

*** レポート ***

UCITS IV の概要と UCITS 市場の発展

資産運用研究所 鈴木 優子

要 約

UCITS (ユーシッツ) とは、譲渡可能証券の集団投資事業 (Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities) の略であり、欧州委員会 (European Commission) が制定した指令 (以下、UCITS 指令) に準拠するファンドを指す。この UCITS 指令は、あるファンドが UCITS 指令に加盟する所属国で認可 (承認) を受ければ、他の加盟国において改めて認可を受けなくても、そのファンドの販売を可能とする制度である。この制度は、本来は欧州域内の個人投資家を保護することを目的としており、UCITS の投資可能な範囲や、透明性 (情報開示) について厳しい基準を設けている。

UCITS 指令は 1985 年に制定された後、近年では、販売地域がアジア・アメリカ・中東・アフリカに拡大し、欧州投資信託協会 によると 2011 年末には、欧州のファンドの約 7 割を占めるまでに拡大している。しかし、欧州域内での販売状況をみると、UCITS の過半数が所属国のみで販売されていると推計されており、クロスボーダー UCITS の市場が十分に拡大してないといえよう。

2009 年に改定された UCITS IV では、ファンドの運用業務に関する制度を国際的に整備する内容が盛り込まれた。これは、欧州委員会が、欧州域内において、規模の経済を生かして運用業務の効率化を図り、クロスボーダー UCITS の販売拡大を目的としていると考えられる。具体的な改善内容は、UCITS 指令に定められた「管理会社」(Management Company) の業務範囲の拡大、マスター・フィーダー UCITS の制度改善、国籍を越えたファンドの合併に関する制度改善等である。

目次

1. はじめに
2. UCITS 指令と市場拡大
 - 2.1 UCITS 指令
 - 2.1.1 UCITS 指令の概要
 - 2.1.2 UCITS IV の制定
 - 2.2 UCITS の動向
 - 2.2.1 UCITS 全体の動向
 - 2.2.2 オルタナティブ UCITS の拡大
 - 2.2.3 クロスボーダーUCITS の状況
3. UCITS IV の概要と準拠するための条件
 - 3.1 管理会社の業務範囲の拡張～Management Company Passport～
 - 3.2 マスター・フィーダーUCITS の制度改善
 - 3.3 ファンドの合併に関する制度改善
4. おわりに

1. はじめに

UCITS（ユーシッツ）とは、譲渡可能証券の集団投資事業（Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities）の略であり、欧州委員会が制定した指令（以下、UCITS 指令）に準拠するファンドを指す。この UCITS 指令は、あるファンドが、UCITS 指令に加盟する所属国で認可を受ければ、他の加盟国において改めて認可を受けなくても、そのファンドの販売を可能とする制度である。UCITS 指令は 1985 年に制定された後、数回の改定を経て、現在は UCITS IV が施行されている。UCITS 指令は、個人投資家向けのファンドに関する規制の一つであり、投資家保護の観点から、運用手法、投資対象、リスク分散、リスク管理、流動性、透明性（情報開示）等において厳しい基準を設けている。UCITS は厳しい基準を満たしていることから、流動性や透明性が担保されたファンドとして、機関投資家からも需要が高い。

UCITS 指令が制定された当初は、UCITS の販売地域は欧州域内に限られていたが、近年では、アジア・アメリカ・中東・アフリカにまで拡大している。また、欧州投資信託協会 (European Fund and Asset Management Association) は、2011 年末時点で、欧州域内のファンド全体の約 7 割を UCITS が占めていると公表している。

しかし、欧州域内においては、所属国以外でも販売されている UCITS (以下、クロスボーダーUCITS) の市場は十分に拡大していないと指摘されている。欧州投資信託協会は、全地域で販売されている UCITS の運用残高 (2011 年末時点) は、5.6 兆ユーロと公表している。Strategic Insight 社¹によると、この 5.6 兆ユーロのうち、2.4 兆ユーロがクロスボーダーUCITS であり、3.2 兆ユーロが所属国のみで販売されている UCITS であると推計されている。2.4 兆ユーロのクロスボーダーUCITS には、欧州域外でも販売されている UCITS も含まれるが、大半が欧州域内で販売されていることから、欧州域内の全 UCITS に占めるクロスボーダーUCITS の割合は、4 割程度に留まると推測される。

