

## 欧州における投信併合 — 英国の事例を中心に —

神山 哲也、塩島 晋

### ■ 要 約 ■

1. 日本では、小規模投信（ファンド）が多数存在するという問題に対処するべく、ファンド併合を実施可能にするための制度面の整備が行われてきた。しかし、実績は 2019 年 11 月に発表された一件に留まっている。今後、自助努力による資産形成、資産運用の重要性が増していく中、ファンド併合等を通じて運用業界の効率化を図ることは一層求められるようになるだろう。
2. 欧州では従来、ファンド併合が月間数十件というペースで行われてきた。EU 域内におけるクロスボーダーのファンド併合を促進するための制度整備も行われてきた。EU の制度を国内法化した英国では、スキーム・オブ・アレンジメントと呼ばれる仕組みを用いてファンド併合が行われている。
3. 英国のファンド併合事例を見ると、目的として、小規模ファンドを併合することによる規模の経済追求等を掲げた上で、ファンド・オブ・ファンズと通常のファンドの併合や、株・債券の組入比率の相違、デリバティブ利用の有無、分配頻度など、ファンドの形態や運用手法は必ずしも近似したものでなくても実施されている。
4. 英国では、ファンドの規模が最適水準を大幅に下回っていると考えられる場合、運用方法等の細かな相違には拘らず、より総合的な投資家利益への配慮から、規模の経済を優先する姿勢がみられる。日本においてファンド併合を検討する際に、参考になるアプローチであると考えられる。

## I 日本で課題となる商品ラインアップの合理化

金融庁は 2019 年 8 月、「利用者を中心とした新時代の金融サービス～金融行政のこれまでの実践と今後の方針～（令和元年事務年度）」を公表した。その中で、投資信託（ファンド）の併合について、「投資信託協会の資産運用業強化委員会における検討を踏まえ、投資家の利益を図る観点から、投資信託協会等と連携し、併合に向けた資産運用業者の取組みに対してサポートを行う」ことが記載された。

日本におけるファンド併合は、2007 年に施行された信託法において、ファンド併合が定義付けられ、受益者の半数以上による書面決議で 3 分の 2 以上の賛同が要件として定められた（議決権を行使しない場合は賛成とみなす旨を約款で定めることができる）。書面決議を巡っては、その後の法改正で緩和措置が講じられた。2013 年の投資信託及び投資法人に関する法律の一部改正では、受益者の利益に及ぼす影響が軽微なものであるときは書面決議を不要とすることとされた。また、2014 年の投資信託及び投資法人に関する法律施行規則改正では、「軽微」の基準として、併合の前後で商品としての基本的な性格に相違がないことなどが規定された。

他方、投資信託協会では、資産運用業強化委員会がファンド併合の実務面について議論を重ねてきた。2017 年 6 月に公表された報告書では、日本の投資信託は約 6,000 本あり、このうち 70%程度が資産残高 50 億円未満となっていることが指摘された。また、投資信託の併合に係る実務要領を改訂し、所定の手続きを経ることにより、併合前後で商品性を変更することも可能とされた。

こうした制度・環境整備にも関わらず、これまでのところ、日本におけるファンド併合の実績は、2019 年 11 月に発表された 1 件に留まる<sup>1</sup>。理由としては、上記の資産運用業強化委員会の報告書において、残された課題として指摘された、①投資信託運用会社として、どのようなファンドをどのような場合に併合することが投資家の利益に資するのかに関する考え方の整理と、投資家の利益に資することを判断するための仕組みの検討、②顧客口座を管理している販売会社の理解を得て、取得元本、個別元本等の修正を円滑に行うためのシステム環境の整備、③販売会社において必要となるシステム、振替制度における実務処理などの検討、が挙げられる。また、書面決議を不要とする「軽微」の基準としての「基本的な性格に相違がない」が具体的にどういった場合を指すかについて、必ずしも解釈が定まっていないことも理由として挙げられよう。

日本では、少子高齢化が進展し、社会保障に対する国民の不安感が高まる中、資産運用の高度化は重要課題となっており、上記の「利用者を中心とした新時代の金融サービス～金融行政のこれまでの実践と今後の方針～（令和元年事務年度）」においては、資産運用業の高度化の中に、ファンド併合が位置付けられている。そこでは、小規模ファンドのパフォーマンスが必ずしも不調であるわけではないが、商品性格が近似しているファンドは、

<sup>1</sup> 野村アセットマネジメントによる「野村インデックスファンド・国内債券」を存続ファンドとして「野村ターゲットプライス『日経 225』（国内債券運用移行型）」を消滅ファンドとするファンド併合。

併合することで運用が効率化し、投資家にプラスになることが多いとの考え方が示されている。

世界的に見ても、日本の投資信託市場はファンドが小規模という点において非効率と言えよう。図表1にあるように、世界最大の投信市場である米国をみると、ファンドの本数は日本より少ないにも関わらず、運用資産残高は日本の11倍以上となっている。米国では、商品ラインアップ合理化の手段としてファンド併合が活用されてきた経緯がある。なお、韓国では、ファンド本数は日本より多いにも関わらず、運用資産残高は日本の4分の1ほどとなっている。韓国でも2011年に64本のファンド整理が業界団体主導で行われるなどの取組みが行われたが、未だ日本よりも非効率的な状況にある<sup>2</sup>。

