

欧州におけるファンド規制の動向

青木浩子

要 旨

本稿は、ファンドに関連する近時の欧州指令を概観するものである。2007年金融危機を契機として、ファンドに関連したシステムリスクの統制（具体的には金融機関財務規制）について活発に議論されているが、本稿では、金融危機以前からのファンド規制の流れ（ファンド自体の業規制（登録、行為規制）および開示規制）に重点を置いた。

欧州のファンドには、オープンエンドで指令の定める諸条件にしたがう UCITS と、それ以外の非 UCITS とがある。UCITS は四次にわたる改正を経て、指令内容も商品としての実績も練れたものとなっている。一方、非 UCITS については、本稿で紹介するように、どのような規制をすべきかの基本方針がまさに定められようとしている。

欧州に顕著な事情として以下を指摘できる。

- ①市場競争を重んじ、そのために規制を調和化しようとする志向が強い。これは、ファンド私募に関する条件を調和化しようとする試みで特に顕著である。
- ②ファンドの商品特性に応じた個別扱いを認め、投資商品あるいは集団投資スキームといった広い範囲での規制の横断化にこだわらない。これは、リテール向け不動産投資ファンドの例で特に顕著である。
- ③そのほか、消費者保護のための開示内容の横断化や、目論見書指令と金融商品市場指令 MiFID とにおける適用免除要件となるプロ投資家の定義の同一化などの、従来の規制動向に即した規制の整備が進められている。

すでにルクセンブルクやアイルランドなどの特定国にファンド業務が集中する傾向が見られるが、以上の内容の指令が実現すれば、特に非 UCITS 業務について、一層の発達と集中とが進行するであろう。

目次

はじめに

I 概観

II UCITS 規制

1. 概観
2. 2006年白書
3. UCITS IV

III 非 UCITS 規制(1)平時タイプ

1. 概観
2. 非 UCITS 規制 (リテール規制を含む)
3. 不動産投資ファンド
4. 非 UCITS の私募規制

IV 非 UCITS 規制(2)非常時タイプ

1. 概観
2. 新型投資ファンド運用者指令案
3. リテールファンド投資監督方針一般

V 目論見書指令 (私募要件)

1. 概観
2. 内容
3. 日本との比較
4. その他一プロ向け市場とは

おわりに

はじめに

筆者は近時「開示免除要件に対するファンドの影響 (米国) : 一律的な投資家区分の問題点」¹⁾という論稿を著し、機関投資家や個人富裕層向けの無開示無登録のヘッジファンド等の規制を強化する動きが特に金融危機後の米国にあること、従来の適格機関投資家に並ぶ開示免除要件となるプロ投資家層の新設がSECに提案されたことを紹介し、現在休止状態にある上のプロ投資家層新設案の問題点を指摘した。

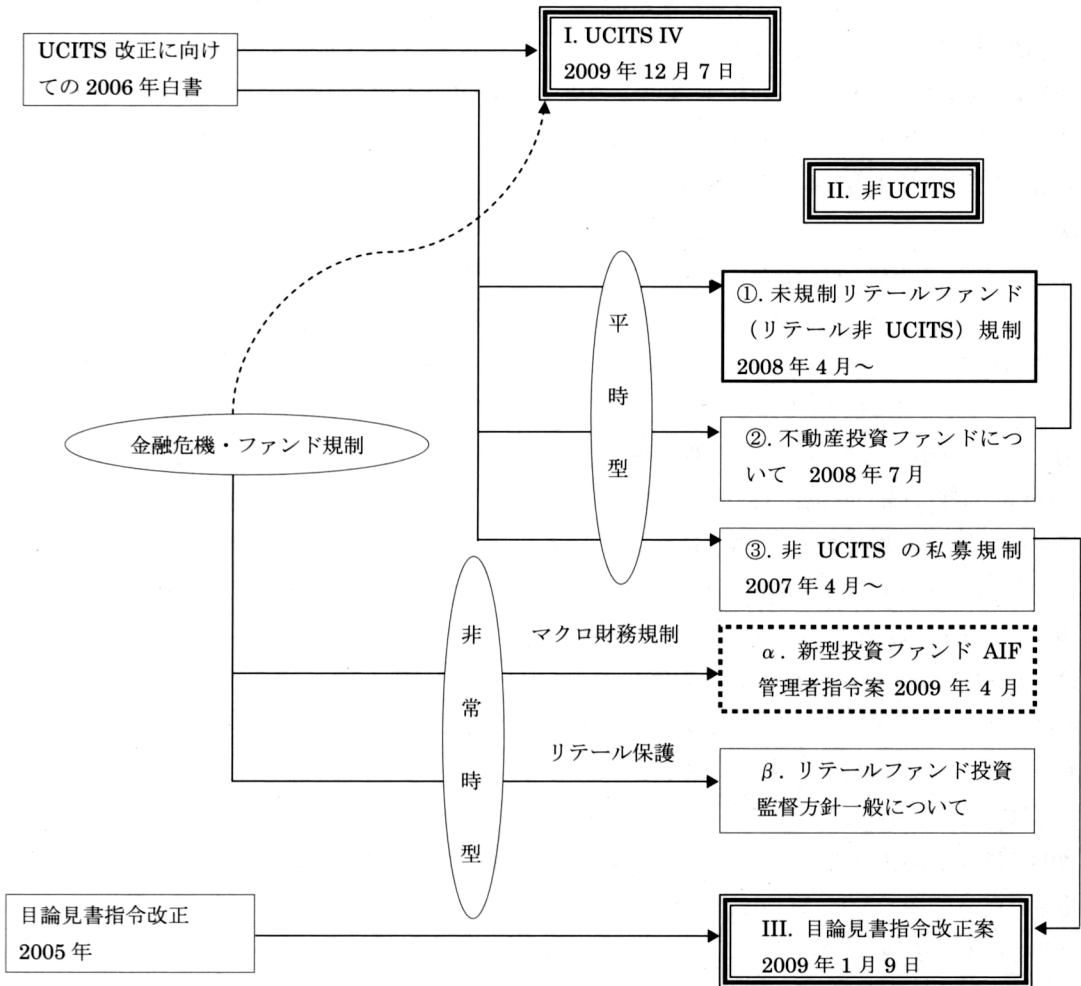
本稿では、上の米国研究の内容に相当する欧州事情を当初は取り上げる予定であったが、対象を拡大し、欧州ファンド規制の改正動向を概観した。そうした理由は、欧州の規制方針は日本のそれと大きく異なり、しかも、会計基準調和化や航空自由化の場合のように、その結果が自由化を求める国際圧力として中長期的に日本に影響し得ると考えたからである。

欧州と日米の規制方針は、いわゆる「プリンシプル・ベース化」や規制監督対象 (銀行・証

券・保険) の一本化を目指す点では似ているが、少なくともファンド規制においては異質といてよいほどの違いがある。すなわち、日米では、利害調整を重ねる中から規制方針を模索する (その結果、なかなか物事が実質的には決まらない) のに対し、欧州では、規制調和化を前提としたパスポート制度導入による市場競争促進に明らかに優先順位が置かれている (その結果として、多くの国が脱落する一方、英国やドイツなどの大国あるいはルクセンブルクのような戦略に長けた国に事業が集約する)。単純化していえば、日米が「いかに良い規制を」に拘るのに対し、欧州は「いかに同じに」を問題としている。

本稿で扱う対象は、欧州委員会サイト上の投資ファンドのページ²⁾に掲げられた諸項目である。これは、開示規制や顧客への情報提供といった伝統的手法による規制をほぼ網羅している。反面、欧州委員会が主導していない制定・改正 (金融危機を背景としたシステム安定に關するものが多い。典型的には、バーゼル委員会による銀行資本規制や証券監督者国際機構

図1 投資ファンド規制の作業ブロック



IOSCO (International Organization of Securities Commission) によるファンド規制³⁾は含まれないが、これらについてはわが国でも関心が高く、紹介も既にあるので割愛する⁴⁾。

I 概観

1. 図1は、投資ファンド規制に関する作業ブロック (ブロックの区分および名称は、前出の

欧州委員会のサイトの例に従う) を整理したものである。本稿のII以下で各ブロックの具体的内容を見ていくが、ここではブロック相互間の関係を見る。

欧州ファンド規制の作業ブロックには、2007年金融危機を契機とするもの (図1のα、β) と、2005年に発表された2005-2010年金融サービス方針白書⁵⁾および2006年白書⁶⁾ (UCITSに関する) とされるが、非 UCITS 規制の方針につ

いても述べている)に基づくもの(図1の①~③)とがある。本稿以下では、前者を非常時型、後者を平時型としたい(この区分は本稿筆者によるもので、一般的なものではない)。今日でも平時型がむしろ改正の主流といえ、金融危機を契機とする非常時型のみ注目しては不足である。

2. 欧州ファンドは、欧州指令の対象となり、パスポート制度(一つの加盟国の規制に服せば欧州全域で販売可能)の対象となる UCITS と、そうでない非 UCITS とに分けられる。

(1) UCITS (Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities) 規制に関する指令⁷⁾は、1985年以来、四回にわたる改正を経ている(第四次改正の各国法化締切りは2011年7月1日)。指令の対象となるファンドは、オープンエンドかつ譲渡性があるリテール向けファンドであり、「UCITS ブランド」といわれるような一定の信用を得ている(開示については、独自の内容を指令中に示しており(指令68条以下)、目論見書指令や透明性指令は適用されない)。それだけに、第三次改正によるデリバティブ導入をはじめとして、対象の妥当性については常に議論がある(Ⅲ.3の不動産投資ファンドを UCITS に組み込むかに関する議論が典型的である)。UCITS の第四次改正の内容のかなりは2006年白書で予定されていたが、2007年危機によって追加された項目もある。この UCITS 改正案については第Ⅱ章で扱う。

UCITS は2009年末時点で残高4.788兆ユーロ、欧州投資ファンド市場の75%を占め、ファンド数は37000程度といわれる⁸⁾。

(2) UCITS 以外のファンド(非 UCITS。ちなみに UCITS 指令3条(d)項は、同指令7章所定

の諸義務になじまないファンドは同指令対象外とする)の名称は文脈によってさまざま(non-UCITS, non-harmonised funds, unregulated retail funds, alternative investment funds など)である。具体的にはヘッジファンドや商品ファンドなどであり、その多くは機関投資家や富裕層個人向けに発行され著しい成長を見せている。ホールセールあるいは富裕層向けということからも、欧州共通規制はもちろん、各国規制からも免れる(ユーロ債市場のように指令から除外され、自主規制によるところが多い)傾向があったが、本稿で見るように、非 UCITS にも様々な理由から規制が及ぼされようとしている。とはいえ、2009年末の時点で(ファンド運用者登録を主とする新型投資ファンド運用者指令案を除いて)非 UCITS 規制について具体化している指令は未だない。