UCITS 指令の制定から 16 年が経過したものの、欧州域内でクロスボーダーUCITS が伸び悩んでいる背景には、運用業務等に関する制度や規制が UCITS 加盟国により異なり、UCITS の販売も含めた運用業務にコストや時間がかかることがあると考えられる。2011 年 7 月より施行された UCITS IV には、ファンドの運用業務の効率化を図る内容が盛り込まれている。これは、欧州委員会が、先に述べた障壁を取り除き、クロスボーダーUCITS の市場拡大を図ることを目的の一つとしているものと考えられる。

そこで、本稿では UCITS IV の概要および準拠するための条件を示し、UCITS IV が運用業界にもたらす利点について説明する。その概要は、UCITS 指令に定められた管理会社² (Management Company) の業務範囲の拡大、マスター・フィーダーUCITS³ の制度改善、ファンドの合併に関する制度改善等である。

¹ 米国のファンド調査会社。

² 投資運用 (Investment Management)、管理 (Administration)、販売の機能を併せ持つ。

³ マスターファンドとフィーダーファンドの関係は、ファミリーファンド方式におけるマザーファンドとベビーファンドの関係に類似している。マスターファンドは籍がある国や地域の税制等に準拠しており、これを販売国の税制等に準拠した形態に修正したものがフィーダーファンドである。

2. UCITS 指令と市場拡大

UCITS IV の詳細な説明をはじめめる前に、ここでは、UCITS 指令の制定から現行制度にいたるまでの経緯と、UCITS 市場の拡大状況を見てみよう。

2.1 UCITS 指令

2.1.1 UCITS 指令の概要

UCITS 指令が制定された当初は、UCITS の投資可能な範囲は伝統的資産のみに制限されていたが、UCITS III⁴では、レバレッジ目的のデリバティブへの投資が可能となる等、投資可能な範囲が大幅に拡大された。そして、UCITS IV では、欧州域内における運用業務等に関する制度が改善された。以下は、UCITS 指令の経緯である。

制定年	指令 (Directive)	通称	主要な内容
1985	85/611/EEC	UCITS I	ファンドに関する欧州域内共通の規則の制定。欧州域内での販売が可能に。投資対象は伝統的資産に限定。
2002	2001/107/EC 2001/108/EC	UCITS III (UCITS II)	リスク管理の強化。投資対象の範囲の拡大。リスク軽減を目的としない(レバレッジ目的の)デリバティブへの投資が可能に。
2009	2009/65/EC	UCITS IV	管理業務に関する制度改善。ファンドの合併に関する制度改善。マスター・フィーダーUCITS の制度改善。

冒頭で述べた UCITS に関する運用規制のうち、投資対象やリスク分散等に関する規制の主要な内容は、以下の通りである。

[1] 投資可能・不可能な資産の範囲

① 投資可能な資産

- 譲渡可能証券
- 預金、短期金融資産
- オープンエンド型ファンド (UCITS 問わず)
- 金融派生商品 (デリバティブ)

② 投資不可の資産

⁴ UCITS III は 2 つの指令 (運用会社への指令 2001/107/EC、商品への指令 2001/108/EC) から成る。2001/107/EC を UCITS II と呼ぶこともある。

- 不動産
- 銀行ローン
- 金等の金属（実物は不可、金属に基づく証券は可）
- コモディティ（実物は不可、デリバティブは可）

[2] リスク分散（5/10/40ルール）

- 一つの発行体の有価証券の投資比率は、純資産総額の5%以下とする。投資後に一つの発行体の投資比率が5%を越えた場合は、投資比率を10%未満に留め、これらの発行体への投資比率を合計して40%以下となるようにする。

[3] リスク管理

リスク管理の方法は、UCITSが投資しているデリバティブの複雑さに応じて、適用される規定が異なる。

- ① 単純なデリバティブに投資している場合（Non-sophisticated）は、次のCommitment Approachを用いる。
 - 純資産総額に対して、レバレッジの上限は100%、ネットショートの上限は10%とする（グロスのエクスポージャーの上限は210%となる）。
- ② 複雑なデリバティブに投資している場合（Sophisticated）は、VaR（Value at Risk）を用いる。月次ベースで、保有期間1ヶ月・信頼水準99%のVaRを算出し、ファンドの内容に応じてVaRの許容範囲が定められている。
 - 何らかのベンチマークに対して、相対的に高いリターンを目指すファンドは、そのファンドのVaRの上限を、ベンチマークのVaRの2倍とする。
 - 絶対収益型のファンドは、純資産総額に対するVaRの上限を20%とする。