効率化が進んだ米国には劣るが、日本よりも効率的な状況にあるのが欧州と言えよう。欧州においても、米国同様、ファンド併合が一般的に行われており、2016年3月から2017年2月にかけては、月間平均76件が実施されている（図表2）。そこで以下では、欧州連合（EU）におけるファンド併合に係る制度整備を概観した上で、英国におけるファンド併合の事例を紹介することとする。

図表1 主要国におけるファンド本数と残高の推移

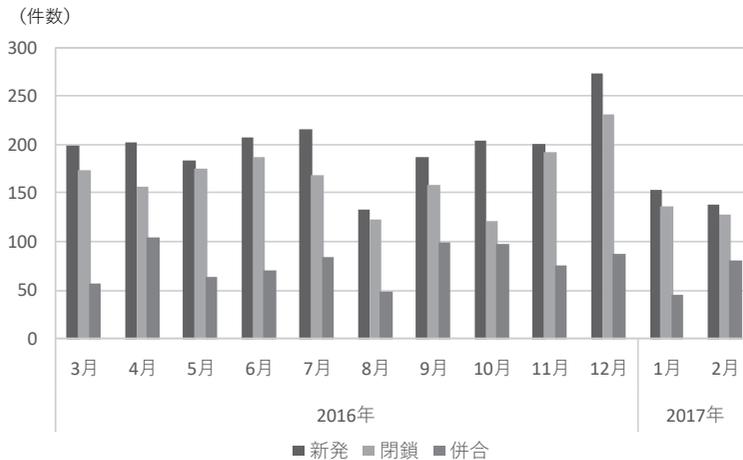
		2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年
米国	ファンド本数	9,016	9,346	9,716	9,789	9,800	10,066
	運用資産残高	16,723,647	17,851,171	17,758,526	18,877,845	22,164,667	21,077,536
	一本当たり残高	1,855	1,910	1,828	1,928	2,262	2,094
英国	ファンド本数	2,410	2,597	2,871	2,802	2,948	3,033
	運用資産残高	1,361,170	1,501,308	1,583,580	1,510,976	1,914,949	1,682,857
	一本当たり残高	565	578	552	539	650	555
ドイツ	ファンド本数	5,917	5,503	5,604	5,678	5,863	6,149
	運用資産残高	1,934,468	1,842,547	1,799,754	1,893,722	2,312,051	2,198,505
	一本当たり残高	327	335	321	334	394	358
フランス	ファンド本数	11,392	11,273	11,122	10,952	10,860	10,804
	運用資産残高	2,115,410	1,940,490	1,832,073	1,880,335	2,313,588	2,074,766
	一本当たり残高	186	172	165	172	213	192
日本	ファンド本数	7,827	8,778	9,820	10,915	11,662	12,294
	運用資産残高	1,161,194	1,177,233	1,335,924	1,470,910	1,759,449	1,804,509
	一本当たり残高	148	134	136	135	151	147
韓国	ファンド本数	9,876	11,235	11,918	12,626	11,828	13,258
	運用資産残高	285,172	330,168	343,293	370,600	451,886	463,144
	一本当たり残高	29	29	29	29	38	35
中国	ファンド本数	1,494	1,862	2,558	3,564	4,361	4,957
	運用資産残高	486,516	749,708	1,263,130	1,227,540	1,688,981	1,768,597
	一本当たり残高	326	403	494	344	387	357

(注) 残高の単位は100万米ドル

(出所) ICI, “2019 Investment Company Fact Book”より野村資本市場研究所作成

<sup>2</sup> 米国、韓国におけるファンド併合については、野村亜紀子「商品ラインアップ合理化の手段として活用される米国の投信併合」『資本市場クォーターリー』2007年冬号、同「韓国の小規模投資信託整理の動き」『野村資本市場クォーターリー』2012年春号参照。

図表 2 欧州におけるファンドの新発・閉鎖・併合の推移



(出所) Broadbridge, "FundFlash Monthly Snapshot of European Trends," April 4, 2017 より野村資本市場研究所作成

## II EUにおけるファンド併合に係る制度整備

### 1. UCITS IVの全体像と背景

EUでは、2011年7月に適用開始となった第4次UCITS<sup>3</sup>指令（UCITS IV）により、ファンド併合に係る制度がEUレベルで整備された。1985年に制定されたUCITS指令は、その後、デリバティブ投資の容認やリスク管理の強化、預託機関の機能強化などで改正を重ねてきており、現在では第5次UCITS指令まで存在する。UCITS IVは、運用会社に係る単一パスポートの他、ファンドの合理化を図る目的で、マスター・フィーダーの仕組みのUCITSへの導入、EU域内のクロスボーダーのファンド併合に係る制度整備、を主眼とする。

EU域内のクロスボーダーのファンド併合に係る制度整備が行われた背景として、EUにおいて資産規模の「最適水準」を下回るファンドが乱立していたことが挙げられる。UCITS IVに向けた議論の出発点となった2006年の欧州委員会ホワイト・ペーパー<sup>4</sup>では、UCITSファンドの54%が運用資産残高5,000万ユーロ未満であるなど、当時の議論でファンドの効率的運用に必要とされた最低水準を下回るファンドが多く、その結果、規模の経済が生かされず、最終投資家は不必要な高コストを負わされていることが指摘された。ファンド併合により業界全体のコストは50～60億ユーロ削減可能との試算もあった。その上で、ファンド併合に係るEUとしての枠組みが不在の中、ファンド併合は可能な場合であっても、煩雑で時間も費用もかかるものとなっていることが指摘された。特にクロスボーダーのファンド併合は、各国の法制・監督の相違から、ハードルが高くなっているとされた。

<sup>3</sup> 汎EUでの販売が認められる公募ファンド。

<sup>4</sup> European Commission, "White Paper on Enhancing the Single Market Framework for Investment Funds," November 15, 2006.

