



From the Corner of Wall Street

東京証券取引所
ニューヨーク駐在員事務所長

木村 亮太

—連載（第30回）—

ファンド・オブ・ファンズの規制フレームワークのアップデート

■ 1. はじめに

2020年10月7日、SECはファンド・オブ・ファンズに関する規制フレームワークをアップデートするための規則案を採択した。これは2018年12月に提案された規則案の修正版であり、登録投資会社^(注1)やビジネス・デベロップメント・カンパニー（BDC）がその他のファンドやBDCの証券を買い付ける際のプロセスを明確化し、かつ一定の条件のもと、法律が定めるポジション上限に抵触することなく容易に買付けを行うことができるようにするものである。

SECのジェイ・クレイトン委員長は、「一般投資家は、マーケットにアクセスして自らの将来に向けた投資をするために、従来以上にミューチャル・ファンド、ETF、その他のファンドを使いつつある。アセット・アロケーション、分散化などの目的を実現させるために多くのファンドが他のファンドに投資

をしており、本日の決定は、このようなアレンジをする際の手助けとなる規制フレームワークの強化と近代化である」と述べている。また、クレイトン委員長は、「本日採択されたフレームワークは、投資家保護を強化するためにデザインされた諸要件を満たす限りにおいて、ファンド・マネージャーが投資を効率的にアロケーションしたうえで構築する際の柔軟性を提供し、個別の適用除外を求める際のコストや遅延を回避することができる。」とも述べている。

当規則案が施行されることにより、今後アメリカではファンド・オブ・ファンズやその一形態であるETF of ETFsの組成と普及が加速することが見込まれている。その結果、日本籍ファンドの上場が困難なアメリカのファンド市場において、ファンド・オブ・ファンズの形態を通じて日本籍の公募投信やETFへの投資が促進される可能性もある。そこで、本稿では当規則案の主なポイントについて説明する。



■ 2. 現状と課題

SECスタッフの推定によると、登録投資ファンドのうち約40%のファンドは少なくとも1つの他のファンドに投資をしているとのことである。これは特にミューチャル・ファンドにおいて顕著であり、ミューチャル・ファンドのうち他のミューチャル・ファンドへの投資を主たる投資戦略としているファンドの運用資産は、2019年に2.54兆ドルにまで成長したとのことであった。個人投資家も、プロが運用する単一のファンドを通じてポートフォリオのアロケーションや分散化を実現するための便利な方法として、徐々にファンド・オブ・ファンズを活用しつつある。

ファンド・オブ・ファンズの一形態であるETF of ETFsも、ミューチャル・ファンドほどではないものの、近年徐々に増えてきている。FactSetによると、本稿執筆時点（2020年10月15日）において、アメリカでは74銘柄のETF of ETFsが運用されており、その運用資産は128億ドル相当^(注2)で、これら74銘柄のETFのうち21銘柄が過去1年間に設定された比較的新しいETFとのことである。

今回のSECの規則案は、大部分のミューチャル・ファンドやETFの規制を管轄している1940年投資会社法^(注3)（以下「1940年法」）に所定の改正等を行うものであるが、現状の

1940年法においては、ある特定のファンドが他のファンドの株式を所有するに際して、原則として以下の行為を禁止している。

- ・他のファンドの議決権の3%超を買い付けること
- ・単一ファンドの純資産の5%超に投資すること
- ・純資産の10%超を他のファンドに投資すること

これらの規定がある故に1940年法で定めるファンドが他のファンドに投資することは実質的に困難であり、そのためアメリカにはファンド・オブ・ファンズはそれほど多くは見られなかったという背景がある。ただし、これまでSECは、各ファンドに対して個別に適用除外を出すことによって、特にアセット・アロケーション目的のETF^(注4)やミューチャル・ファンドに対して上の規定を超えて他のファンドに投資することを許容してきた。しかしながら、現状において、そもそもアセット・アロケーション目的のETF等はそれほど多くはなく、かつ、これらの適用除外はあくまで個別商品単位で対応する必要があり、適用除外の申請のために相応のコストやプロセス等を要することなどからもそれほど活発に用いられることはなく、また、個別対応であるからこそ必ずしも業界全体にとって公平な規制体系ではなかったとも言われている。そこで、SECは、これまで個別の適用除外で対処されてきたファンド・オブ・ファンズやETF of ETFsに関して、改めて包括

