

# Performance

APAC (アジア  
パシフィック)

パフォーマンス

投資運用プロフェッショナル向け時事情報ダイジェスト (年3回刊) 第16号 2015年1月



## 巻頭インタビュー

GPIF と日本の株式市場の未来

GPIF とその改革

## 注目のトピック

— 世代ゲーム：新世紀のための貯蓄

ソルベンシー II に備える  
— 資産運用会社と資産サービスが行動すべき時

投資運用、モビリティ、投資家のセキュリティに対する懸念への対応

KID 導入に迫る  
— PRIIP のための準備

投資ファンドに影響を及ぼす新税制

ローンファンド  
— 欧州の代替的な企業資金供給源

投資機会  
— 将来の利益を確実なものにする

UCITS V の制裁規定に備える

## 販売に関する仮説

IT が投資運用会社にとって次のゲームチェンジャーになる

担保はバイサイドにとってのコア・コンピタンス

# 本号目次

6

10

14

24

30



4 はじめに

5 編集主幹から

6 巻頭インタビュー  
GPIF と日本の株式市場の未来

10 GPIF とその改革

14 注目のトピック  
世代ゲーム：新世紀のための貯蓄

24 ソルベンシー II に備える  
資産運用会社と資産サービサーが行動すべき時

30 投資運用、モビリティ、投資家のセキュリティに  
対する懸念への対応

38 KID 導入に迫る  
PRIIP のための準備

44 投資ファンドに影響を及ぼす新税制

38

44

64

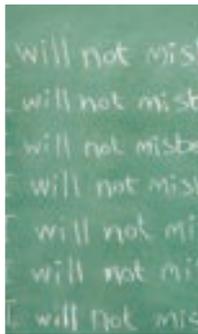
73

81

86

94

100



64 ローンファンド  
欧州の代替的な企業資金供給源

73 投資機会  
将来の利益を確実なものにする

81 UCITS V の制裁規定に備える

86 販売に関する仮説

94 IT が投資運用会社にとって次のゲームチェンジャーになる

100 担保はバイサイドにとってのコア・コンピタンス

106 Link'n Learn  
ウェビナー — 2015 年研修プログラム

108 連絡先

# はじめに



## 読者の皆様

2015年を迎え、新年のご挨拶とともに、幅広い見識を持つ金融プロフェッショナルが集う場である「パフォーマンス」の本号を皆様にお届けできることを喜ばしく思います。

2014年初めに、その後の1年で直面することになる課題—金融または規制に関するものであれ、あるいは地政学的なものであれ—を列挙しようとしていたならば、全ての課題、特に地政学的な課題を特定することはさぞ難しかったであろうと思うと、考えさせられるものがあります。こうした激変にもかかわらず、2014年がその評価と実際の状況の両方において、金融セクターの「予言者」たちがしばしば繰り返してきた破滅の警告とは裏腹の形で締めくくられたのは、市場の集団的なレジリエンスの賜物です。

2015年がどうなるか、私たちはこれから知ることになります。2015年について私たちが確信できることは、あくまでも私たちが予想することの一部にすぎず、途中で再び予期せぬ出来事が起こるでしょう。

お気付きのように、「パフォーマンス」は号を重ねるごとに、お届けする記事において取り上げる範囲やテクニカルな詳細について、あるいは自らの見識や発想を広く共有する意欲のある多くの寄稿者を通じて、新たな境地を開いていくことを目指しています。本号はまさに、私たちの「follow the sun (太陽を追いかけていく)」取り組みを体現しています。この基調は今後の号にも受け継がれていくと考えております。

「パフォーマンス」本号においては、まず最初に、論説とオピニオンリーダーへのインタビュー記事で日本を取り上げ、今最も話題となっている問題、すなわち年金問題を深く掘り下げます。世界の多くの「先進」地域は、高齢化と退職後の年金の積み立て不足という問題と折り合いを付けようと懸命に努力していますが、そのペースは明らかに一様ではありません。全ての社会が同じように高齢化を迎えるわけではなく、一部の国は他の国よりも高齢化が進んでいます。日本の経験から学ぶべきことはたくさんあります。そうして学んだことが将来の発想、特に「発展途上世界」と呼ばれる地域の国々から生まれる発想に活かされることを願います。それらの国々はやがて、同じ問題に直面することになるものの、ある程度、一から始められるという利点があります。つまり、改革を必要とする既存の構造がないのです。制度が整備されつつある状況では、より豊かと言われている国の羨望的になるかもしれません。皆様とともに作る情報誌として、この重要な問題については特に、積極的に意見をお寄せいただければ幸いです。

「太陽を追って」西の方角へ、さまざまな時間帯とテーマをくぐり抜けて進んでいくと、昼の後には必ず夜が来るように、ある種の必然性があります。避けて通れない問題に思いをめぐらせると必ず、税金の問題が浮かび上がります。相次ぐ課税立法と税に関する取り組みは、立法プロセスとその導入に関する実務上の問題の二項対立に関する考察へとつながります。

最終的に私たちの旅は、西半球で終わりを迎えます。本号においては、社外から寄せられた記事と社内執筆者による記事をバラエティ豊かに取り混ぜて、投資運用におけるモビリティ、モビリティと投資家の懸念への対処、そして貯蓄という主要なテーマに再び立ち返る「世代ゲーム」など、幅広いテーマを取り上げます。

前にも申し上げたように、情報と洞察の詰まった最先端の記事を盛り込むことにより、何かしら皆様のお役に立つことを願っております。私たちが皆様にお届けする知識の交換が、2015年とその先に待ち受ける課題に対応する一助となれば幸いです。

本号をお読みいただく時間が楽しく、実り多いものとなることを願ってやみません。

ヴィンセント・ガバヌーア  
(Vincent Gouverneur)  
EMEA インベストメント  
マネジメントリーダー

ニック・サンダル  
(Nick Sandall)  
EMEA 金融共同リーダー

フランシスコ・セルマ  
(Francisco Celma)  
EMEA 金融共同リーダー

# 編集主幹 から

読者の皆様

「非対称性 (asymmetry)」という言葉は、最近流行しつつある言葉であり、少なくとも議論において以前よりもよく耳にするようになったり、雑誌や新聞の記事において目にするようになりました。さらに、地政学的な緊張がグローバル経済の方向性と健全性に関する予測において再び大きな位置を占めるようになってきた昨今において、この「非対称性」という言葉は、多くの文脈に登場しています。全く性質の異なる2つの例を挙げるならば、イラクとシリア、あるいはウクライナにおける現在の情勢のように、この言葉の一つには、紛争の舞台において見られます。この文脈では、明らかに不釣り合いな強さとそれらが時に、どのような予想もしない結果をもたらすかに言及するために使われています。

この言葉は、比較経済にも登場します。ある経済圏がデフレの瀬戸際にある一方、別の経済地域は、貨幣の不均衡によって引き起こされたインフレに直面しているかもしれません。人口統計学的には、この言葉は、供給サイドの経済の原動力となっているさまざまな成長のダイナミクスを見事に表わしています。本質的に、非対称性は、必ずしも第一の判断基準となるものではありませんが、世界情勢と日常生活に常につきまとうものです。さらに十分に認識されていないのは、非対称性そのものは、良いものでも悪いものでもなく、たくさんある一つの要因にすぎないということです。ある一連の問題が起こるとい、それらを共通のもの、そして独特のものであると考えがちです。しかし、世界は常に、互いに付随して起こる正反対の問題に同時に直面しています。

新たな課題が生じるたびに、論理や経験が示唆していることをよそに、「賢者の石」を探し求めたい、全ての悪に対する特効薬を見つけたいという誘惑が生じます。このような特効薬を計画経済に見出す者もいれば、超自由主義 (ウルトラリベラリズム) に見出そうとする者もいます。あるいは、ケインズやハイエクなどの特定の著述家に頼る者もいるでしょう。しかし、おそらくケインズとハイエクなら、悲しげに頭を振って、注意を向けるべき真の方向を指し示すと思われれます。それは経験と現在の文脈での相互作用です。そしてそれは、非対称性を意味します。

「パフォーマンス」最新号は、その旅路へと私たちを導いてくれます。デフレの見通しは、欧州がこれまで経験したことのないものですが、日本においては馴染みのものです。欧州がなかなか直視しがらない、高齢化をめぐる問題は、日本や極東のその他地域においてはすでに厳しい問題であり、解決策が見出されつつあります。マクロレベルでのこのような状況を背景に、規制は、欧州と米国に見られるように、経済的な安定と成長の実現を追求する方向に動いています。その意図するところは、これらの目標が達成されるならば、クローズアップされてきた複雑性の一部が軽減されるということです。しかし、細則主義アプローチへの依存が高まる中、規制そのものが新たな課題と予期せぬ影響、時には意図しなかった結果をもたらしています。

とはいえ、一つ確かなことがあります。それは、対称的であれ非対称的であれ、共通の経験は、個々の啓発よりも豊かだということです。

本書が皆様に、啓発的かつ非対称的な読書体験をもたらすことを願っています。



サイモン・ラモス  
(Simon Ramos)  
編集主幹



山本御稔  
(Mitoshi Yamamoto)  
日本インベストメントマネジメント  
リーダー



## 連絡先：

### サイモン・ラモス (Simon Ramos)

パートナー — アドバイザリー・コンサルティング担当

デロイト・ルクセンブルク (Deloitte Luxembourg)  
560, rue de Neudorf, L-2220 Luxembourg  
Grand Duchy of Luxembourg

Tel: +352 451 452 702, mobile: +352 621 240 616  
siram@deloitte.lu, www.deloitte.lu



# GPIF と 日本の株式市場の未来



内田 交謹氏インタビュー

内田氏は、九州大学大学院経済学研究院教授。専門は、コーポレート・ファイナンスとコーポレート・ガバナンス。コーポレート・ガバナンスにデータ分析を適用する手法を取り入れており、その論文や発言は引用されることが多い。経済とビジネスに関連する問題について日本政府に助言している。



---

単純に利益水準を高めるということではなく、株主が本来負担している資本コストを上回る利益水準を出すことが重要です。

デロイト：年金積立金管理運用独立行政法人 (GPIF) の基本ポートフォリオ (policy asset mix) が 2015 年度から変更になるとアナウンスされました。これによって国内株式の比率が現行の 12% から 25% に増えます。この変更をどのように評価されますか？

**内田氏**

私はこの変更は歓迎すべきことだと考えています。公的年金は永続すべき制度です。長期にわたって必要な公的年金の資産は長期にわたって利益を生む力を持っている株式で運用することはいいことだと思います。ただし、株式で運用するのであれば解決すべき課題があると思います。

デロイト：解決すべき課題とは何ですか？

**内田氏**

2 つあります。1 つは「企業が利益をあげる力をつけること」。もう 1 つは「企業が株主の利益を大事にすること」です。

1 つめから説明しましょう。利益を上げる力とは、一株あたり利益 (EPS) を維持・向上する力です。日本企業はこれまで以上に EPS のような収益性指標に気を配るべきだと思います。単純に利益水準を高めるということではなく、株主が本来負担している資本コストを上回る利益水準を出すことが重要です。

デロイト：現在の市場の利益水準では足りないということでしょうか？

**内田氏**

ごく単純に計算しただけですので、精緻なものではありませんが、次の分析を見てください。現在の市場における株価収益率 (PER) はだいたい 17 倍～18 倍です。現在の利益水準が永続すると仮定して、この値から株式期待収益率 (資本コスト) を逆算するとおおよそ 5.7% になります。リスクフリーレート of 代替である国債の利回りは 0.47% 程度です。すると株式のリスクプレミアムはおおよそ 5% 程度であり、過去のリスクプレミアムから見ると妥当な水準です。

---

## 日本企業はこれまで以上に EPS のような 収益性指標に気を配るべきだと思います。

*デロイト：現在の株価を考えれば妥当な水準なのですね。そうだとすれば特に問題はないのでしょうか。*

### 内田氏

現在の水準の株価は、この 5.7% の期待収益率、あるいは 0.47% という低いリスクフリーレートによって支えられています。別の言い方をすれば、今の利益水準を維持するだけではこれ以上の株価の上昇を期待するのが難しいのではないかということです。それゆえに、今後、企業成長を加速し、利益水準を上昇させることが重要なのです。

アベノミクスで次々と政策が出されてきました。それらを好感してこれまでは株価が上昇してきましたが、今後は、利益水準を上げないといけないと思います。今後も政府はいろいろな手を打ってくると思います。それらが有効に働くかどうかを見ていかねばなりません。

*デロイト：日本版スチュワードシップコードは利益水準を上げることにつながるのでしょうか？*

### 内田氏

日本版スチュワードシップコードは大きな役割を果たすと思います。GPIF はこのコードの受け入れを表明 (comply) しています。これはまさに正しい行動だと思います。

株価は利益水準だけで決まるものではありません。先ほど申し上げた 2 つの課題のうちのもう 1 つである「企業が株主の利益を大事にすること」を思い出してください。株主の利益を大事にするために、バランスシート上の不要な資産の有効活用があげられます。余分なキャッシュや投資有価証券があれば、欧米のように自社株買いを実施することで株主の利益が向上します。

日本は他の国に比べて PBR が低いことが特徴です。私が調べた範囲では約 1.1 倍程度の低さです。この事実は利益水準に比して資産が大きすぎることを示している可能性があります。そうであれば、自社株買い等で株主のために余剰キャッシュを還元し、資産を小さくすることは妥当な策でしょう。GPIF が他の年金基金に先駆けて、日本版スチュワードシップコードに comply し、スチュワードシップ責任を果たすうえで、株主利益を追求することは、日本の株式市場の活性化につながります。

*デロイト：今回の基本ポートフォリオの変更で、GPIF はオルタナティブ (不動産、PE 等) に上限 5% まで投資することを許容しています。*

### 内田氏

分散投資は原則として、リスク・リターン・プロファイルを向上させることに役立ちます。この点からも新たな資産への分散投資の機会は歓迎すべきことです。ただし、新たな資産のモニタリング態勢を整備する必要があります。GPIF は態勢整備を実施しつつオルタナティブ投資を進めるのでしよう。この点では当初は 5% という上限を設けることは妥当だと思います。



デロイト GPIF という巨大なアセットオーナーの動きは  
今後、日本市場にどのように影響するでしょうか? :

**内田氏**

130兆円という巨大なファンドですので、やはり影響力は大きいです。今回、日本株、外国株の両方の比率を高めたことは、長期的リターンの観点から良いことだと思います。

ただし、日本株について言えば、もう少し早めに比率を増やしておけば、高いリターンをより多く

実現できていたと少々残念です。今後は GPIF がアセットオーナーとして、企業に対して「企業が利益をあげる力をつけること」「企業が株主の利益を大事にすること」を要求すると期待しています。それにより日本の株式市場は投資家をいっそう重要視し、高いリターンを還元すると思います。日本版スチュワードシップコードとともに、コーポレートガバナンスコードの策定も進んでいます。これらが GPIF の行動を強くバックアップして、良い循環ができると期待しています。





# GPIFとその改革

山本 御稔  
(Mitoshi Yamamoto)  
パートナー  
金融サービス  
デロイト

年金積立金管理運用独立行政法人 (GPIF) は、130 兆 8846 億円 (2014 年9月末現在) もの資産を有する世界最大規模のファンドです。

年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）が基本ポートフォリオやガバナンス態勢といった主要事項を変更することが報道された。この改革は市場や資産運用ビジネスに影響を与えます。本稿では、基本ポートフォリオとガバナンスについて、その改革の内容を踏まえて紹介します。

### GPIF と基本ポートフォリオ

GPIF は、厚生年金保険法（昭和 29 年法律第 115 号）及び国民年金法（昭和 34 年法律第 141 号）の規定に基づき、積立金の管理及び運用を行うとともに、その収益を国庫に納付することにより、厚生年金保険事業及び国民年金事業の運営の安定に資することを目的としている独立行政法人です。

GPIF の基本ポートフォリオは表 1 の通りに変更されます。新しい基本ポートフォリオは 2015 年 4 月 1 日から適用となります。移行期間においては、債券の比率を減じ、株式の比率を増加することとなり、市場への影響も少なからず出てくるでしょう。日経 225 や TOPIX もこの観測を受けて徐々に上昇を開始しています。

新しい基本ポートフォリオでは、GPIF のポートフォリオの株式比率は現行の 24% から 50% に上昇する（日本株、外国株の合計）。外貨建て資産に対するエクスポージャーも 23% から 40% に上昇します（外国債券は 11% から 15% に、外国株式は 12% から 25% に、それぞれ上昇する）。国内債券といったいわゆる安全資産へのエクスポージャーは 60% から 35% に減少します。

表 1：基本ポートフォリオ

	国内債券	外国債券	日本株式	外国株式	現金等
旧ポートフォリオ	60%	11%	12%	12%	5%
新ポートフォリオ	35%	15%	25%	25%	-

これまでのところは順調です。第二次安倍政権が発足した 2012 年度の第 3 四半期の収益は 5 兆円を超え、その後も順調で、2013 年度の収益は 10 兆円を超えており、2014 年度の第 3 四半期には 6 兆円を超える収益を記録しています。アベノミクスが好調な期間においては、冒したリスクを十分に正当化できるリターンを得ています。

しかしながら、株式や外貨建て資産に対するリスクのコントロールについて指摘する声もあります。米国の公的年金の代表格であるカルパース（カリフォルニア州職員退職年金基金：The California Public Employees' Retirement System）は 61% の株式に対するエクスポージャーがありますが、先進的なリスク管理のシステムと組織を設置しています。

市場は GPIF の改革を好感視しています。GPIF の市場影響力は言うまでもなく大きく、GPIF のアセットミックスの 1% の変更は市場に 1 兆円相当の資産をもたらすためです。

GPIF はオルタナティブ投資を実施すべきとの声もあります。すでに不動産、インフラあるいは PE といったオルタナティブ資産に全体の 5% を上限として投資することがアナウンスされています。これらのオルタナティブは、その性格に応じて株的あるいは債券的な管理がされる可能性もあります。

---

## しかしながら、株式や外貨建て資産に対するリスクのコントロールについて指摘する声もあります。

### ガバナンス

ガバナンス体質の改善のために GPIF は以下の 3 つの項目を挙げています。

- ①内部統制
- ②リスク管理体制
- ③専門人材の強化

内部統制については 2015 年 1 月 1 日付けで内部統制の基本方針が変更されました。組織整備がなされることは当然として、例えばコンプライアンスにおいては、理事長は、コンプライアンス委員会を設置し、コンプライアンス・オフィサーを任命することで法令遵守及び受託者責任等の徹底を図る体制となっており、内部監査の権限を強化し、資産運用の効率性の追求のための開示方針の強化を実施し、IT セキュリティのシステム強化にも取り組むこととなっています。

リスクマネジメント分野においては、GPIF におけるマクロ経済や市場分析機能の強化が挙げられています。2014 年には、GPIF は、外部コンサルタントにより資産運用と給付に関する分析システムを導入しており、まさにより優れたリスクマネジメントシステムが整いつつあるプロセスにあると言えるでしょう。

内部統制やリスクマネジメントの強化のためには人事関連部門の強化も必要です。外部の優秀な人材を採用するための報酬体系の変更にも着手しており、GPIF は、既に公表されているように、2015 年には外部から、管理運用業務に係る投資決定を統括する CIO（最高投資責任者）に、コラーキャピタルの水野弘道氏を任命する予定です。

こういった変革がなされる以前は、基本ポートフォリオは内部ルールに基づき、理事長の権限で決定されていました。改革後は、理事長が管理運用業務に関する意思決定を行うに当たり、投資委員会において事前の審議を行うことにより、意思決定のプロセスを明快にする方式が採用されました。GPIF の改革はこれらを含め今後も進展していきます。

### 日本版スチュワードシップ・コード

「責任ある機関投資家」の諸原則<日本版スチュワードシップ・コード> (JSC) が採択され、GPIF をはじめとする 160 の機関投資家が受入を表明しています。



「責任ある機関投資家」の諸原則における7つの原則：

1

機関投資家は、スチュワードシップ責任を果たすための明確な方針を策定し、これを公表すべきである。

2

機関投資家は、スチュワードシップ責任を果たす上で管理すべき利益相反について、明確な方針を策定し、これを公表すべきである。

3

機関投資家は、投資先企業の持続的成長に向けてスチュワードシップ責任を適切に果たすため、当該企業の状況を的確に把握すべきである。

4

機関投資家は、投資先企業との建設的な「目的を持った対話」を通じて、投資先企業と認識の共有を図るとともに、問題の改善に努めるべきである。

5

機関投資家は、議決権の行使と行使結果の公表について明確な方針を持つとともに、議決権行使の方針については、単に形式的な判断基準にとどまるのではなく、投資先企業の持続的成長に資するものとなるよう工夫すべきである。

6

機関投資家は、議決権の行使も含め、スチュワードシップ責任をどのようにして果たしているのかについて、原則として、顧客・受益者に対して定期的に報告を行うべきである。

7

機関投資家は、投資先企業の持続的成長に資するよう、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に基づき、当該企業との対話やスチュワードシップ活動に伴う判断を適切に行うための実力を備えるべきである。

出所：金融庁ホームページ

JSCの目的のひとつはアセットマネージャー（資産運用会社）やアセットオーナー（年金等）と、投資先の企業とのエンゲージメントを通じて企業の長期的な成長を促すことです。エンゲージメントは投資家と企業との対話であると認識されており、その対話を通じて投資家と企業の相互理解が促進されると期待されています。

日本ではコーポレートガバナンス・コードの適用が6月に予定されています。JSCとコーポレートガバナンス・コードはクルマの両輪とも形容され、日本の株式市場の安定的な成長のために欠かせないものです。GPIFのガバナンス整備は、この流れにも良い影響を及ぼすことは間違いないでしょう。

#### おわりに

GPIFは年金給付という負債を負うために、諸外国のソブリン・ウェルス・ファンド（SWF）と同列に扱うわけにはいきません。しかしながら、そのサイズを鑑みれば、年金としても、SWFとしても世界でも最高基準のガバナンス、内部統制、ITシステムを持つべきことは自明です。GPIFの組織改革は現在進行形であり、その行方に注目が集まっています。

注目の  
トピック

# 世代ゲーム 新世紀のための 貯蓄

ポール・トレイナー  
(Paul Traynor)  
国際保険事業統括責任者  
BNYメロン

生命保険会社や資産運用会社、銀行などの金融サービス企業は、若者にかつてなく必要とされている時代にあいながら、ミレニアル世代（1981年以降に生まれた人々）とつながりを持つことができません。長寿化と国や企業が提供する年金の減少を考えると、ミレニアル世代は、親世代よりも収入の多くの部分を、しかもより長い期間にわたって貯蓄する必要があります。



ところが、BNYメロンとオックスフォード大学サイド・ビジネス・スクールの学部生チームによる新たなリサーチの結果が示しているように、金融サービス企業がベビーブーマーと関わるために用いている手法は必ずしも、ミレニアル世代を相手にした場合にうまくいくとは限りません。

『世代ゲーム：新世紀のための貯蓄 (The Generation Game: Savings for the New Millennial)』と題されたこの研究は、7つの主要市場—オーストラリア、ブラジル、中国、日本、オランダ、英国、米国—にわたり、ミレニアル世代の貯蓄の優先順位、退職後の生活設計に対する姿勢、そしてさまざまな種類の金融機関に対する期待を調べるものです。

このような地理的な広がりにより、研究者は幅広いミレニアル人口—先進国と新興国、多数の集団と少数の集団、年金制度に対して集団的アプローチを取っているところとユニットリンク制度を取っているところ、強制加入の年金制度と任意の年金制度—を網羅することができました。このレポートを作成した研究チームのメンバー全員が19歳から21歳までであるため、ミレニアル世代によるミレニアル世代の研究となっています。1,100人以上のミレニアル世代の若者が調査対象となりました。

### 未来を現在につなげる

数十年後に訪れる退職後の生活のために今日、資金を貯えておくように人々を説得することは、年金支給機関と年金政策立案者の双方が直面する最大の課題であると言ってよいでしょう。行動ファイナンスの領域における研究は、人間は生まれつき、遠い将来に享受する利益よりも、近い将来に享受する利益を優先するようにできていること—双曲割引と呼ばれる現象—を証明しています。