図表3 UCITS IV前の EU 域内ファンド再編：国内／クロスボーダー

年	国内	クロスボーダー
2002	452	1
2003	804	26
2004	583	57
2005	764	28

(注) 単位は件数

(出所) European Commission, “White Paper on Enhancing the Single Market Framework for Investment Funds,” November 15, 2006 より野村資本市場研究所作成

ホワイト・ペーパーに付随して公表された事務局作業文書<sup>5</sup>によると、実際、EU におけるファンド併合のうち、クロスボーダーのものはごく一部に留まっていた（図表3）。

また、2006年当時からみて、過去数年のEUにおけるファンド併合は、銀行グループの再編に伴うものであり、ファンド再編のハードルとして、①投資方針が類似したものでなければならない、②国によっては100%の投資家同意が必要、③特にクロスボーダーのファンド併合は統一法制がなく、税制上の扱いも不透明、といった点が指摘された。

そこで、UCITS IVにより、EU域内のクロスボーダーのファンド併合を促進するべく、制度整備が図られたわけである。

## 2. UCITS IVにおけるファンド併合に係る規定

UCITS IVは、UCITSが規模の経済を追求できるよう、EU域内の国内ファンド併合、クロスボーダー・ファンド併合の両方について、法的枠組みを整備することを目的とする。英国のスキーム・オブ・アレンジメント（後述）など、既存の各国法・慣行に基づく異なるタイプのファンド併合の存続も認められる。

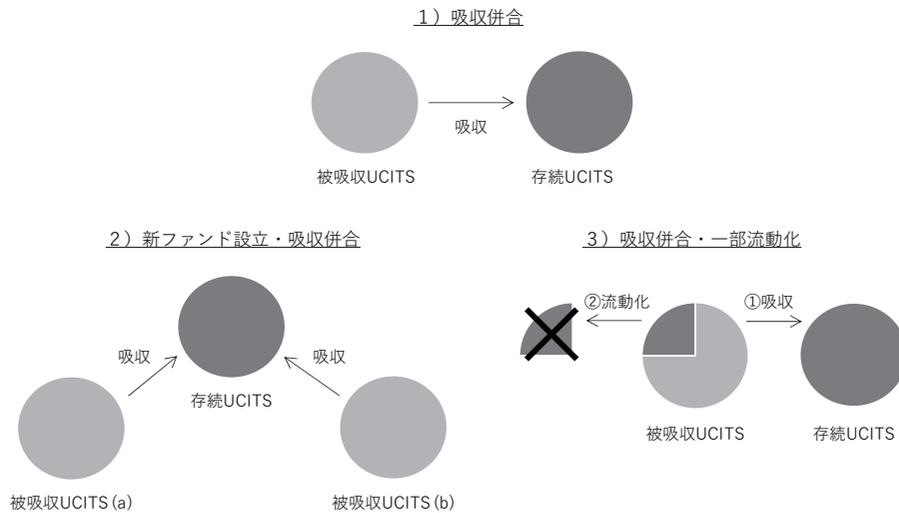
UCITS指令の適用対象となるファンド併合は、①被吸収ファンドと存続ファンドの登録地が別の加盟国の場合、②新たに組成されるUCITSの登録地が異なる加盟国の場合、③同一国内であるものの被吸収ファンドもしくは存続ファンドが別の加盟国から単一パスポートに基づいて提供されている場合、とされる。

UCITS指令では、①②がクロスボーダー併合、③が国内併合とされる。そのうえで、ファンド併合のオペレーションとして下記の3類型が定められている（図表4）。

- 1) 一つ以上のUCITSもしくはその投資コンパートメント（被吸収UCITS）が、流動化されることなく解消されるに当たり、すべての資産及び負債を別の既存UCITSもしくはその投資コンパートメント（存続UCITS）に移転し、被吸収UCITS持分保有者への対価として、存続UCITS持分を発行し、適宜その純資産価値の10%を超過しない現金を支払う。

<sup>5</sup> European Commission, “Commission Staff Working Document Accompanying the White Paper on Enhancing the Single Market Framework for Investment Funds,” November 15, 2006.

