

公表された欧州投資信託市場に関するグリーン・ペーパー

林 宏美

要 約

1. 欧州委員会は 2005 年 7 月 14 日、欧州投資信託市場に関するグリーン・ペーパーを公表した。同ペーパーは、1 つの EU 加盟国で認可を受ければ、欧州域内市場全域で販売が可能とされている投資信託（UCITS）に焦点をあてている。欧州委員会は現段階では UCITS 体制の抜本的な変更は行わず、現行の体制を機能しやすくすることで、投信市場がさらに発展するための環境を整備する方針にたっている。
2. 2004 年末の UCITS ファンド数は 2 万 8,830 本、投資信託全体に占める UCITS ファンドのシェアは 70%を超えるまでに発展しているが、クロス・ボーダーで販売されている UCITS ファンドは 2003 年末現在 16.1%にとどまっている現実がある。
3. グリーン・ペーパーは、1) 短期的な優先事項、2) 中期的な現行体制の機能円滑化、3) 長期的な課題の 3 項目に分かれている。長期的な課題としては、ファンドの効率的なコスト構造の追求や投資者保護の維持といった点が掲げられている。

I. 公表された欧州投資信託市場に関するグリーン・ペーパー

欧州委員会は 2005 年 7 月 14 日、欧州投資信託市場に関するグリーン・ペーパーを公表した¹。このグリーン・ペーパーは、1 つの EU 加盟国で認可を受ければ、欧州域内市場全域での販売が可能とされている投資信託（Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities、UCITS）に焦点をあてている。

UCITS と呼ばれるこうしたファンドの出現は、1985 年に採択された UCITS 指令まで遡る。今回のグリーン・ペーパーは、一連の UCITS 指令が欧州投資信託の単一市場構築

にどれほど寄与しているのかを評価し、欧州投資信託市場がさらなる発展を遂げるためにすべき環境整備は何かを整理し、そのたたき台とすることを目的としている²。

II. 欧州投資信託市場の概況

2004 年末の UCITS ファンド数は 2 万 8,830 本、その預かり資産残高は 4 兆 1,000 億ユーロ程度に達しており、欧州投資信託市場において UCITS ファンドは 70%強のシェアを占めるまでに至っている。また、実際にクロス・ボーダーで販売されている UCITS ファンドの本数も最近 5 年間で倍以上に増加しており、欧州投資信託の単一市場化は、UCITS 指令に基づくファンドの導入で一定の成果を

上げている、ということが言える。

もっとも、クロス・ボーダーでの販売が期待されている UCITS ファンドのうち、実際に国外で販売されているファンド数が相対的に少ない点を見逃してはならない。というのも、UCITS 市場に占めるクロス・ボーダー・ファンドのシェアは 2003 年末で 16.1%にとどまっており、UCITS の大部分は国内向けファンドだからである。

その背景には、加盟国間における法規制や税制の違い³などに加えて、大部分の EU 加盟国においては、国内の大手銀行がファンド販売チャネルの中核を担っていること、国内向けファンドに比べてクロス・ボーダー・ファンドでは、運用会社が販売会社に支払う手数料が高いことなどが影響している、と見られる⁴。

Ⅲ. グリーン・ペーパーの内容

ここでは、今回公表されたグリーン・ペーパーの内容を紹介することとしたい。本稿の冒頭で触れたように、今回のグリーン・ペーパーは、現在のところ現行の UCITS 体制を抜本的に変更することを目的としているわけではなく、現行の体制をより機能しやすくすることで、投信の欧州単一市場がさらに発展していくための環境を整備していく方針に基づいて作成されている。

今回のグリーン・ペーパーは、喫緊の課題である優先事項、中期的な課題である現行体制の機能円滑化、長期的な課題の大きく 3 つに分けた構成となっている。

欧州委員会は、同グリーン・ペーパーに関して 2005 年 11 月 15 日までパブリック・コメントを受け付けたうえで、2006 年の早い段階でコメントをまとめたフィードバック・レポートを、さらに 2006 年秋にはホワイト・ペーパーを公表する予定である、

以下では順にその内容を簡単に紹介する。

1. 優先事項

1985 年に導入された UCITS 指令は、その後 2001 年に複数の重要な項目について大幅な改正が実施され、UCITS III 指令に取って代わられることとなった。

UCITS III 指令では、デリバティブを活用することによって、純資産価値 (NAV) の最大 100%までレバレッジを効かせたり、投機目的にデリバティブを活用したりすることが初めて可能となったうえ、UCITS ファンドが投資できる資産の範囲も拡大することとなった。また、新たに簡易目論見書 (the simplified prospectus) も導入されることとなった。