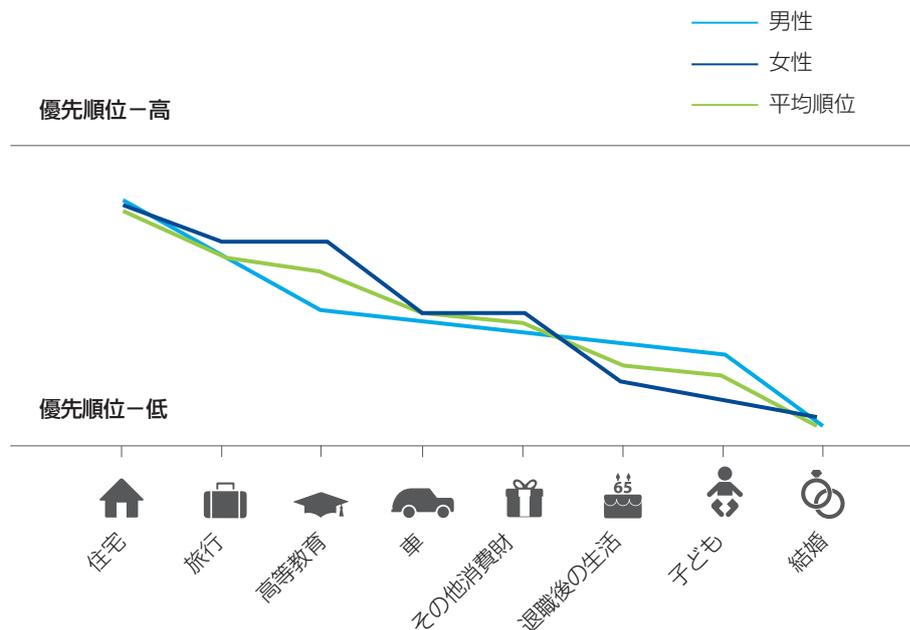
年金政策とマーケティングにおいては、この傾向を克服する新たな方法を見出す必要があります。

- ミレニアル世代の73%は、何らかの方法で報いられるならば、貯蓄を増やします
- ミレニアル世代の51%は、退職後の資金が全く自由に使えない状態に置かれるのであれば、将来のための貯蓄にもっと乗り気になると考えています
- ミレニアル世代の59%は、自分たちのような層をターゲットにした商品を見たことがないと考えています

我々のリサーチは、たとえ長期にわたる貯蓄を促す強力なインセンティブを提示されても、ミレニアル世代がいかに明日の貯蓄よりも今日の支出を優先しがちであることを示しています。リサーチの一環として、ミレニアル世代が短期思考型か長期計画型かを判断するために、今日50米ドル、1年後に80米ドル、あるいは10年後に200米ドルを受け取れるとしたら、どれを選ぶか尋ねました。10年後の200米ドルを選んだミレニアル世代はわずか22%だった一方、今日の50米ドルを選んだ者は42%、1年後の80米ドルを選んだ者は36%でした。

既存の年金商品と並行して運用され、ミレニアル世代が現在を未来へつなぐことを可能にする新世代の年金商品が必要とされています。我々は、金融サービス企業と政策立案者に対し、年金商品において積み立てられた資金の少なくとも一部に、限定的に早期アクセスできるような形で年金商品を組成する方法を検討するよう提言します。たとえば、資金へのアクセスを、学生ローンの返済や住宅購入の手付金といった特定の支出項目のための積立と結び付けることが考えられます。

ミレニアル世代にとって退職後の生活のための貯蓄は、優先順位が低い



### グローバルな課題、ローカルな違い

退職後の生活のための貯蓄に対するミレニアル世代の取り組み方は、国によって大きく異なります。親世代が享受しているのと同じような退職後の収入を保証してくれるという、ミレニアル世代の制度に対する信頼度は、国ごとに大きな差があり、人口動態的要因、政治的要因、経済的要因が彼らの姿勢に影響する主要な要素になっていると思われます。

ミレニアル世代は、投資が分別管理ではなくプールされる年金制度に対して大きな不信感を示しました。このことは、純粋なユニットリンク型の確定拠出制度を販売している金融サービス企業が、貯蓄者の資金がその年金制度において分別管理されることを強調することによって、信頼を高められることを示唆しています。

親世代と同じ退職後の収入源にアクセスできると楽観視している割合は、オーストラリアのミレニアル世代が最も多く（84%）、対照的に日本ではわずかに16%でした。日本の数字が低いのはおそらく、日本の退職制度が個人型ではなく集団型であるためでしょう。日本のミレニアル世代は、賦課方式の年金制度に拠出しており、全員が共通の中央基金から自分の年金を引き出すこととなります。残念なことに、日本のミレニアル世代は、現在自分たちが払い込んでいる年金が、退職した時に実際にもらえるとは思っていないように見受けられます。オーストラリアの数字が比較的高い理由も、その退職制度にあります。オーストラリアの場合、個人が自分自身の年金基金に拠出し、投資した資金の運用者を選択するとともに、年金明細をオンラインで見られるようになっています。

全体的に、ミレニアル世代は、預けた資金を安全に保管する金融サービス企業の能力に信頼を寄せています。ほとんどの国において、回答者のおよそ5分の1から4分の1程度が金融サービス企業に自分の資金を任せません。中国とオランダのミレニアル世代は、金融サービス企業に対して根深い不信感を示しました。「自分の資金を金融サービス企業に任せない」という問題文に同意した中国の回答者は44%、オランダの回答者は39%でした。これは、アイスランドの銀行の破綻によってオランダ人預金者が損失を被った事件や中国で相次いでいる銀行スキャンダルなど、両国が経験した不正事件の影響を反映している可能性があります。

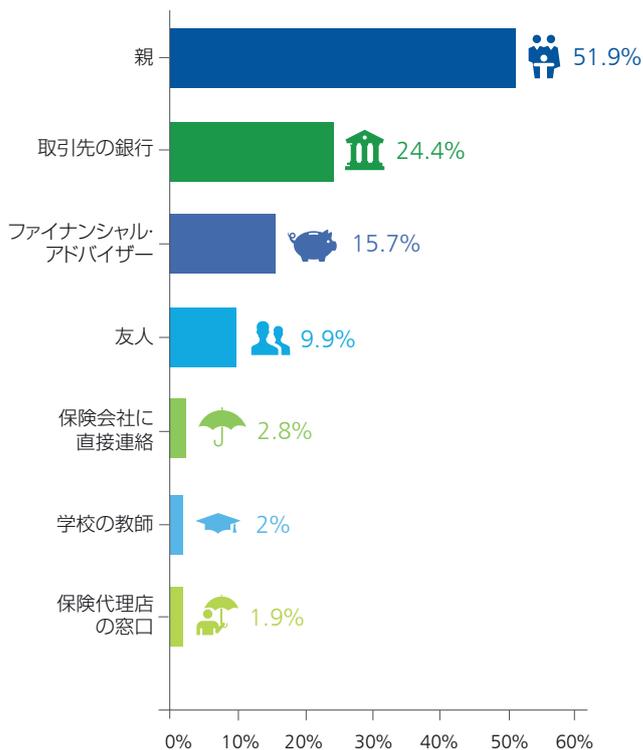
## 金融サービス企業は、金融商品に関するミレニアル世代と彼らの親との強いつながりを活用すべきです。

### 親の影響力

ミレニアル世代は、購入決定を下す前に、複数の情報源からの助言を利用する傾向にあります。そのため我々は、助言の情報源を7つ提示して優先順位を付けてもらい、平均順位を計算できるようにしました。平均順位が1に近ければ近いほど、その情報源は人気があり、平均順位が7に近いほど、人気がないこととなります。平均順位が最も高かったのは親で、スコアは2.36でした。次に、銀行（2.55）、ファイナンシャル・アドバイザー（3.05）、友人（3.64）が続きました。保険会社（4.75）と保険代理店（4.87）はそれぞれ5位と6位で、平均順位が6.03となった学校の教師よりもかろうじて上でした。

ミレニアル世代の金銭面の意思決定に影響を与える主な人物は親であり、金融サービス企業が果たす役割は大きくないという定量的なリサーチ結果は、定性的なリサーチによっても裏付けられています。

金銭面の助言を求める時に最初に頼る順に、以下の情報源に順位を付けてください



世界7カ国のミレニアル世代を対象に実施した電話インタビューの結果、若年層は親に頼ることが判明しました。というのも彼らは親のことを、信頼できる存在で、中立的な立場にあり、これまでに、子が直面しているのと同じようなファイナンシャル・プランニング上の決定を下さなければならなかった点において経験豊かだと考えているためです。しかし、新興市場のインタビュー回答者は、親自身が退職商品にアクセスしたことがない場合、たとえばそうした商品が広く提供されていなかった場合には、助言の情報源としてそれほど親を重視していないと考えていました。

定性的なリサーチと定量的なリサーチの両方とも、ミレニアル世代は、金融サービス企業との関わりが低いことを示しています。しかし同時に、ミレニアル世代は、退職後の生活のために親世代よりももっと準備しなければならないことを理解しています。そのような準備を可能にするため、金融サービス業界は、年金やその他の長期貯蓄の仕組みについて彼らを教育し、消費者としての彼らとつながり、金融危機後の信頼を再構築するために、もっと努力する必要があります。

ミレニアル世代はおしなべて、ファイナンシャル・プランニングに関する助言と指導を親に求めています。彼らの親が正しい助言をするだけの知識を身につけているかどうかは断言できませんし、実際のところどうなのかは分かりません。しかし、回答者の半数が年金の仕組みを知らなかったことは分かっています。

金融サービス企業は、金融商品に関するミレニアル世代と彼らの親との強いつながりを活用すべきです。金融サービス企業のマーケティング活動は、ミレニアル世代とその親世代との力学に焦点を当て、ミレニアル世代に特にアピールするように組成された商品を提供することによって、ミレニアル世代と親世代の両方をターゲットにする必要があります。

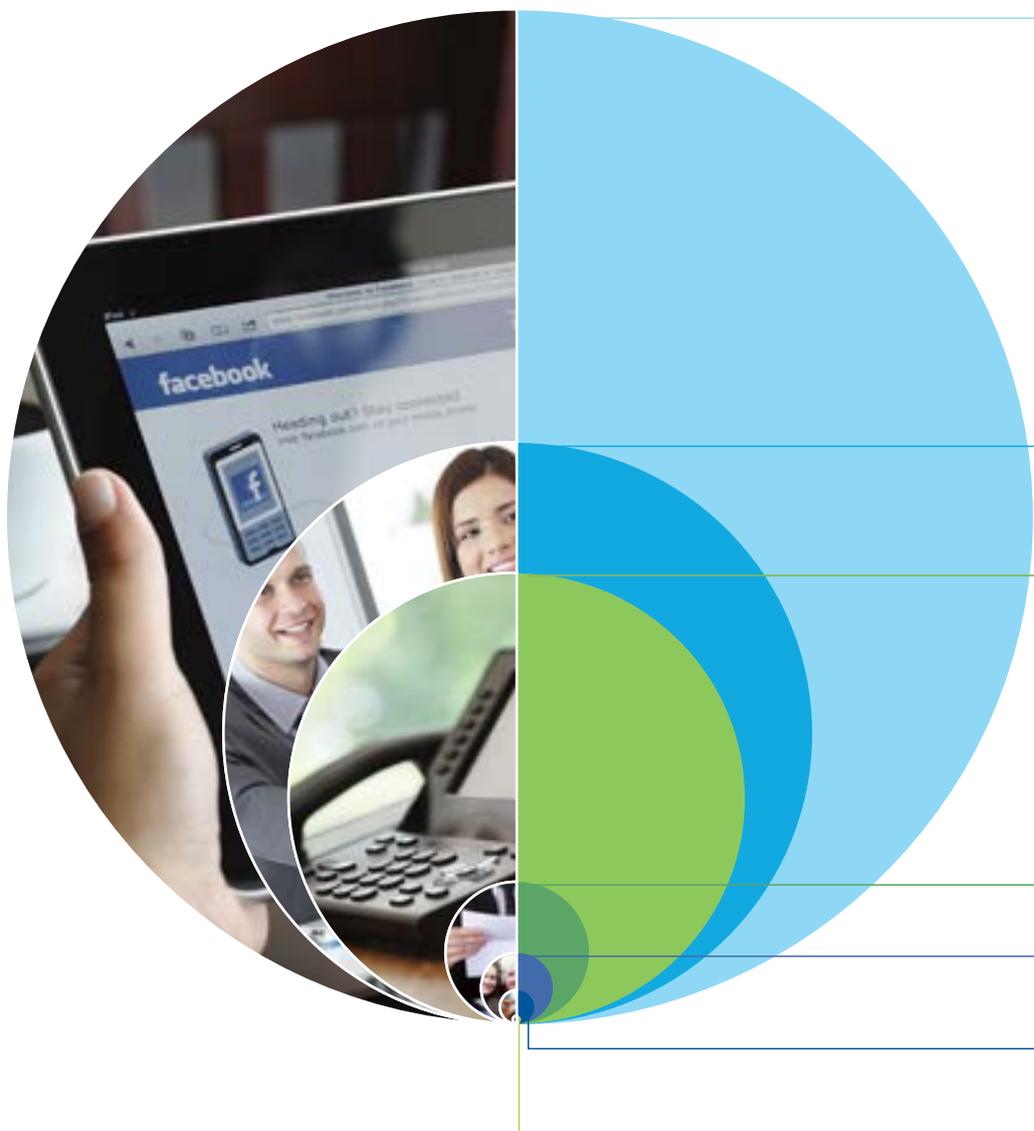
### ソーシャルメディアに対する懐疑的態度

ミレニアル世代は一般に、消費者ブランドがソーシャルメディアを通じて自分たちに向けたメッセージを発信することに慣れていますが、金融サービス企業がこうしたチャンネルを使ってコンタクトを取ってくることを望んでいません。調査データは、ソーシャルメディアを通じた金融サービス企業とのコンタクトを希望するミレニアル世代の割合は極めて小さいことを示しています。金融サービス企業とのコンタクトを強化する方法について尋ねたところ、ソーシャルメディアを通じたつながりを積極的に希望したミレニアル世代は1%もありませんでした。

ソーシャルメディアを通じた金融サービス企業からのコミュニケーションに対する需要の低さは、定性的リサーチにおいても明白でした。調査による定量的データは、ミレニアル世代がさまざまなチャンネルを通じて金融サービス企業とやりとりすることを望んでいることを示しています。最も人気のある選択肢は、ウェブサイトと電子メール（40%）で、次が対面での応対（23%）、そして電話（18%）でした。一方、ソーシャルメディアを通じた金融サービス企業とのやりとりに対するミレニアル世代の需要は、ゼロに等しい結果となりました。回答した664人のうち、金融サービス企業に対して、ソーシャルメディアを通じたコンタクトを望むと答えたのはわずか2人でした。



金融サービス機関とのコンタクトの方法として、どの方法を希望しますか？



定性的リサーチの結果も、ソーシャルメディアを通じた金融サービス企業とのやりとりに対するミレニアル世代の需要の低さを裏付けており、彼らが全般に、ソーシャルメディアを仲間や友人との交流のスペースとして見ていることを示唆しています。中には、ソーシャルメディアは金融サービス機関の信頼性を損なうと明確に述べた者もあり、そのようなチャネルの利用について「ばかばかしい」「気持ち悪い」「なれなれしい」と評していました。こうした結果は、金融機関との関わりにおいて、ミレニアル世代が金融機関に踏み込んで欲しくないと考えている親しさの線引きがあることを示唆しています。

定性的リサーチのインタビューに回答したミレニアル世代は、金融サービス企業によるソーシャルメディアの利用は「やり過ぎ」の印象があり、世界的金融危機

の後に彼らが望むのは、「退屈」で、安全で安定した金融サービス企業だと述べています。

ミレニアル世代はまた、個人情報やソーシャルメディアを通じて金融関連の環境で使われることに違和感を覚えており、個人の経済状況は、プライベートな問題であってプライベートに保たれるべきだとみなしています。リサーチの結果は、金融サービス企業がソーシャルメディアを、ミレニアル世代とのつながりという課題の解決策とみなすべきではないことを示していますが、かといってソーシャルメディアを完全に放棄すべきというわけではありません。ソーシャルメディア上での存在感が全くない、あるいは不適切であることも、ソーシャルメディアに出しゃばりすぎるのと同じぐらい、金融サービス企業にとって問題となる可能性があります。

ウェブサイト/電子メール

40%

対面/支店

23%

電話

18%

手紙

5.4%

親

3%

スマートフォンのアプリ

1.4%

ソーシャルメディア

0.03%

これまでも金融機関は、顧客が経験した問題に対してソーシャルメディア上での対応が不適切であった、あるいは全くなかったことについて批判を受けています。ソーシャルメディアがミレニアル世代との広範にわたる関係作りにつながることを期待すべきではないことが理解されている限り、バランスの取れた、配慮あるやり方で行うことで、見込客や現在の顧客を引き付けることができます。金融サービス企業にとって重要なのは、招かれもしないのにミレニアル世代のプライベートなソーシャルメディアのスペースに顔を出すのではなく、フェイスブックなどのソーシャルメディアサイトに、金融サービス企業との付き合い方を示す案内を出しておくことです。

#### 早急に教育が必要

我々のリサーチの結果、ミレニアル世代の約半数が年

政策立案者は、生涯にわたり決められた回数の引出しを可能にする税優遇対象の貯蓄基金に方向転換する必要があります。

金の仕組みをよく分かっていないと考えていることが分かりました。この数は、23歳未満では61%に増大します。年金の仕組みについて特に理解があやふやなのは、ブラジル、中国、米国のミレニアル世代です。一方、オーストラリアのミレニアル世代は最も豊富な知識を持っています。

ミレニアル世代が年金の仕組みを理解していないならば、金融機関リサーチでは、助言の情報源としての優先順位が明らかに低かった一が金融教育の文化を創出する役割を担わなければなりません。この取り組みは早期に始めることが可能であり、そうすべきと思われます。高校生や大学生、労働市場に参入する若年労働者やその他多くのターゲット層に、退職後のための貯蓄の重要性と選択肢に関する情報を与え、教育しなければなりません。

## マーケティングメッセージにもっとインパクトを

定性的リサーチの結果は、ミレニアル世代が、金融サービス企業の現在のマーケティング戦略を的外れとみなしていることを示唆しています。リサーチによれば、ミレニアル世代は、退職後に備えてどのように貯蓄すべきかを理解するために必要な情報を与えてくれるマーケティングを望んでいます。しかし彼らは、宣伝キャンペーンを成功させるならば、もっとインパクトが必要とも指摘しています。ミレニアル世代は、金融機関がソーシャルメディアを通じて彼らとつながることを望んでいないものの、アプリやゲームなどのウェブベースのソリューションなら受け入れるかもしれません。インタビュー回答者は、金融機関がミレニアル世代とつながる一つの方法は、銀行が学生向けの家計管理アプリを作っているのと同じように、彼らにとって有用なアプリを作ることだと示唆しました。国によってはゲームも、ミレニアル世代と関わる一つの方法になる可能性があります。

ミレニアル世代へのマーケティングにおいて、金融サービス企業は、つまらないとみなされるか、それとも信頼感のある堅実な印象を与えるかという紙一重のバランスを取らなければなりません。同時に、若者を取り巻くメディアの洪水に埋没することなく、印象的なマーケティングメッセージを届ける必要があります。

今回の調査の一環としてインタビューに答えたミレニアル世代は、金融サービス企業の宣伝キャンペーンは面白みがなく、無難で、中年層をターゲットにしているとみなしていると思うと回答しました。いくつかのインタビューでは、回答者自らが、退職後の貧困の恐ろしい実態を伝えるマーケティングメッセージなら関心を抱くと答え、効果的なショック療法の例として政府の禁煙キャンペーンに具体的に言及していました。印象的なメッセージがなければ、長期的な貯蓄を呼びかける金融サービス企業のキャンペーンは必ず失敗するというのがミレニアル世代の考えです。

金融サービス企業が自社のブランドと老後の貧困というネガティブなイメージを結び付けることに慎重になるのは無理ありませんが、よりインパクトのある方法でミレニアル世代とつながり、彼らが直面している非常に現実的な課題に関する成熟した対話へと誘い入れる余地は十分にあると思われます。

## 要点：

- 生命保険会社や資産運用会社、銀行などの金融サービス企業は、若者にかつてなく必要とされる時代にありながら、ミレニアル世代とつながりを持つことができていません。
- 年金制度に関するミレニアル世代の理解の低さは、金融教育の必要性の高まりを浮き彫りにしています。
- 保険会社や資産運用会社などの金融サービス企業は、ミレニアル世代を一つの独立したターゲット市場として捉える必要があります。彼らの親を通じたつながりは、リサーチ結果全体に共通して見られるテーマとなっていました。金融サービス企業がすでに親世代との関係を持っている場合、その関係をたどって次世代に浸透していけるかもしれません。
- 金融機関は、ソーシャルメディアを使ったキャンペーンを慎重に扱うべきであり、ミレニアル世代が「気持ち悪い」と感じるような、親しさの一線を超える行動を避ける必要があります。
- 短期的な見返りを重視する傾向は根強いものの、金融機関は、貯蓄の長期的なメリットと複合的なリターンを持つ力を強調する必要があります。学生ローンなどの金銭的負担の存在を認識しつつ、年金の払込みを早期に始めることの有用性を強調するべきです。
- 長期的には、政策立案者は、生涯にわたり決められた回数の引出しを可能にする税優遇対象の貯蓄基金に方向転換する必要があります。

ミレニアル世代は、金融機関がソーシャルメディアを通じて彼らとつながることを望んでいないものの、アプリやゲームなどのウェブベースのソリューションなら受け入れるかもしれません。





# ソルベンシー II に備える 資産運用会社と資産サービサーが 行動すべき時

ティエリー・フラマン  
(Thierry Flamand)  
パートナー  
アドバイザー&コンサルティング  
デロイト

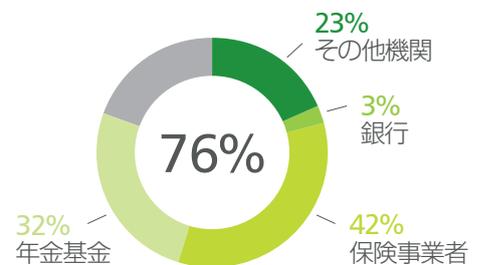
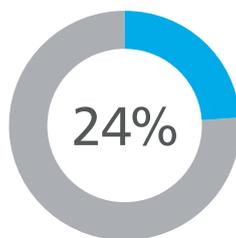
マイケル・クラヴァット  
(Michael Cravatte)  
ディレクター  
アドバイザー&コンサルティング  
デロイト



保険業界は、ファンドセクター全体において重要な存在であり、欧州の資産運用市場のおよそ42%を占めています。これは、約7兆ユーロの資産<sup>1</sup>が、欧州の保険・再保険事業者およそ4,325社によって保有されていることとなります。やがて始まるソルベンシーII規制は、ファンドセクターに直接適用されるものではありませんが、保険セクターのマネジメントを有する資産運用会社と資産サービサー（AM）に2つの点で影響します。第一に、資産運用セクターは、保険特有のポートフォリオ要件を遵守するために多大な努力を払う必要があります。

第二に、この点に関する堅実な準備は、保険業界の顧客からのマネジメント獲得の増大を目指すAMにとって、競争上の強みとなります。主な焦点領域を、以下にまとめます。

#### 欧州資産運用業界の総運用資産



<sup>1</sup> EFAMA [Asset Management in Europe, Facts and Figures] 2014年6月号、運用資産総額16兆8,000億ユーロに基づく



市場リスクは、ソルベンシー資本要件 (SCR) の標準フォーミュラにおける最大の構成要素またはモジュール (50%超) です。

### ソルベンシー II – 時間は残り少ない

ソルベンシー II 規則は、保険会社が直面するリスクをより正確に反映する共通のソルベンシー要件を導入すると同時に、あらゆる EU 加盟国にわたって一貫性のある監督システムを実現するという目的の下、2016 年 1 月 1 日から施行されます。新たなシステムは、たとえば資本要件の引き下げやプライシングの引き下げなどを通して、保険事業者に、リスク状況の測定・管理の有効性を高めるより大きなインセンティブを与えることを目的としています。これは、非常に重要な規制の変更であり、長年にわたり保険業界に影響することになります。

市場の準備態勢を万全にするために、欧州保険年金監督機構 (EIOPA) は、指令の適用に至るまでの期間においてどのように事を進めるべきかについて、国の管轄当局 (National Competent Authorities, NCA) のためのガイドラインを発行しました。EU のほとんどの NCA は、これらのガイドラインの適用を公約しています。ガイドラインは保険事業者に対し、2014 年度に関する計算を実施し、定量的情報を提出することを求めています。

### ソルベンシー II は、ソルベンシー要件とアプローチについて定める 3 つの柱に基づいて構築されています。

- **第1の柱**は、システムの定量的要件を取り上げており、技術的準備金 (technical provision) の計算、ソルベンシー資本要件の計算に関連する規則、投資運用などが含まれます。市場リスクは、ソルベンシー資本要件 (SCR) の標準フォーミュラにおける最大の構成要素またはモジュール (50%超) です。このモジュールの主要な要素は、自己資本、スプレッド、金利リスクですが、サブモジュールの相対的重要性は、保険事業者のタイプによって大きく異なります。
- **第2の柱**は、保険会社の内部統制の定性的側面とリスクマネジメントプロセスを取り扱っており、リスクアパタイトの枠組みを定めています。
- **第3の柱**は、市場の透明性を高め、比較を容易にするための開示要件の強化に関係しています。