2.1.2 UCITS IVの制定

投資戦略や投資対象の多様化に伴い、UCITS IIIでは、UCITSの投資可能な範囲が大幅に拡大された。UCITS IIIの次に欧州委員会が目標としたのは、欧州域内におけるファンドの運用業務の再編であった。UCITS IVでは、欧州域内での運用業務に関する制度が改善され、規模の経済を生かし、より効率的に運用業務の遂行が可能となる内容が盛り込まれた。具体的には、管理会社の業務範囲の拡張（Management Company

Passport)、マスター・フィーダーUCITS の制度改善、ファンドの合併に関する制度改善、投資家への情報開示の強化等である。

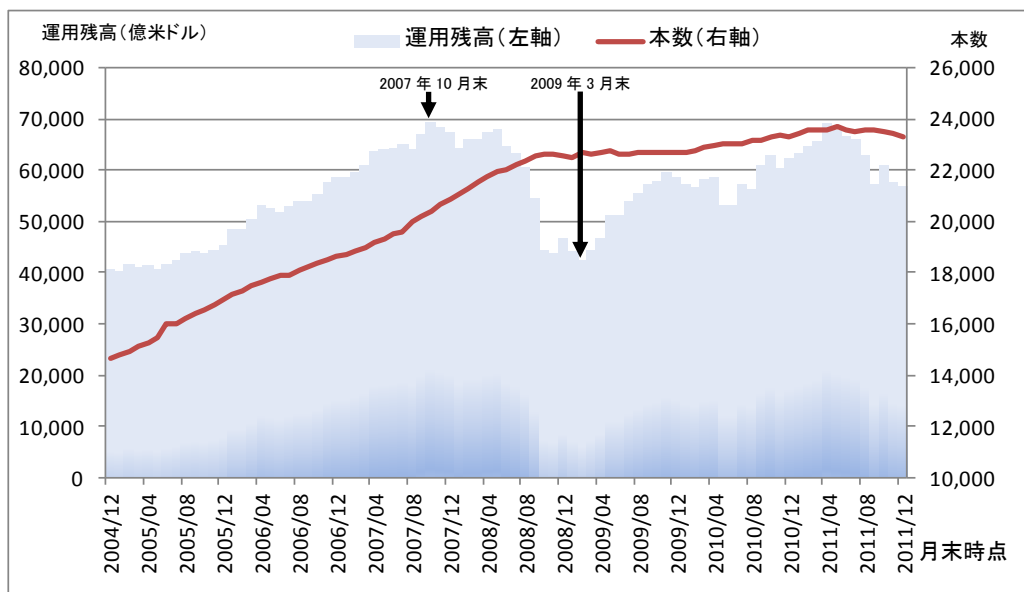
欧州委員会は、UCITS IV を 2011 年 7 月 1 日から施行するため、2011 年 6 月 30 日までに、自国の法制度を改定して、UCITS IV に適合させるように加盟国に通知した。しかし、27 の加盟国のうち期限内に完了したのは 4 カ国のみであり⁵、ルクセンブルグが最も早い 2009 年 12 月に完了し、その後、アイルランド、ドイツ、英国が期限内に完了した。