非 UCITS を欧州レベルで規制する場合、パスポート制度を通じた他加盟国への販売が可能となり、市場競争が促進される。平時型の制定・改正は、①非 UCITS 規制一般について、②不動産投資ファンドの扱いについて、③非 UCITS の私募規制について、の三ブロックに分けて進められている。これらの規制の視点は相互にかなり異なり、①は非 UCITS の現状把握の上で今後の規制方向を考えようとするもの、③はこれに似るが、私募ファンド規制の調和化と競争促進とに特化したものである。②は、①のための作業の過程でその経済的重要性が明らかとなったリテール向けオープンエンド不動産投資ファンドの処遇に焦点をあてて対処を検討している。

平時型制定・改正に並んで、非常時型のブロックの作業も進められている。内容的には平時型(とくに①)との重複も少なくない(両者

の関係を述べる例を見出し得なかったが、非常時型は平時型の作業の一部を吸収している)。非常時型の具体的内容はマクロ財務規制の性格の強い(a)新型投資ファンド AIF 運用者指令案、およびリテール保護の強い(β)リテールファンド投資監督方針一般についてである。(a)は、運用者ベースで認可し情報提供義務を課そうとするもので、従来の各国法下での自由に慣れた業界の反発が強く、指令案は完成しているが変更の可能性は高いといわれる⁹⁾。(β)は金融危機を契機に、リテール向け非 UCITS を含む各種商品に関するリテール投資家保護とくに説明義務の均一化 (horizontal approach) を検討するものである。英国のように保険や預金も包含しての枠組みであるため、現在のところ、進展は限られている。平時型の規制については第Ⅲ章で、また非常時型については第Ⅳ章で扱う。

(3) 欧州の「UCITS と非 UCITS」という区分は、米国の「投資信託 (開示規制の適用があり、投資会社法の適用もある) とそれ以外のファンド」という区分に較べ、パスポート制度の対象となるか否かという手続的特異さがあるというほか、内容的にもずれがある。たとえば、米国で重要な投資信託以外のファンド類型はヘッジファンドや事業ファンドであり、その購入者は (富裕層個人がいらないわけではないが) 機関投資家が中心である。ひきかえ、欧州では、UCITS の投資対象は証券およびその派生商品に限られるため、非 UCITS 類型のうち最重要の類型は、ドイツ圏で盛んな不動産投資ファンドである (これは機関投資家向けだが、リテール販売の可能性も考えられる)。それゆえ、米国では、想定される投資家層としてレギュレーション D の認定投資家 (個人の富

裕層や資産500万ドル超の法人など) を参加者下限とすればほぼ問題なかった¹⁰⁾ところ、純粋なりテール商品も少なくない欧州非 UCITS については、リテール向け商品に絞った (平時型の①②、非常時型の(β)など)、あるいはリテール向け商品を含めての方針を考えねばならない。

3. 最後に開示規制についてであるが、ファンドは、目論見書指令にいう証券として、目論見書指令が適用される可能性がある。ただし、UCITS は UCITS 指令中の開示ルールに服するため、目論見書規制の適用から除外される¹¹⁾。また、非 UCITS (具体的にはヘッジファンドや事業ファンド) も目論見書指令の適用が除外される場合が少なくない。目論見書指令の少人数免除 (適格投資家を除き加盟国毎に100人まで勧誘可能。米国レギュレーション D では購入者数35人以下) あるいは最低投資要件による免除 (一回の募集での対価総額あるいは最低投資額が5万ユーロ以上。米国では登録規制にも開示規制にもこのような免除要件はない) は極めて緩いからである¹²⁾。

とはいえ、前述のように非 UCITS にもリテール向け商品も少なくなく、この場合には目論見書指令の適用が現実の問題となる。実際に、非 UCITS の私募要件が金融危機前から検討されており、その一部 (とくに金融商品市場指令 MiFID 中のプロ顧客要件と、目論見書指令における適格投資家要件との一致) はファンドを含む証券一般に及ぶ改正として目論見書指令に取り込まれる予定である (V参照)。

4. 日本では、2006年に公布された金融商品取引法におけるファンド規制のための調査と、2007年危機後のファンド規制の調査 (国際機関による財務規制や業規制を中心とする) が重点

問題
① UCITS 指令の遵守（とくに渉外取引）が困難である
② 退職年金型ファンドの安全性を増す必要がある
③ 他の長期の競合商品（生保・仕組債など）との関係を調整する必要がある
④ 世界規模での制度競争に対応する必要がある

的に行われている。

日本の現行規制は極めて緩いといってよいであろう。開示については一般投資家を含めて500人まで、登録規制について50人（適格機関投資家を1名以上含み、50人までの取得が認められる）までの販売は適用除外される¹³⁾からである。開示については、米国ではレギュレーションDによっても35人（自衛力認定投資家は除く）まで、欧州では100人まで（ただし、プロ私募にあたる適格投資家の要件が日米の適格機関投資家に比べ緩い）である（登録規制については欧米とも不安定な状態にある¹⁴⁾。

II UCITS 規制

1. 概観

投資ファンド (investment funds) とは、投資家から取得した資産を分散されたプールに投資することのみを目的とする投資ビークルで、投資家は引換えに証券を取得する。UCITS (Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities) は、UCITS 指令所定の要件を満たす投資ファンドである。同指令はファンドの組織や管理監督について規制し、ファンドの分散¹⁵⁾、透明性、レバレッジ、投資対象資産等に関する定めを置く。

規制の制定やその前段階での報告書作成には、PriceWaterhouseCoopers を始めとするル

クセンブルクの会計事務所が積極的に関わっている（ルクセンブルクはアイルランドと並び、ファンド渉外再編やファミリーファンドの基地となっている¹⁶⁾）。KPMG ルクセンブルクの報告書によると、調査対象となった資産運用者の41%が英国籍、15%がスイス籍、13%が米国籍であるところ、調査対象となった資産の過半はルクセンブルクとアイルランドに置かれ、UCITS 自体もルクセンブルク籍の比率が高い¹⁷⁾。

2. 2006年白書¹⁸⁾

先に図1 投資ファンド規制の作業ブロック中に示したように、2006年白書はUCITSおよび非UCITSの規制方針を示すものである。白書は実質10頁程度のもので、問題を4点指摘している¹⁹⁾。このうち第四の点（網掛けした箇所）に重点が置かれているという印象を受ける（米国にくらべ欧州は規制コスト高のためファンド運用成績が3%程度低いという指摘の上で、規制合理化の必要性が強調されている²⁰⁾。

対処として以下のような方針が提案されている²¹⁾。まず、第一、第二の点はUCITS改正で、第三および第四の点は非UCITS規制として検討する。

対応に関連して提案された具体的施策は次頁の表に整理したとおりである。

2006年白書は、競争促進を正面から推進すると同時に、一般投資家の徹底した保護を図る姿

対応
①域内市場の自由度を高め、ファンド産業の効率化を図る
②投資家が投資判断に必要な情報を得、中立的・専門的な仲介者を利用できるようにする
③非 UCITS のリテール 渉外取引の現状および改善方法を調査する
④非 UCITS その他の金融商品を機関投資家等 (institutional and sophisticated investors) に販売するため、欧州の私募制度の整備を行う

対応	具体的施策
①欧州ファンド業界の効率化	(i) 渉外販売に関する手続の短縮努力, (ii) 渉外ファンド合併の簡易化, (iii) 渉外プーリングの容易化, (iv) 管理会社のパスポート制度導入, (v) 監督機関間の協調促進, (vi) 指令の制定・改正なく行える改正も進める (具体的には、承認期間の厳守・注文処理やファンド寄託業務のパスポート制度化)
②リテール顧客向け開示の充実およびコスト削減	(i) 目論見書の簡素化 (EU 全体で、要点を統一した開示を行う ²²⁾) (ii) 流動性 (distribution) について MiFID その他の適用による整備が必要
③非 UCITS について共通規制が必要か (調査)	そもそも非 UCITS はリテール適合的か、仮にそうであれば、具体的にどのような規制を行うべきか (2008年中に報告)
④適格投資家 (qualified investors) への販売	ハイリスクあるいは理解が困難等の理由から非 UCITS で適格投資家等のみ販売可能とすることが適切な場合について、MiFID の販売区分を参考に区別することを検討 ²³⁾ → 2007年秋に報告

勢が顕著といえよう。これらを、UCITS IV (本稿以下) や非 UCITS 規制案 (本稿 III, IV), あるいは目論見書指令 (本稿 V) がどのように具体化しているかを以下で概観してゆく。結論からいえば、UCITS の整備は完全でないにしても目的達成に向けて順調に進んでいるのに対して、非 UCITS については報告発表後の動きは停滞している。これは、2007年以降の金融危機による状況の変化や、非常時型の規制制定・改正への練り込みが影響していると思われる。

3. UCITS IV²⁴⁾

以下の直近の改正内容 (1985年の指令発表から 4 回目の大改正なので UCITS IV といわれる) は 2009年1月13日に欧州議会で承認され、

2011年7月までの各国法化が義務づけられている。全体に、投資対象にデリバティブを取り込み、ヘッジファンドの一部を UCITS として扱うことを可能とした前回の第三次改正に比べ、地味目の内容となっている。骨子となる項目は次のようなものである。

- ・通知手続の合理化 (10事業日で販売開始可能)
- ・主要投資家情報 KII (Key investor information) の導入
- ・合併手続等の合理化
- ・管理会社パスポート制度の導入

(1) 通知手続：通知書類が標準化され、本国監督機関から販売国監督機関へ送付されてから10

事業日内で審査するものとされた。

(2) 主要投資家情報 KII：要するにハイライト情報である。従来、UCITS 指令は簡素目論見書 (simplified prospectus)²⁵⁾と呼ばれる独自の顧客向け説明書の交付を要求していたが、これを更に簡素化し、また、様式や内容を統一することによって商品間比較を容易とする書式に切り替えるものとした。

主要投資家情報制度は、本稿第三章で見える非常時型の「(β)リテールファンド投資監督方針一般について」にも関連するものであり、リテール向けパッケージ商品 PRIIPs (packaged retail investment products, 投信, 仕組み証券(証券化商品やデリバティブ組込み商品), 貯蓄保険, 預金を含む)の権利者保護の一環として、KII 導入後も主要投資家情報の形式や内容の見直し等が求められる可能性があると思われる。

(3) 涉外再編：UCITS 涉外再編手法として、涉外合併(法的形態は問わない)とファミリーファンド方式(master-feeder structures)の双方が利用可能とされた。

(4) 管理会社パスポート制度 MCP (management company passport)：従来、管理会社グループは関係加盟国毎に管理会社を設置してきたが、改正により他加盟国に設置された管理会社による管理が認められるようになった。ちなみに、この管理会社制度に関する改正は、UCITS 全体の効率改善のための施策に関するアンケート結果から上位かつ複数回答に係る内容を集約したものであるという(ちなみに最上位の要請は税制調和化であった)。