## 新商品の開発

投資ファンドは現在、保険会社のバランスシート上にある総金融資産の約29%を占めており、ソルベンシーIIによって課せられる資本要件は、保険会社の資産配分に変化をもたらすと思われます。保険業界は現在、やがて課せられる義務をより適切に反映し、業界特有のリスクマネジメントの枠組みに適合する新たな資産運用商品を求めています。

保険セクターが求める商品を提供するために、AMは、各種投資の資本コストを検討するとともに、キャッシュ・フローが保険会社のキャッシュ・フロー債務と一致しているかどうかを検討する必要があります。投資戦略は、SCR計算がDelta NAVアプローチに基づいていることを考慮に入れなければなりません。このアプローチは、保険会社の資産と負債の関係を把握するために、モデリング手法を必要とします。AMによって計算されるSCRレシオは、負債の影響を反映しないため、保険会社はこれを、リスク/パフォーマンス指標としてのみ使うことができます。

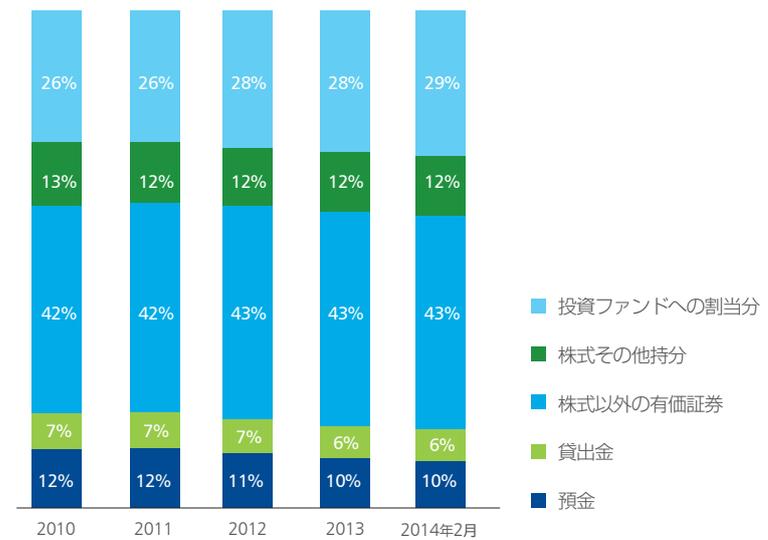
この新たな規制をきっかけに、AMは、保険事業者に合わせた商品を設計することで、機関投資家顧客としての保険事業者を確保し、場合によっては機関投資家顧客ポートフォリオにおけるその割合を増やす機会を得られます。

## 報告

集団投資事業やその他のファンドとしてパッケージ化された投資に固有の市場リスクを適切に評価するには、より粒度の細かい情報が必要となります。保険セクターの顧客は、原資産に対するルックスルーアプローチを期待すると思われます。というのも、このアプローチは、SCR計算だけでなく、定量的報告テンプレート(Quantitative Reporting Template、QRT)についても要求されるからです。

## 生命保険会社の投資ポートフォリオ構成

### ユーロ圏



ルックスルーアプローチを集団投資事業またはファンドとしてパッケージ化された投資に適用できない場合、SCRは、目標とする原資産配分に基づいて計算することができます。しかしこれは、ソルベンシー資本要件を計算するために必要な水準の粒度で、当該事業が目標とする原資産配分を利用できるかどうか、また、原資産がこの目標配分に厳格に従って運用されているかによって左右されます。

このアプローチが可能ではない場合、およびルックスルーアプローチが適用できない全ての集団投資については、タイプ2の自己資本の費用(最大の影響)を適用すべきです。しかし、この状況では、保険事業者は、他のアプローチを取らなかった理由を監督当局に説明しなければなりません。

---

保険セクターの顧客は、原資産に対する  
ルックスルーアプローチを期待すると思  
われます。というのも、このアプローチ  
は、SCR 計算だけでなく、定量的報告  
テンプレート (QRT) についても要求さ  
れるからです。

AM はまた、その行動計画を、顧客である保険会社の  
リスクマネジメント手続の期限（通常は、四半期評価  
の期限から 3～6 週間の間）に整合させなければなり  
ません。一部の保険事業者はすでに、新たな報告の内  
容と形式を定めるために AM と連絡を取っている一方、  
一部の各国市場レベルの取り組みにおいて現在、標準  
のデータ要求またはターゲット報告プラットフォーム  
の策定が進められています。

AM はまた、これらのデータ要求が秘密保持（たとえば、  
AM の投資戦略）、異なる区分に属する投資家（機関と  
個人）の公正な扱い、契約に従い金融データ提供会社  
から購入したデータの送信について、さまざまな影響  
があることを認識する必要があります。

### ガバナンス

AM が特に考慮すべきガバナンスの領域は、3 つあり  
ます。データガバナンス、マンドート、そしてブルー  
デントパーソン・ルールです。

### データガバナンス

ソルベンシー II の下では、AM はデータ提供者になり  
ます。AM によって提供されるデータは、保険事業者  
によって SCR 計算と開示のために使用されます。保険  
事業者は、不備を突き止め、そのデータの品質の測定、  
監視、管理、文書化を行うために、データ品質管理手  
続を実施する可能性が高いと思われます。データの品  
質の不備は、AM とのビジネス関係に影響する可能  
性があります。

### 資産運用マンドート

保険会社は、要求される機能を提供するサービスプロ  
バイダーの能力について詳細なレビューを実施しなけ  
ればなりません。データガバナンスの側面を含め、各  
当事者それぞれの権利と義務を明確に割り当てる書面  
による合意（サービス内容合意書など）をサービスプ  
ロバイダーと締結することが期待されます。サービス  
プロバイダーはまた、適切なリスクマネジメントと内  
部統制のシステムを整備している必要があります。

### ブルーデントパーソン・ルール

ソルベンシー II は、投資制限を課してはませんが、  
投資決定を下す際に、その決定が賢明であり、保険契  
約者の利益のためになるか否かを考慮しなくてもよい  
というわけではありません。AM は、リスクの識別、  
測定、監視、管理、コントロール、報告を適切に行う  
ことのできる資産のみに投資すべきです。





ソルベンシー II の要件は、資産負債管理、デリバティブへの投資、流動性リスク管理、集中リスクの管理などのプルーデントパーソン・ルールの主要な側面に幅広く及んでいます。AM がこれらの要件に精通するほど、そのポートフォリオ管理により大きな柔軟性をもたらすことができるでしょう。

#### 結論

ソルベンシー II に対する資産運用市場の準備状況には、大きなばらつきがあります。フランス、ドイツ、英国は、共通アプローチを採用していますが、他の多くの国は若干、遅れを取っています。ソルベンシー II 要件に関する詳細な知識は、保険会社の顧客層を今後も維持または拡大しようとする AM にとって決定的な要素となります。新たな体制が施行されるまであまり時間が残されていないことを考えると、保険会社は AM に対し、包括的な詳細情報の提供を要求し始めると考えられます。AM は、スムーズな移行を確実にするために、期限である 2016 年 1 月のかなり前から、新たなビジネスプロセスの導入とテストに懸命に取り組まなければならないでしょう。しかし、意欲のある企業が今、投資すれば、保険セクターにおける将来の成長機会を獲得する有利なポジションを確保することができます。

#### 要点

- 欧州の保険／再保険業界の新たな規制制度となるソルベンシー II が 2016 年 1 月 1 日から施行されます。
- この制度は、ガバナンスの強化に加えて、リスクベースの監督の枠組みを提供します。
- 市場リスクは、ソルベンシー資本要件の標準フォーミュラの最大の構成要素です。
- 市場リスクに関する主要な問題は、特にユニットリンク型のビジネスや仕組商品の場合、ルックスルーアプローチの適用です。
- ルックスルーアプローチは、計算と報告という点において保険業界にとって大きな課題です。
- プルーデントパーソン・ルールは、保険会社に対し、投資戦略が保険契約者の利益と一致していることを示すことを要求しており、結果的に、(再) 保険会社とその AM との関係を変えることとなります。



# 投資運用、モビリティ、 投資家のセキュリティに 対する懸念への対応

ポール・クラフト  
(Paul Kraft)  
ミューチュアルファンドリーダー  
デロイト

ショーン・カニフ  
(Sean Cunniff)  
シニアマネジャー  
デロイト金融  
サービスセンター

J. リネット・デウィット  
(J. Lynette DeWitt)  
マネジャー  
デロイト金融  
サービスセンター

## 投資運用業界は、顧客とアドバイザー双方のためのモバイルサービスの開発を進めています。多くの点において、モバイルチャネルの現状は、インターネットが普及し始めた頃を思い起こさせます。

投資運用会社はかつて、インターネットの価値、ウェブサイトへの投資に対するリターン、どのような種類の情報と機能を提供すべきか、そしてもちろん、インターネットチャネルの安全性とセキュリティについて、激しい論争を繰り広げました。これらと全く同じ問いが現在、モバイルチャネルについて投げかけられています。

この最新の議論に役立つデータを提供するために、デロイト金融サービスセンターは、アンドルーズ・リサーチ・アソシエイツに委託して、2014年1月に調査を実施しました。調査では、2,193人の回答者(うち1,488人は、投資運用口座保有者)に、モバイルデバイスを介した金融サービス企業とのやりとりに関して、彼らの意識、利用状況、好み、懸念を尋ねました。調査から指摘された多くの運用上・技術上の問題点については、デロイトユニバーシティプレスが刊行した同テーマのレポートにおいて詳しく取り上げています<sup>1</sup>。本論では、投資運用業界に影響する問題点に特に焦点を当てます。

### 投資運用会社にとって、モバイルチャネルは実際、どれくらい重要か

調査データを一見すると、モバイルサービスは、投資運用口座保有者にとってそれほど重要ではないように思えます。口座保有者のうち、モバイルサービスが極めて重要または重要と答えたのはわずか27%であり、36%は、モバイルは重要ではない、あるいは全く重要ではないと答えています。

モバイルサービスがどれくらい有用かについて尋ねたところ、同じような答えが返ってきました。投資運用会社のモバイルサービスを極めて有用、または非常に有用とみなしている投資運用口座保有者は27%にとどまる一方、過半数の53%は、あまり有用ではない、または全く有用ではないとみなしているか、あるいはモバイルチャネルがどのくらい有用か判断しかねています。

こうした結果を見ると、一部の投資運用会社は、そもそもモバイルに投資する価値があるのか疑問に思うかもしれません。顧客がサービスを重要または有用とみなしていないなら、そのサービスにかかるコストを他のところに投資すべきではないか、というわけです。

<sup>1</sup> Val Srinivas, Sam Friedman, Jim Eckenrode, 'Raising the bar on customer engagement through mobile financial services', Deloitte University Press, May 19, 2014

しかし、データをもう少し深く掘り下げてみると、興味深い結果が見えてきます。典型的な投資運用口座保有者—デロイトの調査に対する回答者によって代表される—は、多くの投資運用会社にとって非常に魅力的な顧客になる可能性があります。

**たとえば、**

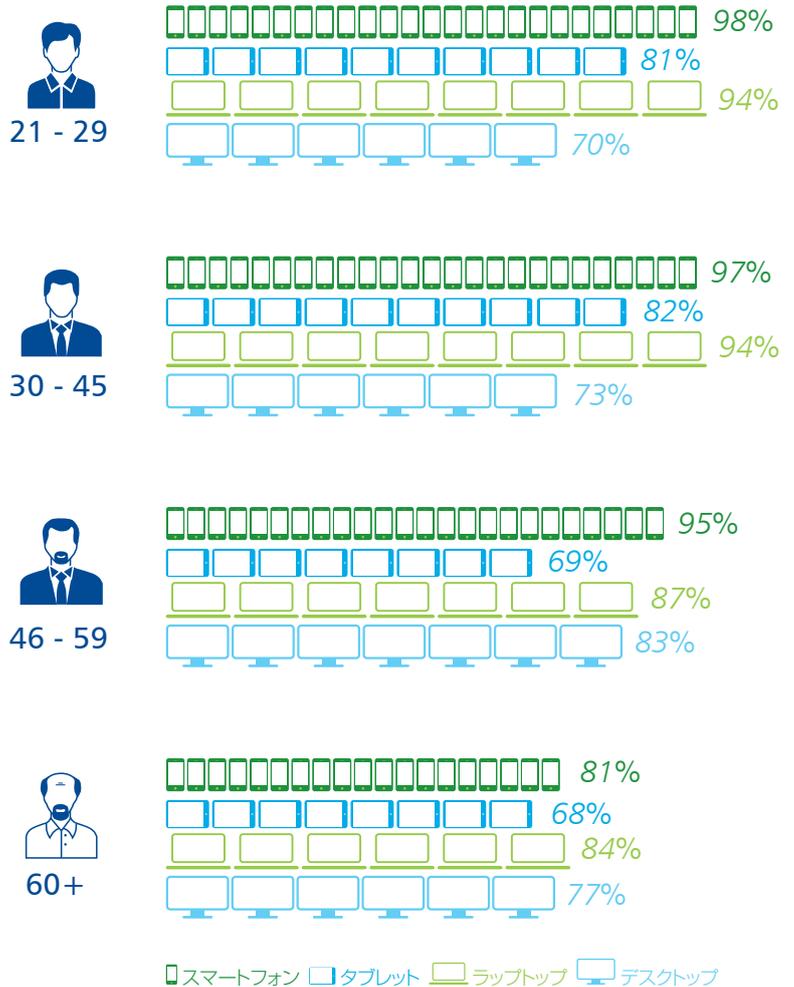
- 83%は住宅所有者
- 63%は大卒者または院卒者
- 23%は所得が10万米ドル超
- 55%は投資可能な資産が10万米ドル超

これらの回答者は、多くの投資運用会社がターゲットにしている「新興富裕層」または「富裕層」にちょうど当てはまるように思われます。モバイルへの投資を支持するもう一つの要因は、21～59歳の回答者のほぼ全員がスマートフォンを使って金融機関とやりとりしているということです（図1）。

また、21～45歳の投資運用口座保有者の80%超がタブレットを使って金融機関とやりとりしていること、口座保有者が複数のデバイスを使って投資運用会社とやりとりしていることも興味深い点です。

調査データはさらに、投資運用口座保有者の過半数強は、表向きはモバイルデバイスを使った取引に熱心でないように見えるものの、実際はモバイルデバイスを介して金融機関（投資運用会社だけでなく）とやりとりしていることを示しています。口座保有者が、投資運用にとってモバイルサービスはそれほど重要ではないと言いつつも、一部の金融サービス活動のためにモバイルデバイスを使っていることは、注目に値します。

図1：以下のデバイスをお持ちの場合、金融機関とのやりとりにどれを使っていますか？



変数 N = 投資運用口座保有者 1,110 人～1,391 人  
出典：デロイト金融サービスセンター、2014 年

## 金融サービス業界におけるモバイルの普及にとっての最大の課題は間違いなく、セキュリティをめぐる懸念です。

### モバイルチャネルは、投資運用においてどのように利用されているか

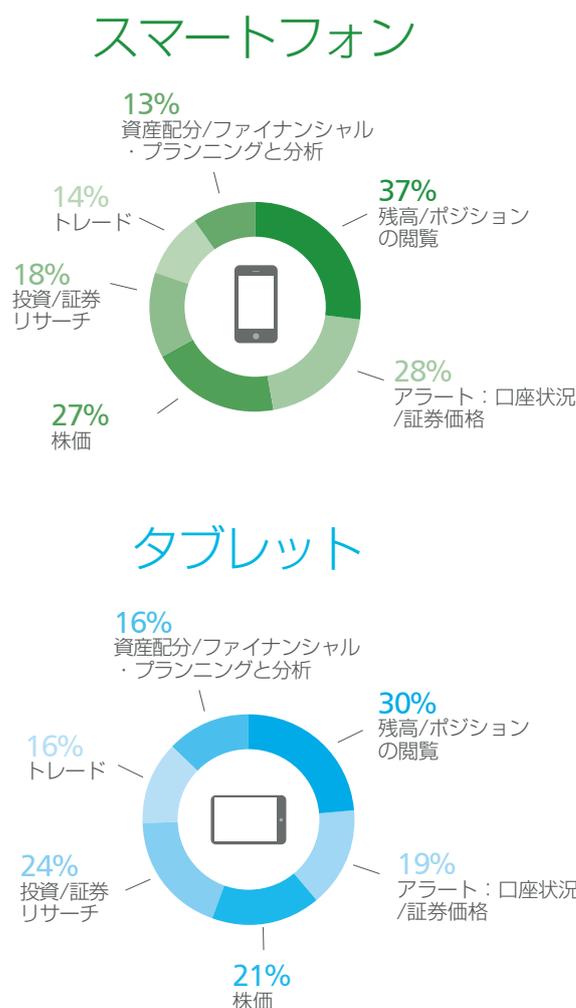
我々の調査によると、投資運用口座保有者は、主に情報を入手する目的でモバイルデバイスを使用しています。図2に示すように、選択された上位4つの選択肢はいずれも情報ベースの活動です。実際の取引、すなわちトレーディングのためのモバイルの使用は、最も人気のないサービスの一つで、調査回答者のおよそ15%しか利用していませんでした。

デバイスの大きさが重要であることも、金融サービスを目的としたモバイル利用に影響する主な制約について投資運用口座保有者に尋ねた時に明らかになりました。最も多かった回答は、「スマートフォンの画面が見にくい」(31%)と「スマートフォンの画面に打ち込みにくい」(23%)の2つでした。タブレットについて同じ質問をしたところ、そのような問題があったのは3%だけでした。

調査データは、金融サービス業界におけるモバイルサービスの普及にとっての最大の課題は間違いなく、セキュリティをめぐる懸念であることを示しています(図3)。

回答者の78%が投資目的でのモバイルのセキュリティについて少なくとも「かなり懸念」しているという事実は、投資運用目的でのモバイルサービスの利用がそれほど普及していない理由の説明に大きな役割を果たします。図3は、投資家の行動への実際の影響も示しており、回答者の75%は、セキュリティをめぐる懸念が全ての金融サービスについてモバイルの使用を少なくとも「ある程度」制限していると答えました。モバイルセキュリティをめぐる懸念は、一部の自由記述式回答からも明らかです。

図2：現在、スマートフォンまたはタブレットをどのように投資に利用していますか？





## 投資運用会社は次に、モバイルサービスから何を得たいかを考え、それに応じてサービスを構築する必要があります。

### そうした懸念には、以下が含まれます。

- 「ハッカーが世界中でますます活発になっており、個人情報にアクセスして盗むことができるようになっていく」
- 「口座情報が外部グループによって入手されるのではないかと心配している。また、モバイルのセキュリティプログラムが有効と確信できない。だからモバイルデバイスでは、できるだけ金融取引をしたくない」
- 「試してみようという気にすならない」

こうしたセキュリティ上の懸念は、投資家が使ってもよいと考えるモバイルサービスに影響を与えています。デロイトの調査データは、モバイルセキュリティに関する回答者の懸念には、いくつかのレベルがあることを示唆しています。自由記述式の回答によれば、投資運用口座保有者の懸念が最も低かったのは一般情報の閲覧であり、より懸念が大きかったのは、個人情報の入力が必要とする操作でした。この論拠は、取引目的

でのモバイルの利用度が低いことを示す図2のデータとも一致しています。投資運用会社がモバイルサービスを設計する際には、このような段階的な懸念のレベルを考慮に入れる必要があります。

### アドバイザーについてはどうか

我々の調査から明らかになった興味深い結果の一つは、モバイルバンキングサービスを「極めてまたは非常に重要」とみなす回答者は39%に上り、どの回答者もバンキングサービスを、投資サービス（23%）や保険サービス（19%）より重要視している可能性があるということでした。考えられる理由の一つは、多くの人々にとって、バンキングサービスでは、より定型的な取引が処理される傾向があるということです。もう一つの要因は、保険と投資は両方とも、バンキングよりも、中間に他者が介入する可能性が高いということです。つまり、アドバイザーが中間に入ることが多いため、投資運用会社は必ずしも、最終顧客と直接関係を持つわけではありません。

多くのアドバイザーがオフィスの外で顧客に対応していることは、モバイルサービスの持つ力を活用する絶好の機会をもたらしています。たとえば、アドバイザーはタブレットを使って顧客に四半期レビューを見せたり、口座開設申込書をワイヤレスで印刷し、電子署名機能を使って電子的に記入したりすることができます。もう一つの有益な調査結果は、投資運用口座保有者の53%が、投資アドバイザーにビデオ通話ですぐアクセスできれば、かなりまたは非常に重宝すると回答したことです。このタイプの仮想的な対面のやりとりは将来、投資運用会社にとって、いろいろなサービスに応用できるかもしれません。

### これはどういう意味を持つのか、投資運用会社はどうすべきか

#### モバイルへの取り組みは、追求する価値があるか？

最初の課題は、モバイル戦略に投資すべきか否か、どれだけ投資すべきかを定めることです。我々のデータは、投資家がモバイルサービスを広く受け入れるかどうかは全く不明であることを示しており、そのことは投資運用会社に難しい決定を突きつけています。しかし、スマートフォンとタブレットの全体的な成長と、モバイルデバイスを介して投資会社とやりとりする口座保有者の割合がかなり高いことを考えると、投資運用会社の大半は今後もモバイルに投資すると予想されます。

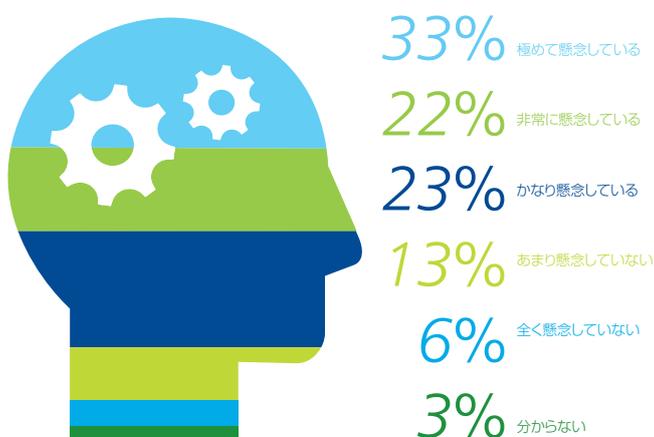
#### 優先順位を検討する

次に投資運用会社が検討すべきことは、モバイルサービスから何を得たいかを考え、それに応じてサービスを構築することです。

第一の目的は、マーケティングとブランド確立でしょうか。アドバイザーの役に立つことでしょうか。顧客サービスを強化することでしょうか。それとも、取引などの全てのウェブ機能を、モバイルデバイスからアクセスできるようにすることでしょうか。この優先順位の設定は、モバイルサービスの設計と提供に広範にわたる影響を与えるため、慎重に考慮すべきです。

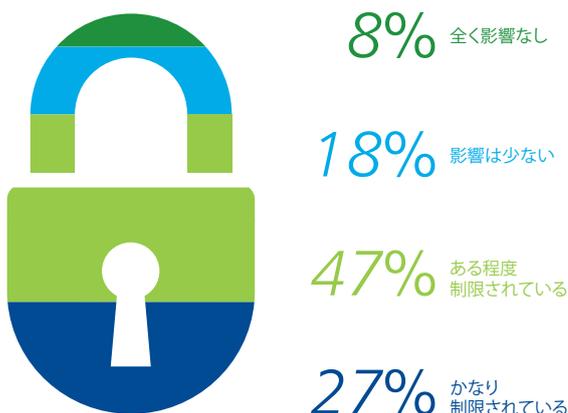
図3：投資家のセキュリティに対する懸念と実際のモバイル利用

#### 投資に使う場合のモバイルデバイスのセキュリティについて 全般的にどれぐらい懸念していますか？



N= 投資運用口座保有者 1,488人  
出典：デロイト金融サービスセンター、2014年

#### モバイルデバイスによる金融サービスへのアクセスは、セキュリティに関する懸念によって、どの程度制限されていますか？



N= 投資運用口座保有者 1,283人  
出典：デロイト金融サービスセンター、2014年

### 顧客との接点を統合する

我々の調査はまた、投資運用口座保有者が複数のデバイスを介してやりとりしていることを示しています。これは、投資運用会社がモバイルを一つの独立したチャネルとみなすことができないことを意味します。むしろ、モバイルは顧客サービスのエコシステムの一部であり、顧客と他の接点と統合しなければなりません。

投資運用会社とどのように、いつ、どのデバイスでやりとりするかを決めるのは顧客です。たとえば顧客は、通勤中に電車の中でタブレットを使ってファンドの購入状況を確認し、問題があることに気付いて、支店に立ち寄って問い合わせた後、その日のうちに、取引が実行されたことを確認するためにラップトップからチェックするかもしれません。

### セキュリティ上の懸念に対処する

セキュリティに対する顧客の懸念は、投資運用会社の優先順位決定プロセスの重要な要素です。我々の調査データから、一般情報や参考情報へのアクセスは、多くの投資家にとってそれほど大きな懸念ではないことが分かっています。しかし、顧客が口座にログインし、自分の口座の運用成績を閲覧し、取引を実行できてこそ、モバイルの本当の力が発揮されます。個人的なモバイル体験を実現することで、モバイルは、より価値あるものとなり、サービスコストの低下を可能にし、有用な分析情報を提供できるようになります。

