



日本取引所グループ
ロンドン駐在員事務所長

荒井 啓祐

—連載（第18回）—

ヘッジファンド規制に関するEU域外籍ファンドへのパスポート付与が明確化



■ 1. はじめに

欧州証券市場監督機構（ESMA）は、AIFMD（Alternative Investment Fund Managers Directive：通称、ヘッジファンド指令）におけるEU域外籍ファンド及び組成業者（Non-EU AIF及びNon-EU AIFM）へのパスポート制度の適用について、日本を含む各国の審査を行ってきた。7月19日、ESMAは、このほど審査が終了した12ヶ国に関する結果を発表し欧州委員会（EC）に対して助言を行った（注1）。

当該12ヶ国には日本も含まれ、結果の詳細は表2のとおりだが、日本については、EUパスポートを利用することについて特に大きな支障はないと、特段のコメント無しで結論付けられる最良のものだった。これによって、AIFMD導入後、EU内での販売に影響が及びつつあった日本ファンド（特にJ-REITか）に関しては朗報となった。

■ 2. AIFMD制定の経緯

AIFMDは、通称、ヘッジファンド指令（・規制）といった言い方をされる。これは、制定のきっかけが、サブプライムローン問題に端を発する世界的な金融危機に遡り、当時、ヘッジファンドを運用する組成業者の行動が金融システムの中でリスクを拡散したり、増幅することが問題視されたことにあった。2009年4月に行われたロンドンG20サミットでは、金融システム上重要なヘッジファンドやその組成業者に対し、登録を義務付け、リスク評価に必要な情報を継続的に各国の規制当局へ開示することが合意事項となり、これらの議論がAIFMDの制定に結実した（2011年6月、施行）。AIFMDは、Directive（指令）であるため、EU各国は国内で法制化の必要があり、国内法制化の期限である2013年7月22日に、EU各国で効力が及ぶことになった（注2）。



(表1) EUパスポートが可能な状況

	組成業者の籍 (AIFM)	組成ファンドの籍 (AIF)	販売を行う場所 (Marketing Place)	パスポートの利用	経過措置
1	EU	EU	EU	可	—
2	EU	Non-EU	EU	不可 (Non-EU各国の制度 をESMAが審査中)	各国が定める私募 (2019年1月まで)
3	Non-EU	EU	EU		
4	Non-EU	Non-EU	EU		

AIFMDの特徴は、①EU域内で販売されるファンド及び組成業者を監督する一方で、②EU内の一つの国で認可を受ければ、他国でも販売可能となるパスポート制度が与えられることである。ただし、パスポート制度の利用は、現在までのところ、表1のとおり「1」しか認められていない。それ以外はESMAがEU域外各国の制度等を審査（Assess）の上、ECに助言を行い、取り扱いが決定されることとなっている（注3）。

今回のESMAの発表は、当該助言の第一陣が行われたものであった。

■ 3. ESMAが実施した審査概略

(1) 審査対象国

ESMAは、2015年7月に簡易助言（first advice）を行った6ヶ国（ガンジー、香港、ジャージー、スイス、シンガポール及び米国）に加えて、同年12月のECの求めに応じてオーストラリア、バミューダ、カナダ、ケイマン、マン島及び日本を合わせた12ヶ国を対象（注4）に、今回、審査を行った。

(2) 審査内容

- ① 審査対象国のファンドがEU内の投資家保護を毀損することはないか。
(Investor protection)
- ② 審査対象国のファンドがEU内のファンド市場の秩序を乱すことはないか。
(Market disruption)
- ③ EU内のファンドが、当該審査対象国において不利な扱いを受けていないか。
(Obstacles to competition)
- ④ 当該審査対象国における監督当局によってシステミックリスクは十分監督されているか。
(Monitoring of systemic risk)

(3) 審査結果

審査結果は表2のとおりである。

(4) 審査結果を見ての私見

各国は厳密には独自のファンド制度があるわけで、ESMAが行った今回の審査は非常に難しいものだったと推察される。その中で、日本は、カナダ、ガーンジー島、ジャージー島及びスイスとともに、特段のコメントを付されることなく、審査要件を満たしていたと



(表2)