この UCITS III 指令の解釈が加盟各国で異なっていることから、国内法化した規制もまちまちな状況が生じており、欧州委員会や欧州証券規制当局委員会 (CESR) は、加盟国間での差異を解消しようと、様々なイニシアティブを取っている。

グリーン・ペーパーは、こうしたイニシアティブが EU 指令の均一的な国内法化に十分なのか、他にも優先的に検討すべき懸念事項がないかどうかに関して、コメントを求めている。

グリーン・ペーパーは、早急に解決すべき主な優先事項として、以下の 4 点を取り上げている。

第一に、UCITS III 指令のもとで、UCITS が投資できる資産の範囲を明確に定義づけることである。この点について欧州委員会は、2006 年 3~4 月の法制化を目指して既に準備を進めている。

第二に、デリバティブの利用及び簡易目論見書に関する欧州委員会の勧告の実施を促すことである。リスク管理基準や手数料の透明性を高めることを目的とする本勧告は、既に加盟各国の規制当局が施行に移している模様であり、CESR は 2005 年秋にも最終的な評価に関する文書を公表する予定である。欧州

委員会は、各種手数料の開示を中心とした分野でのさらなる進展を見出したいと考えている。

第三に、UCITS I 指令に基づいて設定されたファンドを UCITS III 指令に基づくファンドに移行する際に発生する不明瞭な部分の解消である。運用会社に対しては、当初 UCITS I ファンドとして販売していたものを UCITS III ファンドに転換する場合、その旨を投資者に伝えることを義務付けているものの、不明瞭な部分が少なくないこととあいまって、多くの個人投資家が大幅に変更された UCITS III ファンドの商品性を十分に理解できていない、と懸念する声が少ない。

こうした移行時の手続きについて、CESR は既にガイドラインを設定しており、同ガイドラインの加盟各国での施行状況に関して、2005 年秋にも中間報告書を公表する予定である。

第四に、ある国で承認された UCITS ファンドを、シングル・パスポートを用いて他の域内市場で販売する際に必要となる各国当局への通知手続きをより簡素化することである。

2. 現行体制の機能円滑化

グリーン・ペーパーは次に、欧州投資信託市場の変化を踏まえて、現行の体制をより円滑に機能させるために検討すべき項目として、以下の2点を掲げている。

1) 運用会社のパスポート

運用会社が拠点を置く国とは別の域内加盟国でファンドを設定し、運用することは現状でも不可能というわけではない。しかしながら、運用会社とファンドの監督を別々の国で行うと、リスク管理や投資者保護の有効性にマイナスの影響を及ぼしかねないという懸念があることから、現在のところこうしたパスポートはほとんど利用されていないのが実情である。

欧州委員会は、追加的な法規制の検討を具体的に行う前に、運用会社のパスポートを利用しやすくすることによって、どの程度事業機会を増やすことができるのか、監督上懸念していることを把握することができるのかについて、さらなる情報を収集する必要がある、と認識している。

運用会社のパスポート問題に関しては、今回のグリーン・ペーパーに対する反応を踏まえて、欧州委員会が 2006 年にも公表する予定の報告書で判断を示すことになる見込みである。

2) ファンドの販売

欧州投資信託市場では従来、銀行が自社ファンドのみを顧客に提供してきたが、最近では他社ファンド（サード・パーティ・ファンド）をもあわせて取り扱う、いわゆるオープン・アーキテクチャーが進展しつつある。

Idem が実施した調査によれば、サードパーティ・ファンドを全く提供していない銀行が全体の 46%ある一方で、1~4 本のサードパーティ・ファンドを提供している銀行が同 33%、49 本以上の同ファンドを販売している銀行が 6%存在している。

オープン・アーキテクチャーの進展に伴って、従来よりも幅広い選択肢を持てるようになりつつあることから、自らにとって最適な商品を選択するために質の高い投資アドバイスを利用したい、という個人投資家からのニーズが高まりつつある。

こうした流れのなかで、運用パフォーマンスや手数料に関する情報を個人投資家に分かりやすい形で開示し、ファンド間の比較を容易にすることが求められている。この点について、グリーン・ペーパーは、透明性の向上や投資家ニーズへの対応などを充実させることによって、投信市場の機能を向上させることにつながるかどうかに関してコメントを求めている。

