造を取るべきか（UI の例）、事業者グループ内での連携を重視すべきか（HAFS 及び HALPB の例）、判断の分かれるところとなろう。

[27] WTW, “WTW signs agreement with Carne Group to drive innovation in the asset management industry,” January 25, 2022.

また、②について、ドイツにおけるプライベートバンキング及びリアルアセットのカストディ・サービスに強みを持つ HALPB と連携する HAFS や、幅広いミドル・バックオフィス業務を一元的に支援するデジタル・プラットフォームを提供するカルネの事例は、他の事業者との差別化のモデルを提示しているものと言えよう。

個別の資産運用会社における「運用」と「運用以外」の分業の促進、新興資産運用会社の参入促進、更には資産運用業界の発展・効率化にも貢献し得るサービスが日本においても広がるか、今後の展開が注目されよう。