国	内容
日本、カナダ、ガーンジー島、ジャージー島、スイス	審査内容4要件に照らして、EUパスポート制度の適用について何ら支障はなし。(注5)
香港、シンガポール	審査内容4要件に照らして、EUパスポート制度の適用について何ら支障はなし。 > ただし、両国は、EU組成のUCITSファンドを自国の個人投資家に販売する際に、EU内の幾つかの国しか満たせないような仕組み・ルールを取り入れていたとのコメントが付いた。
オーストラリア	審査内容4要件に照らして、EUパスポート制度の適用について何ら支障はなし。 > ただし、豪規制当局は、自国に出回るEUファンド籍が特定の国に絞られるよう指導 (Class Order Relief) を行っているとのコメントが付いた。
アメリカ	審査内容2要件(①、④)に照らして大きな問題はない。ただし、②、③について重大な支障あり。 > 欧州ファンドを米国で登録(特に公募手続き)する際に、追加費用が発生する(米国ファンドをEU内で登録を行ったとしても、米国のような追加コストは発生することはない)。 > 一方で、プロ投資家を対象にした募集(プロ私募)に関しては、米国において上述の問題はない。 > 結論としてEUパスポート付与は以下を含む選択肢で検討してはどうか。 i 募集対象をプロ投資家に限定 ii ミューチュアルファンド以外のもの限定 iii プロ投資家のみを対象としたファンドに限定
バミューダ	審査内容3要件(②、③、④)に照らして大きな問題はない。ただし、①について明確な助言を行える状況にない。 > ①について、AIFMDを満たすような体制を整備中の段階。実際に整備され、体制の実効性が確認されるまで、明確な助言はできないとのコメントが付いた。
ケイマン	審査内容2要件(②、③)に照らして大きな問題はない。ただし、①、④について明確な助言を行える状況にない。 > ①、④について、AIFMDを満たすような体制を整備中の段階。実際に整備され、体制の実効性が確認されるまで、明確な助言はできないとのコメントが付いた。
マン島	審査内容3要件(②、③、④)に大きな問題はない。ただし、①について明確な助言を行える状況にない。 > EU組成のUCITSファンドを自国の個人投資家に販売する際に、EU内の幾つかの国しか満たせないような仕組みあり。 > ①について、AIFMDを満たすような規制上の枠組みが存在せず、審査困難とのコメントが付いた。

の結論を得られたのは意義あることだったのではないか。

一方で、香港、シンガポール、オーストラリア及びアメリカだが“条件付きの合格”とも言えなくもない内容にとどまったとも見える。全くの私見であるが、前3者はアジアのパスポート構想で議論をリードしている存在、そして、アメリカはとりわけ独自性の強い市場と4者それぞれが個性のある国々であり、今回の“条件”は、ESMAが、各国の状況(及び、そこで行われている議論)を総合的に鑑み、(2)③の要件に照らしてEUパスポートが一方の国だけの便益にならぬようとの考えを働かせた結果とも言えなくもない内容と見て取れる。今後、EC、欧州議会等での

検討を経る過程で、各国に付けられた条件がどのように取り扱われるか要注目である。

■ 4. 終わりに (Brexitの影響も踏まえて)

今後の日程として、Non-EUファンドに対するEUパスポート制度の利用開始がいつになるかは全く確固たる情報はない。しかし、現在の経過措置の期限が2019年1月であることを考えれば、遅くとも2018年には開始されるだろう。

BrexitがAIFMDに及ぼす影響という点では、Brexitがいつ行われるかであるが、メイ新首相はリスボン条約第50条に基づくEU脱



退申請は来年行うとしており、交渉はそこから最大2年間かけて行われる予定であり、この交渉期間中に、EUパスポート制度の利用が開始される可能性が高く、そうなれば英国を含めたEU内で販売が可能になる。では、その後、Brexitとなった場合、英国ではどうなるかだがこれはEUとの交渉次第であり推測の域を出ない。EUの規制をそのまま受け入れるEuropean Economic Area (EEA) に加盟すれば現在と変わりはないだろうが、交渉の結果次第では、日本のファンドが英国の投資家に販売する為に、英国における独自の手続き（現在の経過措置で利用されている私募手続き）を別途行う必要が出てくるかもしれない。

英国とEUの交渉という不確実な要因は存在するものの、今回のESMAの発表、日本のファンドにとっては朗報と言える。今後、EC、欧州議会及び欧州理事会での検討が行われるため最終決定までにはもう少し時間がかかりそうだが、実際の施行が待ち遠しく思われる。

に従い、手続きを行えば当該国においては可能となった。ただし、NPPRはEU加盟国によって難易度が異なり利用しづらいといった見方が強い。（その中で、英国は緩めと言われている。）

(注4) 12ヶ国以外には、ブラジル、メキシコ、モーリシャス、バージン諸島などについて、今後、ESMAが助言を行うこととなっている。

(注5) 日本についての助言内容は、『審査内容の4項目に照らしてAIFMDパスポートを日本に適用することに重大な支障はない。投資家保護については、AIFMDと日本の規制体系で相違があるが、AIFMDパスポートを日本に適用を妨げる相違とはなっていない。』というものであった。他の4ヶ国も似たようなものであった。



(注1) <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-advises-extension-funds-passport-12-non-eu-countries>

(注2) 月刊資本市場2013年12月号『欧州ヘッジファンド規制 (AIFMD) の本格適用とその影響』(Cityの窓から 第1回、松尾理志)

(注3) AIFMDにおいて、Non-EU AIFをEUで販売するための経過措置(2019年1月まで)が設けられ、EU加盟各国が定める私募ファンド規制 (NPPR)