図表 4 UCITS IVにおけるファンド併合の3類型



(出所) PwC, “UCITS IV – Mergers” (2011年) より野村資本市場研究所作成

- 2) 二つ以上の UCITS もしくはその投資コンパートメント (被吸収 UCITS) が、流動化されることなく解消されるに当たり、すべての資産及び負債を新たに組成する UCITS もしくはその投資コンパートメント (存続 UCITS) に移転し、被吸収 UCITS 持分保有者への対価として、存続 UCITS 持分を発行し、適宜その純資産価値の 10% を超過しない現金を支払う。
- 3) 一つ以上の UCITS もしくはその投資コンパートメント (被吸収 UCITS) で、債務支払いが終了するまで存続するものが、その純資産を、①同じ UCITS の別の投資コンパートメント、②新たに組成する UCITS、③別の既存 UCITS もしくはその投資コンパートメント (存続 UCITS) に移転する。

ファンド併合の事前承認は被吸収 UCITS の母国当局が行い、当該当局が存続 UCITS の母国当局に併合 UCITS が提出した書類を転送することとされる。また、被吸収 UCITS 及び存続 UCITS は併合に関する共通の条件案 (common draft terms of merger) を策定し、対象となる UCITS、併合の合理性、双方の持分保有者への影響、交換比率の計算手法、日付、資産移転・持分交換のルール等を定めることとされる。

被吸収 UCITS・存続 UCITS の預託機関は、対象ファンド、日付、資産移転・持分交換のルールをチェックすることが求められる。また、預託機関もしくは独立監査人 (UCITS の法定監査人も該当) は、資産のバリュエーション、持分当たりの現金支払い、交換比率計算を確認することが求められる。

被吸収 UCITS・存続 UCITS は、当局承認後、再買い取り・解約・無料交換期限の 30 日前までに、持分保有者に併合に関する適切・正確な情報を提供することが求められる。具体的には、併合の背景と合理性、持分保有者への影響 (投資方針への変更、費用等)、併合に係る持分保有者の権利 (追加情報請求権等)、手続き・日付、存続 UCITS の投資家向け重要情報書面 (KIID) が規定されている。

投資家合意については、各国法で併合について持分保有者の承認が求められる場合、集会出席者による投票の75%を超える承認を求めるとしてはならないこととされる。また、被吸収 UCITS・存続 UCITS の持分保有者は、投資解消（disinvestment）、再買い取り・解約、同一運用会社が運用する同様の投資方針を持つ他の UCITS への乗り換えについて、手数料なしで要求する権利を有することとされる。なお、併合に係るコストは、UCITS 及び持分保有者に賦課してはならないこととされる。

### III 英国におけるファンド併合

#### 1. スキーム・オブ・アレンジメントによるファンド併合

英国では UCITS IV を、2011 年 UCITS 規則<sup>6</sup>によって国内法化し、金融行為監督機構（FCA）の集団投資スキーム規則（COLL）で詳細を定めている。内容は、UCITS IV を踏襲したものとなっているが、上記併合オペレーションの3類型については、（ア）を吸収併合、（イ）を新 UCITS 組成による併合、（ウ）をスキーム・オブ・アレンジメント（SoA）としている。

英国の 2011 年 UCITS 規則における吸収併合と新 UCITS 組成による併合（UCITS IV の（ア）（イ）に相当）は UCITS IV 同様、クロスボーダー併合及び併合ファンドの一方が単一パスポートを利用して英国に進出するファンドである場合に適用される。UCITS IV の（ウ）に相当する SoA は、それらに加えて、純然たる<sup>7</sup>英国国内ファンド同士の併合にも適用される。

UCITS IV 以前から、英国においては SoA がファンド併合で利用されてきた。UCITS IV において、純然たる国内ファンド同士の併合の場合は、各国法・慣行の維持が認められたことを受け、SoA はクロスボーダーと国内の両方で利用可能とされたものと考えられる。UCITS IV 以前の英国における SoA によるファンド併合は、2006 年会社法における債務整理や企業買収に用いられる SoA を援用してきたものと考えられるが、UCITS IV 国内法化により、ファンド併合の手段としての SoA が明確に法制上位置付けられたことになる。

具体的には、2011 年 UCITS 規則における SoA の規定は、UCITS IV の（ウ）に準じており、①一つ以上の移転する UCITS もしくは UCITS のサブファンドがあり（被吸収 UCITS）、②被吸収 UCITS もしくはサブファンドは債務支払いが終了するまで存続するが、その純資産を、(a) 同じ UCITS のサブファンド、(b) 別の既存 UCITS もしくはそのサブファンド、(c) 当該オペレーションのために組成された UCITS（以上、存続 UCITS）、へ移転するものとされる（上記図表 4 参照）。また、SoA の効果として、①被吸収 UCITS の純資産が存続 UCITS に移転される、②被吸収 UCITS のすべての持分保有者が存続 UCITS の持分保有者になる、③被吸収 UCITS はすべての債務支払いが終了するまで存続する、とされる。

<sup>6</sup> The Undertakings for Collective Investment in transferable Securities Regulations 2011.