たとえば、投資家がログインした時に、投資運用会社は、モバイルサービスの利用に関する貴重な人口統計的情報を入手することができ、将来、それに応じてサービスを構築することができます。セキュリティへの注力には、テクノロジーとマーケティングの両方における取り組みが伴わなければなりません。投資運用会社は、モバイルサービスのセキュリティ確保に努めるべきであり、投資家との深い関わりを望むならば、その安全性を顧客に納得させなければなりません。これは、困難で、長期にわたる継続的な取り組みとなりますが、モバイル投資サービスの進化において欠かせないステップです。



#### 要点:

- モバイルデバイスを利用している投資運用口座保有者は、多くの投資運用会社にとって非常に魅力的な顧客になる可能性があります。というのも、調査によれば、83%は住宅所有者、63%は大卒または院卒者であり、23%は所得が10万米ドル超、55%は投資可能な資産が10万米ドル超の層に属しているからです。
- 投資運用口座保有者は、残高とポジション、アラート、相場、リサーチの閲覧を含め、主に情報入手の目的でモバイルデバイスを利用しています。
- モバイルデバイスの利用に影響する主な制約は、「スマートフォンの画面が見にくい」(31%)と「スマートフォンの画面に打ち込みにくい」(23%)の2つであった一方、タブレット利用者のうち、これらの問題を抱えていたのは3%にすぎませんでした。
- 調査回答者の78%は、モバイルのセキュリティについて、少なくともかなり懸念していました。最も懸念が低かったのは、一般情報の閲覧であり、より懸念が大きかったのは、個人情報の入力が必要とする操作でした。
- 回答者の53%は、投資アドバイザーにビデオ通話ですぐアクセスできれば、かなりまたは非常に重宝すると考えていました。

---

モバイルは顧客サービスのエコシステムの一部であり、顧客との他の接点と統合しなければなりません。

# KID 導入に迫る PRIIP のための準備



ロザリンド・ファーガソン  
(Rosalind Fergusson)  
デロイト規制戦略  
EMEA センター

ヘルムート・バウアー  
(Helmut Bauer)  
デロイト規制戦略  
EMEA センター

## 今年初め、パッケージ型個人投資家向け保険ベース投資商品 (Packaged Retail and Insurance-based Investment Products、PRIIP) の主要情報文書 (Key Information Document、KID) を導入する EU 規則が施行され、すでに 7 年も進められているプロセスの重要な節目となりました。

2016 年末から、PRIIP に関する助言や PRIIP の販売を手がける EU 域内の全ての者は、個人投資家に KID を提供することを義務付けられます。KID は、高度に標準化された文書で、A4 サイズで 3 ページ分の長さにとどめられます。KID は、PRIIP の「組成者」によって作成され、PRIIP のリスク・リターン特性や費用総計などの情報を記載することになります。

KID 規則は、EU の消費者保護政策の主要な柱であり、個人投資家がより容易に投資商品を理解し、複数のセクターにわたって比較できるようにすることを目的としています。そのため、「PRIIP」という用語は、投資ファンド、投資要素を伴う生命保険契約、ストラクチャード商品、仕組預金などの幅広い商品をカバーしています。重要なのは、UCITS においては、すでに独自の主要投資家情報文書 (Key Investor Information Document、KIID) があるため、少なくとも 5 年間は KID 規則の適用を免除され、その後は移行期間が延長

されるか、UCITS KIID が PRIIP KID に置き換えられるか、あるいは 2 つの文書が同等とみなされる可能性があります。加盟国がすでに、個人投資家に販売される非 UCITS ファンドに UCITS KIID 規定を拡大適用している場合も、同じ移行規定が適用されます。

投資運用セクターはすでに、UCITS KIID の適用において生じた業務上の課題を十分に認識していると思われます。UCITS を組成する企業は、こうした経験のある程度活かすことができますが、非 UCITS 型の PRIIP (たとえば、個人投資家向けのオルタナティブ投資ファンド (AIF)) に重点を置いている企業は、乗り越えなければならないハードルが、より高くなります。MiFID II をはじめ、投資家保護に対処する他の規制上の施策と併せると、PRIIP は、さまざまな商品、セクター、そして最終的には複数の国にわたる競争を強化することによって、企業により広範な戦略的影響を及ぼす可能性もあります。

同規則は、EU の消費者保護政策の主要な柱であり、個人投資家がより容易に投資商品を理解し、複数のセクターにわたって比較できるようにすることを目的としています。



#### 産業規模での組成

PRIIP 組成者にとっての主要な課題は、作成する必要がある KID が大量にあることです。2009 年時点で、EU の PRIIP 市場総額は 9 兆ユーロと推定されていました。ただし、この数字の 58% を UCITS が占めていました<sup>1</sup>。組成者は、その全ての PRIIP を記載した一覧表を作成し、PRIIP の定義に当てはまる、個人投資家向けの全ての UCITS を特定する必要があります。KID に必要事項を記載するためには、社内の適切な部門から、各 PRIIP に関する正確かつ最新の情報・データを収集しなければなりません。これは、リスクとコストの計算に関しては特に、困難な作業となりかねません。この計算に使われる情報は、UCITS KIID のために必要とされる情報と異なっていて、既存のシステムでは容易に作成できない可能性があります。KID は、金融業界の専門用語を避けて、明確で分かりやすい言葉で書く必要がある一方、正確でかつ誤解を招かないようでなければなりません。UCITS KIID の適用に基づく経験上、これは、簡潔であることを趣旨とする文書においては特に難しい課題となりうるということが分かっています。組成者は、KID が最新の状態に保たれ、自社のウェブサイト上で容易に入手できるようにするとともに、個人投資家への KID の提供に責任を負う販売者が KID に関して十分な研修を受けることを確実にする必要があります。

組成者は、KID を他と切り離して捉えることはできません。というのも、KID は、拘束力を有するあらゆる契約文書、募集文書の関連箇所、そして PRIIP の条件と整合している必要があるからです。さらに、組成者は、他の EU 開示文書との重複も考慮に入れる必要があります。上記のように、UCITS KIID の将来は現在のところ不透明ですが、少なくとも今後 5 年は、UCITS は PRIIP の適用対象外となります。また、MiFID II に基づく開示に関しても、ある程度の軽減措置が図られる可能性があります。2014 年 11 月に 3 つの欧州監督当局 (ESAs)<sup>2</sup> の共同委員会が公表したディスカッション・ペーパーによれば、ESAs は、「KID におけるコストに関する情報を、MiFID II によって要求される開示上、完全かつ十分とみなせるように」、MiFID II と PRIIP の連携を図ろうとしています<sup>3</sup>。

誤解を招き、正確ではない KID、あるいは契約前文書もしくは契約文書と整合していない KID に依拠した結果として、個人投資家が損害を被った場合は組成者が責任を負うことになるため、KID を正しく作成することが重要となります。これは、手作業やその場しのぎのやり方では、なかなか難しいでしょう。むしろ、堅固なガバナンスの仕組みを備えた、合理化されたプロセスが必要となります。企業は、KID を編集し、確認し、維持管理するために、ひとつの担当チームが KID の

1 [Impact assessment of the proposal for a regulation on key information documents for investment products]、欧州委員会、2012 年 7 月

2 欧州金融監督者機構 (ESFS) は、欧州証券市場機構 (ESMA)、欧州銀行監督機構 (EBA)、欧州保険年金監督機構 (EIOPA) という 3 つの ESA と、欧州システミックリスク理事会 (ESRB) で構成されています。

3 [Discussion paper: Key information documents for Packaged Retail And Insurance-based Investment Products (PRIIPs)]、ESA 共同委員会、2014 年 11 月



作成過程全体を監督し文書化する責任を負うように徹底する必要があります。UCITS を組成している企業は、UCITS KIID に関するこれまでの経験や UCITS KIID のために使われているプロセスとシステムをある程度活用できるかもしれません。多くの企業が UCITS KIID に関して実施しているように、KID の作成を外部委託することも、一つの選択肢となる可能性があります。しかしその場合でも、PRIIP 規則に基づく責任は引き続き、自身が負うこととなります。

### 競争相手の先を行く

非 UCITS 型の PRIIP に重点を置く企業にとっては特に、PRIIP が重大な業務上の課題をもたらすことは疑いようがない一方、企業は、PRIIP の適用を遵守活動以上のものとして捉える必要があります。ESAs は、KID が単に、投資家が流し読みするか無視して終わる開示文書にならないようにしようとしています。行動経済学を利用することによって、KID の内容と構成は、欧州委員会によって計画された消費者テストを参考にし、さまざまな KID の「見本」の相対的な有効性を評価する受託業者によって完成されることになっています。テストは 2015 年 8 月に完了する予定であり、商品に関連するリスクとコストの視覚的な要約指標（たとえば、「信号」の記号や図など）が顧客によってどれぐらいよく理解されるかについての評価が含まれます。

ESAs が意図した通りに KID が機能すれば、個人投資家と独立系のアドバイザーは、さまざまな組成者間で、そして異なるセクターや国にわたって、商品の相対的価値を容易に、スピーディに比較できるようになり、結果的に競争の強化につながります。行動経済学は、リスクとコストの要約指標において極端な結果を示している商品は、選ばれる可能性が低いことを示唆しています。また、個人投資家が理解しにくい KID 商品には、組成者によって「理解に関する注意喚起 (comprehension alert)」が付され、それほど複雑ではない商品の方がふさわしいかどうかを検討するように投資家とアドバイザーに促します。

さらに、投資家保護の強化を目指す施策は、PRIIP だけではありません。他にも数多くの要求があり、なかでも MiFID II は、広範にわたる商品ガバナンス規定と「独立した投資助言」の定義を導入します。また、より厳しい勧誘規定が導入され、商品とサービスに関する開示が強化されます。このような状況の中、今こそ企業は、その商品が所定のターゲット市場のニーズを満たし、不要に複雑ではなく、金額に見合う価値を提供するものとなるように、自社の商品についてよく検討すべきかもしれません。

### 次のステップ

KID 規則の文言はすでに最終決定されていますが、いくつかの点においては、これは始まりにすぎないとも言えます。現在、同規則を支えるレベル 2 の施策の策定が ESAs によって進められています。同規則の適用のために十分な時間を企業に残すためには、同規則の規定が有効となる 2016 年 12 月 31 日より前に片付けなければならないことがたくさんあります。

2014 年 11 月に ESAs によって公表されたディスカッションペーパーは、KID 規則のための予備的なオプションと予想されるアプローチについて概説していました。規制技術基準 (Regulatory Technical Standards, RTS) のより複雑な側面については、さらなるディスカッションペーパーが春に予定されています。ESAs は、KID 規則の特定の部分を取り上げる追加的なコンサルテーション・ペーパーを夏までに公表し、2015 年秋には RTS 草案に関するコンサルテーション・ペーパーの公表を予定しています。RTS は、2015 年 12 月から 2016 年 2 月までの間に欧州委員会に提出された後、EU の承認プロセスを経て発効することになります。これらの規定は、国内法化の必要なく、加盟国において直接適用されます。

したがって、KID の最終的な内容と形式が分かるまで、いくらか時間があります。企業にとって適用開始までの期間が短いことを考えると、適用計画においては、要件の最終化の前にどれほど多くのことができるかを検討すべきです。企業は、レベル 2 のディスカッションの行方を慎重に見守り、事業への影響を認識しておく必要があります。そうすることにより、適用期限に間に合わせるために必要なシステムおよびリソースへの投資を行うにあたり、相対的に有利な立場を確保できるでしょう。

### 要点：

- PRIIP 規則は、組成者にとって、大量の KID を取りまとめ、確認し、維持管理するという重大な業務上の課題をもたらします。これは特に、非 UCITS 型の PRIIP に重点を置く企業に当てはまります。
- ESAs が意図した通りに KID が機能すれば、個人投資家と、さらには独立系アドバイザーも、さまざまな組成者間で、また、異なるセクターや国にわたって、商品の相対的価値を容易に、スピーディに比較できるようになり、結果的に競争の強化につながります。MiFID II などの他の施策も、投資家保護のさらなる強化を目指しています。このような状況の中、今こそ企業は、自社の提供する商品についてよく検討するべきかもしれません。
- KID 規則は、2016 年 12 月 31 日から適用されます。ESAs は、2015 年秋に RTS 草案について諮問する予定です。企業にとって適用開始までの期間が短いことを考えると、適用計画においては、要件の最終化の前にどれほど多くのことができるかを検討すべきです。
- UCITS KIID が PRIIP KID によって置き換えられるかどうか、あるいは 2 つの文書が同等とみなされるかどうかは不明ですが、組成者は、他の EU 開示文書との重複を考慮する必要があります。UCITS は、少なくとも 5 年は同規則の適用を免除されます。ESAs が MiFID II と PRIIP の連携を図ろうとしているため、MiFID III に基づく開示に関して、ある程度の軽減措置が図られる可能性があります。





# 投資ファンドに 影響を及ぼす新税制

ドイツ   インド   アイルランド   オランダ  
スイス



## ドイツ

# AIFM 税制調整法 (AIFM-StAnpG) に基づく 新たな税制—ドイツの税務当局のガイダンス

エバ・アーンスト  
(Eva Ernst)  
シニアマネジャー  
金融サービス税務  
デロイト

ティル・ウェスターマイヤー  
(Till Westermeier)  
マネジャー  
金融サービス税務  
デロイト

2013年12月24日、AIFM 税制調整法 (AIFM-StAnpG) が2度目の挑戦で施行されました。連邦財務省 (BMF) は、さまざまな事項の中でも特にシェアクラス、投資制限、費用の配賦、分配の順序、移行措置、適格資産の取り扱いに関する一連のガイドラインを公表しています。

### 背景—適用範囲と変更

#### 適用範囲の修正

一般に、ドイツ投資税法 (InvStG) が全ての UCITS と AIF に適用されます。持株会社、企業年金機関、証券化特別目的事業体、ベンチャーキャピタル企業と公的セクターの資本投資会社は、InvStG の適用対象とはなりません。

ミューチュアルファンドへの課税は、全体としては、現在の形態から変更はありません。しかし、いくつかの下位領域においては変更がある予定です。税務上の観点からは、InvStG の第1条第1項 (b) の要求が満たされる場合のみ、UCITS と AIF はファンドとして適格となります。それ以外の場合、ファンドは、投資会社とみなされ、関連する事業体の法的形態によって、ビジネスパートナーシップまたは企業に対する税制が適用されます。

### 変更

**国内年金プーリング／投資リミテッド・パートナーシップ**  
オープンエンド型のリミテッド・パートナーシップは、第3の形態のオープンエンド型国内投資ファンドとして導入されました。投資ファンドとして、営業税を免除されており、その投資家にとって国内事業所を設置させません。

オープンエンド型投資リミテッド・パートナーシップの導入の主要な目的は、国内年金機関が外国源泉税の全部もしくは部分的な減額または還付を受けられるようにする、DBA (二重課税防止協定) のための透明性の高い投資手段を作ることでした。ドイツの年金・退職金機関は、この構造と現在利用しているスキームの利点を比較する必要があります。

### 分配

2014年8月24日以降に実施される分配は、税務上の理由から、主に現在および過去のファンドの事業年度の利益から引き出されることとなります。財産の分配、つまり資本金の払戻しは、当年度と過年度の全ての所得と利得がすでに分配されている場合に限り行うことができます。

ミューチュアルファンドへの課税は、全体としては、現在の形態から変更はありません。しかし、いくつかの下位領域においては変更がある予定です。

### 一般的な移行規則

AlfM-StAnpG 規則は一般に、2013年12月24日以降に適用されます。移行規則によれば、2013年12月23日以前に立ち上げられた投資ファンドは、旧 InvStG に従って投資ファンドの従前の要件を満たし続けている限り、2016年7月23日以降に終了する事業年度の末日まで投資ファンドとみなされます。2013年7月21日に適用された InvStG のバージョンは引き続き、2013年7月22日から2013年12月23日までの期間に適用されます。

### コスト配賦

直接コストは、それに対応する利益との間に直接的な経済的関係を証明できるならば、当該利益と相殺しなければなりません。相殺後に残存する費用は、「一般経費」(Allgemeinkosten) とみなされ、3つのそれぞれ異なるステップ(レベル1から3まで)で控除しなければならないため、複雑性を増す原因となっています。

- **レベル1:** 一般経費の100%を過去の事業年度に基づいて、対応する利益の源泉、すなわち(1) 二重課税防止条約(DTT)を源泉とするもの(非課税となる不動産売却益)、(2) 株式を源泉とするもの、および(3) その他資産、に配分します。
- **レベル2:** 費用をそれぞれの「区分」において、經常利益(たとえば、地代、利息、配当、配当落ち調整、みなし配当利益(DDI)の[Finanzinnovationen]として再区分された損益)と、投資の売却による実現損益(すなわち、10年経過後の不動産、株式その他投資の売却)に比例的に分割します。
- **レベル3:** 一般経費を、それぞれの利益区分の特定の低位区分にさらに配賦します。詳細は、2014年9月22日付のBMF通達(2014年11月10日改定)に記載されています。

---

残存する費用は、3つのそれぞれ異なるステップ(レベル1から3)において控除しなければならないため、複雑性を増す原因となっています。



### シェアクラスと利益の平準化

一般経費の配賦の手続においては、利益の平準化を考慮に入れなければなりません。一般に、財政当局は、全てのシェアクラスに単一の費用配賦比率を適用することを支持しています。新規発行されたシェアクラスについては、既存のサブファンド全体の前年度の数値が採用されます。シェアクラスのレベルで差異のある経費配賦比率は、差異が重要でない場合にのみ、財政当局によって認められます。これまでのところ、唯一の公式な声明は、通貨ヘッジに起因する差異は重要ではないとみなされるという内容にとどまっています。簡素化規則として、利益平準化の数値は、InvStGの第5条（第1項第1文1-3号）に従ってドイツ税務報告データが計算され、公表されているシェアクラスについてのみ考慮に入れることができます。

### ファンドの立ち上げ時点での計算の開始

新たなサブファンドが立ち上げられた場合も、3種類の資産—不動産、株式、その他—を決定する必要があります。前年度の実績が存在しないため、平均資産の比率は、従前の法律と同様に、当事業年度に基づいて決定しなければなりません。レベル2では、コストは、経常利益と投資の売却による実現損益に等分に配分されます。

レベル3は、新規に立ち上げられたファンドには適用できません。したがって財政当局は、適切かつ一貫性のある配賦基準であれば認めます。

---

**財政当局は、全てのシェアクラスに単一の費用配賦比率を適用することを支持しています。**

### ファンド・オブ・ファンズ

ファンド・オブ・ファンズのための簡素化規則がすでに設けられています。レベル1では、ターゲットファンドの資産の源泉は、2009年8月18日付の投資税法に関するBMF通達（テキスト番号66）に定めるファンドカテゴリーに従って区分されます。

レベル2では、ファンド・オブ・ファンズは、経常利益とその他の投資処分による実現損益への配分について、別の簡素化規則を利用することができます。

### コスト配賦に関する移行規則

厳密ではない解釈を許容するための移行規則が設けられています。BMFは、2015年3月31日以前に開始する事業年度については、異なる一般経費配賦を認める予定であり、遡及的修正を求めません。

## 投資制限 (Anlagebestimmungen) と資産区分

### 投資制限における要求

InvStG は、投資法 (KAGB) とは別に、独自の適用範囲を定めています。UCITS と AIF は、監督、償還の権利、リスク分散、資産の積極的な商業運用の禁止などの要件を満たしている場合、投資ファンドとみなされます。

- ポートフォリオの清算などのために、ファンドのユニット償還の一時停止が最長 60 カ月まで認められます。
- 財政当局は外国の UCITS については、査定を行うことなく、リスク分散されているとみなします。立ち上げ/精算時の一時的な不一致は、容認されます。

### データベンダーによる不適切な資産区分

データベンダー (WM Datenservice など) がドイツの税務報告のための計算上、適切ではない資産区分を提供した場合、そのことが明らかになった時点で修正を行わなければなりません。InvStG の第 5 条に基づく将来の刊行物にも、修正を反映しなければなりません。

---

**ポートフォリオの清算などのために、ファンドのユニット償還の一時停止が最長 60 カ月まで認められます。**

### InvStG 第 6 条に基づく一括課税

欧州司法裁判所の「Van Caster」判決 (C-326/12) によれば、ドイツの一括課税規則は、EU の自由な資本移動の原則に違反しています。

一般に、ファンドは、事業年度末後、あるいは該当する場合、正式な分配決議後 4 カ月以内に、ドイツの投資家のためにドイツの税務報告要件 (計算と公表) を満たさなければなりません。そのような税関連情報が提供されていない場合、あるいは関連する公表要件が満たされていない場合、「不透明な投資ファンド」への投資を通じてドイツの投資家に帰属する課税利益は、一括方式で決定する必要があります (暦年末に NAV の最低 6%)。

### ECJ の判決

2014 年 10 月 9 日付の判決 C-326/12 において、ECJ は、ドイツの投資ファンドの税務報告制度に基づく一括課税は、投資家が適切な文書または情報を用いて、実際に得た利益の証拠を税務当局に提供することを認めていないため、EU の自由な資本移動の概念に違反していると判示しました。

この ECJ 判決を受けて、BMF は、適切な申告を通じて、実際に得た利益の証拠を税務当局に提供する方法に関する指針を与える通達草案を 2014 年 10 月 31 日付で発行しました。情報の詳細さと深さのレベルは、連邦公報 (*Bundesanzeiger*) で公表した関連する事業年度末の情報と同様でなければなりません。厳密なスケジュール (事業年度末後 4 カ月または 4 カ月以内の正式な清算決議) のみ、省略できます。

#### 将来のアプローチ：不透明？

ミューチュアルファンドの課税に関する全く新たなアプローチについて現在、議論が進められています。この将来のアプローチには、一切の報告要求を伴わない、ミューチュアルファンドを対象とする税制が含まれる可能性があります。具体的な結果がどうなるかは、今のところ不透明です。

---

一般に、ファンドは、ドイツの投資家のために、ドイツの税務報告要件を満たさなければなりません。





## インド

# インドに投資するオフショアファンドのための規制および税の枠組み

ラジェシュ・H. ガンディー  
(Rajesh H. Gandhi)  
パートナー  
デロイト

カラムジット・シン  
(Karamjeet Singh)  
シニアマネジャー  
デロイト

インドは1992年に、全体的な経済改革の一環として、外国機関投資家に資本市場を開放しました。外国機関投資家、すなわち FII（インドでは一般にこう呼ばれています）は、インドの経済成長とその資本市場において非常に重要な役割を果たしてきました。FII 投資は、1993年の8億2,600万米ドルから2004年（2014年1月から11月）には390億米ドルに伸びています。1992年以降のFIIによる正味投資累計額は、2,000億米ドルを超えています（[www.sebi.gov.in](http://www.sebi.gov.in)）。

インドへの投資に先立つ第1ステップは、資本市場を監督するインド証券取引委員会（SEBI）にライセンスまたは登録を申請することです。2014年1月から、SEBIは、FIIに適用される規則を全面的に見直し、それまでのFII規則を廃止して、新たな外国ポートフォリオ投資家（FPI）規則を導入しました。

---

## インドへの投資に先立つ第1ステップは、資本市場を監督するインド証券取引委員会（SEBI）にライセンスまたは登録を申請することです。

新たな規則の下では、あらゆる外国投資家が、参入条件を満たすことを条件として、インドの資本市場に投資することができます。これは、特定の種類の投資家（ソブリンファンドや年金ファンド、ミューチュアルファンドなど）のみ、FIIまたはサブアカウントとして登録する資格を有していた以前に比べると、大きな条件緩和となります。たとえば、以前の制度の下では登録できなかった、非ブロードベースのファンド、ファミリーオフィス、外国企業または個人も、カテゴリ III の FPI として登録できるようになりました。さらに、新たな規則では、銀行や保険会社などの非ファンド投資家に対して、以前の制度のようにブロードベースのサブアカウント（投資家20人以上）を導入することを求める要件はありません。

新たな規則によるもう一つの大きな変更は、SEBI が登録付与手続を、指定預託機関参加者（Designated Depository Participant）と呼ばれるサブカस्टディアンに委譲したことです。また、カस्टディアンによる FPI への登録付与について、30 日間の最終期限が SEBI によって設けられました。逆に、参加証書（P ノート）制度は、著しく厳格化され、FPI として投資する資格を有する規制対象ファンドのみが今後、FPI の P ノートを引き受けることを認められます。さらに、P ノートと FPI を介した投資は今後、投資上限を監視するためにプールされます。これにより、P ノートを発行する FPI は、より堅固な顧客確認（KYC）手続と投資監視の枠組みを備えることを求められるようになります。それに加えて、FPI は、非上場株に投資することができなくなりました。

以下のページでは、FPI に適用される規制および税の枠組みの概要を説明します。



## FPI 規則

### FPI の定義

同規則は、外国ポートフォリオ投資家（FPI）を、同規則に基づき定められた適格基準を満たしており、FPIとして登録されている者と定義しています。既存の FII、サブアカウントおよび適格外国投資家（QFI）は、新規規則の適用を受けずに FPI とみなされています。