Ⅲ 非 UCITS 規制(1)平時タイプ

1. 概観

前述のように、2006年 UCITS 白書は、非 UCITS についても具体的な作業ブロックを示しており、しかもこれは現在の非 UCITS 規制作業に決定的な影響を及ぼしている。実際、あるファンドを、UCITS に取り込むか (UCITS Ⅲの一部の派生商品組み込みファンドなど)、非 UCITS として扱うか、あるいはその種に固有の指令を置くか (リテール向け不動産投資ファンドがその傾向にある)の判断は、論理的というよりは政治・経済的な事情によって決まるようであり、それだけに非 UCITS 規制の外延を決めるにあたって UCITS との関係を見捨てることはできない。

2006年白書は、①非 UCITS 規制の現状および基本方針について、②不動産投資ファンドの扱いについて、③非 UCITS の私募規制の調和化について、の検討を求めている。全体を通じて、欧州レベルで実質的に規制する場合には UCITS 指令または個別指令により、非 UCITS 規制については消極的、つまり適用除外要件の調和化に留める(実質的内容、たとえば登録要件や財務要件などには立ち入らない)傾向がうかがわれる(もっとも、次章の非常時タイプの規制では、これとは逆の傾向、つまり、非 UCITS 規制の実質的内容を欧州レベルで作ろうとする傾向が見られる)。国によって(たとえば、英国はホールセール型ハイリスク商品(リテール商品は保険年金などのラップ商品として販売)、ドイツは機関投資家向け商品というように)非 UCITS 業務の重点が異なること

が、その理由となっているように思われる。

2. 非 UCITS 規制（リテール規制を含む）²⁶⁾

(1) 概観

本節の副題に「リテール規制を含む」としたが、これは日米と欧州とでは規制構造が異なるために常識で推すと混乱すると思われるからである。日米では、証券開示規制の適用のあるファンド（日本ならば投資信託）以外のファンドは、そもそもリテール向きではなく（公募すれば開示規制が適用される）、個人富裕層の参入がどの程度認めるかという話となるに過ぎない。ところが欧州では、UCITS の投資対象に商品を含まないという事情があるほか、非 UCITS については各国規制に委ねられているため、欧州共通の証券開示規制（目論見書指令や透明性指令）が適用されないファンドでも、リテール向け販売できる例が実際にあるのみならず、経済的重要性や将来性もあると考えられている（もちろんヘッジファンドなどのハイリスクなファンドについては、以下で見るように各国法で投資家要件を定める例が一般的である）。

さて、2006年白書で指摘された問題の④（対応の③）に対応する規則制定作業では、「非 UCITS ファンドの一部につき欧州規制を及ぼすべきか、及ぼす場合、具体的にはどのような方法によってか」という基本方針について民間委託調査（PWC 調査²⁷⁾）を2008年4月に実施し、同年10月に発表している。この調査は題目に「欧州非 UCITS のリテール化」とあるように、全体にリテール化（retailisation、商品のリテール顧客への開放）の可否および手法に重点が置かれている。このように、欧州レベルで

規制を（適用除外要件の制定などの消極的な形に留まらず、たとえば開示や登録の内容について規制するという意味で）実質的に及ぼす場合としてはリテールが想定されていることに留意する必要がある。

上の調査以降の作業は欧州サイト上は中断しているようだが、実質的にはこれも非 UCITS に対する包括的対応である、リテールファンド投資監督方針一般に関する作業に吸収されたようである（I. 2.(2)参照）。このような経緯から、本作業ブロックは指令案のような完成度には達していないが、非 UCITS 規制に対する共通認識や制定・改正の方向性が示されている点で注目に値する。

以下では、本稿と関連深い内容を上の PWC 調査から抜き出してみたい（これはあくまで参考資料としてであり、そのため、原則として引用箇所を記述しておらず、また統計値や法令を一次資料で確認していない場合もある）。

(2) 商品・販売チャネルの現状と各国事情²⁸⁾

PWC 調査は、非 UCITS について9加盟国の主要商品および販売チャネルを分析している。非 UCITS 資産残高 AuM（2007年末）は1.79兆ユーロ（UCITS は約6兆ユーロであるので、ファンド全体の2割強となる）、ドイツ（8020億ユーロ）、ルクセンブルク（4350億ユーロ）、英国（1380億ユーロ）、フランス（1240億ユーロ）の順に残高が高い²⁹⁾。ドイツが突出しているが、後述の機関投資家向けファンドを除くと上位5国間の格差は縮まる。ただ主要ファンドが何であるかは国によって大きく異なる。

欧州全体で見た場合の主要ファンド類型は、不動産ファンド、プライベートエクイティ／ベ

表1 主要加盟国の UCITS・非 UCITS 残高 (2007年末)

	UCITS (百万ユーロ) (カッコ内は対 EU 比)	非 UCITS (百万ユーロ)
フランス	1351600 (22.5% 2位)	156700 (9.34%)
ドイツ	266062 (4.4%)	774875 (46.18% 1位)
アイルランド	646268 (10.8%)	160500 (9.57% 3位)
ルクセンブルク	1823969 (30.4% 1位)	235426 (14.03% 2位)
英国	685016 (11.4% 3位)	111938 (6.67%)
EU 全体	5996760 [78%]	1677937 [22%]

ンチャーファンド、ヘッジファンドである（現在いずれも2000億ユーロ前後）。

非 UCITS の上場例もないではなく（全体の4%未満）、件数はロンドン取引所への上場が圧倒的に多い（2007年時点で204件）。もっとも上場ファンドといっても、機関投資家による投資が多く（上場はこれら機関投資家に対する投資制限規制を満たす方便に過ぎない場合が多い）、最低投資金額が高額なものもあり、リテール向けとは即断できない。リテール商品か否かの目安は上場の有無よりは、むしろいわゆるラッパー（保険やファンドオブファンズなど）の介在が目安となるといわれる。

リテール比率は商品により大きく異なる。2007年末取引高で、仕組み証券を含む元本保証ファンド（guaranteed funds）ではその58%、その他ファンドでは24%、不動産ファンドでは13%、ファンドオブファンズでは10%、プライベートエクイティファンドでは2%、ベンチャーキャピタルファンドおよびヘッジファンドでは各1%がリテール向けとされている。

リテール向け非 UCITS の発達の兆しを見ているのはフランス、ドイツ、ルクセンブルクなどであり、英国は上場数は多いもののリテール販売は不活発だといわれる。リテール化が進

んだ商品ほど調和化への要請は強く、またリテール化推進に積極的なのはドイツ、逆に消極的なのは英国とルクセンブルクだと言われる。

以下では、ドイツ、ルクセンブルク、英国を例にとって各国の商品および販売チャネルの状況（法制については次の(3)でまとめて扱う）に触れる。

[ドイツ]域内最大の非 UCITS 市場を擁する背景として、国内市場の大きさおよび洗練された国内投資家層が厚いことが指摘される。資産の3分の2は4000超の国内スペシャルファンドすなわち特別特定資産ファンド（Spezialfonds, Spezial Sondervermögen）が占め、これらは公募されず、しかも単一の機関投資家（銀行など）のためオープンエンド不動産ファンドとして設定される場合が多い（筆者、脚注30³⁰）の表との整合性がわかりにくい、「その他」のファンド中で不動産投資比重の多いものを不動産ファンドと合わせて言及しているものと思われる）。このように、きわめて特異な内容のファンドが太宗を占めていることに留意する必要がある。反してヘッジファンドやプライベートエクイティファンドはごくわずかである（リテール販売は行われていない模様である）。

監督機関 BaFin に登録した投資ファンドは、

ドイツの取引所のETFとして取引され、無登録の非UCITSファンドは取引所内市場 (regulated unofficial market. かつての open market ないし Freie verkehr) で取引されることが一般的である。

[英国] 次の各国法制の概要で述べる厳格な監督機関承認要件が敬遠され、リテール販売される非UCITSは限られる。とくにベンチャーキャピタルファンドとプライベートエクイティファンドへの個人投資について日米と英国との規制構造の相違は顕著である。日米では個人が少数私募やレギュレーションDを通じて投資し、ファンド自体も登録規制を免れる場合が少なくないが、英国の個人は、中間層顧客となるか、ラッパーを通じてしか、これらのファンドに投資することは原則としてできない。資産の79.8%はプライベートエクイティファンドが占め、不動産ファンドはもちろん、ヘッジファンドの比率も低い。

[ルクセンブルク] ルクセンブルクは、金融センターとしてその国土人口に較べ巨大なルクセンブルク籍ファンドを産出しており、UCITS、非UCITSともに実質的に一位である。資産の大半(90%超)がヘッジファンドおよびその他のファンドで、不動産ファンドやプライベートエクイティファンドの比率は低い。

このように、同じ非UCITSといっても、ドイツは不動産ファンド、英国はプライベートエクイティ、ルクセンブルクはヘッジファンドに強く、しかもリテール化志向に温度差があるため、非UCITS規制に対する態度が異なって当然である。

(3) 各国法制の概要

現在、非UCITS規制は各加盟国に委ねられており、規制を置かない国、一部置く国、完備する国(ドイツ・ルクセンブルク・アイルランドがその例とされている)と分かれており、投資家区分・適合性原則・投資家教育などの投資家保護規制も当然まちまちである。非UCITSは、原則として私募(private placement)により販売されるが、クローズドエンド型の非UCITS証書(certificate)は証券(security)として目論見書指令に従って域内に流通し得る。

ポーランドを除く調査対象国は、外国非UCITSの自国内公募(public distribution)に関して何らかの規制を設けており、基本的に自国ファンドに準じて扱っている。つまり、受け入れ国監督機関の「承認(authorisation)」を求め、その際に「同等性(equivalence)」を判断するという形で自国主義に立っている³¹⁾。また、各国法は、表向きは非UCITSの公募(public distribution)を殆ど禁じていない³²⁾にも拘わらず、ヘッジファンドを初めとする非UCITSのリテール化の障害となっているといわれる。

ドイツでは、投資法(Investmentgesetz 2002³³⁾、機関投資家投資条件に関する規制)がホールセール取引に(ヘッジファンドやファンドオブファンズの数も本法適用上のものを把握できる。なお前者は公募不可)、目論見書法がリテールを含む証券(ただし、プライベートエクイティファンドやベンチャーキャピタルは同法にいう証券に当らない)の販売全般に適用される。