<sup>7</sup> 併合するファンドが両方も英国籍で、単一パスポートにより EU 域内他国から販売されるものではない場合。

## 2. 英国におけるスキーム・オブ・アレンジメントによるファンド併合事例

英国で近年見受けられるのは、英国の EU 離脱（ブレグジット）に対応するためのファンド併合である。ブレグジットを巡り先行き不透明感が増す中、汎 EU で販売できる UCITS についても、離脱後の英国と EU27 各国との間で販売することが引き続き認められるのか、見通せない状況にある。そのため、ブレグジットに先立ち、UCITS 適格である英国籍ファンドについて、ブレグジット後の英国・EU の関係の如何に関わらず EU27 各国等の投資家が引き続き投資できるよう、ルクセンブルクなどに受け皿になるファンドを設け、当該ファンドに英国籍ファンドの非ポンド建てシェアクラスを併合する、ということが行われている。例えば、アルテミスは 2019 年 1 月、米国を投資対象とする 4 本のファンドのユーロ建て、米ドル建て、スイスフラン建てのシェアクラスを、前年に設立したルクセンブルク籍の 4 本のファンドに併合した<sup>8</sup>。

しかし以下では、日本への示唆となり得る、より一般的な事例という観点から、ブレグジットの文脈とは独立の、SoA を用いた英国におけるユニット・トラスト（オープンエンドの信託型ファンド）及びオープンエンド投資会社（OEIC）の併合について、図表 5 にある 3 件のサンプルをみていくこととする。

### 1) シュローダーのファンド併合事例

#### (1) 併合の背景・理由

シュローダーの 2 本の社債ファンドの併合は、運用会社の M&A で重複した品ぞろえを合理化することを目的とした。シュローダーは 2013 年 7 月にカザノブ・キャピタルを買収しており、2014 年 3 月に、カザノブ・キャピタルのブランドをシュローダーに切り替えた。その時点で、いくつかのファンドを併合することで品ぞろえを簡易化することを表明しており、2014 年 8 月に、より小規模（1.2 億ポンド）な Schroder

図表 5 英国におけるファンド併合の事例

運用会社	年	被吸収ファンド	存続ファンド
Schroders	2014	Schroder Corporate Bond Fund	Schroder UK Corporate Bond Fund (Schroder Investment Fund Companyのサブファンド)
Threadneedle Investments	2015	Threadneedle Balanced Managed Fund Threadneedle Diversified Income Fund Threadneedle Managed Portfolio 3 Threadneedle Managed Portfolio 4 Threadneedle Managed Portfolio 5 Threadneedle Managed Portfolio 6 Threadneedle Managed Portfolio 7	7 IM Moderately Adventurous Fund 7 IM Balanced Fund 7 IM Cautious Fund 7 IM Moderately Cautious Fund 7 IM Balanced Fund 7 IM Moderately Adventurous Fund 7 IM Adventurous Fund
Newton Investment Management	2017	Newton Managed Income Fund (BNY Mellon Managed Funds Iのサブファンド)	Newton Multi-Asset Income Fund (BNY Mellon Investment Fundsのサブファンド)

(出所) 各社ウェブサイトより野村資本市場研究所作成

<sup>8</sup> US Smaller Companies、US Select、US Extended Alpha、US Absolute Return の 4 本。

Corporate Bond Fund をより大規模（2.0 億ポンド）な Schroder UK Corporate Bond Fund に併合することとした次第である。

なお、本件併合の場合、被吸収ファンドはユニット・トラストである一方、存続ファンドは OEIC のサブファンドとなっている。

## （2）対象ファンドの運用戦略

2 本の社債ファンドの運用戦略は、大枠ではほぼ同じである。いずれも社債等のフィクスト・インカム証券の分散ポートフォリオから高水準のインカムを得ることを目指しており、投資対象もポンド建てもしくはポンドに連動するようヘッジされている。また、ヘッジ目的でデリバティブも利用できる。このように、大枠では同じと言えるものの、運用方針をみると、細かい点では相違もある。例えば、存続ファンドの Schroder UK Corporate Bond Fund では、投資目的としてインカムの追求と並んで元本の成長も明記されており、また、投機的債券への投資上限は純資産価値の 20% 以下と明記されている。他方、被吸収ファンドの Schroder Corporate Bond Fund ではいずれについても記載されていない。

パフォーマンスは、ほぼ同じと説明されているものの、1 年・3 年・5 年の累積パフォーマンスをみると、被吸収ファンドの Schroder Corporate Bond Fund は 6.2%・14.6%・31.6% であるのに対し、存続ファンドの Schroder UK Corporate Bond Fund は 4.6%・14.6%・41.1% と、必ずしも近似しているとは言えない。

## （3）併合手続き

被吸収ファンドの Schroder Corporate Bond Fund の投資家に対する併合提案書の発送は、受益者集会の 1 か月前となっている。集会では、併合提案書発送の 7 日前時点で保有者であった投資家が、直接出席もしくは郵送で投票し、可決には投票数の 75% 以上の賛成票が必要とされる。定足数は 2 名（直接出席もしくは郵送）であるが、合理的な時間内に 2 名が揃わなければ、1 名でも定足数を満たしたものとみなされる<sup>9</sup>。

統合の効果は、受益者集会の 1 週間後の午後 12:01 に生じる。ここで、被吸収ファンドの Schroder Corporate Bond Fund の資産は、存続ファンドの Schroder UK Corporate Bond Fund の新規発行持分と引き換えに存続ファンドの資産となる。預託機関は両ファンドとも JP モルガン・ヨーロッパなので、変更はない。また、両ファンドとも、5 種類のシェアクラスがあり、投資家は、被吸収ファンドで保有していたシェアクラスと同等なシェアクラスを受け取ることになる。