2.2 UCITS の動向

2.2.1 UCITS 全体の動向

UCITS 全体の運用残高および本数について、2004 年末～2011 年末の推移を図表 1 に示す。

図表 1 UCITS 全体の動向



出所：Strategic Insight より NFI 作成

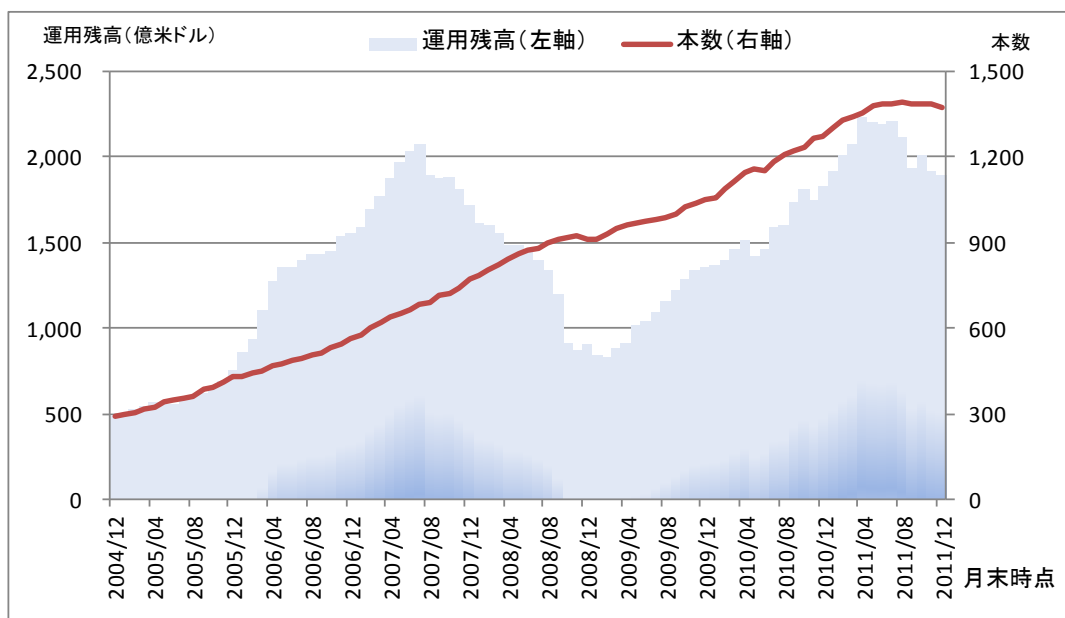
⁵ UCITS IV 全てを国内法に移行していないからといって、それに準拠する業務（マスター・フィーダーUCITS、ファンドの合併等）を認可できないわけではない。

全期間を通してみると、UCITS 全体の運用残高と本数は、2004 年末の 4.1 兆米ドルと 1.5 万本から、2011 年末の 5.7 兆米ドルと 2.3 万本に増加しているものの、直近 2011 年 4 月以降は、運用残高・本数共に伸び悩んでいる。運用残高の推移を詳しくみてみると、運用残高は 2004 年末から 2007 年 10 月末の 6.8 兆米ドルまで増加した後、2009 年 3 月末には 4.3 兆米ドルまで減少したが、その後は増加に転じている。

2.2.2 オルタナティブ UCITS の拡大

近年、UCITS の制度を利用するヘッジファンドが増加している。この背景には、ヘッジファンド詐欺や金融危機等を受けて、投資家がヘッジファンドに対して、流動性や透明性（情報開示）をより強く求めるようになってきていることがあげられる。ヘッジファンドであっても、UCITS 指令に準拠していれば、一定の流動性や透明性が担保され、おのずと投資家が必要とする情報が開示される。このようなファンドは、通称、オルタナティブ UCITS もしくは NEWCITS（ニューシツ、New UCITS）と呼ばれている。オルタナティブ UCITS の運用残高および本数について、2004 年末～2011 年末の推移を図表 2 に示す。

図表 2 オルタナティブ UCITS の動向



出所：Strategic Insight より NFI 作成

2004年末～2011年末でのオルタナティブ UCITS の動向は、図表 1 で示す UCITS 全体の動向と類似している。オルタナティブ UCITS の運用残高および本数は、2004 年末時点の 500 億米ドルと 292 本から、2011 年末時点の 1,891 億米ドルと 1,371 本に増加している。

2.2.3 クロスボーダー UCITS の状況

近年、欧州だけでなく、アジア・アメリカ・中東・アフリカにまでに、UCITS の販売地域が拡大された。図表 3 は、地域別にみたクロスボーダー UCITS の 2010 年末時点の販売本数である。欧州域外で最多の地域はアジアであり、このうちシンガポールが最多の 2,064 本、香港が 1,224 本と続いている。

図表 3 クロスボーダー UCITS の販売状況

販売国	本数 2010年末時点	ネット設定本数 (新規設定-償還・解約等) 2010年年間
欧州	54,441	4,485
アジア	5,434	127
アメリカ	1,992	-232
中東	797	-97
アフリカ	218	-15
合計	62,882	4,368

※複数国で販売されている UCITS は重複して数えられている

出所：PricewaterhouseCoopers (2010a)より NFI 作成

3. UCITS IVの概要と準拠するための条件

3.1 管理会社の業務範囲の拡張 ～Management Company Passport～

UCITSにおける管理会社とは、本業がUCITS（投資会社（会社型）とコモン・ファンド（契約型））を管理する会社を指す。UCITSの運用業務の中心は、資産の管理と保管業務であり、業務遂行の責任は管理会社とカストディアンにある。