なお、UCITS ファンドの販売プロセスに関する規制は、UCITS 指令に加えて、改正投資サービス指令（Markets in Financial Instruments Directive、MiFID）にも存在する⁵。UCITS 指令が、UCITS ファンドの公募（public marketing）および公募に伴って必要となる開示規制に焦点を当てる一方で、MiFID は、投資サービス業者（Investment Firms）が個人投資家に対して、UCITS ファンドの注文執行や投資アドバイスを行う行為に適用される⁶。

そのため、たとえば投資サービス業者が UCITS ファンドを販売する際に提示すべき文書は何か、UCITS 指令における公募（public marketing）と、MiFID における販売行為（distribution activities）との関係はどうなっているのか、など両者の関係が明確になっていない部分が少なくないことから、欧州委員会は 2006 年の早い段階で、両者の関係を明確化するための評価について報告書を公表する方針である。

3. 長期的な課題

1) 効率的なコスト構造を目指して

欧州における投資信託（UCITS）は 2004 年末現在 2 万 8,830 本存在しており、米国に比べて小規模なファンドが数多く存在している。その規模は、米国における投資信託の 5 分の 1 程度にとどまっており、欧州の投信が米国の投信と比べて規模の経済を働かせにくい、言い換えれば相対的にコストがかかる構造になっている、ということが言える。

仮に、欧州のファンドが米国の平均的なファンドと同程度の規模まで拡大することを想定すると、年間 50 億ユーロのコストを削減することができる、という調査結果があることから理解できよう⁷。

こうした状況を踏まえて、グリーン・ペーパーは、ファンドの管理にかかるコストを削

減し、効率的な投信市場を目指す方法の選択肢として、1) クロス・ボーダーのファンド合併、2) ファンド・プーリング、3) 国外の保管銀行の利用、4) ファンドの注文処理インフラの整備の 4 点を提示している。

①ファンドの合併

UCITS 指令は、国内設定ファンドの合併、クロス・ボーダー・ファンドの合併のいずれに関しても、合併できる条件などについて言及しておらず、UCITS 指令自体に何らかの障壁があるわけではない。

しかしながら、これまでのところクロス・ボーダーの合併はごくまれに起こるレベルにとどまっており、国内ファンド同士の合併も多いとはいえない。

域内加盟各国によって会社法や税制がまちまちであること、ファンドの合併を実施するには、ファンドの投資者全員の合意が必要となる加盟国もあることなど様々な障壁が見られる。ファンドの合併を円滑に進めるうえで、解消する必要がある実務上の障壁について、現行の UCITS 指令では言及がなされていない。

②ファンドのプーリング

法律上は別々のファンドを一括してプーリングすることによって、ファンドの統合を進める方法もありうる。具体的には、マスター・ファンドに当該資産をプーリングする方法、IT 技術を利用してあたかも同一のファンドであるかのように取り扱う方法の主に 2 種類がある。

もともと、ファンド・プーリングの場合でも、技術的な問題を含め、ファンドの合併同様、法律上や監督上、税制上の障害もあることから、課題も少なくない。

③国外の保管銀行の利用

UCITS 指令では、UCITS を設定する運用

会社が所在するのと同国にある保管銀行を利用することが義務付けられている。運用会社と保管銀行との関係が密であることから、監督当局が同じであるほうが望ましい、という考え方がその背景にある。

しかしながら、最近ではそうした UCITS 指令の縛りにとらわれることなく、保管銀行を内外から自由に選択することによって、寡占化が進んでいない市場での競争を促し、ファンドの管理にかかるコストの低下につながるのではないか、という考え方が浸透しつつある。

④ファンドの注文処理インフラの整備

欧州では、ファンドの申し込みや償還に伴う手続きを処理するインフラ整備が遅れていることが、ファンドの運営コスト高につながっている、という指摘が少なくない。

こうしたインフラ整備の遅れに関して、欧州委員会は、投資信託業界によるファンド管理業務の効率化の動きを尊重するスタンスに立っており、必要な場合を除いて、今のところ欧州委員会が前面に出て改革を行う方針はない。

2) 投資者保護の維持

高いレベルの投資者保護を維持するための各種規制は、UCITS 指令でうたわれており、これまでのところ投資者保護に関しては満足できる状況にある、といえる。

ところが、前述したように、例えば UCITS ファンドにデリバティブを活用することができるようになった結果、以前は視野に入れる必要がなかったリスクを投資者が負うことになるなど、その環境は変化している。オープン・アーキテクチャーの進展などによって、投資家の選択肢が広がったことによって、投資者によるニーズも多様化している。