被吸収ファンドの Schroder Corporate Bond Fund の売却は、発効日の 4 日前の正午までとされる。新規発行持分の取引は、併合発効日の翌日から可能となる。また、新規発行持分の数量とクラスシェアについては、発効日の 14 日後に併合に参加した持分保有者に通知が發送される。

<sup>9</sup> 英国の 2006 年会社法では、定款にて別途定められていない限り、株主総会の定足数は 2 名とされている。

#### (4) 統合の価額／比率

被吸収ファンドの Schroder Corporate Bond Fund は持分の売り・買いの価額が異なる二重基準価額を採用しているのに対し<sup>10</sup>、存続ファンドの Schroder UK Corporate Bond Fund は単一基準価額を採用している。併合に際してベースとなる基準価額は、発効日の正午に算出され、Schroder Corporate Bond Fund では二重基準価額の間値が採用される。併合後に被吸収ファンドの持分保有者に発行される新規持分の基準価額は、発効日の正午に算出された存続ファンドの Schroder UK Corporate Bond Fund の基準価額が採用される。そのうえで、当該新規発行持分は、発効日の正午時点で算出された被吸収ファンドの資産価額まで、存続ファンドによって発行され、被吸収ファンドの持分保有者に対して、同時刻の被吸収ファンドの持分に応じて案分される。

#### (5) 手数料率

両ファンドとも、最低投資額が少額の A シェア、最低投資額のない S シェア、最低投資額が高額の Z シェアがあり、A と Z では分配型と無分配（分配金再投資）型の 2 タイプがある。両ファンドとも、いずれのシェアクラスでも、最低投資額及び運用手数料率は同じであるが、Z シェアの運用手数料率のみ、被吸収ファンドの Schroder Corporate Bond Fund が 0.60%、存続ファンドの Schroder UK Corporate Bond Fund が 0.50% と異なっている。そのため、被吸収ファンドの Z シェア保有者にとっては、併合後、運用手数料率が低下することになる。

## 2) スレッドニードルのファンド併合事例

### (1) 併合の背景・理由

スレッドニードルによる 7 本のファンドの併合は、運用会社自体が変更となる事例である。7 本のファンドはマルチマネージャー・ファンド（ファンド・オブ・ファンズ）であり、2011 年に英国保険会社グループの LV= から引き継いだものである。スレッドニードルは、マルチマネージャー専門の運用会社に委ねることが投資家の最善の利益になるとの理由から、マルチマネージャー運用で受賞するなど、同分野で定評のある 7 インベストメント・マネジメント（7IM）<sup>11</sup> に 7 本のファンドを移転することにした。

スレッドニードルで 3 年間、同ファンドを運用してきたチームは、7IM へ移籍した。これにより、同ファンドの運用担当者の専門性と、7IM の経験やリソース、実績を融合することができるとされた。その上で、7IM にも移転する 7 ファンドと同類のファンドがあるため、ファンドを移転して別々に管理するのではなく併合することとした。投資家が規模の利益を享受できるようにすることが目的とされる。なお、被吸収ファンド、存続ファンドはいずれも OEIC である。

<sup>10</sup> デュアル・プライシングと呼ばれ、ユニット・トラストでは一般的。

<sup>11</sup> 2002 年設立の独立系運用会社。

## (2) 対象ファンドの運用戦略

ファンド併合後、運用方針等は7IMの存続ファンドのものとなる。スレッドニードルの被吸収ファンドと7IMの存続ファンドとは、類似した投資哲学を持ち、リスク水準も近いものとされるが、中身は異なるところも多い。まず、スレッドニードルの被吸収ファンドは「リスク・ターゲティング」として、外部業者ディストリビューション・テクノロジー (DT 社) がアセット・アロケーションの大枠を策定し、その範囲内でマルチマネージャー運用を行う。そのため、各々のファンドが DT 社の定めるリスク範囲を逸脱することはない。他方、7IM の存続ファンドは、7IM 自らアセット・アロケーションを決定するため、DT 社のリスク範囲から大幅に逸脱することはないものの、逸脱しない保証はできないとする。

また、①7IM のファンドはデリバティブを利用するが、スレッドニードルのファンドは利用しない、②スレッドニードルのファンドでは 2014 年にコモディティ・リンク投資を認めたが<sup>12</sup>、7IM のファンドでは認められない、③スレッドニードルのファンドは直接不動産エクスポージャーを持つことができるが<sup>13</sup>、7IM のファンドは REIT 投資が可能であるものの直接エクスポージャーは認められない。

なお、Threadneedle Diversified Income Fund と 7IM Balanced Fund では、前者が長期的な成長ポテンシャルを伴いつつインカムを狙うのに対して、後者はインカムと評価増のバランスを提供することとしている。そのため、これまでの実績において、7IM Balanced Fund の方が配当額は少ない一方、評価増は大きかった。また、配当払いの頻度も、7IM Balanced Fund は半期毎、Threadneedle Diversified Income Fund は四半期毎と異なる。