### FPI として登録するために投資家が満たすべき条件

- インドに居住しておらず、非居住者のインド人ではないこと
- 国の証券市場の監督者が、証券監督者国際機構（IOSCO）が策定した多国間覚書の署名国（付録 A に記載の署名国）である、または SEBI との二国間覚書に署名した国の居住者であること
- 投資家が銀行である場合、中央銀行が国際決済銀行（BIS）に加盟している国の居住者であること
- 金融活動作業部会（FATF）の声明書において特定された国の居住者ではないこと

- 投資家事業体は、保護セル会社、分離セル会社またはこれと同等の組織のように、最終的な受益権所有者の詳細が入手できない、または最終的な受益権所有者が分離されている等の不透明な構造であってはならないこと
- 自国外の証券に投資することが法的に認められており、自身のためまたは顧客のために投資する権限を、基本定款もしくは通常定款、またはそれに相当する文書によって与えられていること
- 経験豊富で優れた実績があり、専門的能力を有し、経済的に健全で、公正かつ誠実であるとの高い評価を有していること

---

インド政府としては、FPI に対する規制の枠組みを緩和することによって貢献しようとしています。

### FPI カテゴリー

同規則においては、FPIの登録カテゴリーとして以下の3つのカテゴリーが規定されています。カテゴリーは、投資家のリスクプロファイルに基づいて定められており、カテゴリーⅠが最もリスクの低いカテゴリーです。投資家がどのカテゴリーに区分されるかによって、投資家に要求されるKYC文書が規定されています。

カテゴリーⅠ	カテゴリーⅡ	カテゴリーⅢ
政府および政府機関	* ミューチュアルファンド、投資信託および保険/再保険会社を含む、ブロードベースのファンド	非ブロードベースのファンド、規制されていないファンド
中央銀行	* 銀行、資産運用会社、投資マネジャー/アドバイザー、ポートフォリオ・マネジャー	法人、信託、個人、ファミリー・オフィス
ソブリン・ウェルス・ファンド	大学ファンド、年金ファンド	基金、慈善団体/信託/財団
国際・多国間組織/機関	SEBIにFII/サブアカウントとして登録している大学関連の基金	カテゴリーⅠ&Ⅱにおいてカバーされないその他の外国投資家

\* 証券市場監督当局または銀行監督当局によって規制されている必要があります。規制の対象とならないブロードベースのファンドの場合、その投資マネジャーが適切に規制され、FPIとして登録されているとともに、ファンドの法令遵守について引き続き責任を負わなければなりません。



## 主な投資条件および制限

主要な投資条件と制限を以下にまとめています。

- 普通株、優先株、国債、社債、ミューチュアルファンドのユニット、ワラント、証券取引所で売買されているデリバティブ、コマーシャルペーパー、インド預託証券、資産再建会社発行の有価証券受取書への投資が認められています。
- 株式、債券（インフラセクターのものを除く）、ワラントへの投資は、「上場されている」、または「上場予定の」証券に限定されます。
- 単一のFPIまたは投資家グループ（すなわち、共通の受益権所有者を有する複数のFPI）による普通株式への投資は、当該会社の発行済み資本の10%未満でなければなりません。
- 債券への投資は、債務の利用限度の対象となります。
- 証券取引所で売買されているデリバティブへの投資は、証券取引所が定めるポジション限度と証拠金の対象となります。
- 普通株への投資は、証券取引所が定める証拠金の対象となります。
- 証券は、発行市場において発行者から、または流通市場において登録ブローカーを通じて購入することができます。
- カテゴリーIまたはIIのFPI（規制の対象とならないブロードベースのファンドを除く）は、インドにおいてFPI登録の資格を有する規制対象事業体に対し、インドの証券を原証券とするオフショア・デリバティブ商品（参加証書など）を発行することができます。
- あらゆるFPIによるインド企業の株式への投資は合わせて、払込済み資本の24%または当該企業の特別決議によって承認された上限（セクターの上限/法定上限に従う）に制限されます。
- 防衛産業に関わる企業（ライセンス要件に従う）、チャットファンド、ニディカンパニー、農業またはプランテーション活動、不動産もしくは農場建設、譲渡可能開発権（TDR）への投資は認められていません。

- 株式および負債証券への投資の市場価値に対する為替リスクは、先渡商品とオプション契約を締結することによってヘッジできます。IPO関連のフローは、外国為替－インドルピー（FCY-INR）スワップを用いてヘッジできます。
- FPIによる民間銀行の普通株への投資は、払込済み資本の5%に制限されます。
- 売却手取金などの利益は、税金を納付した後にのみインド国外に送金できます。

## 税の枠組み

### 税率

通常、FPIがインドで稼得した所得には、証券の売却/譲渡による利得、配当金および利息が含まれます。FPIに適用される国内税率について、以下に説明します。

**キャピタルゲイン:** キャピタルゲインは、長期キャピタルゲインと短期キャピタルゲインに区分されます。上場されている証券および株式重視型ミューチュアルファンドのユニットの場合、証券が1年超にわたり保有される場合は長期キャピタルゲイン、1年以内に売却された場合は短期キャピタルゲインとなります。その他の証券（非上場証券を含む）については、この基準期間は、3年間となります。株式市場での株式の売却と株式重視型ミューチュアルファンドのユニットの売却/償還によって稼得した長期キャピタルゲインは、非課税扱いとなる一方、かかる取引による短期キャピタルゲインには、15%の税率で課税されます。その他の取引（債券、デリバティブまたは普通株の市場外売却を含む）によって稼得したキャピタルゲインについては、長期キャピタルゲインは10%、短期キャピタルゲインは30%の税率で課税されます。

---

新たな規則の下では、あらゆる外国投資家が、参入条件を満たすことを条件として、インドの資本市場に投資できます。



**配当:**インド企業は、配当に対して15%の配当分配税の支払いを義務付けられているため、FPIがインド企業から受け取った配当は、非課税扱いとなります。インド国内の外国企業がインドの預託証券に対して支払った配当は、税率20%で課税されます。

**利息:**2015年5月まで、政府証券および大半の社債から得る受取利息は、税率5%で課税されます。現在の優遇税率が継続されない場合、受取利息は2015年5月以降、税率20%で課税されます。

上記の税率は、国内税法に従ったものであり、納税者の所得額と法的地位に応じて、課徴金と教育目的税(率)を上乗せすることが義務付けられています。FPIが税務上、インドが租税条約を締結している相手国の居住者である場合、当該条約の規定の方がFPIにとって有利な範囲において、当該条約の規定が適用されます。たとえば、モーリシャス、シンガポール、あるいはベルギーやデンマーク、フランス等の特定の欧州の国に拠点を置くファンドの場合、インドで稼得したキャピタルゲインは、条約の条件が満たされているならば、課税対象となりません。

---

モーリシャスなどの税効率の良い国を經由して投資しているFPIは、包括的租税回避否認規定(GAAR)の施行案について懸念しています。

## 最近の動向

**有価証券譲渡所得の扱いの明確化:** 2014年度予算においてインド政府は、FPIが有価証券の譲渡によって得た所得は、キャピタルゲインに区分されることを明確にしました。この明確化は、かかる所得をキャピタルゲインとして扱うべきか、それとも事業所得として扱うべきかという議論に終止符を打ちました。さらに、ファンドマネジャーのインド国内での所在地がFPIの恒久的施設として課税される懸念がなくなるため、この明確化は、FPIがファンドマネジャーをインドに置くことを後押しすることになる点も言及されました。

**GAAR:** モーリシャスなどの税効率の良い国を経由して投資しているFPIは、2015年4月からの実施が見込まれている包括的租税回避否認規定(GAAR)の施行案について懸念しています。GAARの下では、税務当局は、商業的な実体がないアレンジメントに対して、またはアレンジメントの主な目的が租税回避または法律の規定の悪用/濫用である場合、課税する権限を持ちます。

納税者は、さまざまなスキームが、濫用的であるとして問題視される可能性がある点も懸念しています。この懸念は、商業的実体の欠如や法律の悪用/濫用など、GAARにおいて言及されているさまざまな発動要因を検証する客観的なテストが同法において定められておらず、したがって、特にモーリシャスなどの税効率の良い国を通じた投資の場合に、税務当局者がどのような基準でアグレッシブな姿勢を取るかが明確ではないことに起因しています。政府が何らかの説明を公表するか、あるいはGAARの施行を延期するのではないかと期待がありますが、この点に関する公式な発表は、財務大臣が2015年度予算を提示する2015年2月までは見込めません。幸いにも、GAARは、年間の税務上のベネフィットが約50万米ドルを超えないFPIには適用されません。

**インド国外に所在する事業体の株式の譲渡に対するインドの税務上の影響:** インド政府は2012年に所得税法を改正し、外国企業の株式または外国企業に対する持分の譲渡は、かかる事業体がインドに所在する資産から相当の価値を得ている場合、課税対象となることを明確にしました。改正は、1962年から遡及的効力を有します。

---

インド政府は、FPIが有価証券の譲渡によって得た所得は、キャピタルゲインに区分されることを明確にしました。

これらの規定は、FPIルートに基づく投資には適用されていないものの、厳密には、特にインド重視型ファンドの場合、ファンドの受益者による株式/持分の譲渡とファンドのリストラクチャリングは、インドで課税対象となる可能性があります。

この側面に関して、投資家フォーラムからインド政府に対し、株式市場への投資を引き続き間接譲渡課税の対象外とするよう何度か陳情が行われましたが、この問題についての政府からの説明は今のところありません。

インドはいまや、ファンド投資に関して世界の舞台に立っており、インドの株式市場は今年、世界的にトップクラスのパフォーマンスを達成しています。インド政府としては、FPIに対する規制の枠組みを緩和することによって貢献しようと努めています。FPIは税制の簡素化によって恩恵を受けている一方、外国投資家はGAARや間接株式譲渡などの最近の変更を注意深く見守っています。FPIにとって、これらの側面に関する明確化が待ち望まれることは間違いありません。



## アイルランド

ディアドリ・パワー  
(Deirdre Power)  
パートナー  
金融サービス税務  
デロイト

ケリー・オブライエン  
(Kelly O'Brien)  
マネジャー  
金融サービス税務  
デロイト

### ICAV

アイルランド集団投資運用ビークル (ICAV) は、アイルランドにおいて導入が進められている最も新しい企業ファンドビークルです。ICAV は、分配を強化し、簡素化された法令遵守モデルを提供します。ICAV は、投資ファンドに特化した新たな法律に基づいて導入されているため、より効率的かつ効果的なファンド構造を実現します。

ICAV は、アイルランドで利用可能な既存のファンド構造に比べて多くのメリットを持っています。ICAV の目的は、既存のファンドビークルそれぞれの長所を一体化して、投資家とプロモーターに多くのメリットをもたらすことにあります。

---

**ICAV は、ICAV への転換を選択する既存のファンドと新たに設立されるファンドの両方にとって、魅力ある代替的なファンド構造を提供します。**

ICAV の主な利点には、以下が含まれます。

- アイルランドと欧州における会社法の変更に対する将来の保証
- 米国の「チェック・ザ・ボックス」の選択が可能（既存の可変資本公司 (VCC) 構造は、「チェック・ザ・ボックス」に適格ではない）
- 単一資産の保有が可能
- サブファンドベースで財務諸表を作成することが可能
- 定款の修正がより容易
- 年次総会なしでの決定が可能

ICAV は選択制であるため、既存の構造の変更が義務付けられるわけではなく、希望するならばそうする選択肢があるということです。変更による費用対効果が有利な場合、ファンドは ICAV への変更を決定する可能性があるかと予想されます。

既存の VCC は、簡素化された転換プロセスを通じて ICAV に転換できるようになります。海外投資会社は、移住してから転換することを要求されるのではなく、2009 年に導入された、合理化された居住地変更と移住のワンステッププロセスに基づいて ICAV に転換することが可能となります。

転換と移住は、企業体として構成された UCITS と AIF の両方が利用できます。

現在の法案では、UCITS は合併して ICAV になることができますが、AIF に同じ柔軟性が認められるかどうかは今のところ不明です。既存の海外ファンドの合併は、合理化されたワンステップアプローチのプロセスを通じて行われると予想されています。



既存の VCC を ICAV に転換すべきかどうかを検討する場合に対処すべき税務上の事項には、以下が含まれます。

- あらゆるサブファンドが「チェック・ザ・ボックス」の選択に適しており、米国の税務上の目的に適合していることを確実にするために、米国の税務アドバイザーに ICAV 構造案をレビューしてもらったか？
- 「チェック・ザ・ボックス」の適用は、現在投資を「不透明 (opaque)」として扱っている米国投資家に不利な税務上の影響をもたらさないか？
- 外国の税務報告について税務アドバイザーと連携し、対処が必要な検討事項があるかどうか（たとえば、ドイツ、英国、スイスでの税務報告）を理解する。
- 同じ投資事業税 (IUT) 番号が依然として適切か？
- 非居住者ファンドの税務申告は、新たな ICAV でも影響を受けないか？（申告用紙は、VCC の名義になるため）
- 変更の内容によって、意図せぬ処分が生じたり、既存の投資家に税務上の影響が生じたりしないか？
- サービスプロバイダーは、「チェック・ザ・ボックス」オプションを利用した場合に、米国の投資家のために必要な報告を実施できるか？

アイルランドの税務上の観点から見ると、ICAV は、通常ファンド税制一すなわち、全ての投資家がアイルランドの居住者ではない場合、アイルランドでは直接税を支払わないグロス・ロールアップ・ファンドの範囲にとどまっています。

ICAV は、ICAV への転換を選択する既存のファンドと新たに設立されるファンドの両方にとって、魅力ある代替的なファンド構造を提供します。

#### AIFM

アイルランドのオルタナティブ投資ファンド運用者 (AIFM) によって運用されているオルタナティブ投資ファンド (AIF) については、近年のアイルランド税法の改正により、アイルランドの AIFM によって運用されているというだけでアイルランドの税の網がかけられることはないことが確認されました。世界の多くの投資運用会社とその AIFM の所在地としてアイルランドを選択していることから、この確認は、アイルランドのファンド業界に非常に歓迎されています。この財政法の変更は、かかる AIFM によって運用されている AIF に自動的に、アイルランドの税の網がかけられることはないという安心感を与えています。



#### ファンド業界にメリットをもたらす雇用税の変更

アイルランドの個人所得税制度に加えられた数多くの変更は、業界専門知識を持った上級幹部のアイルランドへの移住を促進する可能性があります。

アイルランドの個人所得税の最高税率は1%引き下げられて40%になりました。

アイルランドでは、特別任務優遇プログラム（Special Assignee Relief Programme、SARP）が実施されており、最近の財政法においてさらに強化されました。SARPプログラムは、今後数年間延長されることになり、給与の上限が撤廃され、居住要件が改定されたほか、海外勤務の除外が廃止されています。それに加えて、この優遇措置を受けるために必要な海外での雇用期間が6カ月に短縮されています。

もう一つの優遇措置である外国所得控除も強化され、定期的に海外で勤務する従業員に恩恵をもたらす可能性があります。年間最大控除額は3万5,000ユーロとなり、海外勤務日数は以前の60日から40日に短縮されたほか、1回の渡航当たりの連続海外滞在日数も以前の4日から3日に短縮されています。また、一つの国から別の国への移動時間も海外滞在日数の計算に含まれるようになり、適格となる国の数も拡大しました。全体的に見ると、これは、定期的に海外での業務に従事するファンド業界の従業員に恩恵をもたらすと思われる。

#### 情報交換

財政法は、別の国の税務上の居住者である者によって保有されている金融口座に関する情報の収集と報告に係る規定を導入しました。

これは、OECD自動的情報交換基準の実施を可能にする多国間協定が50以上の法域（アイルランドを含む）によって調印されたことを受けて、共通報告基準の導入を見越してのことです。

報告義務のさらなる詳細の骨子を示す追加的な規則が導入される可能性があります。アイルランドにおいて（さらに、世界的に）導入される共通報告基準は、ファンド業界に影響を与えると思われる。

#### 新たな租税条約

アイルランドはその二重課税防止条約のネットワークを拡大し続けており、うち72件が署名済みとなっています。最新の条約—ウクライナ、タイ、ボツワナ、エチオピアとの条約—を発効させるための法的な手続が現在進められています。加えて、他の法域との新たな合意のための交渉が進行中です。

アイルランドの条約の数が増え続けることは、アイルランドのファンドにおける投資家のリターンを高めるのに役立っており、アイルランドのファンドは多くの場合において、条約相手国における外国税の軽減税率の便益を認識しています。

## 一般契約型ファンド (CCF)

一般契約型ファンド (CCF) は、アイルランドにおける規制された資産プールファンドの仕組みです。資産のプーリングは、機関投資家が規模の経済を通じたコスト削減、リターンの向上および業務の効率化の実現を目的として、資産を単一のピークルファンドにプールすることを可能にします。既存の CCF における経験上、10 ベーシスポイントから 20 ベーシスポイントの節減となります。

CCF は証書の下で設立される法人化されていない組織であり、投資家は、基礎となる資産をその投資に比例して保有する「共同所有者」となります。CCF は通常運用会社によって設立され、投資家は個人であってはなりません。すなわち、機関投資家のみが認められます。CCF はアイルランド中央銀行によって承認および規制され、UCITS ファンドまたは非 UCITS ファンドとして構築することができます。CCF は別個の法人ではなく、アイルランドの法務および税務の目的上透明です。

CCF は財務上透明であるため、その所得および利得に対するアイルランドの税は非課税となります。CCF の投資家は、基礎となる CCF の投資の比例的な持分を直接所有しているものとして取り扱われます。

CCF の主なメリットは、以下の通りです。

- 確立されており、安定した実績を有する
- UCITS と非 UCITS の両方を含む、70 を超える CCF が運用されている
- 幅広い投資家基盤—機関投資家、年金基金、保険会社、企業、生命保険会社、資産運用会社および MNC
- ファンド業界専用として構築
- 少なくとも 20 カ国における税の透明性
- アイルランドのほとんどの二重課税防止条約において透明性がうたわれている
- 投資家／投資の内訳によっては、約 20 ベーシスポイントの税の節減につながる
- 業界における経験豊富なサービスプロバイダーの存在

## 不動産投資信託 (REIT)

2013 年に導入されて以来、アイルランドの REIT は、税効率の高い方法でアイルランドの不動産市場に投資する手段を投資家に提供してきました。REIT の主なメリットには、以下が含まれます。

- 社内で保有されている不動産賃貸事業の所得と課税対象利得は、非課税扱い
- アイルランドの幅広い条約ネットワーク（上記参照）へのアクセス
- アイルランド非居住者である投資家が REIT の持分の売却により得たキャピタルゲインはアイルランドにおいて課税対象とならないこと

今日までに 3 つの REIT（グリーン REIT Plc、ハイバーニア REIT plc、IRES REIT）が設立され、およそ 12 億 7,000 万ユーロの調達に成功しています。2015 年にはさらに新たな REIT が登場すると予想され、アイルランド国内への投資にとどまらず、外国の不動産も含まれるようになると思われます。

---

**2015 年は、特に ICAV のような積極的な取り組みが動き始めることから、アイルランドのファンド業界にとって興味深い 1 年になる見込みです。**



## オランダ

アーンスト・ジャン・ノルタ  
(Ernst-Jan Nolta)  
シニアマネジャー  
金融サービス税務  
デロイト

レイモンド・アダマ  
(Raymond Adema)  
マネジャー  
金融サービス税務  
デロイト

オランダの配当源泉徴収税への課税をめぐる議論は、過去1年にわたって続いており、多くの事案が係争中となっています。以下においては、資産運用業界の関心を引く事案をいくつか取り上げます。

### 源泉徴収税の還付請求の機会

#### 投資会社と投資ファンド

2013年末に、オランダの最高裁判所は、フィンランドの投資ファンドの事案の判決を出しました。

同裁判所は、オランダは別の加盟国の税務規則（この事案では、非課税措置）に従う義務を負わないとの判断を下しました。代わりに、事業者がオランダにおいてどのように課税されるかが検証されなければなりません。したがって、フィンランドで非課税になっているにもかかわらず、このフィンランドのオープンエンド型投資ファンドは、オランダに居住している場合、課税対象となります。その結果、当該企業は、オランダの配当源泉徴収税の還付を受けることはできません。

この投資ファンドは、オランダの財務投資機関（FII）に相当するフィンランドの機関とみなされるべきであり、したがってオランダにおいて税率0%の対象となると主張していました。けれども、フィンランドの投資ファンドは実際には利益を配当として株主に分配していなかったため、オランダ最高裁判所は当該事業者をオランダのFIIに相当するとはみなしませんでした。しかし同裁判所は、この条件の適用についてそれ以上詳しく論じず、また、外国の投資会社と投資ファンドがFIIに相当するとみなされ（比較可能性テスト）、オランダの配当源泉徴収税の還付を受ける資格を有するために満たす必要のあるその他の条件についても説明しませんでした。その結果、比較可能性テストの条件を明確化するために、数件の訴訟がオランダの裁判所において係争中となっています。

最後に、エマージング・マーケット・シリーズ事件やデンマークに対する侵害手続など同類の事案が係争中となっている中でも、オランダの最高裁判所が欧州司法裁判所に予備的質問を提出しなかったことは、いささか失望を呼んでいます。



### 生命保険会社

昨年、欧州委員会はオランダに対し、別の加盟国または EEA 国（ノルウェー、リヒテンシュタイン、アイスランド）において設立された保険会社が保有する株式の受取配当金への差別的な課税を理由として、侵害手続を開始しました。

オランダの法律では、オランダの保険会社は、ユニットリンク型保険の枠組みに従って保有されている株式の受取配当金については課税されません。そのような会社については、配当源泉徴収税は、正味ベースで課税される法人所得税の予定納税となります。その結果、オランダの保険会社は、保険契約者に配当金を回すための債務の増額分を受取配当金から控除することができます。したがって、法人所得税の課税標準は実質的にゼロ（に近い金額）に減額される一方、オランダの配当源泉徴収税は、法人所得税の未払額に充当するか、法人所得税の未払額を超える場合は、還付されます。

オランダの配当源泉徴収税は、ユニットリンク型保険の枠組みにおいて保有されている株式についてオランダの配当金を受け取る、EU または EEA において設立された保険会社にとっては最終課税となります。それらの保険会社は、オランダの保険会社とは異なり、総配当金に課税され、同様の税額控除を受けることができません。欧州委員会は、オランダ以外の EU/EEA で設立された保険会社に対して、より高い税を課していることは、欧州連合の機能に関する条約および欧州経済地域（EEA）協定における資本移動の自由に相反するとみなしています。

### その他（損害保険）会社

配当源泉徴収税の課税をめぐる議論は、投資会社、投資ファンド、生命保険会社に限ったものではありません。別のオランダの事案（ソシエテ・ジェネラル事件）において、欧州連合司法裁判所はオランダ最高裁判所に、配当源泉徴収税違反を評価する場合の比較可能性基準を明確にするように求められました。具体的に問われているのは、配当を受け取る事業体が配当源泉徴収税を、国内状況で納付すべき法人所得税に関する予定納税として清算することは一方で、かかる清算が配当を受け取る外国事業体については可能ではない場合—EU 法の違反にあたるかどうかということです。

---

**オランダの配当源泉徴収税への課税をめぐる不透明な状況は、2015 年も続く見込みです。**



## スイス

# 投資ファンドにとっての新たな機会

アンドレ・クーン  
(André Kuhn)  
シニアマネジャー  
金融サービス税務  
デロイト

ダニエル・コユンク  
(Danielle Koyuncu)  
マネジャー  
金融サービス税務  
デロイト

### アバディーン源泉徴収税還付請求

スイスの投資ファンドが欧州連合（EU）の加盟国に居住地を置く企業から受け取った株式の配当支払いは、アウトバウンド配当に課せられる国内源泉徴収税の対象となる可能性があります。適用される二重課税防止条約の下では、そのような源泉徴収税は通常、ポートフォリオ投資については15%に減額されます。しかし、投資ファンドに支払われた配当金への課税措置は、居住者投資ファンドと、それと同等の非居住者投資ファンドでは異なることがあり、したがって差別的な扱いが生じることがあります。

2009年、欧州司法裁判所（ECJ）はアバディーン事件（C-303/07）の判決を下し、非居住者投資ファンドに支払われた配当金に源泉徴収税を課すことは、居住者投資ファンドに支払われた同様の配当金が源泉徴収税を免除されているならば、差別的であると初めて判示しました。アバディーン事件では、ルクセンブルグのSICAVとして法人化された不動産ファンドによって所有され、フィンランドの居住者である不動産会社アバディーン・プロパティ・フィンインベスト・アルファ株式会社（以下、「アバディーン」）がフィンランドの税務当局に、当該ルクセンブルグSICAVに分配された配当金がフィンランドの源泉徴収税を免除されるかどうか問い合わせました。アバディーンはEU法に基づき、そのような課税を差別的であるとみなしました。というのも、同じ配当支払いであっても、フィンランドの企業または投資ファンドに支払われたものであれば、源泉徴収税を免除されるからです。