英国では、監督機関の承認の有無に拘わらず

金融サービス市場法 FSMA がファンドに適用される。公募（リテール販売）は、監督機関が承認したファンド（集団投資スキーム）にのみ認められる³⁴⁾。承認されていない未規制ファンドは、Financial Promotion Order 2005の免除要件を満たす知識経験のある投資家に対する販売のみ認められる。承認された非 UCITS (NURS: non-UCITS retail schemes といわれる)であれば、ヘッジファンドやファンドオブファンズでもリテール販売が一応可能である（プライベートエクイティやベンチャーキャピタルファンドは不可³⁵⁾）。しかし、承認に伴う条件（分散投資や借入制限等のリスク管理を中心とする。そのほか最低投資単位も相当に高い）等が負担となるので殆ど利用されないという（この点につき2007年改正で緩和された³⁶⁾）。ファンド運用者（investment managers）は顧客適合性（suitability and “Know Your Customer” requirements）に関する規則を順守する義務を負う。

ルクセンブルクでは、非 UCITS のリテール販売要件を定める2002年法と、非 UCITS 中、所定の要件を満たす投資家のみ投資可能な特別投資ファンド（SIF: specialised investment funds）に関する2007年法とが併存する。両法は、ヘッジファンド・ファンドオブファンズのみならず、不動産ファンド、プライベートエクイティファンドやベンチャーキャピタルファンドも対象としている。リスク管理要件や顧客保護（説明要件など）を定めている2002年法の要件を満たせばリテール販売が認められる（ただし PE/VC について最低投資単位要件（12395ユーロ）が課される）。ファンドのピークルとしてはフランスのそれに近いシステムが採用されている。非 UCITS 全般について、

ラッパーや一任勘定、私募（private placement）を通じたリテール販売が認められている。

以上の三国は、外国ファンドについて、課税上は基本的に内外中立的であり、また、販売規制についても基本的には国内ファンドと同等の規制を適用する。

(4) 個人顧客に関する市場実勢および法制
リテール投資家への非 UCITS 販売の経路として、私募（private placement）により直接に販売する場合、一任勘定による場合、ラッパー（wrapper、ファンドオブファンズ、保険など）による場合などがあり得るが、ここでは直接販売の場合を取り上げる。この場合の販売先を欧州全体で見ると、機関投資家が60%程度、HNWI（high net worth individual）とマス富裕層が各10%弱、リテールが20%程度となっている（ファンド規模で見ると、中小規模のファンドで HNWI の比率が高い傾向にある³⁷⁾）。なお、この調査では、富裕層を、金融資産10万から100万ユーロのマス富裕層（mass affluent）と100万ユーロ以上の富裕層 HNWI とに分けている。

所定の要件を満たす投資家にのみファンド投資を認める法制の例も少なくない。アイルランドの QIS（qualified investor scheme、125万ユーロ以上の資産（不動産除く）を持つ個人か、250万ユーロ超の投資裁量ある資産を保有する機関）の例は著名である。これは、適格機関投資家よりも小振りな中小事業会社や富裕層個人を含むもので、米国の認定投資家や日本の特定投資家に近い。イタリアや英国にも類似の商品（QIS unit trusts）が存在するが、一般的でなく（サンプル138125件中6412件）、要する

に適格機関投資家向けがあくまで主のようである。

なお、投資家層の限定こそしていないが、最低投資単位を置くことにより一般投資家の参入を制限している例もある（フランスの公募ヘッジファンドやファンドオブファンズ、ルクセンブルクの2007年法上のSIFや2002年法上のPE/VCなど）。

(5) 改正要望がまとまり難いことについて

PWCによると、調査参加者には非UCITS市場（特に私募制度）の調和化（ちなみに「調和化により、各国の特に販売コスト差が収斂され、また欧州全域で10%程度のコスト削減が見込まれる」と推計する調査がある³⁸⁾）は支持する一方で、非UCITSリテール拡大には不熱心であるという矛盾的な傾向が見られ、その考えられる理由として①調和化メリットは（リテールファンド販売に消極的な国でも行われる）ホールセール取引でも享受できる、②非UCITSリテール化はUCITS拡大によって実現されてきている等を挙げている（国によりリテール投資家のリスク接触に関する考え方が異なることが根底にある）。

比較的支持の多い要請として、(a)新商品取込みのためUCITS改正を継続すべき、(b)非UCITS中の各種商品については、UCITS拡張でなく、個別(stand alone)の欧州指令をもってあたるべき、(c)私募制度については欧州で調和化すべき、がある。このうち(b)および(c)については、以下に見るような検討が進んでいる。

(6) 2009年新型投資ファンド運用者指令との関係について

非常時型の対応として後に取り上げる2009年

指令案(IV.2)は、非UCITSの欧州内での販売を承認(authorisation)を得た運用者に限り、この運用者に各種（とくに財務リスク管理上の）規制を適用するとともに、この者に対して欧州域内での非UCITSのプロ向け販売を認める。（パスポート制度という言い方こそしていないが）ホールセール向け非UCITSを人数や投資最低単位要件等を置く例が多い各国法に妨げられずに販売できるようになる見込みである³⁹⁾。

3. 不動産投資ファンド⁴⁰⁾

(1) 概観

2008年3月に、2006年UCITS白書のフォローアップの一つとして、欧州不動産ファンド市場の研究、涉外オープンエンド不動産ファンドOEREF(open-ended real estate funds)市場の需要・障碍の分析、現行各国法(税制含む)の調査等を目的とする報告書⁴¹⁾が発表されている。金融危機の影響はあまり感じられない（むしろ2002年以降の不動産ファンドの（既に値上がっていた株式等との比較で）相対的な好成績が強調されている）一方、ドイツ系の参加者が多数を占め、これが報告書の内容に影響しているように思われる。なお、発表後に関係者コメント⁴²⁾が発表されているが、2009年末時点で本報告書を受けての動きはEUサイト上は報じられていない。

(2) 欧州不動産ファンド市場の状況

報告書は、欧州不動産ファンド市場について、非上場ファンドとして2240億ユーロ程度(UCITSを含むファンド市場全体の3%程度)、リテール向けファンドが1100億ユーロ程度あるとする。不動産ファンドは手数料が高くなる傾

表2 渉外取引促進のための規制改正の諸手法の比較⁴⁴⁾

		法的確実性	実現可能性	OEREF への影響	UCITS への影響
無立法	①相互承認	・なし ・各国間、ケース別での対応	機関協議が不要で、部分的解消が可能だが調和化はない	・あまり期待できない ・実務参加による障碍指摘が必要	・さらに不明
	② EU 勧告	・なし ・強制力なし ・OEREF につき例あり	短期的には簡単かつ達成しやすい。OEREF 問題の早期解消	・予想しにくい。各国の受け取りによる	・さらに不明
EU 立法	③ UCITS 内に特則として置く	・あり ・UCITS 制度にリテール商品を繰り込む ・相違は認めつつ OEREF を UCITS と同等とする	各国（ドイツおよび東欧圏）における先例あり UCITS 中への組み込み困難のほか、政治的困難の可能性も	・パスポート制度適用 ・UCITS 市場を対象に販売（UCITS ブランド利用）	・顕著な影響の可能性 ・UCITS ブランド劣化の可能性
	④ OEREF 指令を作る	・あり ・OEREF は UCITS と異なるリテールファンドとされる	先例（フランス） ・不動産に集中 ・政治的にはやや容易	・パスポート制度適用	・影響は限られるであろうが、類似規制並列の問題（裁定など）
	⑤ リテール非 UCITS 指令を作る	・あり ・包括的になるが、非 UCITS 全体の調和化が必要となる	先例（英国） ・一部国からの反対可能性 ・他商品の問題を抱え込む	・パスポート制度適用	・UCITS の拡張であるが、得失不明
	⑥ 各種新ファンドを包括する指令を作る	・あり ・将来のリテールファンド法制モデルである	・最も困難	・パスポート制度適用 ・UCITS 同等性承認で障壁残存可能性	・顕著な影響 ・商品全体について再規制の必要

向はあるが、不動産そのものに国際投資する難しさや不動産規制（民法）調和化の困難さに照らし、有益な市場化手段と判断されている。OEREF はスイスで1938年、ドイツで1959年に導入され、現在12の加盟国で過去20年ほどのうちに発達し、各国法で規制されている。REITS（こちらを導入した加盟国もある）に比べて、よりエクイティ市場に近い商品として

意識されている⁴³⁾。

(3) 欧州不動産ファンド市場規制の需要の確認および提言

報告書は、リテール向け渉外 OEREF の枠組みを EU で作るべきこと、それにはパスポート制度が不可欠であることを確認する。そして規制の際には、できるだけ現在の各国フレーム

ワークに近い内容とし、規制手法としては欧州立法（本報告書は具体的には UCITS 特則とすることを推奨する）によることが妥当とする。そして、規制には各国法に共通する6つの要素（① SPV 特別目的ビークルを利用できる、②資産たる不動産価格の60%までの借入を認める、③四半期以上の頻度で償還機会を設ける、④最小限の流動性として資産の10%を確保し、申込解除にあたり適切な流動性管理システムを設ける、⑤資産を定期かつ年一度以上の独立の監査 valuation 下に置き、国際基準下での時価を計算する、⑥価格決定（pricing policies）等について開示すること）を折り込むべきとする。

この方針でゆけば、ドイツ等の不動産投信ファンド先進国は現在の法制や実務をほとんど変えないまま、パスポート制度を利用して他加盟国の不動産ファンドリテール市場を開発できるものと思われる。

（4） その他：規制手法の比較

既述のように、報告書は、規制手法として欧州指令によることが最適とする結論に次のような表を付している（表2）。内容に意外な点はないが、他の局面に使い回されそうな理由なので転載する。

4. 非 UCITS の 私募 (private placement) 規制⁴⁵⁾

（1） 非 UCITS 私募規制調和化の意味

私募 (private placement) は、適格投資家 (qualified investors) に対する販売網 (distribution channel) として確立した地位を占めており、2005年の募集額は3380億ドル、2006年は5430億ドルに上るといふ。「私募規制の調和化」とは、要するに、公募規制適用免除要件を現在

よりも具体化することによって、所定の非 UCITS にパスポート制度を適用する、つまり域内のどこでも追加規制を受けずに販売できるようにしようというものである（ホールセール向けが多く、自主規制に委ねられた私募非 UCITS 取引のありかた自体に介入するものではない）。現在、私募については、目論見書指令⁴⁶⁾や MiFID の免除規定を通じ、断片的に欧州レベルでの規制が存在するが、包括的な私募制度は存在しておらず、各国規制に委ねられている。そこで、域内渉外私募は、その内容あるいは申込みを国ごとに変えないと不可能な場合がしばしばであるという（そもそもをいえば、欧州16加盟国中の六カ国が非 UCITS 私募を禁止または厳しく制限しているという⁴⁷⁾）。