## (3) 併合手続き

スレッドニードルの被吸収ファンド投資家への併合提案書の発送は、受益者集会の 16 日前だった。集会では、提案書発送の 9 日前時点で保有者であった投資家が、直接出席もしくは郵送で投票し、可決には投票数の 75% 以上の賛成票が必要とされる。定足数は 2 名（直接出席もしくは郵送）である。合理的な時間内に 2 名が揃わなければ集会を 7 日以上延期し、その場合、1 名でも定足数を満たしたものとみなされる。なお、7 本のファンドの集会は、同一会場で各 20 分、連続して実施された。

統合の発効日は、受益者総会の 49 日後とされた。上記の通り、被吸収ファンド・統合ファンドのポートフォリオは異なるところもある。そこで、効率的な併合を期すべく、49 日間で被吸収ファンドのポートフォリオに変更が加えられる。そのためのコストは、被吸収ファンドが負担するとされた。

併合後のファンドの持分受取を希望しない投資家は、発効日の前日 14 時までに買戻しを申し出る必要がある。発効日に被吸収ファンドの資産は存続ファンドに移転され、

<sup>12</sup> 但し Threadneedle Diversified Income Fund 除く。

<sup>13</sup> 但し Threadneedle Balanced Managed Fund 除く。

新たな持分が発行される。併せて、預託機関も、スレッドニードルの被吸収ファンドの HSBC バンクから、7IM の存続ファンドのノーザン・トラスト・グローバル・サービスズに移された。また、スレッドニードルの 7 本の被吸収ファンドには各々、複数のシェアクラスがあり、該当する 7IM の存続ファンドのシェアクラスに併合された。

新規発行持分の取引は、3 日後（翌営業日）から可能とされた。また、新規発行持分の数量とクラスシェアについては、発効日の 14 日後に併合に参加した持分保有者に通知が発送された。

#### （４）統合の価額／比率

併合に伴いスレッドニードルの被吸収ファンド投資家へ新規発行される持分の総額は、現実的に可能な限り、併合直前時点の被吸収ファンドの持分総額に近いものにするにとされた。まず、新規発行持分のシェアクラス毎の価額算出は、発効日の午前 11:59 に行われ、併合前の 7IM の存続ファンドの各シェアクラスの資産価額を各シェアクラスの持分数で除したものが採用される。次に、存続ファンドへ移転される被吸収ファンドの資産価額は、発効日の正午、資産移転が生じる直前に算出される。その上で、新規発行持分は、被吸収ファンドから移転される資産価額まで、7IM の存続ファンドによって発行され、被吸収ファンドの持分保有者に対して、発効日の正午時点の被吸収ファンドの持分に応じて案分される。

#### （５）手数料率

スレッドニードルの被吸収ファンド 7 本は、リテール向け・機関投資家向け、分配型・無分配型で、各々 3 ないし 4 のシェアクラスがあり、各々の運用手数料率は、サブアドバイザー・フィーを含めて 0.50%～1.50% となっている。他方、7IM の存続ファンドの運用手数料率は一律 0.9% に設定されているが、サブアドバイザー・フィーが別途、0.032%～0.055% に設定されている<sup>14</sup>。ここから、運用手数料率については、シェアクラスにより違いはあるものの、スレッドニードルの被吸収ファンドの投資家にとって、全体的に併合後は低下することになる。ただし、①被吸収ファンドでは外部委託するアドミニストレーションの手数料（絶対額表示）が付加されること、②トランスファー・エージェント手数料が被吸収ファンドでパーセンテージ表示、存続ファンドで絶対額表示となっていることから、併合前後の総手数料水準の単純な比較は困難である。

### 3) ニュートンのファンド併合事例

#### （１）併合の背景・理由

ニュートンによる 2 本のファンド併合は、マルチアセット・ファンドの品揃えを統合・簡素化し、規模の経済を通じて投資家にとってのコスト削減が可能となることを

<sup>14</sup> 7IM Cautious Fund では下限なし。

理由とする。また、後述するように、①より柔軟な運用規則によるインカムと元本成長を実現しやすくなること、②毎月分配になること、も理由として挙げられている。

実は、本件併合は、2016年4月の受益者集会で一度否決された併合を再度提案したものである。同否決後、ニュートンが検討した結果、当初の併合案の戦略的合理性は説得力のあるもので、元本の成長とコスト削減を実現しつつ、ファンドの目的であるインカムを生成するポテンシャルが高まると結論した。そのうえで、否決された併合案の問題点として、被吸収ファンドが併合に係るコストを負担することを指摘し、新たな併合案では、コストはニュートンが負うこととした。なお、被吸収ファンド、存続ファンドはいずれも OEIC である。

## (2) 対象ファンドの運用戦略

2本のマルチアセット・ファンドは、いずれもインカムを確保しつつ元本の成長を目的とし、リスク水準も同様であるが、その運用手法は異なる。まず、被吸収ファンドの Newton Managed Income Fund は、ニュートンが運用する他ファンドにファンド資産の75%以上を投資するファンド・オブ・ファンズであるのに対して、存続ファンドの Newton Multi-Asset Income Fund は他のファンドに加え、不動産やコモディティも含めた多様な資産に直接投資することができる。また、被吸収ファンドは20%~60%を株式ポートフォリオ、30%以上を債券ポートフォリオで保有することとなっているのに対して、存続ファンドでは株式・債券比率に定めない。デリバティブも被吸収ファンドはヘッジ目的に限られるのに対して、存続ファンドは投資目的で利用できる。ニュートンは、このため、本併合により、被吸収ファンドの資産がより柔軟に運用され、元本成長とインカム獲得の機会が増すと説明した。