UCITS IVでは、管理会社が所属国において当局の許可を得れば、他の加盟国に籍があるUCITSに、その加盟国で改めて許可を得なくても管理業務が提供可能となるパスポート（Management Company Passport）が認められた。つまり、管理会社がこのパスポートを所持していれば、複数の国に支店を設置・運営する必要や、現地で実際に業務を行う必要がなくなるため、大幅にコストを削減することができる。

このパスポートを取得するためには、はじめに、管理会社は所属国の当局に、他の加盟国に籍があるUCITSに対して予定しているサービスについて申請をする必要がある。その申請内容には、業務内容やサービスの運用計画、リスク管理のプロセス、投資家へのコンプライアンスの開示等の情報が含まれている。これらの情報は、管理会社が申請しているUCITSに関する詳細な規制とともに、管理会社から申請を受けた当局から、当該UCITSの当局へ渡される。

また、管理会社は、当該UCITSとのカストディ業務同意文書（契約書）の写しおよび資産運用・管理に関する委任契約の内容を当該UCITSの当局に提出しなくてはならない。当該UCITSの当局は、必要に応じて説明を求めるが、最初の申請から10営業日以内に受理の可否を返答しなくてはならない。管理会社が規則に応じない、所属国にて適切な許可を得ていない、適切な書類を提出していないといった場合に限り、当該UCITSの当局は申請を却下することができる。当該UCITSの当局は、申請を却下する前に、管理会社の所属国の当局と協議しなくてはならない。

3.2 マスター・フィーダーUCITSの制度改善

UCITS IV は、UCITS を認可する通常の規定を免除し、マスター・フィーダーUCITS の設定を許可した。これにより、運用会社は一つのマスターファンドに資金を集め、より効率的にファンドの運営ができるようになった。さらに、UCITS IV では、フィーダーUCITS だけでなく、マスターUCITS も投資家への直接販売が可能となった。

ただし、マスター・フィーダーUCITS は以下の条件を満たすことが定められている。

- フィーダーUCITS は、一つのマスターUCITS に対して少なくとも 85%を投資すること。残りは流動性資産、ヘッジを目的としたデリバティブへの投資が可能。
- マスターUCITS はフィーダーUCITS ではないこと。マスターUCITS のフィーダーUCITS への投資は不可。
- フィーダーUCITS の運用方針は、その所属国の当局により認可されること。

マスター・フィーダーUCITS を設定するためには、UCITS IV の規制下でフィーダーUCITS の所属国の事前認可が必要となる。フィーダーUCITS は、透明性を確保するために、目論見書に定められた情報を開示する必要がある。その情報とは、フィーダーUCITS からマスターUCITS への投資に係る税、フィーダーUCITS の報酬やコスト、マスターUCITS とフィーダーUCITS 間の合意文書の要約等である。

また、UCITS IV には、既存の UCITS をフィーダーUCITS に移行可能とする、新しい制度が盛り込まれた。ただし、フィーダーUCITS の規制当局が認可している言語で、移行に関する情報を UCITS の既存の投資家に提供し、解約コストのみで解約可能な権利を既存の投資家に与えなくてはならない。

3.3 ファンドの合併に関する制度改善

UCITS IV が制定される以前は、ファンドの所属国の国内法に従い、ファンドの合併が認可されていた。しかし、UCITS IV では、ファンドの国籍や法制度に関わらず、欧州域内のファンドの合併が可能となった。欧州委員会が、マスター・フィーダーUCITS の設定を許可したことと同様に、国籍が異なるファンドの合併を許可した目的は、欧州のクロスボーダーUCITS を強化するだけでなく、管理会社が規模の経済を十分に生かし、コスト面で効率的な運営を可能とすることにあると考えられる。

つまり、過去の業務の蓄積や販売戦略の都合上、一人のファンドマネージャーが国籍の異なる複数の UCITS を抱えている場合、それらを合併して一本の UCITS としたり、一つのシリーズにまとめることによって、より効率的な運用業務が可能になるということである。

また、この制度は、設定時に UCITS ではなかったファンドを、後から UCITS に変更できることを意味する。合併するファンドが UCITS でなくとも、その運用戦略が UCITS 指令に準拠していれば、それらを統合させた後に UCITS として運営することができる。複数の非 UCITS を一つのプラットフォーム上にまとめることで、より効率的な運用業務が可能となる。