なお、ある販売が“private placement”とされれば、開示規制や業規制（登録規制や勧誘規制、販売規制、行為規制）の適用にも影響する（さらに、募集の段階のみならず、売出しを含む流通段階全体に及ぶ）ので、「私募」と訳するよりは、たとえば「規制外販売」とするほうが正確と思われる（「私募」をより正確に示す語として private offer (ing) がある）が、本稿では一般的な訳語である「私募」によった。また、非 UCITS 私募規制は、第V章で扱う目論見書指令の私募要件とも重なる⁴⁸⁾が、全く同じではない。たとえば非 UCITS には目論見書指令の対象となる証券の形をとっていないため、目論見書指令がそもそも適用されないものがある（そこで、非 UCITS 固有の販売規制が置かれる例が多い）。また、非 UCITS は確かに目論見書指令の適用除外とする実益の高い類型ではあるが、目論見書指令は非 UCITS のみを想定しているわけではない。

(2) 経緯および報告書の内容

2006年白書の求める対応④(非 UCITS その他の金融商品を機関投資家等 (institutional and sophisticated investors. 合わせて適格投資家 (qualified investors) とされる) に販売するため私募制度を整備する)に関連して、ハイリスクあるいは理解困難等の理由から投資家層を限定して販売するのが適切な場合につき、MiFID の販売区分を参考しながら検討することが求められている。報告書⁴⁹⁾は2008年7月に発表されている(同時に、調和化した場合の影響予測も出されている⁵⁰⁾が、私募要件のうち適格投資家要件については目論見書指令での作業に譲ったほか、さらに調査を要するとして作業を継続中である。

報告書は、私募枠組みを(a)投資家要件基準と(b)数量基準とに二分している⁵¹⁾。

(a) 投資家要件: 目論見書指令での作業に譲られた。なお、目論見書指令や MiFID の基準は、ここにいうファンド私募 (private placement) そのものは対象としていないが、渉外売買の際に参照する実務もあるという。

(b) 数量基準: 数量基準としては、金額基準(最低投資金額)と人数制限とがある。報告書はこれらの基準の採用に消極的だが、ベンチャー投資の可能性を残すため、(a)の投資家要件以外の要件を設ける必要性も指摘されている。金額基準については、最低投資金額を課す例(イタリアやアイルランドなど)が分散投資に逆行するとして批判されている。また、人数制限(スペインの10人からイタリアの200人までさまざま)については、「違反が多い」とか「私募発展の妨げとなる」といった理由から、原則として採らないとする⁵²⁾。要するに、少人

数私募免除という、ごく常識的な基準が退けられたわけである。

本報告書に先んじて行われた実務家アンケート⁵³⁾によると、

○「私募の勧誘対象となる投資家の要件は何か。その要件は、MiFID の『適格相手方(eligible counterparty)』、『プロ顧客 (professional clients)』、あるいは目論見書指令の『適格投資家(qualified investor)』でよいか、あるいは別の基準によるべきか」という質問に対しては、「これ以上新しい定義を設けず、従来定義の流用で可」とする意見が多かった。

○「EU 全体で私募規制を改正する場合、新指令で行う・現行法改正による・各国法の相互承認等の簡易な方法による、等が考えられるが、どれがよいか」については(不動産ファンドの場合と異なり)規制の複雑化や強化に警戒的であり、EU 規制以外の方法(典型的には相互承認)を支持する意見が多い。

IV 非 UCITS 規制(2)非常時タイプ

1. 概観

2007年以降の金融危機に際し、EU 法と各国法および自主規制の下で十分管理されていると考えられてきた非 UCITS に様々な問題(たとえば、ヘッジファンドのプロサイクリカル(変動増幅的)な動き・商品ファンドの商品価格バブルへの関与・ファンドオブファンズの流動性の低さ・プライベートエクイティファンドへの投資の途絶など)が見られ、これらにつき G20 や IOSCO が求めた対応を EU レベルで進めようとしている⁵⁴⁾。

金融危機を契機とする非 UCITS 対応(非常

表3 AIF 運用者指令案の概要

- | |
|---|
| <p>①対象：原則として全 AIF 運用者を対象とするが、ビジネスモデルや規模を斟酌した適用除外要件を設ける⁵⁸⁾。</p> <p>② AIFM を承認制度に係らしめ、また、ファンドでなく主要なサービス提供者の規制を通じて AIF 関連リスクを把握する。</p> <p>③ AIFM の透明性を高める。</p> <p>④関係者のガバナンス水準を確保し、リスク・透明性・利益相反の管理制度を整備する。</p> <p>⑤所定の要件を満たす AIFM に EU プロ投資家に対する販売を認める。</p> <p>⑥所定の同等性が認められた非加盟国ファンドの販売を3年後に認める。
(具体的な手立ては各国立法に委ねる)</p> |
|---|

時タイプとする)は、前章の2006年白書に始まる平時型タイプの対応とは異なる。平時型タイプでは、調和化を通じた競争促進を目的とする再規制・規制緩和に重点が置かれるのに対し、非常時タイプでは渉外的なマクロ財務の再規制やリテール保護に重点が置かれる(さらに具体的な相違についてはⅢ.1 概観を参照)。

非常時タイプでは、従来の平時型タイプ以上に域内競争の促進を目指す政策(新型投資ファンド運用者が域内でプロ向け販売できることの確認や、リテール説明方法の一般化)も挙げられており、全体的に非 UCITS 抑止的態度はうかがいにくい。もっとも、新聞報道⁵⁵⁾によると、AIF 運用者指令案について特に英国での反発が強く(筆者の推測だが、非 UCITS を主としてホールセール商品として扱ってきた英国では、リテール化に積極的なドイツ等の大陸諸国に比べ、規則強化が嫌われやすいのであろう)、修正を目指したロビー活動が活発に行われているほか、業者の米国流出が懸念される状態だという。投資先の選択肢が減るほか、費用負担が増すことがその理由としていわれている。

2. 新型投資ファンド運用者指令案⁵⁶⁾

新型投資ファンド(AIF: alternative investment funds. 指令案3(a)によると、要するに非 UCITS である)の投資運用業者(investment manager. AIFM とする)の規制を主体とする指令で、2009年4月に案⁵⁷⁾が出され、その時点では2009年末か2010年明けの議会承認が予定されていた。指令作成の理由は、金融危機により、非 UCITS の透明性やリスクの規制監督が不十分と意識され、またリスク伝播が国際的な性格のものであることが改めて認識されたことから、マクロ財務規制(macro-prudential oversight)を整備することにある。指令案は、一定規模以上の非 UCITS を各国認可(authorisation)の対象とし、情報提出義務等を課す。

注釈および規制影響予想⁵⁹⁾は上の案を次のように敷衍している。

①包括的(all encompassing)、つまり、金融危機において特に問題ありとされたヘッジファンドとプライベートエクイティファンドに留まらない範囲を対象とする。他のファンド形態にシフトする可能性があることがその理由とされている。包括的アプローチによる弊害回避のため、例えば高いレバレッジを用いるか否かで規

制の内容を違えるほか、小規模ファンド（原則として1億ユーロ未満）には適用除外し、各国規制に委ねる。

②ファンド自体ではなくファンドマネジャーを規制単位とする理由は、ファンド本体を登録させることが現実には難しいからである。

③④本指令が想定するリスクは、財務規制などでいわれるリスク（マクロブルーデンスリスク（システミックリスク）やマイクロブルーデンスリスク（流動性リスク、市場リスク、信用リスク等）よりも更に広い範囲を想定しており、具体的には、投資家保護（利益相反含む）、市場効率、会社への介入のあり方（アクティビストファンド、被支配会社との利益相反など）等も含むとする（筆者、具体的な規制内容については、ランファルシー手続に従って敷衍されることとなろう）。

AIFMは従来の財務規制に加え、最低資本制度（最低12.5万ユーロとし所定の額を加算。もっとも例えば銀行に比べ、レバレッジの構造や資産分離制度、元本原則非保証といった特性があるので、規制の適切さには批判がある）や流動性リスク対応を求める一方、空売りや報酬の妥当性といった問題はAIFM固有の問題でないとして取り上げない。

⑤AIFの欧州における管理運用は、欧州籍（指令案3(b)はそのような限定を付していないが、認可を得る国に本店かつ登録事務所を置かねばならない。指令案5）かつ欧州で認可されたAIFM（EU domiciled and authorised）に限られる（指令案4(1)、認可手続につき指令案5、6）。

AIFMは欧州全域でMiFIDに定義されたプロ投資家に対しAIFを販売できる（各加盟国は追加要件を課せないことが明記されている。

なお、リテールの場合は引き続き各国法による制限が可能である⁶⁰⁾。第三者国籍で所定の要件を満たすファンドについても、将来的に本制度の対象とする（3年内は各国法の定めるところによる）。

域内AIFM活動の監督について、各国監督の一層の協同のため、マクロ財務情報の交換を推進する。

3. リテールファンド投資監督方針一般⁶¹⁾

(1) PRIPsとは何か

金融危機を機に、パッケージ型リテール投資商品規制の調和化の検討が本格化している。2008年前半から検討されてきた方針のとりまとめ⁶²⁾が2009年4月30日に出されており（以下、2009年文書とする）、2009年末に立法に向けてのアウトラインを発表する予定であった⁶³⁾。以下は2009年文書からの要約である。

パッケージ型リテール投資商品PRIPs (packaged retail investment products)はリテール顧客の投資可能性の向上に役立つ一方、金融危機で明らかとなったように、商品の透明性に問題があり、投資説明を充実することが投資家信頼確保に必要と意識された（ちなみに、この類の商品は2007年から2008年にかけて残高が10兆ユーロから8兆ユーロに急落している）。PRIPsの法的定義は今のところないが、以下の属性を持ち、機能的共通性が見られる。①原資産へのエクスポージャーを提供するが、直接保有でなくパッケージ方式を取る、②（維持を目的とするものもあるが）貯蓄運用が主な目的である、③中長期のものが多く、④一般リテール顧客よりも能力の高い個人顧客 (sophisticated investors) が買うこともないではない

表4 典型的リテール向けの PRIPs

投資信託(mutual funds)	プール商品に投資する多数向け集団投資ビークル。指令に服する UCITS と各国規制に服する非 UCITS がある。
生命保険	投資パッケージ。一部は生命保険（定額）にあてられ、UCITS などに投資する。ユニットリンク保険は、生死に関して確定額を保証せずユニット時価を払い戻す。
リテール向け仕組み証券 (structured securities)	証券、証券バスケット、指数、商品、債券、通貨などに依拠あるいは派生する。通常は投資銀行が定期・定条件での支払を約束する。元本保証が一般的である。
仕組み定期預金 (structured term deposits)	定期預金とオプションまたは金利の組み合わせ。特定のペイオフを実現する。

表5 PRIPs に関する欧州指令中の業規制⁶⁵⁾

	UCITS	非 UCITS	ユニット生保	仕組証券とクローズドエンドファンド	仕組定期預金
組成者 manufactures, 発行者, 仲介者に関する規制	UCITS (簡素な目論見書)	MiFID *	生保指令	目論見書指令	EU レベルでは無規制
	MiFID *		IMD (一部商品の開示)	MiFID *	
	電子商取引指令, 隔地金融サービス指令				
販売規制	MiFID	MiFID	IMD	MiFID	EU レベルでは無規制
	UCITS				
電子商取引指令, 隔地金融サービス指令					

