



東京証券取引所
ロンドン駐在員事務所
松尾 理志

—連載（第1回）—

欧州ヘッジファンド規制（AIFMD）の本格適用とその影響 ～英国では、大手ヘッジファンドに規制回避の動きが見られる～



東京証券取引所のロンドン駐在員事務所は1990年の開設で、シティのセントポールズチャーチヤードにあります。今後、誌面をお借りしてシティを中心とした欧州金融資本市場の最近の様子や気になる出来事について、原則として隔月（偶数月）でご報告させていただくことになりました。当コーナーが読者の皆様、ひいては日本の金融資本市場の発展に少しでもお役に立てれば幸いです。

東京証券取引所 ロンドン駐在員事務所長
荒井 啓祐

是非を論じることはしないが、同様の現象の一端がヘッジファンド規制に関して見られ、シティにおいて注目を集め始めたのでご紹介したい。

2013年10月24日付の英国経済紙フィナンシャル・タイムズは、「Brevan in shift away from UK」という見出しの記事を報じた。Brevanとは、英国に本拠地を置く世界第3位の運用資産を有すと言われるBrevan Howard Asset Management LLP（以下、「Brevan社」と言う。）のことで、このBrevan社が、EUのヘッジファンド規制を回避し、かつ業務を国際的に拡張させる目的から自社の大半のオペレーションをロンドンからチャンネル諸島などへ移したという内容である（注1）。

この度、Brevan社が回避をしたと言われるEUのヘッジファンド規制とは、AIFMD（Alternative Investment Fund Managers

■ 1. ヘッジファンド規制導入の背景など

租税回避を目的として「タックス・ヘイブン」を利用するという話は欧州において頻繁に耳にする。言うまでもなくマネーが実態的な経済行為のない低い税率の国・地域に流れこむ行為を指し一般的に問題視されていることである。ここでは、タックス・ヘイブンの

Directives) のことである。

EUにおけるヘッジファンドを巡る規制の議論は、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が契機となった。この危機の教訓として、ヘッジファンドを運用するファンドマネージャーの行動が、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から解決策を講じるべく議論が行われた。

そして、2009年4月、EUは、ロンドンG20サミットにおいて、金融システム上重要なヘッジファンドやそのマネージャーに対する登録を義務付け、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などを合意し、それらを盛り込んだ内容が2011年6月、AIFMDとして施行された。この規制を施行されたことにより、EU各国は一定の期間内に国内法を制定する義務がかかり、法制化の期限が2013年7月22日に迎えたことで、AIFMDの効力が本格的に及ぶこととなった(注2)。

その影響と見られる具体的なファンドの動きが冒頭のBrevan社ということになるが、ここでは、ヘッジファンド規制の概要を示し、EU各国における法整備の状況や影響をそれぞれを見ていく。なお、ここでの意見にわたる部分は筆者の私見である旨をあらかじめお断りする。

■ 2. AIFMDの概要

(1) 規制の目的及び範囲

規制の目的は、「オルタナティブ投資ファンド(以下、AIF)のファンドマネージャーに対する健全性監督のための包括的なフレームワークの構築」、「投資家への透明性確保と保護」、「金融システム安定化」、「欧州単一市場の深化」が主なものである。

そして、AIFMDの規制範囲は、以下のファンドマネージャーが対象となる。

- AIFを運用するEUのファンドマネージャー
- EU籍のAIFを運用するファンドマネージャー(ファンドマネージャーの籍は域内か第三国かを問わない)
- EU域内でAIFを販売するファンドマネージャー(AIFやファンドマネージャーの籍は域内か第三国かを問わない)

ここで言うAIFとは、ヘッジファンドや不動産ファンドを含めた、UCITSによってカバーされていないあらゆるタイプのファンドを指す。このためUCITSが適用されるETFは含まれない。なお、運用資産が1億ユーロ以下のAIFや、5年間解約を認めないレバレッジのない5億ユーロ以下のAIFのファンドマネージャーは、当局への登録や情報提供といった最低限の義務を除き適用除外となる。



(2) ファンドマネージャーの認可

EUのファンドマネージャーは、国内法制化期限の7月22日から1年間以内に、ファンドマネージャーの登録地となっているEU加盟国（Home Member State）の規制当局に認可申請を提出することが求められている。

一方で、第三国のファンドマネージャーは、2015年7月までに欧州証券市場監督機構（ESMA）が作成し、その後欧州委員会（EC）が採択する追加の法令が出されるまで、認可の申請を提出することができない。2015年以降に可能となる予定の認可申請について、申請先はEU域内での販売の有無、運用するAIFの籍によって異なる（注³）。