また、被吸収ファンドは四半期分配であるが、存続ファンドは毎月分配となっている<sup>15</sup>。ニュートンは、分配頻度が高まることは被吸収ファンドの投資家の利益になると説明した。

## (3) 併合手続き

被吸収ファンドの Newton Managed Income Fund の投資家に対する併合提案書の発送は、受益者集会の46日前となっている。集会では、併合提案書発送の7日前時点で保有者であった投資家が、直接出席もしくは郵送で投票し、可決には投票数の75%以上の賛成票が必要とされる。定足数は2名（直接出席もしくは郵送）である。

存続ファンドは、不動産やコモディティなど多様な資産に直接投資するため、併合が承認された場合、ファンド・オブ・ファンズである被吸収ファンドは、併合前に組入資産を売却し、現金化することになる。

統合の効果は、受益者集会の16日後の午後12:01に生じる。ここで、被吸収ファンドの資産は、存続ファンドの Newton Multi-Asset Income Fund の新規発行持分と引き

<sup>15</sup> 11か月間は平準化された金額を分配し、12か月目に調整する手法が採られている。

換えに存続ファンドの資産となる。預託機関は両ファンドとも BNY Mellon なので、変更はない。また、両ファンドとも、8 種類のシェアクラスがあり、投資家は、被吸収ファンドで保有していたシェアクラスと同等なシェアクラスを受け取ることになる。

被吸収ファンドの売却は、発効日の 2 日前の午前 10 時までとされる。新規発行持分の取引は、併合発効日の 2 日後から可能となる。また、新規発行持分の数量とクラスシェアについては、発効日の 14 日後に併合に参加した持分保有者に通知が發送される。

#### (4) 統合の価額／比率

被吸収ファンドの Newton Managed Income Fund の資産額の算出は、発効日の前日正午の保有資産評価に基づき、発効日の始まる深夜 0 時に行われる。被吸収ファンドの資産額は、個々の投資家への新規発行持分数を計算するのに用いられる。新規発行持分の価額は、発効日の 11:59 直前時点の存続ファンドのシェアクラスの価額が用いられる<sup>16</sup>。

#### (5) 手数料率

存続ファンドにおける各シェアクラスの運用手数料率は、被吸収ファンドの各シェアクラスの運用手数料率と同じもしくは、低いとされている。

存続ファンドにおける各シェアクラスの継続費用<sup>17</sup> (ongoing charges) は、併合後のファンド規模の拡大により、被吸収ファンドよりも低くなると予想される。ただし、存続ファンドの継続費用が被吸収ファンドよりも高くなる場合、ニュートンが存続ファンドの費用の一部を支払い、存続ファンドの継続費用に上限を設定する。これにより、存続ファンドの継続費用は、発効日の直前の被吸収ファンドの継続費用を上回らないようにしている。

## IV おわりに

投信市場が拡大するに伴い、ファンドの本数は増加し得る一方、中には投資家の関心が薄れる、パフォーマンスが類似ファンドに劣後するなどの理由から、最適な資産規模を下回るファンドが出てくることは避けがたいのも事実である。そうした事態に対応するには、ファンドを償還することも手段の一つとなるが、その場合、投資家は別の運用先を検討しなければならなくなり、運用会社や販売会社にとっても、その過程で顧客を失うことに繋がりがかねない。このような観点から、ファンド併合は、投資家と金融サービス業者の双方にとって合理的な選択肢となり得る。

<sup>16</sup> 存続ファンドの新規発行持分数の計算式については、ファンド取締役（ニュートン）へ開示請求することとされている。

<sup>17</sup> 継続費用は、運用手数料に加え、ファンドレベルの売買コスト、アドミ費用等の合計。

今般の日本におけるファンド併合の第1号案件は、投資対象や保有資産、運用方針において実質的に同様の商品同士の併合となっている。一方で、ファンド併合に際して、本稿で紹介した英国の経験から読み取れるのは、必ずしも運用方法が近似したファンド同士の併合でなくても、併合が実施されているという実態である。例えば、運用方法では、ファンド・オブ・ファンズと直接投資を原則とするファンドの併合や、デリバティブその他投資対象資産・手法が異なるファンド同士であっても、併合が行われている。また、手数料率についても、投資家が負担するコストが併合前を上回らないよう上限を課すなど、総じて低下する方向性である一方、投資家にとってのコスト増が生じ得る併合事案もある。

ここから読み取れるのは、より総合的な投資家利益への配慮である。即ち、ファンドが最適水準を大幅に下回り、その状態を放置しては当該ファンドの投資家の利益にならないと判断される場合に、リスク水準や運用方法の大枠が近似していれば、運用方法や手数料率の細かな相違には拘らず、規模の経済を優先する姿勢がみられる。日本においては今後、ファンド併合が適当なケースにおいて実例が積み上がり、業界のノウハウが蓄積され、プロセス全体が効率化されていく、という展開が必要とされよう。ファンド併合が検討される際に、英国の事例は、参考になるアプローチを提供するものであると考えられる。