* MiFID 仲介者に対して商品開示義務を加重

が、明確にリテール顧客向けである商品として、投資ファンド・生命保険・リテール向け仕組み証券・仕組み定期預金などがある。

(2) 2009年文書に示された指針

2009年文書は、PRIPs のデメリットとして、①情報偏在が促進される、②説明不足の下、不適切な商品が販売されやすい、を挙げた上で、その開示（筆者注、disclosure という語が使われているが、監督機関等に届け出る書類ではなく、リテール顧客に販売する際に用いる説明文書のことである。かつては販売説明文書である

目論見書は届出書類と重なる傾向があったが、今日では販売説明文書の内容限定および表記平明化が著しい。なお UCITS IV ハイライト情報（II.3）も参照）と販売に関する規制を検討している。

PRIPs の開示および販売に関する規制は、欧州指令に限ってみても、商品部門 (sectoral) によってばらばらである。大まかには、証券は MiFID、保険は保険仲介者指令 IMD が商品販売（とくに業者の行為規制、利益相反規制）について規制し、銀行は開示・販売について特に指令はない。MiFID と IMD はいずれも販売者

distributors が販売勧誘する際に職業的かつ公正に行為するよう規制を置くが、MiFIDでは利益相反や仲介者への支払についての規定が充実しているところ、IMDは勧誘時に複数保険者との契約の存否および助言の裏付けとなる事例の存否を告知すれば足りるというように、相違は大きい。2009年文書と同時に出された試算報告書⁶⁴⁾は、規制が欠缺することによる投資家損失を試算している。

開示規制問題の解消には、UCITS IVで簡易目論見書に替えて採用したKII (key investor information)書類⁶⁵⁾が参考となると言われている⁶⁷⁾。さらに、現在の部門別のパッチワーク規制を改め、販売および開示(顧客説明)について横断化(horizontal approach)⁶⁸⁾すべきとされる。この「横断化」は、MiFIDをベンチマークとして、行為規制、勧誘規制、利益相反規制の一貫性を保ち、また、販売が製造者によるか仲介者によるかで規制の漏れを出さないことを目的としている。実施上の考えられる困難として、PRIPsの法的定義をしなければならないこと(もっとも、機動的に指定していく等で対応可能といわれる)や、UCITSだけでも説明方法の横断化は困難であったこと等が指摘されている。

2009年文書は、総括的な結論として、各所から情報を収集し、立法の方法および影響につき研究の上で、委員会が立法を行うことを明言⁶⁹⁾した上で、大まかな立法作業の方向性を示している。すなわち、①欧州で規制すべきか各国法に委ねるべきか(あるいはそれ以外の方法か)については、欧州全体での調和化を目指している⁷⁰⁾。また②仮に欧州調和化を行った場合には各国相互承認の場合に比べ大きな経済的効果が見込まれることを確認する。さらに③欧州委員

会の提案として、MiFIDの規定をベンチマークとし、その広範な使用を通じてリテール規制の調和化を図る方向性が明らかにされている。

V 目論見書指令(私募要件)⁷¹⁾

1. 概観

国際会計基準の導入を含む野心的な前回の2005年改正に比べると、同改正のフォローアップである今回改正(2009年9月に提案書を発表、2010年中に実施の予定)は、「規制コストの25%削減」という同年1月協議書⁷²⁾の号令に合わせ総花的に規制緩和策を羅列した改正に映る。規制緩和策の中で注目されるものとして、目論見書指令適用免除に関する「適格投資家」を、MiFID上の業者の諸義務(とくに適合性原則)の適用免除に関する「プロ顧客」とを連動させ、該当者につき発行から流通まで一貫して指令適用外として扱うことを可能とする項目がある。

2. 内容

2009年9月提案書⁷³⁾は①簡素な開示の特則(小会社、少額借入れ、オプション発行、政府保証などについて)、②目論見書要約の形式と内容の改正、③仲介者を用いて発行する場合の目論見書発行義務の明確化(リテールカスケード問題)、④透明性指令の開示との重複の解消、⑤非エクイティ証券発行者の本国指定権、⑥MiFIDの「プロ投資家」をPDの「適格投資家」に一致させること、を内容とする。ここでは目論見書指令を受ける非UCITSに影響の大きい⑥について敷衍したい。

報告書に先行する2009年1月協議書は、プロ

顧客リスト登載者に無条件に私募証券を割当てることができるようにするため、証券会社および銀行が、MiFIDのプロ顧客ないし適格相手方と認める者を、目論見書指令上の適格投資家として扱えるべきとしていた。関係者コメント⁷⁴⁾はすべてこの結論を支持している（準備段階での反対意見は散見されたが、最終段階で反対はしていない）。特に、本件取りまとめのための人員を多く出すフランス金融界（AMAFI Association française des marchés financiers）は、顧客リストから私募取引対象者を選べる便宜を理由に、MiFID要件を目論見書指令要件に含ませることを強く支持している。反面、欧州証券取引所協会は、結論や立案動機には反対しないとしながらも、①目論見書指令とMiFIDとは原理的に目的が異なり（目論見書不要ということと、MiFID上のリテール保護免除は別のことである）、定義を意図的に分けてきた、②目論見書指令はプロにあたる中小企業および個人の範囲について各国裁量に委ねているので、指令定義の共通化によるコスト削減の見通しは疑わしい、の点を指摘し、投資家が不利益とならないかを引き続き検討する必要があるとする。

9月提案書は、目論見書2条1項e号を改正し、MiFIDの「プロ顧客（professional clients）」を、目論見書指令の「適格投資家（qualified investors）」に含むものとした⁷⁵⁾。

3. 日米との比較

ファンド規制の免除要件に発して、結果として目論見書指令の対象証券全体について限定した参加投資家層を私募免除について設けるに至った欧州の顛末は、米国の状況に似ているが、少なくとも2点の違いがあることに留意すべきであろう。

第一に、欧州の場合、特定の投資家層（具体的にはMiFIDのプロ顧客）に限定された市場を設ける動機が、域内取引自由化（競争）の促進にあることである。民法や税法での相違が解消しにくい現状では、調和化を進め得る開示規制や業規制について単純化と調和化とを強力に進める必要がある。他方、日米で開示規制免除を設定する際の考慮する要因として、競争促進の比重は低いといって間違ひなからう。日本の場合、いわゆる規制横断化の背景に、銀行の業域拡張・整備（国内事業機会の困り込み）の意図が感じられるが、欧州の場合は全く逆で、規制の調和化は、他国金融機関の進出と自国金融機関の敗北とを現実としかねない（筆者はしばしば日本の実務家から「プロアマ制度の意味がわからない」「使い方を工夫すればよいものかもしれない」といった意見を聞くが、仮に欧州で規制の意味や帰結が曖昧なまま作業を進めさせれば自国の不利益に直結し、それだけに、立案時には改正による実務影響予測がしばしば行われる）。

なお、調和化のために規制要件を単純化すると一般投資家保護に欠ける可能性があるとして、リテールファンド投資監督方針について検討されている（IV.3.そのほか、本稿中に述べたように、UCITSへの取り込みや、別指令による手当なども検討されている）ことにも留意すべきであろう。さらに日本では、国内における金融機関間競争が限られる結果、プロ顧客とくに中小企業に取引上の不利（不要なリスク購入の強制、たとえば抱き合わせ販売）となることが懸念される。

第二に、ややテクニカルな問題であるが、日米では開示免除について投資家層が三層（適格機関投資家・認定投資家あるいは特定投資家・

リテール投資家)となっていて、欧州では実質的には二層(プロ顧客とリテール顧客)であり、同じ効果を挙げようとしても模倣が難しいということがある。日米では、一般の投資家(リテール投資家あるいはリテール顧客)を除く投資家にのみ販売される証券(私募証券)の流動性は、一般投資家への流出防止要件が課されるため原則として低い。しかし、適格機関投資家から構成される米国ルール144A市場は流動性を伴う市場である(日本の特定投資家向け証券も制度設計上は流動性があることを想定している)。これに対して欧州プロ顧客向け証券では、私募証券の流動性について突き詰めて考えられてこなかったようである(少人数要件が100人と甘く、私募発行後の拡散にさほど神経質になる必要もない)。こういった相違を度外視して欧州制度を部分的に採用することは、効果の低いままに規制を複雑化する原因となる。

4. その他—プロ向け市場とは

プロ向け市場は、その時点(たとえば80年代なら派生商品、90年代ならハイリスクの証券化商品、2000年代ならハイリスクのファンドというように)での先端的な商品に政策的に認めることが合理的だと思われるが、日本では、欧州各国法で実行され米国でも検討された、ファンドについてのプロ向け市場設営をまったく考えていないようである(欧米における使用実態を知らないということは考えにくく、知っているとしたら、「プロ・アマ投資家」区分を導入しながらあえて外すことは考えにくいので、筆者には立案者の考え方が理解できない。国際的な基準との調和化による海外競争者参入が起ころほどの内容ではないと思われるし、ファンドに

ついて欧州より緩やかな基準を設けて海外勢を招こうという意図もないようである)。

日本でプロ向け市場の対象としていわれるのは周知のようにTokyo AIMであるが、新興市場であればすでに例は多く、また、利用が見込まれる外国証券が危険だからという理由については、海外とくに欧州では国際化と競争化推進のため、所定の要件を満たせば相互承認する(パスポート制度導入による競争促進のため)方向にあることから、これもまた特異な使い方と言わざるを得ない(ロンドン AIM やシンガポール等の類似市場においては参加投資家の制限はない。リテール保護は広告規制や販売時業者規制による)あえていえばロンドンのPSMが参加投資家をプロに限定するルールとなっているが、これは基本的にはIFRS導入時の外国会社救済の性格が強い。要するに、個人富裕層や中小企業をも含む広いプロ層から構成され、しかも流通を予定し、成長しているという市場の例は挙げにくいようなのである。

おわりに

たとえば株式の時価総額(2008年6月末時点)でニューヨーク証券取引所14.4兆ドル、ユーロネクスト3.5兆ドル、東京証券取引所4兆ドル⁷⁶⁾に比べると、欧州全体でのUCITS残高5.9兆ユーロ、非UCITS残高1.7兆ユーロという金額は、金融のチャネルとして決して小さくないのみならず、成長分野であり金融市場全体に影響を与えやすいという特徴を持っている。仮に金融危機がなかったとしても、ファンドについて、株式や社債に準じるに留まらず正面から規制方針を考えることは不可避だったであろう。しかし、この問題についての米国と欧州と