(3) EU域内でのAIFの販売

EUのファンドマネージャーが運用するEU籍のAIFは、2013年7月22日より“パスポート”を使ったEU全域での販売が可能になった。認可されたファンドマネージャーであれば、認可を受けた規制当局へ通知をすることで、EU域内の国への販売ができる。

一方で、第三国のAIFや第三国のファンドマネージャーが運用するAIFは、当面2015年（予定）までパスポートを得ることができない。この場合は、各国が定める私募ファンド規制（NPPR）に従い、各国で認可を得ることで、販売を継続することができる。ただし、AIFMDが適用された2013年7月22日以降は、NPPRに従った販売においても、AIFMDの一部の規定（年次報告書の作成、

適時開示要件の準拠、定期的な規制当局への報告の義務）が課せられる。これについては、一部の国（イギリス、ドイツ等）で最大1年間の猶予措置が設けられている（注⁴）。

■ 3. AIFMDの各国での導入状況

AIFMDは“指令”という法の形態を取っており、EU加盟国がそれぞれ国内法制化して初めて効力が発生する。国内法制化期限は2013年7月22日とされていたが、一部の国では完全に導入が済んでおらず、混乱の中での導入期限を迎えたようである。期限までに国内法制化ができた国はEU28ヶ国中の12ヶ国しかない（オーストリア、クロアチア、キプロス、デンマーク、ドイツ、アイルランド、ラトビア、ルクセンブルク、マルタ、オランダ、スウェーデン、英国）。これを受けて、欧州証券市場監督機構（ESMA）は、たとえ国内法制化ができていない場合でも、他国への販売を行うための規制当局への通知を拒否できないとするといった異例のガイダンスを公表した。