フィンランドの税務当局が免除を認めなかったため、アバディーンはこの件をフィンランドの裁判所に提起し、フィンランドの裁判所は同事案をECJに付託しました。ECJは、非居住者投資ファンドと居住者投資ファンドに対する課税措置が異なることは、事業設立の自由と自由な資本移動の原則の制限にあたるとの判決を下しました。

その後もECJは、いくつかの新たな訴訟事件において、差別的な税制がEU法に反することを確認しています。特に、ECJは2012年5月のサンタンデル事件（C-338/11からC347/11）において、非居住者投資ファンドへの配当支払いに対するフランスの課税措置は、自由な資本移動の原則に反しており、EU法に適合しないと明示的に述べました。自由な資本移動の原則は非EU諸国にも適用されるため、この判決は、ミューチュアル投資ファンドを含むEU居住者とEU非居住者両方の投資ビークルに適用されます。さらにECJは、この判決は遡及的効力を有すると述べ、投資ファンドが過年度における差別的な源泉徴収税の還付を請求することを可能にしました。

最後に、ECJは2014年4月、EMSDFA事件（C-190/12）において、米国の投資ファンドへのアウトバウンド配当に対するポーランドの課税措置が自由な資本移動の原則に反しているとの判決を下し、米国の投資ファンドがポーランドにおいて負担した源泉徴収税を取り戻すことを認めました。



ポーランド当局は、源泉徴収税の扱いは、自由な資本移動の原則に基づいて評価されるべきではなく、事業設立の自由の原則またはサービス提供の自由の原則に基づいて評価されるべきと主張しました。事業設立の自由の原則とサービス提供の自由の原則は、EU加盟国または欧州経済地域（EEA）にのみ適用されるため、この場合、スイスなどの第三国の投資ファンドが差別的な源泉徴収税を取り戻すことはできなくなります。

しかしECJは、ポートフォリオ投資については、ポーランドの課税措置は自由な資本移動の原則に反しているとの判決を下し、ついに第三国の投資ファンド（スイスの投資ファンドなど）がEU加盟国において課税された差別的な源泉徴収税の還付を請求する道を開きました。

これらのECJの判決に基づき、また、EU加盟国の税法を考慮すると、スイスの投資ファンドがオーストリア、ベルギー、デンマーク、フィンランド、フランス、ドイツ、イタリア、オランダ、ノルウェー、ポーランド、スペイン、スウェーデンにおいて負担した差別的な源泉徴収税について還付を請求する機会が生じる可能性があります。

したがって、スイスの投資ファンドと投資基金は、過去の源泉徴収税上のポジションを見直し、差別的な源泉徴収税の還付請求をすることが有益かどうかを検討することが望ましいと思われます。

# ローンファンド

## 欧州の代替的な 企業資金供給源

ニアム・ジェラティ  
(Niamh Geraghty)  
ディレクター  
監査  
デロイト

マシュー・フォーリー  
(Matthew Foley)  
ディレクター  
監査  
デロイト

エイスリング・コストロ  
(Aisling Costello)  
シニアマネジャー  
監査  
デロイト

金融危機は、世界的に銀行の流動性問題を引き起こし、その連鎖反応として企業がアクセスできる資本が減少しました。この課題に対処するため、欧州の監督当局は、代替的な資金供給源の導入を進めており、特に投資ファンドによる企業への貸出を可能にする施策を実施しようとしています。

欧州レベルでは、「欧州長期投資ファンド」(ELTIF)の設立が進められる一方、アイルランドは最近、独自の「ローン実行適格投資家代替投資ファンド(Loan Originating Qualified Investor Alternative Investment Fund)」(以下、「アイルランドローンファンド(ILF)」)を導入しました。どちらの施策も、企業へのローンを実行する規制対象ファンドを提供するものであり、本記事では、それぞれの主要な特徴を比較します。

なお、ELTIFはローンファンドであることを義務付けられているわけではありませんが、その資産の少なくとも70%を適格資産に投資しなければなりません。これらの適格資産は、ローンをはじめとする、いくつかの形態の長期投資となります。本記事では、ローンファンドとして組成されたELTIFに焦点を当てます。



### 背景と現在の状況

ELTIFは2012年に、「UCITS VI」と呼ばれるUCITSファンドの改革パッケージ案の一環として始まりました。改革案の一つは、欧州のリテール市場向けの長期投資商品の導入でした。業界からのフィードバックを受けて、欧州委員会は代わりに、オルタナティブ投資ファンド運用者指令（AIFMD）によって規制される単独型のファンド商品となるELTIFに関する規則案を2013年6月に公表しました。

EITIF規則について、ミシェル・バルニエ域内市場・サービス担当委員は、次のように説明しました。「我々は、欧州の実体経済のための長期的な資金供給を確保する必要があります。現在、資金供給は乏しく、供給がある場合でも短期的目標にあまりにも大きな焦点が当てられている。欧州長期投資ファンドは、専門投資家と個人が欧州の非上場企業と不動産やインフラプロジェクトなどの長期資産に長期的に投資することを可能にする投資ビークルである。欧州連合全域であらゆるタイプの

投資家がELTIFを利用できるようにすることは、欧州の企業が入手できる資本のプールを最大化するために不可欠である。新たなEU投資ブランドを創設することで、投資家と企業の双方の信頼を得られることを願う」

欧州委員会は2013年3月に、欧州経済への長期的な資金供給に関するグリーンペーパーを採択しました。同ペーパーは、欧州における長期的な資金供給を分析し、投資ファンドが欧州の長期投資手段の向上と多様化を支援する必要があることを確認していました。

2014年12月10日に、欧州連合理事会の常任代表委員会は、三者間の議論を通じて到達した暫定合意を経て、ELTIF規則の最終妥協案を承認しました。一方でアイルランドも、類似の目的、すなわち、企業のためのノンバンクの資金供給という目的を達成するために、2014年10月にアイルランドローンファンド（ILF）を導入しました。

### 構造

両ファンドの組成要件は類似しています。どちらも母国である加盟国で承認を受けなければならない、アンブレラファンドの一部を構成することができ、クローズドエンド型でなければならない、AIFMD 承認を受けた投資マネジャーを必要とします。オープンエンド型の構造を禁止する理由は、投資家の信頼喪失が投資家の流出につながり、それが今度はローンの取消しやその後の売却につながるような状況避けるためです。ファンドの設立規則において定められた例外的な状況においては、ELTIF は、そうすることがファンドの投資戦略に適合しているならば、償還を可能にする形で組成することができ、また、より大きな柔軟性を持たせるために、その運用期間を延長もしくは短縮することができます。

ILF は、クローズドエンド型でなければなりませんが、承認を得て、ファンドの運用期間中の中間償還日を指定することが認められています。販売と償還は、流動性のある資産が入手可能であり、ILF の規制遵守または流動性義務を損なう危険がない場合に認められます。規則上、ILF は投資家の承認を条件として償還を行うことができる一方、販売は ILF の運用期間全体を通して行うことができます。

ILF は、ユニット・トラスト、投資リミテッド・パートナーシップ、アイルランド集団資産運用ビークル、または可変資本金会社を含むアイルランドのあらゆる形態の投資ビークルとして組成できます。



ELTIF が利用できる構造も同じように広範にわたっています。しかし、投資家に販売される場合、ELTIF は、パートナーシップとして組成することはできません。この特性は、ファンドにとって実現可能な構造がパートナーシップに限られている法域において障害となる可能性があるため、批判を呼んでいます。

### 適格投資

ファンドを決定付ける特性は、その投資戦略であり、特にどのような投資が認められるかです。ローンファンドの主要な特徴は、そのポートフォリオにおいて保有できるローンの種類と残高、そして特に、認められるローンの受け手の特性です。両ファンドは、それぞれ異なるポートフォリオの残高基準を設けています。ELTIF は、ILF よりも認められるローンの受け手の種類が限定的である一方、ILF は、単一戦略ファンドでなければなりません。

### 認められるローン—適格投資

ELTIF は、そのポートフォリオに関して大きな柔軟性を持っています。その資本の少なくとも 70% は、「適格ポートフォリオ事業」へのローンを含む適格資産に投資しなければなりません。残りの部分は多様な資産に投資できます。適格ポートフォリオ事業とは、ポートフォリオ事業（ファンド、金融事業、組織化された取引施設（organized trading facilities）および上場企業を除く）と上場している中小企業（SME）をいいます。

アイルランドの ILF は、貸出のみに重点を置く単一戦略ファンドであることを義務付けられています。しかし、有価証券を含む全体的な投資戦略に従うアンブレラファンドの中のサブファンドとして存在することができます。アイルランド中央銀行（CBI）は、ローンの実行に加えて ILF は、ローンに参加し、流通市場でローンを買取り、サブパーシテーションを介してローンに投資できることを確認しています。また、ローンの担保として用いられた担保物件の取り扱いなどの活動から直接的に生じる業務に従事すること、資金管理とヘッジ目的でのデリバティブの利用を行うことが認められています。

ILF の場合、信用機関からのローンの買取りも、売却が複数の当事者を対象とする売出しを経て独立企業間の条件で行われるならば認められます。売却が二者間で行われる場合、ILF は、信用機関が実行時に測定されたローンの名目価格の 5% の正味経済持分を維持するならば、ローンを買取り取ることができます。

---

両ファンドの組成要件は類似しています。どちらも母国である加盟国で承認を受けなければならない、アンブレラファンドの一部を構成することができ、クローズドエンド型でなければならない、AIFMD 承認を受けた投資マネジャーを必要とします。





### 認められるローンの受け手

ELTIFの目標は、欧州全域で長期プロジェクトの成長を促進し、EUの実体経済への資金供給に貢献することです。これは、ELTIFからのローンの受け手として認められる対象に反映されており、インフラ、不動産物件、船舶、航空機、車両または上場している中小企業に投資するために設立された非金融系の未上場事業体、欧州社会起業家ファンドと欧州ベンチャーキャピタルファンドが含まれています。また、欧州投資銀行グループの欧州インフラまたはSME向け資金供給に投資することも認められています。

ILFは、一般的に企業に資金を供給するという、より幅広い目標を掲げており、非金融企業にローンを実行することができます。ただし、金融企業や自然人にローンを実行することはできません。

### 販売一適格投資家

AIFMDの規制対象となる事業体としてどちらのファンドも、AIFMDのパスポート制度に基づいてEU全域でパスポートの交付を受けることができます。UCITS制度の改革案が起源となっていることを考慮すると、ELTIFが個人投資家向けにも提供されることは意外ではありません。なお、個人投資家に販売されるELTIFもAIFMDに基づき、パスポートの交付を受けることができます。AIFMDでは、一般に専門投資家向けに販売されるファンドだけがパスポートの交付を受けられるため、これは興味深い動きです。

ELTIFの最低投資額は1万ユーロとなっており、この比較的高い基準額のせいではほとんどの個人投資家はELTIFに手を出せなくなるという批判（英国政府からの批判を含め）を呼んでいます。ひょっとすると欧州委員会は、より高いと認識されているローンファンドの固有リスクから、個人投資家の中の最も小口の層を保護するためにこの基準額を定めたのかもしれませんが。

ILFは、専門投資家による投資に広く利用可能であり、最低投資額は10万ユーロとなっています。

### レバレッジ

ELTIFとILFの個人投資家向け性質と専門家向け性質の違いは、それぞれのレバレッジの上限によって示されています。個人投資家向けに設計された商品として、ELTIFの特性はILFよりもリスク回避的です。たとえば、ELTIFは30%までのレバレッジしか認めていないのに対し、ILFは200%まで認めています。加えて、シャドーバンキングを防ぐために、ELTIFは、ローンを実行する際に借入金を使うことはできません。両ファンドの限度額が比較的低く、ELTIFではローンのための資金手当てに借入金の利用を禁止していることを考慮すると、よりレバレッジの高いスキームが必要な場合、規制対象外のローンファンドが今後も設立される可能性が高いと思われます。

### 透明性要件

AIFMDの規制対象となるAIFとして、どちらのファンドもすでに、詳細な開示対象となっています。CBIはこのことを認めています。ILF独自の性質上、投資前と純資産価値の各計算時点で定期的に補足的な開示が要求されると説明しています。



CBIは不良債権について、適切な区分が適用されているという何らかの確信を投資家が持てるように、ILFも銀行と同じ基準を適用すべきだと考えています。ユニット保有者に開示される情報には、ファンドのローン残高の詳細が含まれる一方、ILFはCBIがシステムリスクを監視できるように、未引出しの融資枠のリストをCBIに提出しなければなりません。

個人投資家に販売されるELTIFは、パッケージ型個人投資家向け投資商品について新たな欧州全域にわたる契約前商品開示文書を導入する、主要情報文書（key information document, 「KID」と呼ばれる）に関する規則に従って、KIDを発行しなければなりません。

---

**AIFMDの規制対象となる事業体としてどちらのファンドも、AIFMDのパスポート制度に基づいてEU全域でパスポートの交付を受けることができます。**

#### 結論

CBIは、ILFの運用者と銀行が相互に有益なパートナーシップを形成し、そのような関係を通じて、ILFが信用分析、リスクマネジメント、ローンの組成とサービシングに関する銀行の専門知識を活用し、銀行の顧客基盤にアクセスできるようになることを期待しています。その一方で、銀行がリスク分担のためにILFと共同でローンを行ったり、自行のバランスシートに引き受けることのできない顧客をILFに紹介したりといったことが可能になることも期待しています。これらのファンドが欧州全域にどのような影響を与えるかは、興味深いところです。SMEに対する資金供給のプールと信用枠の拡大は、企業に提示されるローンの利率を引き下げることになるのでしょうか。

ELTIFは実際にローンを実行するのでしょうか。それとも、たとえば不動産やインフラプロジェクトなど、投資を認められている他の資産に重点を置くのでしょうか。国によっては、ローンファンドをシャドーバンキングの一形態とみなすでしょうか。その場合、投資家への販売を認めるでしょうか。ILFの導入を受けて、ELTIFの草案は抜本的に改定され、特定の状況における償還と上場している中小企業への投資を認めるようになりました。将来の改定により、この2つのファンドの差異は、拡大するのでしょうか、それとも縮小するのでしょうか。

最後に、ローンファンドとさらなる企業向け資金供給のプールの導入がEU経済の成長を推進するという主たる目標を達成できるかどうか、興味深いところです。

## ELTIF と ILF の比較

	ELTIF	ILF
TS か AIF か？	AIF のみ	AIF のみ
最低投資額	€ 10,000	€ 100,000
販売パスポート	適用	適用
承認された AIFM か 登録 AIFM か	承認のみ	承認のみ
規制対象か？	はい	はい
個人 / 専門投資家	個人と専門家	専門家のみ
オープン / クローズドエンド	クローズドエンド、償還権を含めるオプションあり	クローズドエンド、ファンドの運用期間全体を通して、既定の償還日あり
分散要件	単一の発行体の資産または単一の資産への投資は資本の 10% まで	特定の期間における単一の発行体への投資は 25% まで
適格資産	70% を株式 / 債券 / ローンまたはインフラプロジェクトに投資できる。この上限は、ポートフォリオ構築中の最初の 5 年間、またはポジションがクローズされているファンドの運用期間の終末には適用されない。30% までは、多様な資産に投資できる	ローンのみ 規則上、ローンファンドは他の事業に従事できない。しかし、他のサブファンドが株式等の資産に投資しているアンプレラファンド内のサブファンドとして組成することができる。
ローンの実行可能先	<ul style="list-style-type: none"> <li>インフラ、不動産物件、船舶、航空機、車両に投資するために設立された非金融系の未上場事業体、上場している中小企業</li> <li>欧州社会</li> <li>起業家ファンド</li> <li>欧州ベンチャーキャピタルファンド</li> </ul>	企業（非金融系）
レバレッジ	ELTIF の資本の 30% まで、ノンリコース、適格資産を取得するためにのみ利用可能	総資産は純資産価値の 200% を超えてはならない
法的構造	パートナーシップは不可	あらゆる形態が可能
投資家による持分の譲渡の可・不可	可。流通市場で持分を売却できる	譲渡制限なし
透明性要件	<ul style="list-style-type: none"> <li>ELTIF の投資目標および戦略が「長期」としての適格性をどのように満たしているかの詳細</li> <li>目論見書指令の開示要件</li> <li>AIFMD 開示要件</li> <li>適格資産に関する明確な説明</li> <li>ファンドの非流動的性質に関する明確な警告</li> <li>ファンドに付随するあらゆるコスト</li> <li>KID 開示要件（個人投資家に販売される場合）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>ローン実行に固有の特定のリスク—すなわち、ローンファンドへの投資は保証されず、投資による損失の可能性があり、非流動性にさらされること—を強調する明確なリスク警告</li> <li>ファンドのリスク・リターン特性に関する情報</li> <li>予想される集中水準</li> <li>信用モニタリングのプロセス</li> <li>運用者がデューディリジェンスを目的とする記録閲覧とスタッフへのアクセスを許可するか否かの確認</li> <li>中央銀行が貸出基準とレバレッジ制限を引き締める可能性がある旨のリスク警告</li> <li>合理的な投資家がファンドへの投資を検討するにあたり重要とみなすであろう情報</li> <li>SME へのローンの場合、中央銀行の中小企業への貸出に関する行動規範の影響</li> <li>ファンドのローン残高の詳細が定期的の開示されなければならない</li> </ul>

#### 要点:

- 金融危機は、世界的に銀行の流動性問題を引き起こし、その連鎖反応として企業がアクセスできる資本が減少しました。この課題に対処するため、欧州の監督当局は、代替的な資金供給源の導入を進めており、特に投資ファンドによる企業への融資を可能にする施策を実施しようとしています。欧州レベルでは、「欧州長期投資ファンド」(ELTIF)の設立が進められる一方、アイルランドは最近、独自の「融資実行適格投資家代替投資ファンド」を立ち上げました。どちらの施策も、企業への融資を実行する規制対象ファンドを提供するものであり、本記事では、それぞれの主要な特徴を比較します。
- CBIは、ILFの運用者と銀行が相互に有益なパートナーシップを形成し、そのような関係を通じて、ILFが信用分析、リスクマネジメント、融資の組成とサービシングに関する銀行の専門知識を活用し、銀行の顧客基盤にアクセスできるようになることを期待しています。また、一方では、銀行がリスク分担のためにILFと共同で融資を行ったり、自らのバランスシートに引き受けることのできない顧客をILFに紹介したり、といったことが可能になると期待しています。
- これらのファンドが欧州全域にどのような影響を与えるかは、興味深いところです。SMEに対する資金供給のプールと信用枠の拡大は、企業に提示される融資の利率を引き下げることになるのでしょうか。
- ELTIFは実際に融資を行うのでしょうか。それとも、たとえば不動産やインフラプロジェクトなど、投資を認められている他の資産に重点を置くのでしょうか。国によっては、融資ファンドをシャドーバンキングの一形態とみなすのでしょうか。その場合、投資家への販売を認めるのでしょうか。ILFの導入を受けて、ELTIFの草案は抜本的に改定され、特定の状況における償還と上場している中小企業への投資を認めるようになりました。将来の改定により、この2つのファンドの差異は、拡大するのでしょうか、それとも縮小するのでしょうか。

ローンファンドとさらなる企業向け資金供給のプールの導入が EU 経済の成長を推進するという主たる目標を達成できるかどうか、興味深いところです。

# 投資機会 将来の利益を 確実なものにする

イヴォ・ヴァン・デル・ヴィーン  
(Ivo van der Veen)  
シニアマネジャー  
リスクサービス  
デロイト

シュールト・カンペン  
(Sjoerd Kampen)  
ジュニアマネジャー  
リスクサービス  
デロイト



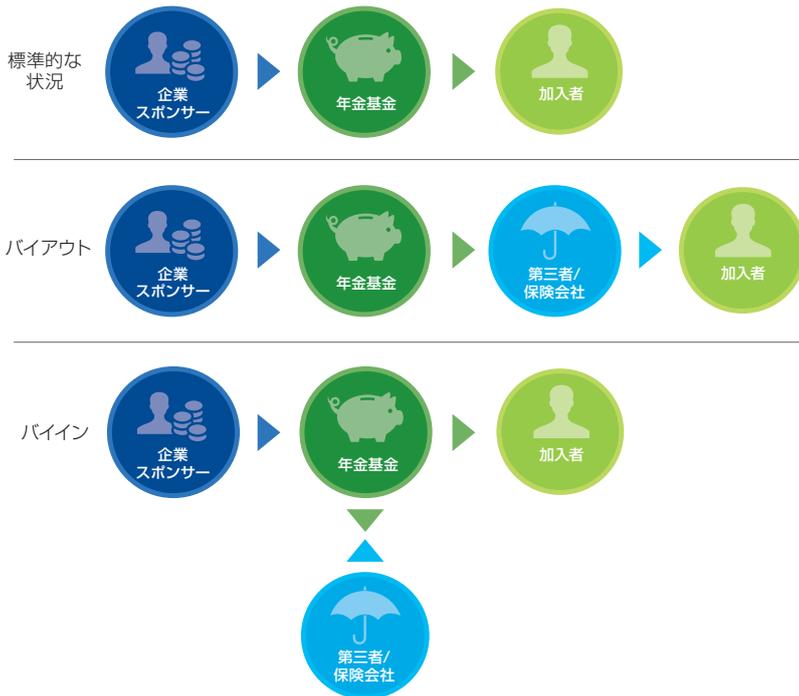
ここ数年、年金基金と企業年金制度が保険会社に移転されるケースが増えています。バイアウトまたはバイインとして知られるこれらの移転取引は、年金債務に対する企業のエクスポージャーを減らす機会を企業にもたらします。会計基準の進化、変動の激しい株式市場、企業から加入者個人へのリスクの移転は、このプロセスを加速させています。

従業員給付は、企業にとって、上向く余地の限られた金融債務となっています。そのリスクアペタイトによっては、年金基金または企業一特にバランスシート上のエクスポージャーを減らしたい企業や、高い長寿リスクや高水準の業務コストを抱えている小規模年金基金にとっては、第三者にリスクの一部を移転することは非常に魅力的かもしれません。そのような重要な決定を下すにあたっては、ロードマップを利用し、さまざまなリスクを監視することが賢明であると同時に、ステークホルダーに最適の結果がもたらされるように努め、将来の利益を確実なものにすることが大切です。

#### 債務移転の概要

たいていの企業にとって、年金制度はもはや、従業員に提供される報酬 / 給付パッケージにおける人的資源戦略の重要な部分とはみなされていません。雇用主が年金リスクを従業員に移転する傾向が強まる中、最終給与方式の年金制度は最近、非常に珍しくなっています。雇用主は、最終給与方式や確定給付型の制度（雇用主が退職年金制度を提供し、関連するリスクを負担する制度）に代わり、個人の確定拠出年金制度に拠出するようになりました。確定拠出制度では、加入者がリスクを負うことになり、企業スポンサーによる保証がないため、その結果はより不確実です。

図 1: バイインとバイアウトの比較の概要



出典：デロイト

さらに、既存の確定給付制度は企業スポンサーにリスクをもたらし、企業利益に大きな負担となりかねません。結果として、企業年金と年金基金の両方が、こうした契約に伴うリスクを外部に委託する可能性を探っています。保険会社への年金債務の移転を開始するために用いられるのがバイアウトです。完全なバイアウトでは、年金基金の全ての債務と投資ポートフォリオが保険会社などの第三者に移転されるため、最終的には企業年金制度の清算へとつながります。

バイアウト後は保険会社があらゆる年金による保証の履行について責任を負い、元の企業年金スポンサーは、年金制度および加入者と一切のつながりを持たなくなります。代わりに、年金制度の加入者（従業員、元従業員、退職者）は、保険会社と年金保険契約を結びます。債務を取り除かれた年金基金は、第三者または保険会社に関する品質保証の目的以外、存在する理由がなくなります。代替的な選択肢には、年金基金がリスクの一部、たとえば長寿に関連するリスクに保険をかけるバイインが含まれます。

バイアウトの選択は、企業の取締役会、理事会または年金基金にとって大きな決断です。年金基金または年金制度の加入者にリスクが及ぶ恐れがあるため、ほとんどの中央銀行は、こうした債務移転の承認について具体的な要件を定めています。清算プロセスは、年金基金または企業の日々の積立プロセスにおいて見逃されがちですが、年金約束が履行されることで従業員のニーズを満たすことができるため、検討する価値はあると思われます。この選択肢は、金利引き上げが確実であることと、最近の株式市場の好調なパフォーマンスを受けて、見直される可能性が高くなっています。

## 市場の動向

年金基金を取り巻く情勢は、ガバナンスモデルに対する監督当局の圧力が増大していることを受けて、急速に変化しつつあります。年金基金は、環境上の課題を理由に清算や統合を進めています。存続するのに十分な資金力と規模の経済を持つことができるのは、大規模な年金基金に限られるようになると予想されます。たとえば、推定によれば、オランダの市場では既存の年金基金の4分の1がその資産と負債を他の年金基金または保険会社に移転する手続きを進めているか、そのための準備をしており、残りの4分の3は、近いうちにバイアウトを実施するために必要な措置を調べているとされています。同じような傾向は、英国などの他の欧州諸国でも見られます。