の態度の相違は著しい。

欧州に顕著な政策動機として、競争促進が最優先されることを指摘できる。UCITSにおけるパスポート制度は当然として、非UCITSについても、どの作業ブロックを見ても、必ずといっていいほど競争促進を目指しての改正が提案されている。とりわけ、平時型の不動産投資ファンド向け規制での議論や、非常時型の新型投資ファンド運用者指令案に関する議論では、パスポート制度による他加盟国進出を促進しようとする姿勢が明瞭である⁷⁷⁾。また、当事者自治の志向が強く、欧州指令の適用を可及的に避けてきたホールセール市場についても、結論として各国法の追加規制を禁止し、域内自由化を促進することによって競争促進した(非UCITSの域外取引については、各加盟国法が障害となっていたが、たとえば私募要件の指令での調和化や、登録業者についての販売事由という形を通じて、欧州レベルでの規制を置く反面で、各国レベルでの干渉が除かれようとしている。リテールの場合と異なり、取引の具体的内容には立ち入らない)。

競争促進の前提として、規制の調和化(その前提として簡素化)は不可欠である。米国や日本におけるプロ投資家市場の設定や商品規制横断化については、政策的なメリットを(少なくとも筆者は)実感しにくい。しかし欧州の場合、政策的効果は明らかである。たしかに各作業の位置づけがわかりにくいとか、各国打算が裏にあるといった問題はあるが、各国の既存利益保護を否定する政策を実現できていることは評価に値しよう。

すでに国際会計基準の件で近未来が見えた観があるが、調和化を通じての競争促進という欧州の方針は、他地域をも影響し巻き込んでゆ

く。(a)調和化を受け入れ世界的な競争に参加するか(この場合、「いかによい規制か」よりも「いかに同じか」が重要であり、現在の複雑化・固有化と正反対の方向、つまり、調和化と単純化が重要となる)、(b)調和化された場とは別の条件で金融を行うか(米国規制の裏番組として発達した英国ユーロ債市場は成功例であるが、悪くゆけばいわゆるガラパゴス化が進行する。複雑な利害調整のため、近時の日米規制のように複雑化・厳格化し、外部参入を阻止する傾向がある)のいずれかを、部門等を限定の上で決めていくべき時期にあると考える。

調和化を進める欧州の状況を直視せず、米国を介して世界の変化に合わせていこうとする場合、タイミングの点からも日本の産業界のロスが大きくなる。国際会計基準の導入を例にとれば、それが当座は不利益を生むこと自体は不可避だが、たとえば経済が小康状態にあるときに経過措置等を設けて導入していれば影響を限定できたはずである。日本規制が米国規制に近いことを斟酌してもなお、なぜここまで米国に連動するのか(仮に独立して決断・行動すれば政治・外交上どのような不利益があるのか)、筆者には理解ができないところである。

金融庁は「金融・資本市場に係る制度整備について」(2009年11月13日)⁷⁸⁾で、ヘッジファンド規制およびデリバティブ取引等の公正確保を次の検討対象とすることを発表している。政治的に経済競争促進は重視されていないようなので、従来の利害調整的な発想や手法が踏襲されるならば、競争促進的な内容は盛り込まれないであろうから、上の区分でいえば、もっぱら(b)のタイプの規制が導入されるものと思われる。

注

- 1) 金融商品取引法研究会編「題目未定」(2010)所収。
- 2) <http://ec.europa.eu/internal_market/investment/index_en.htm>.
- 3) IOSCO の重要文書として <http://www.fsa.go.jp/inter/ios/iosco_04.html>, とくに2009年6月26日「ヘッジファンドの監督」に関する最終報告書(日本語訳として <<http://www.fsa.go.jp/inter/ios/20090626/03.pdf>>)があり, 全体に所定要件を満たす者の登録を求める方向にある。
- 4) たとえば, 岩谷賢伸「金融システムの安定性担保のためのヘッジファンド規制強化」(2009年7月) <<http://www.fsa.go.jp/frtc/kenkyu/20090722/09.pdf>>, 同「欧州におけるヘッジファンド規制の強化」資本市場クォーターリー-2009年夏号 <<http://www.nicmr.com/nicmr/report/repo/2009/2009sum09web.pdf>>.
- 5) White Paper, Financial Services Policy 2005-2010 at 13 <http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/white_paper/white_paper_en.pdf>.
- 6) Commission of the European Communities, White Paper on Enhancing the Single Market Framework for Investment Funds, COM (2006) 686 final <<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2006:0686:FIN:EN:PDF>> [hereinafter White Paper].
- 7) Directive 2009/65/EC of the European Parliament and of the Council of 13 July 2009 on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable (UCITS) <<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2009:302:0032:0096:EN:PDF>>.
- 8) KPMG & RBC Dexia Investor Services, UCITS IV: Which business model for tomorrow? 7 <http://www.kpmg.ch/docs/UCITS_IV_which_business_model_for_tomorrow.pdf> [hereinafter KPMG]
- 9) 後注55参照。
- 10) 前注1で指摘したように, これよりやや厳し目の基準の大型認定投資家制度を導入しようとしたところ, 除外される個人(少数私募免除廃止によるベンチャー関係者等)もだが, 富裕層個人の不満がとくに強いようである)の反対が強く, 結局, 現在の免除要件は維持する方向にある。
- 11) 目論見書指令1条2項(a)号(クローズドエンド以外の集団投資スキーム)。
- 12) 目論見書指令3条2項(b)-(d)号。指令以上に各国法で要件を課すことはパスポート制度上, 認められない。目論見書指令につき Alastair Hudson, *The Law of Finance* (1st ed. 2009) at 38-31.
- 13) 藤瀬裕司・ファンドビジネスと金融商品取引法(2008)256頁以下(業規制:適格機関投資家等特例業務), 279頁以下(行為規制), 327頁以下(開示規制。発行開示要件については触れていない)。
- 14) 欧州についてはIV.2を, 米国については前注1を参照。
- 15) 85/611/EEC, arts. 22-26. 本稿執筆の時点ではUCITS IIIが有効であり(<<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CONSLEG:1985L0611:20080320:EN:PDF>>), 前注7のいわゆるUCITS IVは未だ各国法化されていない。
- 16) KPMG supra note 5 at 10. その他の利点として, ①ドイツやイギリス, フランスなどの欧州主要市場との地理的な近さ, ②有利な税制, ③人材等の環境が整い, 仕事しやすい, ④法制上, アウトソースできる範囲が広い, ⑤実績と歴史, などがある(ちなみにコスト低の点は特に利点として評価されない)。運用者パスポート制度導入の際にはこの二国のいずれかを運用者拠点とする意向の者が回答者の60%に達するという。Id. at 14-15.
- 17) KPMG supra note 5 at 11.
- 18) See supra note 5.
- 19) Id. at 4. なお, 本白書の前身となるグリーンペーパーは①パスポート要件に時間と費用がかかりすぎる, ②簡易目論見書が投資家理解に役立っていない, ③ファンド合併制度がないため小型ファンドが乱立している, ④UCITSにはパスポート制度が適用されるがそれ以外の取引は一国内に限定されることによる不都合が残る, の問題を指摘している。Id. at 5.
- 20) Id. at 3.
- 21) Id. at 5.
- 22) 方法を検討する UCITS Disclosure Testing Research Report (prepared for European Commission by IFF Research and YouGov) (June 2009) <http://ec.europa.eu/internal_market/investment/docs/other_docs/research_report_en.pdf>.
- 23) Id. at 13. 本稿V参照。
- 24) See generally, UCITS IV <http://www.pwc.com/lu/en/ucits4/index.jhtml>, UCITS IV—Which Business Model for Tomorrow? <http://www.kpmg.ch/docs/UCITS_IV_which_business_model_for_tomorrow.pdf>.
- 25) UCITS III Schedule C. 実例として例えば <[http://www.scotiabank.com/images/en/files/personal/17370.pdf#search="simplified prospectus"](http://www.scotiabank.com/images/en/files/personal/17370.pdf#search=)>.
- 26) <http://ec.europa.eu/internal_market/investment/non_harmonised_funds_en.htm>.
- 27) PriceWaterhouseCoopers, *The Retailisation of Non-harmonised Investment Funds in the European Union* (Oct. 2008) <http://ec.europa.eu/internal_market/investment/docs/other_docs/study_non-harmonized_funds.pdf>.
- 28) Id. at 29から筆者が抽出。
- 29) もっとも, 典型的なファンド(ヘッジファンド, ファンドオブファンズ, エクイティファンド, ベンチャーキャピタルファンド)以外の特殊なファンド(たとえばドイツの機関投資家向け不動産保有ファンド)を省いて比較すると, 以下のように各国とも接近した数字となる。Id. at 29の Population and net assets of the EU

investment fund industry as at 31, December 27 of the table as the author adds typical non-UCITS items, revised table (unit 100 million Euro, 2007 year end).

	典型非 UCITS	非 UCITS	UCITS
フランス	99812	156700	1351600
ドイツ	132507	774875	266062
アイルランド	136130	160500	646268
ルクセンブルク	160941	235426	1823969
英国	111938	138125	685016

30) ドイツ2007年の非 UCITS ファンドの数・保有資産・販売額 (100万ユーロ)

資産種類	ビークル	数	保有資産	資産増減額
不動産	特別特定不動産ファンド	118	21238	751
	オープンエンド特定不動産ファンド	42	83426	6680
	総計	160	104664	7431
プライベート エクイティ	UBG ³⁰⁾	n. a.	27080	4543
	GmbH, GmbH&Co. KG			
ヘッジファン ド	ヘッジファンド	13	434	-285
	ファンドオブファンズ	20	329	-55
	総計	33	763	-340
その他	特別特定資産ファンド (不動産ファンド・ヘッジ ファンドを除く)	3956	669617	27920
総計		4149	802124	39554

Id. at 55掲載の表のうち2007年度分を取り上げ、実質的変更のない程度の形式的変更を加えた。

31) これによるリテール向け非 UCITS 渉外公募の障害事由として、①非 UCITS 取引に関する規制が存在しない、あるいは不明確であること、②ファンド種類によっては直接販売が絶対禁止されている場合があること、③最低投資金額がまちまちであること、④各国毎に承認が必要なこと、⑤本国商品との同等性が求められること、⑥外国商品に加重要件を課す例もあること、等が指摘されている。

32) 明白な禁止があるのはベルギー（ヘッジファンド、ファンドオブヘッジファンド）、ドイツ（ヘッジファンド）、スペイン（ヘッジファンド、プライベートエクイティ、ベンチャーキャピタル）、英国（プライベートエクイティ、ベンチャーキャピタル）のみという。

33) <<http://bundesrecht.juris.de/invg/BJNR267610003.html>>.