また、国内法制化期限を迎える前にヘッジファンドを対象にデータ会社Preqinが行った調査によると、AIFMDの影響を受けるヘッジファンドのうち、対応できているのはまだ22%しかいないという結果になった。また3%のヘッジファンドは、認可期限の2014年7月までの対応は難しいと答えたという。また、北米に拠点を置くヘッジファンドのうち、65

~~~~~

%がAIFMDの影響を受けると回答した<sup>(注5)</sup>。AIFMD対応の初期コストは、1機関ごとに30万~100万ドルに及ぶとされ、欧州投資家の割合が15%以下の中型ヘッジファンドやプライベート・エクイティ業者は、結果として欧州投資家に対するファンドの販売を止めることになる可能性があるとの専門家のコメントが出ている<sup>(注6)</sup>。

## ■ 4. 英国の状況

3. のとおり、国内法制化を実施した英国は、AIFMDを受け、国内法であるThe Alternative Investment Fund Managers Regulations 2013を2013年7月22日より施行した。これにより、パスポートを得ることができない第三国のファンドマネージャーや、第三国籍ファンドを運用するファンドマネージャーは、2018年までは、NPPRを使った販売を継続して行うことができることとなった。

また、EU域内、第三国のファンドマネージャーを区別せず、1年間の猶予期間が定められているため、英国では、2014年7月21日までは、NPPRによる販売であっても、AIFMDで規定されている情報開示義務（年次報告書の作成、適時開示要件の準拠、定期的な規制当局への報告の義務）が免除されることとなった。

英国にAIFMDの影響を見ていくには、来年7月22日以降、そして、NPPRによる販売

を行えなくなる2018年というのが一つの見方と考えられたが、冒頭述べたとおり、大手ヘッジファンドの一角は規制の効果を先取るかのような動きを見せた。

シティでは、AIFMDのパスポート制度はEUでの事業拡大のビジネスチャンスとして捉える向きがあるものの、多くは規制対応にかかる準備不足と、人的、コンプライアンスコスト増に対して懸念を表明している。

## ■ 5. 最後に

AIFMDは、金融危機の影響を踏まえた規制であるために総括すると厳格な内容と言ってよかろう。今後、AIFMDが各国で本格適用となった場合、英国Brevan社のケースのように、EU籍のAIFやEUのファンドマネージャーが規制の緩いEU域外に移転してしまうことや、第三国のAIFをEU域内で販売することを控えるといった事象が起こることが想像される。実際にそのような事象が再び生じてくれば、それに対する様々な議論は出て来るであろう。今後の動向を注視したい。

(注1) 同日付フィナンシャル・タイムズ紙は、Brevan社が本件について、コメントを控えている旨も掲載している。

(注2) AIFMDは欧州経済圏 (European Economic Area : EEA. EU加盟28ヶ国にアイスランド、リヒテンシュタイン、ノルウェーの3ヶ国を加えた31ヶ国) に適用されるが、便宜上EU各国と表記する。

(注3) 第三国ファンドマネージャーの認可申請先と

なる担当加盟国 (Member state of reference) は表 1 のとおりである。

【表 1】

| EU域内での販売の有無     | 販売するAIFの数 | AIFの籍                                     | 担当加盟国 (Member state of reference)         |
|-----------------|-----------|-------------------------------------------|-------------------------------------------|
| 無               | N/A       | EU籍 (AIFの登録地がすべて同一のEU加盟国)                 | AIFの登録地であるEU加盟国                           |
|                 |           | EU籍 (AIFの登録地がそれぞれ異なるEU加盟国)                | 最も多くのAIFが登録されているEU加盟国、もしくは運用資産が最も大きいEU加盟国 |
| 有 (一ヶ国のみで販売)    | 1つ        | EU籍 (AIFがEU加盟国に既に登録済)                     | AIFの登録地であるEU加盟国、もしくは販売予定のEU加盟国            |
|                 |           | EU籍 (AIFはEU加盟国に登録されていないが、そのオフィスの登記がEU加盟国) | 販売予定のEU加盟国                                |
|                 |           | 第三国籍                                      | 販売予定のEU加盟国                                |
|                 |           | EU籍 (AIFがEU加盟国に既に登録済)                     | AIFの登録地であるEU加盟国、もしくは販売予定のEU加盟国のうちいずれかの国   |
| 有 (複数のEU加盟国で販売) | 複数        | EU籍 (AIFはEU加盟国に登録されていないが、そのオフィスの登記がEU加盟国) | 販売予定のEU加盟国のうちいずれかの国                       |
|                 |           | 第三国籍                                      | 販売予定のEU加盟国のうちいずれかの国                       |
|                 |           | EU籍 (AIFの登録地がすべて同一のEU加盟国)                 | AIFの登録地であるEU加盟国、もしくは最も多くのAIFを販売予定のEU加盟国   |
| 有               | 複数        | EU籍 (AIFの登録地がそれぞれ異なるEU加盟国)                | 最も多くのAIFを販売予定のEU加盟国                       |
|                 |           | EU籍と第三国籍、もしくは第三国籍のみ                       | 最も多くのAIFを販売予定のEU加盟国                       |

(注 4) AIFMD適用後のEUにおけるオルタナティブ投資ファンドの販売方法については表 2 のとおりである。

【表 2】

| ファンドマネージャーの籍 | ファンド (AIF) の籍 | EU域内での販売の有無 | 販売方法 (適用時期)            | 適用条件                                       |
|--------------|---------------|-------------|------------------------|--------------------------------------------|
| EU           | EU            | 有           | パスポート (2013年 7月 22日以降) | AIFMDの完全適用 (NPPRは廃止)                       |
| EU           | 第三国           | 有           | NPPR (2018年まで)         | 各国のNPPR規制 + AIFMDの一部適用 (一部のデポジットリ要件を除き適用)  |
|              |               |             | パスポート (2015年以降)        | AIFMDの完全適用                                 |
| 第三国          | EU            | 有           | N/A (2013年 7月 22日以降)   | AIFMDの一部適用 (情報開示要件を除き適用)                   |
|              |               |             | NPPR (2018年まで)         | 各国のNPPR規制 + AIFMDの一部適用 (AIFMDの情報開示要件などが適用) |
| 第三国          | 第三国           | 有           | パスポート (2015年以降)        | AIFMDの完全適用                                 |
|              |               |             | N/A (N/A)              | *2015年以降 AIFMDの完全適用                        |
| 第三国          | 第三国           | 有           | NPPR (2018年まで)         | 各国のNPPR規制 + AIFMDの一部適用 (AIFMDの情報開示要件などが適用) |
|              |               |             | パスポート (2015年以降)        | AIFMDの完全適用                                 |
| 第三国          | 第三国           | 無           | N/A (N/A)              | AIFMDは適用されない                               |

※記載の日付のうち、将来のものについてはすべて予定日。

(注 5) Preqin調査 (2013年 7月 18日公表) ([https://www.preqin.com/docs/press/AIFMD\\_Jul\\_13.pdf](https://www.preqin.com/docs/press/AIFMD_Jul_13.pdf))

(注 6) フィナンシャル・タイムズ記事 (2013年 6月 3日付「US hedge funds to flee Europe」、同 7月 22日付「AIFMD arrives but confusion reigns」)