的な対処をすべく、今回の規則改正に踏み込むことになったと考えられる。

■ 3. 改正案のポイント

(1) 規則12d1-4の新設

新たな規則12d1-4は、登録投資会社又はBDC（以下「親ファンド」）が、1940年法の規則12(d)(1)に定める上限を超えて、その他の登録投資会社やBDC（以下「子ファンド」）の有価証券を取得することを可能とするものである。この規則は、ファンド・オブ・ファンズに関する一貫性とフレキシビリティのあるフレームワークを構築することが目的であり、それと同時に、投資家保護の強化を実現したうえで、これまで親ファンドの種類に応じて個別に対処していた適用除外に則った従来のアプローチに取って代わるものとなることを目指している。オープン・エンド・ファンド、ユニット・インベストメント・トラスト、クローズド・エンド・ファンド、ETF等は、親ファンド、子ファンドともに当該規則12d1-4に準拠することができる。その主なポイントは以下のとおり。

a. コントロールと議決権の制限

・親ファンドが子ファンドのコントロール権を有することを禁止する。具体的には、子ファンドがオープン・エンド・ファンド又はユニット・インベストメント・トラストの場合は議決権の25%以上、クローズド・エンド・ファンドの場合は議決

権の10%以上を所有することを原則として禁止する。

- ・これら一定パーセンテージ以上の子ファンドの議決権を保有する親ファンドについては、親ファンドが子ファンドに与える影響を最小化するために、いわゆる「Mirror Voting」と呼ばれる議決権行使をする必要がある。すなわち親ファンドには、当該親ファンド以外の投資家による議決権行使状況と同比率での議決権行使が求められる（注5）。
- ・ただし、子ファンドと同じファンドグループの親ファンドや、子ファンドの投資アドバイザーが親ファンドのサブ・アドバイザーである場合などは、この規制の対象外とする（注6）。

b. 評価と調査の実施

- ・親ファンドが子ファンドに対して過度な影響を行使する可能性や、投資家へのフィーや費用の二重請求が起きる懸念に対処するため、親ファンドが子ファンドに投資をする前に所定の評価と調査（注7）を義務付ける。

c. 投資合意書の締結

- ・同じ投資アドバイザーを用いていないファンド同士でファンド・オブ・ファンズを組成する場合、ファンド・オブ・ファンズの設定条件や最終投資家がフィーの二重請求を受けないこと等の詳細条項を記録した投資合意書（注8）の締結を求める（注9）。



d. 複雑なストラクチャーの制限

- ・ファンド・オブ・ファンズが過度に複雑なストラクチャーになることを防ぐために、子ファンドが別のファンドの親ファンドになるという3階層構造のファンドを組成することを原則禁止する。
- ・ただし、子ファンドが当該子ファンドの運用資産の10%を上限として他のファンド（私募ファンドを除く）に投資することは可能とする^(注10)。

(2) 規則12d1-2及び所定の適用除外の廃止、並びに規則12d1-1の改正

ファンド・オブ・ファンズの設定に際して、一貫性がありスムーズな規制のフレームワークを実現することを目的として、SECは以下の対応を行う。

a. 規則12d1-2及び所定の適用除外の廃止

- ・同一ファンドグループのファンドへの投資を主たる投資とするファンドが、他の関係性のないファンドやファンド以外の資産に投資することを許容していた規則12d1-2を廃止する。
- ・原則として、これまでファンド・オブ・ファンズに対して個別に認めてきた適用除外を廃止する^(注11)。

b. 規則12d1-2及び所定の適用除外の廃止

- ・規則12d1-1を改正し、同一ファンド

グループのファンドへの投資を主たる投資とするファンドが、他の関係性のないファンドであるMMFに投資することを許容する。

(3) フォームN-CENの改正

所定の報告期間において、ファンドが規則12d1-4又は1940年法のセクション12(d)(1)(G)の除外要件のどちらに準拠しているのか開示を求めるため、フォームN-CENを改正する。