34) 34 背景や根拠の一部につき, Spangler, A Practitioner's Guide to Alternative Investment Funds (2005) ¶ 15.2; FSA, The CIS Sourcebook (Consultation Paper 185) (2003) <<http://www.fsa.gov.uk/pubs/cp/cp185.pdf>> (esp. Annex 4) を参照。ともかく、ユニットリンク保険などを通じて投資するといった場合を除き、リテール顧客は UCITS または NURS にあたらないファンドには投資できないようである。

35) プライベートエクイティファンドやベンチャーキャピタルファンドは、投資ファンド規制（英国の集団投資スキーム）の枠組みに当てはまらないことがその理由である（運用者やアドバイザーは監督対象となる）。これらの場合、クローズドエンドないし適格取引所上場の場合にはリテール販売可能（ただし外国ファンドの場合に限る）だが、オープンエンドの場合には適格金融業者を通じてプロ投資家（市場相手方と中間層顧客。MiFID におけるプロ顧客と連動することとなる）に対してのみ販売が可能である（なお、集団投資スキームである不動産ファンドでも、承認が得られない場合には、クローズドエンド等の REITs としての要件を満たせばリテール販売できる）。

36) リテール向けファンドオブファンズに関する改正のことと思われる。See <<http://www.fsa.gov.uk/pages/Library/Communication/PR/2007/040.shtml>>. その前身となる検討文書として DP 05/3 Wider-Range Retail Investment Products (2005) <http://www.fsa.gov.uk/pubs/discussion/dp05_03.pdf>.

37) Id. at 122 のグラフ参照。

38) Potential Cost Savings in a Fully Integrated European Investment Funds Market (Sept. 2006 by Tim Wilsdon and Kyla Malcolm) at 8 <http://ec.europa.eu/internal_market/investment/docs/other_docs/finrep280906_en.pdf>.

39) Proposal, infra 59 at 10.

40) <http://ec.europa.eu/internal_market/investment/real_estate_funds_en.htm>.

41) Expert Group Report: Open Ended Real Estate Funds (March 13, 2008)

<http://ec.europa.eu/internal_market/investment/docs/other_docs/expert_groups/report_en.pdf>.

42) Feedback Statement on Response to OEREF Expert Group Report (July 2008)

<http://ec.europa.eu/internal_market/investment/docs/consultations/feedback-expert-group_en.pdf>.

17 回答（3 政府機関、4 欧州業者団体、8 各国業者団体、2 個人）のうち、EU パスポート制度については全員が賛成している。その具体的方法についての意見は別れており、8 回答者が表の③（OEREF についての理解を前提として、OEREF を UCITS に組み込めば OEREF が UCITS なみのリスクということについて認知され、また UCITS ブランドも傷つかないとする。指令並存は非効率とする）、他の 8 回答者が別方法（2 者が⑥、3 者が④、4 者が⑤。全体に、流動性や価値評価の点で OEREF を追加することによる UCITS への信頼低下を懸念している）を支持している。

43) 不動産投資商品の比較

Id. at 47

	CEREFs (クローズドエンド)	OEREFs	REITs
最低投資基準	高い	低い	低い
投資流動性	極めて低い	中～高	中～高
投資対象の分散	場合による	各国法ともに	各国法で要求

		要求している	する人が多い
国内不動産市場との相関程度	一般に高い	一国集中型も多いが分散している例もある	課税理由上、国内不動産投資が多く、高い
分散度	低い	中程度	高い

- 44) Id. at 49 (脚註など一部省略, 要約)。
 45) <http://ec.europa.eu/internal_market/investment/private_placement_en.htm>。
 46) 目論見書指令3条2項
 目論見書発行義務は以下の申込みには課されない。
 (a)適格投資家(qualified investors)のみに向けての申込み
 (b)加盟国毎に100人未満(自然人か法人かは問わない)
 (c)各申込みにつき、投資家毎に5万ユーロ以上の対価を支払う証券申込み
 (d)証券申込みで額面が5万ユーロ以上のもの
 (e)発行総額が12ヶ月の間について10万ユーロ未満のもの
 ただし、証券の転売(subsequent resale)で、本パラグラフの申込みのいずれかに該当するものは、別個の申込みとして、2条1項d号の定めるところに従い当該転売が公募にあたるかを判断する。証券割当て(placement)を金融仲介機関を通じて行う場合、最終割当てが本条の各号のいずれにも該当しない場合、目論見書の発行を必要とする。
 2条1項d号「大衆への証券の売付け申込み」とは、証券の購入または申込みの意思決定を可能とするように、証券の内容および申込み条件について十分な情報を示すものであれば、その方法様式を問わず人に対する全ての伝達(communication)をいう。この定義は金融仲介者を通じた証券割当て(placing)にも適用する。
 47) Id. at 7-8.
 48) 明確な私募規定がないフランスなど、目論見書指令(同指令中の免除を含む)が基準となるといわれる。
 49) Impact Assessment Report: Commission Staff Working Document, Impact Assessment Report on Private Placement (SEC (2008)2340 (July 17, 2008))
 <http://ec.europa.eu/internal_market/investment/docs/legal_texts/ia_private-placement_en.pdf>。
 50) Commission of the European Communities, Commission Staff Working Document Executive Summary to the Impact Assessment Report (July 17, 2008)
 <http://ec.europa.eu/internal_market/investment/docs/legal_texts/summary_ia_private-placement_en.pdf>。
 事前承認制度が最も負担となると指摘されている。本文中では取り上げなかったが、販売者(providers)資格についても調和化の必要性が指摘されている。また、調和化対象をファンドと集団投資スキーム以上に広げないことを勧めている。Id. at 5。
 51) Id. at 25-28.
 52) Id. at 28, 34 (ベンチャー特例の必要性)。
 53) Call for Evidence Regarding Private Placement

- Regimes in the EU (2007)
 <http://ec.europa.eu/internal_market/investment/docs/consultations/private_placement_en.pdf>; EC Internal Market and Services DG, Call for Evidence Regarding Private Regimes in the EU-Summary of stakeholder responses (Sept. 24, 2007)
 <http://ec.europa.eu/internal_market/investment/docs/consultations/summary_private_placement_en.pdf>。
 54) See, Working Document of the Commission Services (DG Internal Market) Consultation Paper on Hedge Funds (2008) <http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/hedgofunds/consultation_paper_en.pdf>。もっとも、平時からそのような見直しの必要が言われていないではなかった
 Expert Group on Alternative Investment Funds (2006)
 <<http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/06/96&format=HTML&aged=1&language=EN&guiLanguage=en>> (認可届出、運用会社パスポート制度、ファンドの合併、プーリングなどについて)。しかし、Report of the Alternative Investment Expert Group to the European Commission
 <http://ec.europa.eu/internal_market/investment/docs/other_docs/reports/hedgofunds_en.pdf> (July 2006)などを見ると、上の2008年報告と焦点が異なっており、たとえば機関投資家のヘッジファンド投資要件(絶対要件をブルーデントマンルールに替えるべきとする)やリテールヘッジファンド商品について各国相互承認を通じた域内自由化が提言される。
 55) 「EUのファンド規制案、[投資家に負担] 業界反発、修正へロビー活動」日本経済新聞2009年10月16日朝刊9頁。
 56) <http://ec.europa.eu/internal_market/investment/alternative_investments_en.htm>。
 57) Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on Alternative Investment Fund Managers and Amending Directives 2004/39/EC and 2009/...?EC (2009) <http://ec.europa.eu/internal_market/investment/docs/alternative_investments/fund_managers_proposal_en.pdf> [Proposal]。
 58) システミックリスクに影響し得る範囲つまり1億ユーロ以上のファンド(レバレッジがなく5年以上のロックイン期間がある場合は、5億ユーロ以上)に適用。1億ユーロ基準によると運用者の30%程度、欧州籍のヘッジファンド資産の90%程度が対象となる。
 59) <<http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=MEMO/09/21&format=HTML&aged=0&language=EN&guiLanguage=fr>>; Impact Assessment
 <http://ec.europa.eu/internal_market/investment/docs/alternative_investments/fund_managers_impact_assessment.pdf>。
 60) Id. at 10。もっともリテールの場合と異なり、プロ顧客向けの場合、域内で自由に販売できることにさほど魅力はないのかもしれない(プロ顧客ならばAIFM所

- 在国に口座を開設できるであろうから)。
- 61) <http://ec.europa.eu/internal_market/finservices-retail/investment_products_en.htm>.
- 62) Communication from the Commission on Packaged Retail Investment Products (Apr. 30, 2009)
<http://ec.europa.eu/internal_market/finservices-retail/docs/investment_products/29042009_communication_en.pdf>.
- 63) 遅れている模様である。Update on Commission Work on Packaged Retail Investment Products(2009)
<http://ec.europa.eu/internal_market/finservices-retail/docs/investment_products/20091215_prips_en.pdf>.
- 64) Commission Staff Working Document accompanying the Packaged Retail Investment Products Impact Assessment (2009)
<http://ec.europa.eu/internal_market/finservices-retail/docs/investment_products/29042009_impact_assessment_en.pdf>.
- 65) Id. at 6から一部修正の上で転載。
- 66) 2009年7月8日のUCITS Disclosure Testing Research Report
<http://ec.europa.eu/internal_market/investment/docs/other_docs/research_report_en.pdf>の末尾にサンプルがある。
- 67) 消費者の契約前情報の標準化の例として消費者信用指令のStandard European Consumer Credit Information Sheetの作業なども参考となるとされる。
- 68) Id. at 10-11.
- 69) Id. at 12.
- 70) Id. at 8.
- 71) <http://ec.europa.eu/internal_market/investment/private_placement_en.htm>; <http://ec.europa.eu/internal_market/securities/prospectus/index_en.htm>.
- 72) <http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/2009/prospectus_en.htm>.
- 73) Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council Amending Directives 2003/71/EC on the Prospectus to be Published when Securities Are Offered to the Public or Admitted to Trading and 2004/109/EC on the Harmonisation of Transparency Requirements in Relation to Information About Issuers Whose Securities Are Admitted to Trading on a Regulated Market 2009/0132 (Sept. 23, 2009)
<http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/prospectus/proposal_240909/proposal_en.pdf>.
- 74) Contribution authorised for publication
<http://circa.europa.eu/Public/irc/markt/markt_consultations/library?l=/financial_services/securities_prospectus&vm=detailed&sb=Title>. 金融機関等民間主体53件、監督機関25件、登録機関(協会)29件のコメントが公表された。
- 75) Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Directives 2003/71/EC on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading and 2004/109/EC on the harmonization of transparency requirements in relation to information about issues whose securities are admitted to trading on a regulated markets (2009) at 5, 15
<http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/prospectus/proposal_240909/proposal_en.pdf>.
- 76) 日本証券経済研究所・ヨーロッパの証券市場2009年版125頁。
- 77) もちろん、自国制度を実質的に維持したまま、他国市場を開拓しようとする一部の国の意向が反映しているという見方も可能だが、重要なのは、それを欧州全体の政策として実現しているということである。
- 78) <<http://www.fsa.go.jp/news/21/syouken/20091113-2.pdf>>.

(千葉大学大学院教授)