債務の一括移転は、バランスシート上の年金債務へのエクスポージャーを軽減しようとする年金基金、企業その他金融機関にとって魅力的です。企業年金制度の場合、IFRSに基づく公正価値会計への移行は、企業のバランスシートに市場リスクをもたらしました。一部の大規模な多国籍企業は、その年間収益に比して重要となる多額の年金債務に直面しており、しかもそれらの債務は変動しやすい状態にあります。2012年12月、オランダの郵便事業者（PostNL）は、企業年金基金に8,400万ユーロを追加拠出すると発表しました<sup>1</sup>。

一部の企業は、そのバランスシート上に多額の年金基金（資産および債務）を抱えており、その額は、年金制度を有していない企業の価値の数倍に上ることもあります。そのような企業がはたして事業会社なのか、それとも姿を変えた年金基金なのかは、疑問の余地があります。

金融市場の情勢も会計規則の変更による影響を増大させており、債務および資産の一括移転が選ばれる傾向が強まっています。一括移転では、年金スポンサーが抱える年金基金債務の変動性を軽減する目的で、年金資産および債務が保険会社に委託されます。



結果的に、年金制度の加入者の年金給付は、年金基金または企業から保険会社に移転することになります。移転の一環として名目債務構造のインデクセーションを導入するために、追加的な資産が使われることもあります。その後、保険会社が給付、インデクセーション、資産投資ポートフォリオの売買執行の責任を引き受けます。

<sup>1</sup> 出典：ANP

## リスク

現在の不安定な金融環境において、年金基金と企業は、これまで受け継いできた年金債務と資産を一括取引で保険会社に移転するという、その歴史上最も重要な決断を迫られています。この取引を適切な時点で実行することは、年金基金または企業が給付できる最終的な金額に大きな違いをもたらす可能性があります。

ほとんどの年金基金は、加入者のために完全にインデクセーションされている年金を提供するという長期目標を持っています。長期的な上昇相場では、クローズド型の年金制度でこの目標を達成することは、より容易です。大規模な財務バッファ（たとえば、100%を大幅に超えるカバレッジ・レシオで表わされる）の結果として下方リスクが限られていると、余剰資産が企業スポンサーに逆に流入する可能性もあります。下方リスクとは、年金が完全なインデクセーションを達成できず、加入者の視点から見て、上昇可能性が実現されていないことを意味します。これは、全てのステークホルダー、たとえば年金受給者にとっての最適の解決策とはならないでしょう。

現在の市場環境—金利が低く、カバレッジ・レシオが低水準にとどまっている（上昇しつつあるものの）状況—では、完全な移転の機会は限られると思われる。しかし、バイアウトを利用して、さまざまなリスクの一部を移転することができます。

- **投資/市場リスク**—投資パフォーマンスが目標に到達せず、投資ポートフォリオが加入者の終身にわたって（完全に）インデクセーションされた年金約束を果たすのに十分ではないリスク
- **インフレリスク**—高インフレにより、投資ポートフォリオに対するリターンが加入者の終身にわたる年金給付を行うのに十分ではないリスク
- **長寿リスク**—平均余命が伸びたことにより、積立金が利用可能な期間を超えて年金給付が必要となるリスク

- **従業員への資金援助リスク**—スポンサー企業が年金拠出の不足を埋めることができなくなるリスク

- **デュレーションリスク**—変動金利が原因で、満期時に年金約束を果たすことができないリスク

- **オペレーショナルリスク**—ガバナンス、投資運用または業務遂行に関する問題を引き起こす業務プロセスの欠陥の結果、年金基金が年金給付を行うことができないリスク

- **信用リスク**—年金基金事業者が債務不履行に陥るリスク

## 代替策

リスクが年金基金のバランスシートから移転されると、既存の年金受給権（退職者と元従業員の権利および現従業員のこれまでの権利）と将来の受給権を区別することが合理的となります。これらのさまざまな権利保有者は、資産—債務重視の運用に関して、異なる利害関係に直面する可能性があります。年金基金加入者の主な目的は、退職時の年金給付を確保することであり、それはすなわち、確定利付投資が大きな割合を占めることを意味します。一方、積立段階で年金給付を蓄積するためには、リターンを生むことが目的となるでしょう。完全なバイアウト—全ての既存のリスクが移転される—が可能ではない場合、一部のリスクを移転するために部分的なバイアウトが用いられることがあります。



年金基金または加入者のリスクアペタイトに応じて利用できる、数多くのリスク軽減オプションがあります。バランスシート上のエクスポージャーを軽減する最も一般的な方法は、確定給付制度から確定拠出モデルに移行することです。企業破産の場合、年金制度の将来は保証されないため、パイアウトを考慮すべきです。債務の移転を考慮する可能性のある企業や年金基金として、以下が挙げられます。

- バランスシート上の債務を削減しようとする企業
- 長寿リスクが分散されていないために、大きなリスクにさらされている小規模年金基金
- 業務コストの高い年金基金



完全なバイアウトが可能ではない場合、リスクの一部を移転するための選択肢として、以下が挙げられます。

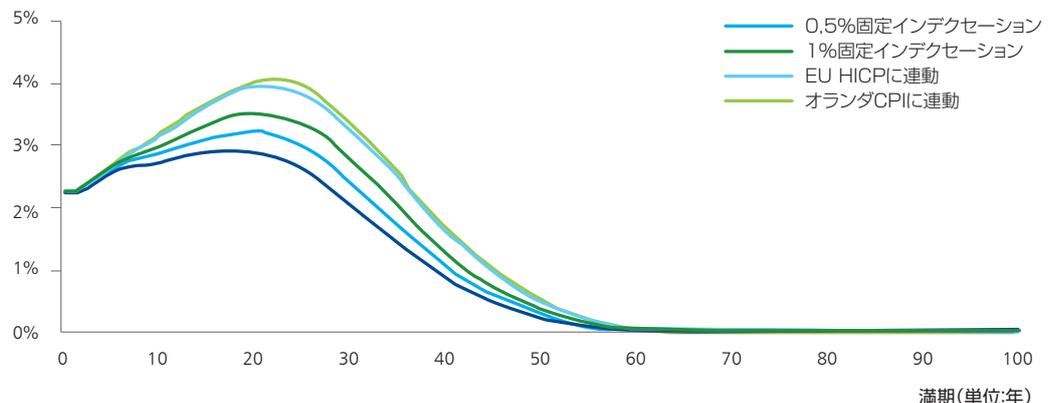
- 第三者または保険会社が年金約束の全部または一部について責任を引き受けるバイイン。ただし、企業年金スポンサーは、年金制度の加入者との関係をそのまま維持し、企業または年金基金はリスクを保険会社に移転します。
- リスクアペタイトに基づいた、部分的なバイイン。企業は、部分的なバイインの実施にあたり、さまざまなリスクを選択できます。たとえば、長寿リスクまたはインフレリスクのみを移転する場合は当てはまります。
- 既存の債務と資産の移転が数回に分けて数年にわたりに行われる、繰延バイアウト。この方法を選択した場合、リスク要因は固定することも、市場の動きに関連して調整することもできます（それぞれ市場の変動にさらされやすいインフレリスクまたは金利リスク）。

バイアウトとバイインの両方において、保険会社への年金債務の移転に付随して、企業年金基金スポンサーから保険料が支払われる可能性があります。保険料は、現在の年金基金資産と将来の債務との不足額に充当されることとなります。この保険料はしばしば、固定インデクセーション、あるいは消費者物価指数 などの変動指数に基づいたインデクセーションを導入するために使われます。

### プライシング要因

企業または年金基金の年金バランスシートの一括移転は実質的に、債務構造の割引キャッシュ・フロー計算であり、この計算はスキームと予想死亡率などの保険数理上の仮定に基づいて行われます。図 2 は、さまざまなインデクセーションレベルでのキャッシュ・フローの概要を示しています。これらの債務の価格（第三者によって支払われる）が低いほど、受給者にとってのインデクセーションは高くなります。一括バイアウトの市場は、著しく拡大しており、新たなプレーヤーの参入はもちろん、非従来型の市場プレーヤーも参入しようとしているため、プライシング手法に圧力がかかっています。競争の増大により、保険会社は投資運用と金融工学の視点からこれらの取引を検討することを迫られています。かつてキャッシュ・フローはスワップレートから求めたゼロレートで割引かれていましたが、現在では、割引曲線に対するスプレッドが一般に用いられており、固定インデクセーションの金額の上昇やインフレにマッチングさせたインデクセーションにつながっています。プライシングの主要な決定要因としては、金利、スプレッド、長寿パラメーター、インデクセーション目標、インフレ公約、債務構造のキャッシュ・フローのパターンが挙げられます。

図 2：固定インデクセーションと変動インデクセーションによるインデクセーション方式の年金債務スキーム



仮定：オランダのインフレは、EU のインフレに 10 ベーシスポイント上乘せし、かつ年金基金制度の平均満期をベースとする

出典：デロイトの分析

年金市場の買収合併と呼ばれるこうした複雑なプライシング取引は、プライシングに影響を与えるさまざまな要因に左右されます。年金制度の加入者にとっては、インフレとのマッチングは常に、継続的な購買力を実現するための大きな要素です。予想インフレ、インフレ上限、またはデフレとの釣り合いを取るためのインフレ下限の設定などの詳細なプライシング要因は、プライシングに重要な影響を与えます。

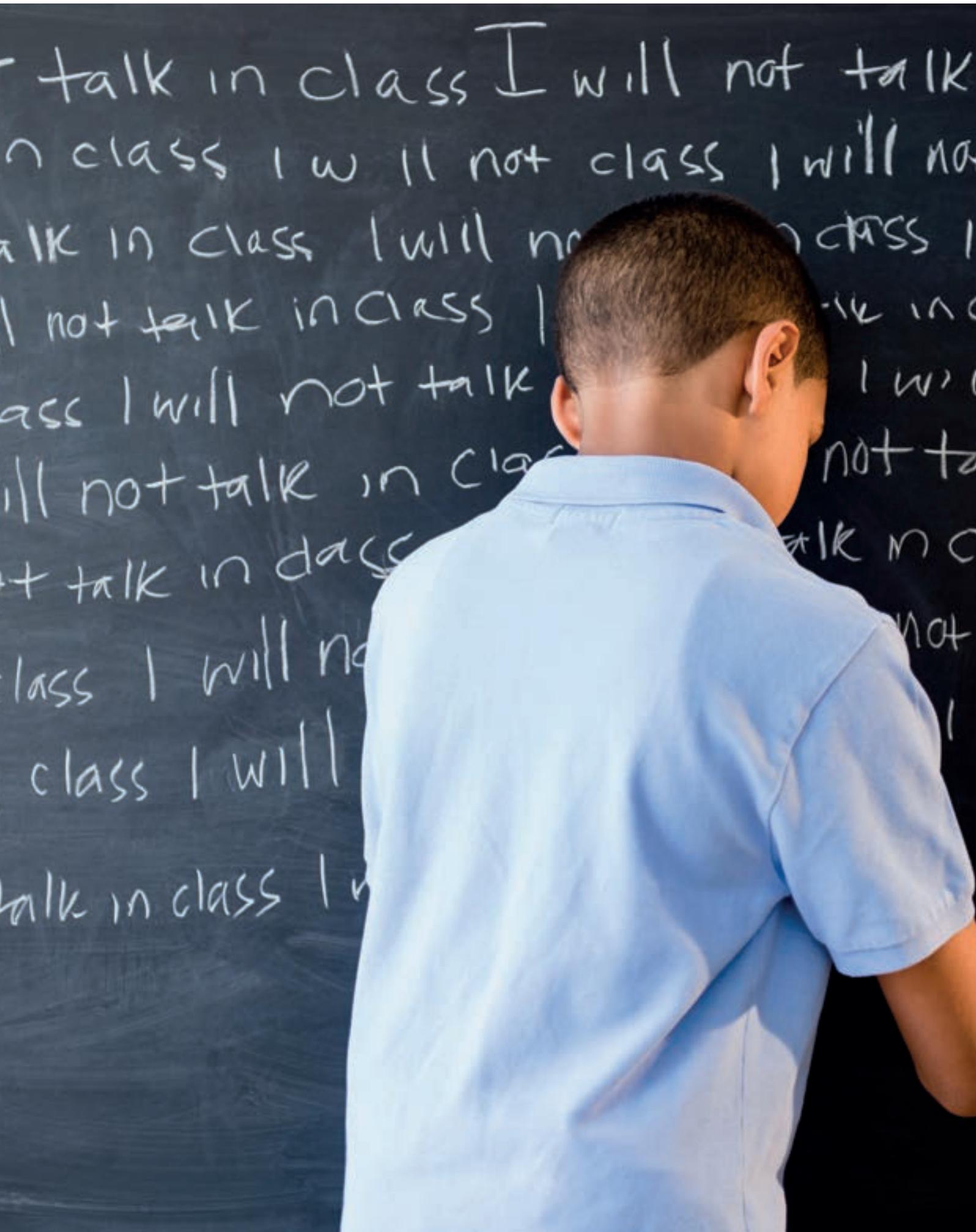
### 結論

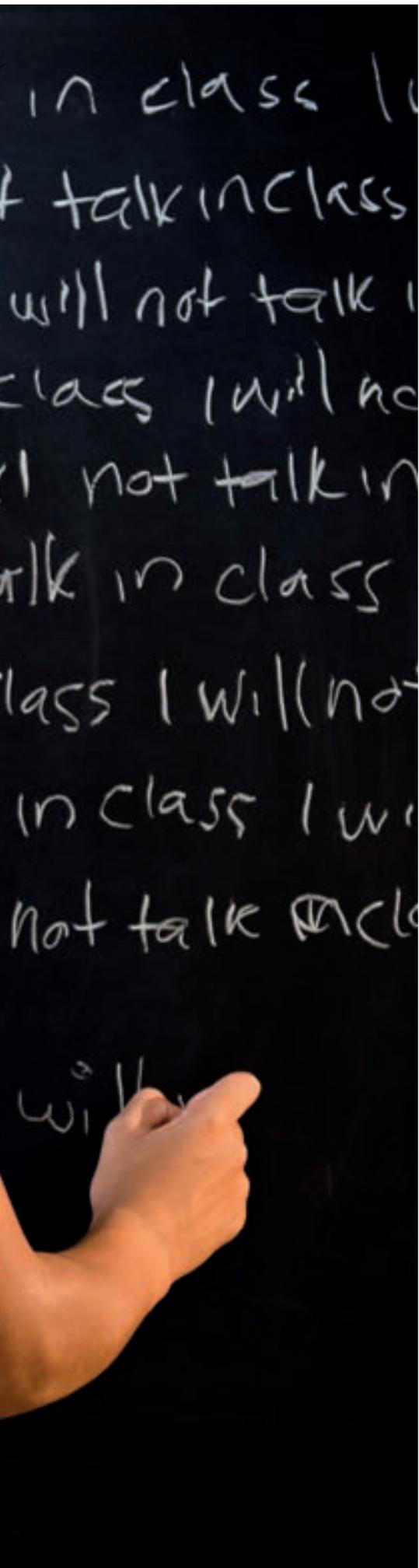
年金債務は、企業にとって大きなリスクとなっており、これらのリスクをバランスシートから取り除くには、慎重に対応しなければなりません。これは、パイアウトまたは（部分的な）パイインによって達成することができます。市場における第三者間の競争は、リスクの全部または一部を外部に委託する機会を増大させており、かかる第三者事業者によるこれらの取引のプライシングをより正確かつ競争的なものにしていきます。こうした一括取引における効果的なリスク報告は、このプロセスに対するコントロールを維持するカギとなります。基金のリスクアペタイトによっては、年金制度を継続して、リスクの一部だけを外部に委託する価値があるかもしれません。このやり方であれば、上昇余地を残しつつ、一部のリスクを限定できるため、全てのステークホルダーにとってより効率的な結果を達成することができます。これは、年金基金とその相手方としてこれらの取引に関わる第三者にとって、継続的評価となります。

### 要点：

- ほとんどの年金基金と企業は、バランスシート上の年金債務の変動性を軽減する選択肢を検討しています。
- パイインやパイアウトなどの債務移転は、この変動性を排除する効率的な方法となる可能性があります。
- カバレッジ・レシオが上昇すれば、債務移転は、より実行しやすくなるでしょう。







# UCITS V の 制裁規定に 備える

マルク・ノアホム  
(Marc Noirhomme)  
ディレクター  
アドバイザー  
& コンサルティング  
デロイト

ジェフリー・ミカレフ  
(Jeffrey Micallef)  
シニアマネジャー  
アドバイザー  
& コンサルティング  
デロイト

## はじめに

欧州における現在の刑事的・行政的制裁の環境は、国ごとに異なる制裁制度の寄せ集めであり、各国がそれぞれ制裁を課す時期と制裁の厳しさを決定しています。何よりも重要なことに、現時点では調査結果の公表義務がないため、消費者は取引を考えている投資ファンド事業者が、関連する規制の枠組みを遵守しているかどうかを確認することができずにいます。しかし、この状況が変わろうとしています。

統一的なアプローチがない現状を認識した欧州委員会は、問題に取り組むために UCITS V に基づく規制対応案を策定しました。

### UCITS V の制裁制度の対象となるのは？

2014年8月28日に欧州法に取り入れられた UCITS V に基づく制裁制度の主要な目的は、行政的制裁の適用に対する一貫性あるアプローチのための規定を定め、各加盟国が最低水準の一貫性を保ちつつそれらの規定を国内法に適用するように図ることにあります。UCITS V は、不遵守や繰り返される違反に対する制裁措置の水準を決定し、遵守に責任を負う当事者を明確にしています。

同規則の全体的な意図は、最終的に違反行為の登録と報告のための規制の枠組みを策定し、欧州全域における一貫性のある適用を実現することにあります。

規則の主要なポイントの一つは、管轄当局が制裁に関するあらゆる決定を公表するよう徹底することが各加盟国に義務付けられるということです。このような懲罰的な公表は、投資家が同じ情報にアクセスできるようにするために、ある程度効果があると思われます。また、各加盟国が UCITS V の規定、特に違反に関する「繰り返される (repeated)」の定義に関係する部分をどのように国内法化するかは興味深いところです。

### 制裁制度の主要な領域－第 99 条 (指令 2009/65/EC を改定)

第 99 条の更新は、6 つの主要な領域、すなわち、事業活動の認可、業務環境、リスク管理、通知義務、制裁の公表、内部告発をカバーしています。各加盟国は、刑事的制裁がまだ存在していない場合、2016年2月までに行政的制裁を国内法にまとめることが義務付けられます。この制度では、調査結果の公表義務と企業に求められる内部告発手続の実施義務の強化に焦点が当てられています。

カテゴリー	制裁の適用対象
事業活動の認可	<ul style="list-style-type: none"><li>・ UCITS 活動の実施前に適切な認可を取得していないこと</li><li>・ 適格保有資産に関する年次報告義務の不遵守</li></ul>
業務環境	<ul style="list-style-type: none"><li>・ 健全な管理・会計処理手続、電子データの管理および保全、内部統制手続の欠如</li><li>・ 個人取引に関する規則の欠如</li><li>・ 委託機能に関する不遵守</li><li>・ 行動規範の不履行</li><li>・ 預託体制に関する不履行</li></ul>
リスク管理	<ul style="list-style-type: none"><li>・ 健全なリスク管理プロセスの欠如</li><li>・ OTC デリバティブの価値に関する独立した評価の重視</li><li>・ UCITS 投資方針に関する不履行</li></ul>
通知義務	<ul style="list-style-type: none"><li>・ 義務付けられた投資家向け情報に関する不履行</li><li>・ UCITS 通知義務の不履行</li></ul>
公表	<ul style="list-style-type: none"><li>・ 不履行の詳細についての責任者による公式な声明</li></ul>
内部告発	<ul style="list-style-type: none"><li>・ 測定および報告手続が確立されていないこと</li><li>・ 従業員による報告手続が実施されていないこと</li><li>・ 従業員を保護する対策を取っていないこと</li></ul>

### 制裁処分

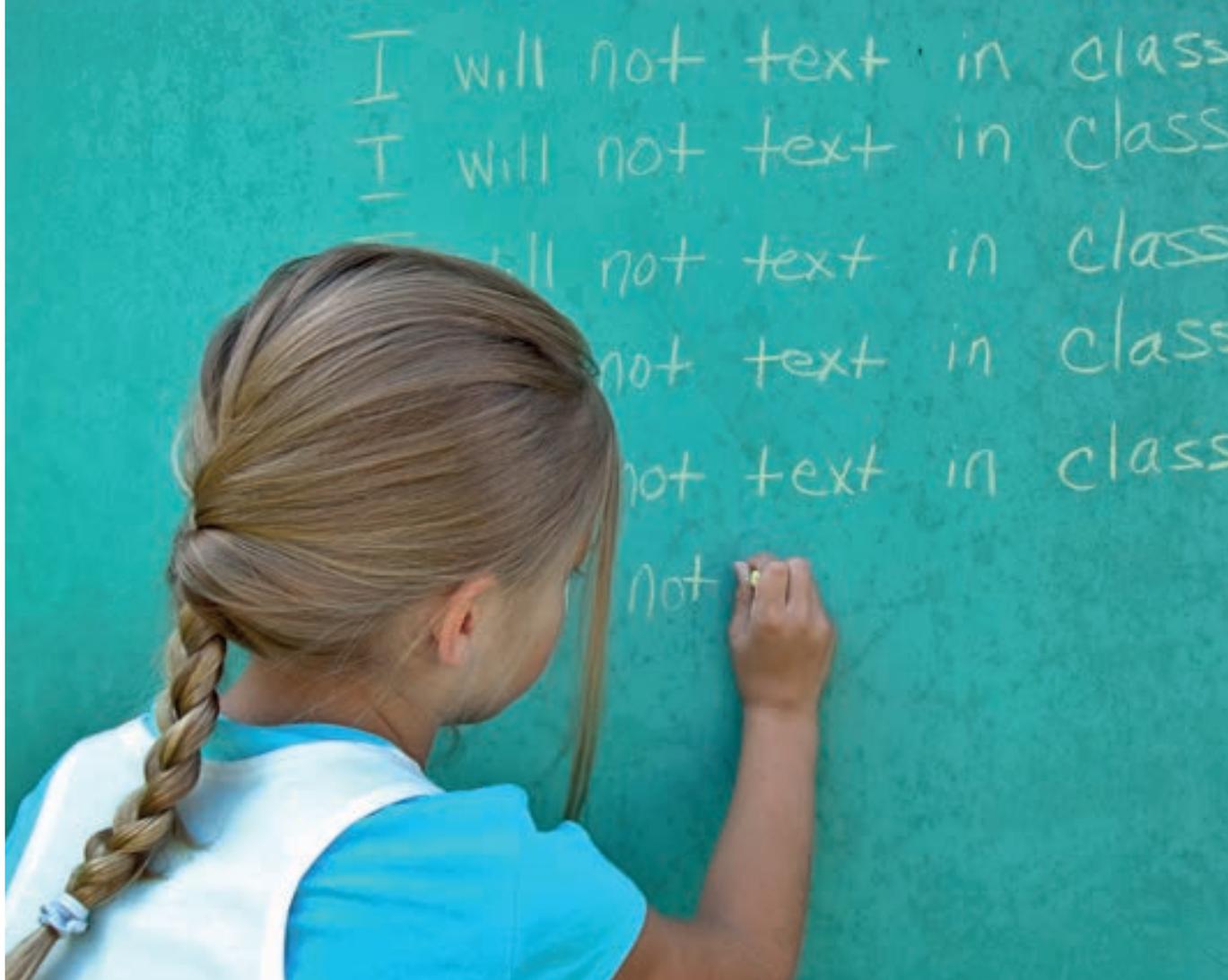
同規則は、違反行為があった場合、運用会社、投資会社、預託機関に以下の行政処分が下される可能性があると定めています。

- UCITS または運用会社の場合、認可の一時停止または取消し。これは、一時停止という形態のこともあれば、繰り返される違反行為については、責任を問われる運用機関の一員または自然人が当該企業もしくはかかる他の企業において経営機能を遂行することが恒久的に禁止されることもあります。
- 責任者には初期段階において、違反行為を中止し、当該行為の繰り返しを停止するように命令が出されます。
- 責任者の場合、行政的制裁制度に基づく罰金の最高額は、自然人については 500 万ユーロ（または、他通貨での相当額）であり、法人については 500 万ユーロまたは年間収益の 10% となります。

---

規則の主要なポイントの一つは、管轄当局があらゆる決定を公知にするよう徹底することが各加盟国に義務付けられるということです。





### 業界への影響

必要な認可の取得義務の他に、資産運用会社と投資会社は、これらの規則および旧バージョンの規則を遵守するために適切な組織構造およびガバナンス構造を整備することが義務付けられます。これは、自身の組織に適用されるだけでなく、委託している業務についても、適切に管理されていることを確実にするための監視が必要となることを意味します。