こうした変化を受けて、欧州委員会は、UCITS III 指令においてリスク・ベース・アプ

ローチの要素を初めて導入した。つまり、従来は、例えばデリバティブの活用を認めないといった、質的なリスクの規制という考え方が根本にあったが、リスクを計量化するクオソツのアプローチを導入し、UCITS ファンド・ポートフォリオの全リスク（市場リスク、カウンターパーティ・リスク、発行者のデフォルト・リスク）の計測が求められるようになったのである。

グリーン・ペーパーは、こうした投資者保護に対する包括的なリスク・ベース・アプローチをさらに見直す必要性があるかもしれない、としている。

もともと、現時点では、2001 年に施行された UCITS III で改正された投資者保護に関する規定が十分なものであるかを判断するには時期尚早であり、今後の状況を見極める必要がある。

3) 他の商品との競合

欧州域内には、UCITS と類似した特徴を持つ競合商品として、ユニットリンク保険などがある。

こうした UCITS と類似した特徴を有する他の金融商品は、UCITS とは全く異なった規制体系、税制上の取り扱いのもとで、異なったプロセスを通じて販売されている。グリーン・ペーパーは、こうした異なった規制上の取り扱いが、投資者の判断を歪めることになる可能性はないか、という点に注目している。

さらには、プライベート・エクイティやヘッジファンドといったオルタナティブ投資商品では、UCITS ファンドに比べて投資家が高いリスクを抱えることになる公算が大きい。欧州の投資家がオルタナティブ投資へのエクスポージャーを高めることになれば、オルタナティブ・セクターに対しても、EU として一貫したアプローチをとることも視野に入れている。

図表1 EU委員会によるUCITS体制の強化プロセス案

トピック	対応	実施予定
1. 優先事項		
UCITS が適用される資産の明確化	法制化する方針	2006年3~4月
デリバティブ及び簡易目論見書に関する勧告	加盟国での施行についての最終的な評価に関する文書の公表	2005年秋
新指令への移行に関するCESRのガイドライン	加盟各国における施行状況の中間報告書公表	2005年秋
通知手続き	通知手続きに関するCESRガイドラインの導入	2006年秋
2. 現行の枠組		
運用会社パスポート	運用会社パスポートを効率的に機能させるのに必要な条件に関する分析	2006年初め
ファンドの販売、勧誘	・UCITSとMiFIDとの関係明確化に関する評価 ・MiFIDレベルII（業務行為規範COB principlesなどの導入）のギャップ分析	2006年初め 2006年中盤
3. 長期的な課題		
クロス・ボーダーの合併、プーリング ⁰	専門家フォーラム・グループによる検討	2005年冬~2006年夏
投資家保護	・欧州投資信託業界におけるリスク及びリスク・コントロールの分析（CESR、EU委員会） ・証券監督者国際機構（IOSCO）による検討状況のモニタリング ・EU委員会の調査の立上げ、調査結果の公表	
オルタナティブ・インベストメント	専門家フォーラム・グループによる検討	2005年冬~2006年夏

（出所）EU Commission, "Green Paper on the enhancement of the EU Framework for Investment Funds"より作成。

¹ グリーン・ペーパーとは、欧州委員会がある特定の政策分野について公表するディスカッション・ペーパーであり、新たな法規制の導入が提案されることもある。グリーン・ペーパーに続いて公表されるのがホワイト・ペーパーである。ホワイト・ペーパーでは、欧州委員会が導入しようとする法規制案を含む。今回公表されたグリーン・ペーパーは、"Green Paper On the Enhancement of the EU Framework For Investment Funds"(SEC(2995)947), Commission of the European Communities。

² UCITS I指令は、Directive 85/611/EEC。

³ 外国ファンドにて分配される配当金には源泉税が課せられる点も、外国ファンドの販売に積極的になれない要因として指摘されている。

⁴ 後者の事情は、英国の資産運用会社スレッドニードル・インベストメント・サービスによる。クロス・ボーダー・ファンドは主にルクセンブルグやダブリンで設定されたファンドを想定している。

⁵ 改正投資サービス指令について詳細は、大崎貞和「改正されたEU投資サービス指令（ISD）」『資本市場クォーターリー』2004年夏号参照。

⁶ MiFIDにおける投資サービス（Investment Services）に該当するため。

⁷ この調査結果の出所は、「アセット・マネジメントにおける単一欧州市場に向かって」（"Towards a

Single European Market in Asset Management", ZEW) (2003年5月)。