(4) 施行日等

当規則案は既にSECとして採択済みであり、今後、その内容が連邦官報に掲載されて60日後に施行される。ただし、移行期間として、改正フォームN-CENに基づくレポートイングは、連邦官報掲載から425日以後から遵守が求められる。また、規則12d1-2及び過去の適用除外の廃止は、当該規則の施行から12か月後から効力を発生する。

■ 4. おわりに

ETF of ETFsを含むファンド・オブ・ファンズの組成においては、SECへの個別の適用除外の申請が必要であったこともあり、これまで運用会社にとっては非常にコストと手間のかかる手続きが求められていた。しかし、今回の規則改正によって組成・運用上の条件が一律明確化されるとともに適用除外が不要

になることによって、より低コストで機動的なファンドの組成が可能になる。

現状、アメリカのETF of ETFsで日本籍のETFに投資をするETFは存在しないが、今回の規則改正に伴い、そのようなETFの組成も運用会社のスコープには入ってくるのではないかと見込まれている。また、このストラクチャーを利用して、単一国のみならずグローバルのエクスポージャーを提供するETF of ETFsや、より多様なアセット・アロケーションを目指すETF等の組成も進むことが見込まれている。この規則改正を踏まえ、アメリカのファンド・オブ・ファンズ業界がどのように変化を遂げていくのか、今後も注視していくこととしたい。

[出典]

- ・ <https://www.sec.gov/news/press-release/2020-247>
- ・ https://www.etf.com/sections/features-and-news/new-framework-etfs-etfs?utm_source=newsletter&utm_medium=email&utm_campaign=dailynewsletter

(注1) Registered Investment Company。ミューチャル・ファンド、ETFなどのオープン・エンド・ファンドやクローズド・エンド・ファンド等が含まれる。

(注2) ただし、これらETF of ETFsの多くは、他のファンドに少なくとも1つ以上投資しているものの、それを主たる投資戦略としているわけではない。

(注3) Investment Company Act of 1940

(注4) 株式、債券、その他の資産に対してクロスアセットで投資をすることで、混合資産に投資するETFのこと。一般的にはアクティブ運用のETFが多い。現状、アメリカには73銘柄のアセット・アロケーションETFが上場しており、運用資産合計は121.1億ドル、経費率平均は0.97%となっている。

(注5) 例えば、他の投資家の議決権行使結果が90%賛成、10%反対だった場合、当該親ファンドが保有する議決権も同比率での行使を求められる。これによって、大きなETFが小さなETFに投資を行い、ファンドの取締役に自らの代表者を就任させてコントロールするといった事態を防ぐことが可能となる。

(注6) 例えば、iSharesのETFが同じiSharesの別のETFに投資する場合は、この規制の対象外となる。

(注7) これらの評価と調査は、対象が親ファンドか子ファンドか、ファンドがマネジメント・カンパニーかユニット・インベストメント・トラストか等によって変わる。

(注8) 投資合意書自体は新しいものではない。これまで適用除外に基づき他のファンドに投資していたETFやミューチャル・ファンドは、既に類似の投資合意書にサインすることを求められている。

(注9) 「評価と調査の実施」と「投資合意書の締結」は、当初提案には無かったもの。かわりに当初提案では、親ファンドが子ファンドの3%超の証券を取得している場合、いかなる30日間の期間中において、親ファンドが子ファンドの証券の3%超を償還することを禁止していた。この償還リミットのアイデアは、親ファンドが子ファンドに極端な影響を与えてしまうことを回避することを意図したものであったが、ファンドのオペレーションの変更や市場クライシスに対処するための流動性やフレキシビリティの減退に対する懸念といった観点から、多くの参加者から反対が表明されていた。



(注10) 一般的に「10% bucket」と呼ばれるルール。

全て、新設規則12d 1 - 4 及び関連する諸要件に準

(注11) この対処により、1940年法に定める投資制限
を超える投資を行うファンド・オブ・ファンズは

拠する必要がある。