例えば、オフショアファンドを運用しているファンドマネージャーにとっては、国籍の異なる複数のオフショアファンドを、同一国籍のオンショア UCITS としてまとめることができるようになるということである。また、オフショアファンドだけでなく、複数国で販売されているオンショアファンドも含めて、その管理を再構築することができる。つまり、異なる規制下にあり、複数の当局に登録しているファンドを、一つの当局の規制下において一つのプラットフォーム上で再構築することが可能となるということである。

また、ファンドの合併には複数の方法が認められており、一つのファンドに吸収させる方法、複数のファンドを新しい一つのファンドに合併させる方法の両方が認可されている。

ファンドの実態が確認できない場合を除き、当局はファンドの合併を認可しなくてはならず、合併の申し出に対して 20 営業日以内に返答をしなくてはならない。

4. おわりに

UCITS IV への改定に伴い、欧州域内における UCITS の運用業務の効率化だけでなく、クロスボーダーUCITS の市場拡大も目的とし、UCITS の運用業務に関する制度が改善された。具体的には、管理会社の業務範囲の拡張（Management Company Passport）、マスター・フィーダーUCITS の制度改善、国籍が異なるファンドの合併に関する制度改善等があげられる。また、クロスボーダーUCITS がさらに存在感を増し、欧州域内だけでなく欧州域外でも販売が拡大することが期待される。

欧州委員会は、現在はオルタナティブファンドの投資家保護のため、UCITS IV 次ぐ UCITS 指令の改定を進めている（通称 UCITS V）。それは、預託機関に関する規則を、UCITS 指令と AIFM 指令⁶で一元化し、ファンドマネージャーの報酬に関する新しい規則を制定しようというもの⁷である。投資家保護の規制が厳格になると、ファンドマネージャーにとって負担になる場合もあるが、欧州委員会の新しい取り組みには一目おかれよう。今後も、UCITS の市場拡大だけでなく、UCITS 指令の改定にも注視していきたい。

日本での UCITS の利用状況をみると、近隣のアジア諸国と比較して限定的である。この背景には、海外の運用会社が提供するファンドが、日本で販売されているファンドのファンド・オブ・ファンズの投資先とされるケースや、海外の運用会社が日本の運用会社から再委託されて運用に携わるケースが多いことがあげられる。海外の運用会社に限らず、グローバル展開を目指している運用会社が、日本へ市場拡大をするにあたり、あえて UCITS の枠組みを利用する必然性は低く、日本において UCITS の市場が飛躍的に拡大する見込みは薄いと思われる。ただし、日本の運用会社がアジア諸国への市場拡大を視野に入れるのであれば、UCITS の枠組みを利用する価値は高いであろう。

⁶ Alternative Investment Fund Managers Directive、オルタナティブ投資ファンド運用者指令。欧州委員会が制定した指令の一つ。ヘッジファンド、PE ファンド、不動産ファンド、商品ファンド、インフラストラクチャーファンドといったオルタナティブファンドの運用者に対して制定された規制である。近年、金融システムに重大なシステムを与える事件が生じたことを背景に制定されたと考えられる。

⁷ 成功報酬を特徴とするオルタナティブファンドの独自の報酬体系が、ファンドマネージャーの過大なリスクテイクの背景の一つにあると考えられている。

参考文献

- [1] 野村亜紀子(2012)「海外の投資信託・投資法人制度」『FSA Institute Discussion Paper Series 2012年1月』
- [2] 欧州委員会 (2011), “Revision of the UCITS Directive”,
http://ec.europa.eu/internal_market/investment/ucits_directive_en.htm
- [3] Ashley Kovas (2010), “UCITS - Past, Present and Future in a World Increasing Product Diversity”, Institute for Law and Finance, Working Paper Series No. 44.
- [4] Black Rock (2010), “The Rise of UCITS III”.
- [5] European Union (2009), “DIRECTIVE 2009/65/EC of The European Parliament and of The Council of 13 July 2009”, Official Journal of the European Union.
- [6] Mark Browne, Mason Hayes and Curran (2011), “International Restructuring Opportunities for Alternative Managers Under UCITS IV”.
- [7] PricewaterhouseCoopers (2011a), “Benchmark your Global Fund Distribution”.
- [8] PricewaterhouseCoopers (2011b), “Cross-border marketing of “harmonized” UCITS in Europe”.
- [9] RBC DEXIA (2011), “Turn UCITS IV into Opportunity”.