この一つの例は、預託機関から運用会社に提供されているサービスについて、十分な監督とリスク委員会の設立を通じて預託機関からの定期的な報告を確保することです。特に、プロセスの欠陥は必ず記録しなければなりません。規則には、「頻繁な誤り (frequent error)」に関する明示的な説明が含まれていないため、各加盟国がこれをどのように定義するかは興味深いところであり、定義と適用において一貫性のあるアプローチが取られることが望まれます。

委任された機能について責任を負う当事者は、資産運用会社の代理としてのデュー・ディリジェンスの強化が要求されていることに加え、義務の履行と、さらに重要な点として、不履行の内容と頻度を詳述する効果的な報告が必要となることを認識する必要があります。

規則は、自然人または法人に罰金が科せられると定められているため、不遵守について責任を問われる可能性のある者を保護する十分な保険の手配を検討することが妥当と思われます。こうした者は、責任者としての立場で行動するためのしかるべき承認を得ていることを確認する必要があります。新たな規則は、最高業務執行責任者 (COO) / 業務執行役員の責務の変更または拡大につながるかもしれません。それに加えて、COO/業務執行役員のより頻繁なローテーションを検討することも考えられます。これは、リスクを軽減し、経営陣における責任者の義務に関する理解を深めるといったメリットももたらします。

もちろん、保険契約は、制裁による評判へのダメージを防ぐことはできません。公表義務は、企業と自然人の両方が特定されると定めているため、企業は内部告発手続が適切に実施されるように努める必要があります。評判へのダメージのリスクは、完全遵守を徹底する必要性を大いに高めています。

## 次のステップ

加盟国の解釈による「繰り返される不履行 (repeated failure)」は、最もよくある懸念領域になる可能性が高いため、業界はこの定義と分類の明確化を待ち望んでいます。これについては実利的に捉えられ、幅広い報告が不要とされることが期待されています。この点に関してカギとなるのは、従業員による問題事象の報告と上位者への適切な報告のための明確な手順の整備です。不履行の「誠実な」または「不誠実な」報告の評判リスクは、マイナスの影響を及ぼす可能性があります。報告に関して、欧州証券市場監督局 (ESMA) は、情報提出の手続と形式に関するさらなる指針を求められています。

規則において言及されている措置の大半は新しいものではないという共通認識がある一方、資産運用会社、投資会社、預託機関においては、適切な企業構造およびガバナンス構造が整備されていることを確認し、委託した機能が期待通りに管理されていることを確かめるために組織の見直しを開始するのが賢明と言えます。また、UCITS の活動に関与する従業員やその他の者が、特に内部告発と個人取引の領域における自身の義務を認識するように徹底することも不可欠となるでしょう。制度が厳格に施行されると、義務の不履行があった場合に、組織と責任者の両方に重い処罰が下されることになりかねません。

加盟国は、2016年2月までに UCITS V を国内法化することを要求されています。

## 要点：

- 欧州における現在の行政的制裁環境は、統一されておらず、一貫性のある適用が行われていません。
- UCITS V は、国内法に法制化される共通のアプローチの骨子を定めることによって、この問題に対処しようとしています。
- UCITS V の制裁制度は、2016年2月までに国内法化することが要求される見込みです。
- 投資会社、運用会社、預託機関は、これらの要求事項への対応を準備し始めるべきです。
- 次々と規則が導入される中、この重要な制度が見逃される恐れがあります。
- サービス提供会社も、その顧客のために遵守を達成できるように、要求事項を認識する必要があります。
- 違反した場合、企業と責任者の両方に罰金処分が科せられます。
- この制度では、金銭的損害が公表されることになると予想されます。
- 加えて、雇用主/従業員の内部告発手続のガイドラインの骨子が示されています。



# 販売に関する仮説

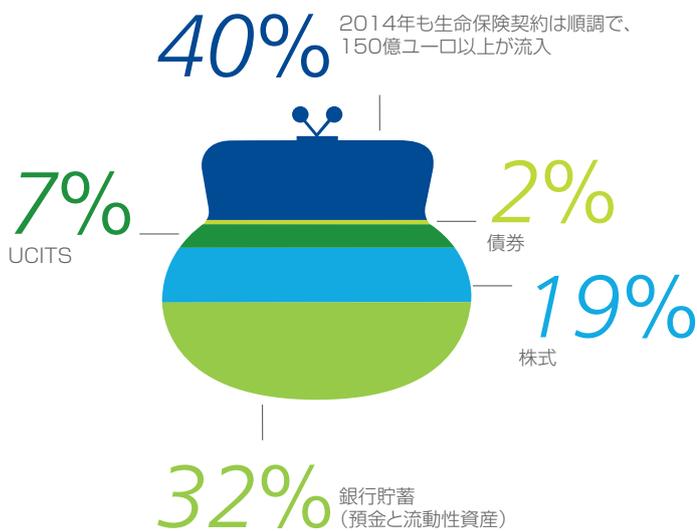
パスカル・ケーニング  
(Pascal Koenig)  
パートナー  
アドバイザー&コンサルティング  
デロイト

フランスでは、UCTIS は主に (63%)、従来型の販売チャネルー銀行ネットワーク、保険会社、プライベートバンクーを通じて、主に特有のタックス・スキーム (ユニットリンク型の生命保険契約等) の下で販売されています。

しかし、最新の調査結果から、以下が判明しています。

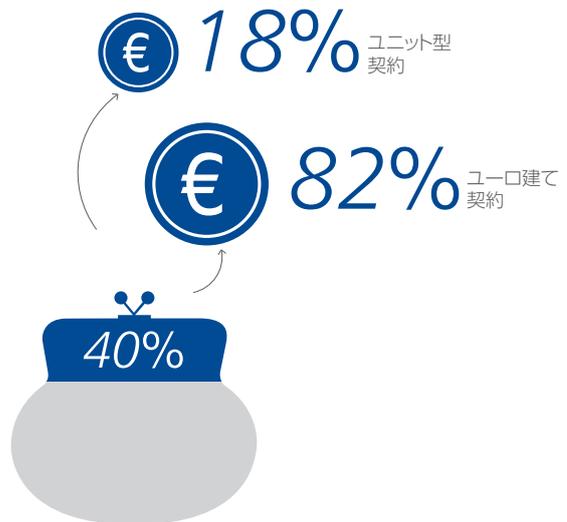
- 民間の個人は、貯蓄商品に関する銀行の助言をあまり当てにしていません（出典：「Bank-customer relations」、デロイト 2013 年バロメーター）
- 年金商品に関するニーズが満たされていません（労働力人口の半分近くが年金問題を貯蓄に関する優先順位の上位 3 位以内に挙げており、半分以上が年金の選択に関して支援が必要と答えています）（出典：「The French prepares their retirement」、デロイト 2012 年バロメーター）

図 1：2013 年のフランスの世帯金融資産の構成



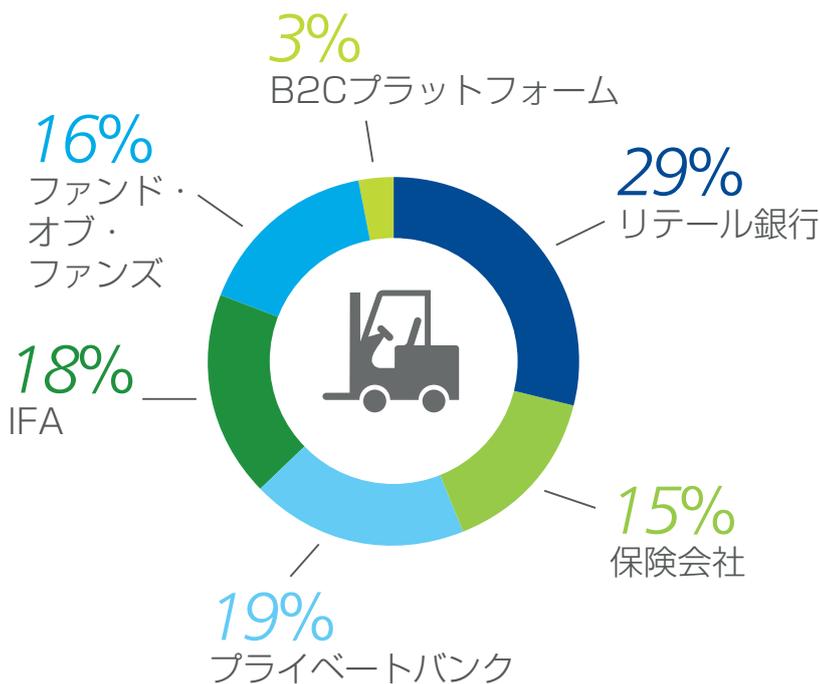
出典：フランス銀行

図 2：生命保険契約—2013 年のユーロ建て生命保険契約とユニットリンク型生命保険の金額



出典：フランス銀行 - FFSA

図 3: 2014 年のチャンネル毎の UCITS の販売 (直接販売またはタックス・スキームを介した販売)



出典: 「How French management companies/groups distribute their funds?」、AFG 調査、2014 年

ジェネレーション X、Y、Z のカスタマー・エクスペリエンスオンライン情報を好み、自身で商品を比較・選択したいという欲求を持っていることが特徴一に関連した消費者行動の大きな変化

MiFID 2 の施行 (2017 年)、特に IMD の施行 (2018 年) は、こうした傾向を加速させ、欧州における資産運用のビジネスモデルの構造的変化をもたらす可能性があります。したがって、規制と貯蓄行動に関する米国と英国の先例の分析は、貯蓄商品を販売する組織の今後の発展を占う手がかりを与えてくれるかもしれません。英国では、後に MiF 2 の策定のきっかけとなったリテール金融商品販売制度改革 (Retail Distribution Review, RDR) の適用によってアドバイザー・サービスに直

接的に報酬を支払うことが可能となり (ただし、全てのアドバイザーについて、割戻報酬 (retrocession) は禁止)、消費者は資産アドバイザーのコストと提供される助言の価値に特に注意を払うようになっていきます。その結果、投資家の 32% は、自分自身でリサーチとプランニングを行う方がよいと考えていることが英国の成人 2,140 人を対象とする 2012 年 6 月のデロイト UK の調査から明らかになりました。この調査では、回答者の 27% は、金融商品販売業者との直接投資を好んでいました。そのようなプラットフォームは当然、従来型の販売チャンネルに破壊的な影響を及ぼしており、現在、個人向け販売の 50% 近くを占めるまでになっています (これに対して 2010 年は、IMA 統計によれば 37%)。この個人向け金融商品販売のデジタル化はもちろん、大西洋の対岸でも見ることができます。

デロイト・コンサルティングの調査 [Digital Disruption in Wealth Management] によれば、この 10 年間で B2C モデル (個人投資家を対象とする) の開発を手がける富裕層向け資産運用の新興会社が 50 社以上も登場しました。これはいたるところで見られる現象であり、従来型の仲介機関に対する不信感と自分の投資を自分で管理しようとする投資家の意欲を受けて、オンラインの重要性が高まっています。もう一つの重要なファクターは、決済業界の再編を目指した後に資産運用セクターにおいてとどまることのない勢いで成長を遂げている FinTech (フィンテック) セクターです。

FinTech セクターへの資金の流入は、経済危機の影響を受けることなく続いています (ウェルスフロント: 2014 年 4 月時点で 3,500 万米ドル、ベターメント: 3,200 万米ドル、ローンベスト: 2,800 万米ドル、フューチャーアドバイザー: 1,550 万ドル、モティーフィンベスト: 3,500 万米ドル等) <sup>2</sup>。米国では、デジタル貯蓄管理の潜在市場は、1 兆米ドル規模と推定されています。同時に、最初の具体的な成果も明らかになり始めています (ウェルスフロントは 6 月初めに運用資産が 10 億米ドルに達したと発表し、4 月にはベターメントのジョン・スタイン CEO が 2020 年までに同社プラットフォームで運用される資産を 1,000 億米ドルまで成長させるという目標を掲げました) <sup>3</sup>。

2, 3 出典: Communauté AGEFI, Juillet 2014 "Ces start-ups qui secouent le monde de la Finance", Jonathan Herscovici



欧州では、一部の従来型のプラットフォームが時代に合わせてそのモデルを改良する一方、英国市場で活動しているナツメグやイタリア市場で活動しているマネーフームなどの新規参入企業がイノベーションを実現させています。フランスのプレーヤーも変革を起こそうとしており、幅広い貯蓄商品を提供しているピフォーバンクやゼネラリー・エパーニュ（運用委託または生命保険契約への自由投資）に代表されるように、デジタル貯蓄への道を順調に切り開くことにより、市場における存在感を示しています。新興企業のアナテックが立ち上げたバンクケアは、CSPとパーソナライズされた資産運用のセクターにおいて目立った存在であり、「イノベーション 2030 世界コンクール」で受賞しました。

こうした「ロボ・アドバイザー」は、既存のサービスとどのように違うのでしょうか。ロボ・アドバイザーが個人顧客を直接ターゲットにしていることは明らかです（最低投資推奨額は 5,000 ユーロまたは 1 万ユーロ）。その共通の特徴は、使いやすいインターフェース（簡単なアクセス、動的な投資モニタリング、シミュレーション、モバイルソリューション等）である一方、金融教育的な側面においてもよく開発されており、さまざまな方法（銀行カードを含む）で口座に入金することができます。また、報酬モデルは投資金額に基づくフィーで構成されており（割戻報酬は明示的に除外）、場合によっては過去の配分の修正も可能にしています（スクレーピング手法）。

#### MiFID 2 – IMD2

独立したマンドート・マネジャーを名乗る仲介機関がトレイル・コミッションの受け取ることを禁止します。また、他の投資サービス・プロバイダー（非独立系のアドバイザー、RTO 等）についても非常に厳しい枠組みとなる可能性があり、トレイル・コミッションを受け取る権利を規定しています。加盟国は、本規則を超えて規則を制定することができません。フランスでは、IMD 2 と生命保険制度の拡張に左右されると思われます。

#### 懸念が残る点

- 資産運用商品にとって主に不利に働く影響
- オープンなアーキテクチャの終焉
- ファンド販売チャネルとしての生命保険契約の主流化
- IFA との関係の再構築の必要性

提案されているサービスは、個人の家計管理と投資に焦点を当てています（直接的か、サポートも一緒に提供されているかを問わず）。

- 個人の家計管理
- ファンドのスーパーマーケット（注文執行のみ）：さまざまな規模のファンドが提供されている（ファンドの提案説明、比較、注文の受理および伝達）
- バイリスト（ターゲットを絞ったファンドの選択、低コスト、複雑でない等）：客観的基準に基づく最良のファンドの選択（パッシブ運用が好まれることが多い）
- アロケーション・プランナー（投資目標、投資期間、リスク回避等に基づいて標準化されたポートフォリオ）：目標 / 投資期間 / 段階別のリスク回避に基づく標準的なアロケーションモデルの提案、裁定取引に関する助言
- アロケーションに関する助言（標準化されたものから個別対応を加えたものまで、潜在的に幅広いサービス）：質問表 / 面談に基づく投資家プロフィールの確認、コンサルタントによる（コールセンターまたは対面での）個人に合わせた貯蓄ソリューションの調整、裁定取引に関する助言

銀行ネットワークが長期貯蓄商品の販売を促進する戦略と注文執行市場におけるグローバルなポジショニングからの脱却を迫られる中、新たなプレーヤー、特に以下に参入の可能性が開かれています。

- 独立した構造、マネーファームやナツメグのモデルを採用した投資会社
- ネットワークの貯蓄仲介システムを補完する運用会社、銀行機関の子会社または保険会社であって、タックススキームに基づく実績あるアロケーションモデルの一環として、顧客の目的に応じて、マルチストアモデルから精選した資産・負債商品を提案するもの

図 4：マス富裕層のアドバイザー離れの理由

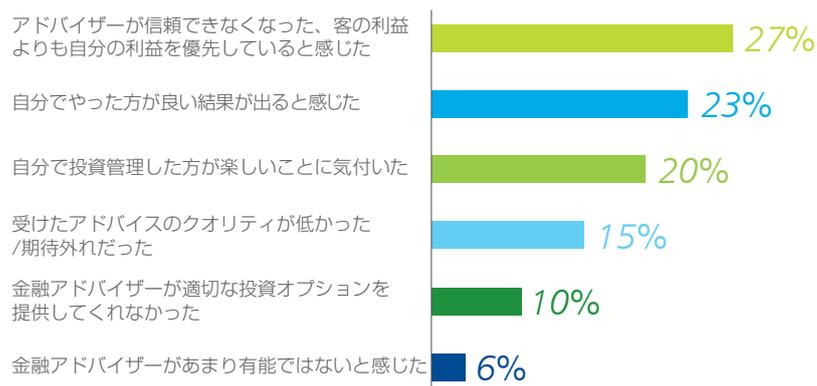
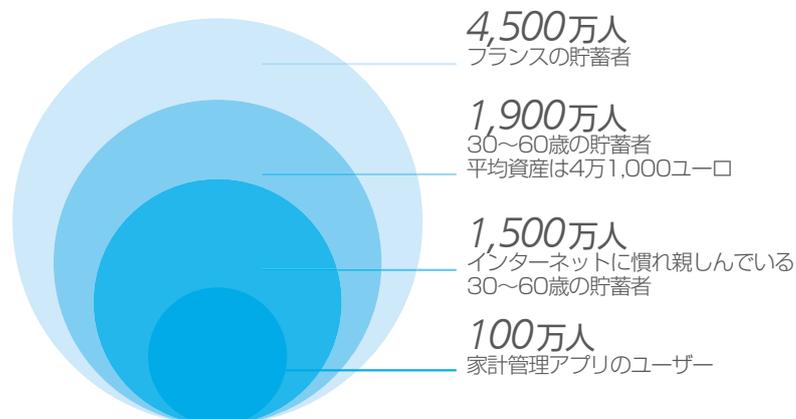


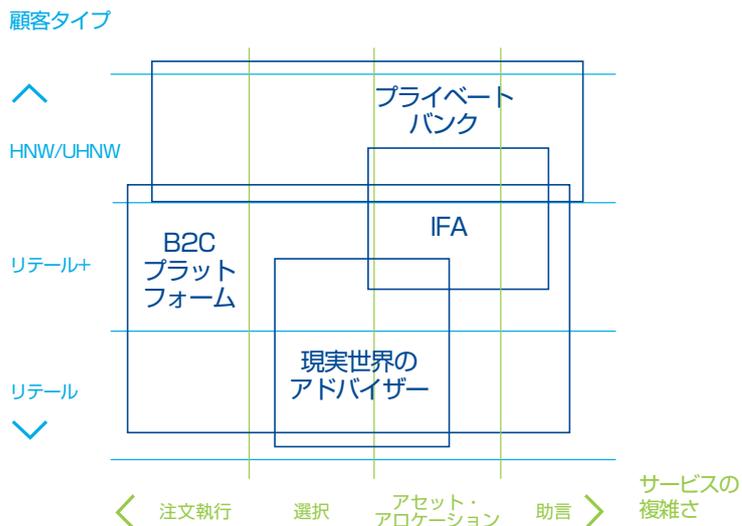
図 5：魅力的な市場：「インターネットに慣れ親しんでいる」貯蓄者のニーズが満たされていない現状



出典：「Report Berger-LeFebvre」 2013年4月、INSEE、TNS ソフレス

後者の場合、仲介販売の位置付け、ある程度オープンなアーキテクチャの利用、パートナーシップ、テクノロジー、そしてもちろん市場の機運について疑問が生じます。とはいえ、課題が重大なため、ビジネスモデルの改革を検討しないわけにはいきません。経済的観点からの妥当性は認められるものの、トレイル・コミッションは今となっては過去のものであり、その全面的な禁止は、規制プロセスの一部として避けられないように思われます。これらの動向を分析することは、特に新しい世代（デジタル世代やデジタル依存世代）の顧客・エクスペリエンスという点で必須とされます。業界がこれらのプラットフォームをローカルに立ち上げなければ、中期的にグローバルなオンライン企業や通信企業が台頭してくる恐れがあることは明白です。

図6：将来の販売システム





## プラットフォーム

## サービス

## 収益源

ハーブリース・  
ランズダウン



- 単発の財務アドバイス
- 一任運用
- ウェルス・エンジニアリング
- 臨時の投資レビュー
- 提供されるラップ口座の種類：  
ISA（貯蓄口座）および SIPP（退職貯蓄）
- オープン型アーキテクチャ  
-> 従来型ファンドと ETF の利用

### 固定（管理資産額の一定割合）

- 財務アドバイス：当初 1%
- ポートフォリオ管理：当初 1%  
+ 年 0.365%
- ウェルス・エンジニアリング：最大当初 2%
- 臨時投資レビュー：0.5%

ナツメグ



(主要投資家：  
シュローダーと  
ボルダートン・  
キャピタル)

- ポートフォリオ管理：投資目標に応じた  
**モデルポートフォリオ**の構築
- オープン型アーキテクチャ -> 実質的に **ETF**  
ーブラックロックの「i シェアーズ」、HSBC、  
ETF 証券のみを利用
- 提供されるラップ口座の種類:ISA（貯蓄口座）

### 固定（管理資産額の一定割合）

- 入会料なし
- 投資金額、ポートフォリオ内のファンドの数、  
ロイヤルティ・スキーム・ポイント等に応じ  
て年 0.3% から 1%

Moneyfarm



- 継続的な財務管理
- ポートフォリオ管理：投資目標に応じた  
**モデルポートフォリオ**の構築
- オープン型アーキテクチャ  
-> **ETF**のみを利用

### 固定（管理資産額の一定割合）

- 入会料なし
- 財務アドバイス：年 0.9%
- ポートフォリオ管理：年 1.1%

#### 要点：

- 貯蓄ソリューションをめぐる銀行に対する個人の不信感に関連して退職貯蓄商品のニーズが満たされていない現状と新たな世代のカスタマー・エクスペリエンスは、貯蓄商品の販売モデルの変革を促進する要因となっています。
- MiFID 2とIMD 2は、このプロセスをさらに加速させると思われます。
- 個人の投資目標に基づいたアセット・アロケーションと財務アドバイスの領域に参入しつつあるデジタルプラットフォームの出現は、無視できない存在になっています。
- 欧州における制約と回避傾向に合わせたモデルを定義する必要がありますが、この市場における新規参入者の登場を受けて、従来型の業界プレイヤーは改革を迫られています。

---

経済的観点からの妥当性は認められるものの、トレイル・コミッションは今となっては過去のものであり、その全面的な禁止は、規制プロセス一部として避けられないように思われます。





# ITが投資運用 会社にとって 次のゲーム チェンジャーになる

ジョーディ・ミゲルブリンク  
(Jordy Miggelbrink)  
デロイトOB

投資運用業界を取り巻く市場、規制環境、技術環境が絶えず移り変わる中、投資運用機関は日々の業務をこなすのに苦労しています。

## 「先見の明を持った人々や実務家—全員がテクノロジーに対する情熱を持っている—が協力し合う1つの大きなコミュニティと同じぐらいの成果を、個々のソフトウェアベンダーが単独で実現できると思いますか」

これまでの刊行物では、投資運用会社に大きな影響を与えているソルベンシーII（保険セクターに適用される）などの新たな規制の影響について説明しました。こうした規制の強化により、投資運用会社は「トレードサイクル管理」とも呼ばれる業務手続の変更を求められています。投資運用会社は、透明性の向上、実証可能なリスクベースのモデリング、「ルックスルー」報告やその他の複雑な機能の改善を図らなければなりません。

オペレーショナル・エクセレンスに影響を与えかねないこれらの課題に、切迫した状況の中で取り組んできた結果、多くの企業は、エラーの影響を受けやすい、複雑な技術アーキテクチャを持つようになりました。大手ソフトウェアベンダーにとって、変化を予期し、既製のソリューションを市場の機能上の課題に合わせて変更することはますます困難になっているように思われます。この新たな環境は、財務成績や投資決定に影響を及ぼすような、データ関連の障害事象を生み出す可能性があります。そうした事象はまた、投資運用機関の注意を「顧客の（金融や年金の）ニーズを満たす」という重要な目標からそらすことにもなります。さらに、主要なソフトウェア・パッケージの価格と必要なインフラ（オペレーティング・システム、データベース、伝送プラットフォーム）の維持とサポートにかかるコストはここ10年、上昇する一方です。

こうした変化がもたらす累積的影響によってIT予算は往々にして、許容できないほど高いとみなされる水準に膨らんでおり、さまざまなコスト削減プログラムが実施されるようになりました。そうしたプログラムはIT部門に、より少ない予算で、より多くの作業をこなすことを強いています。その結果生じるプレッシャーは、組織から柔軟性を奪い、イノベーションや改善を取り入れる機会を利用できない状況を作り出しています。

### 変化し続けるIT

こうした環境の変化は、投資運用セクターに限ったことではありません。世界中で、技術イノベーションが前例のないスピードで進んでいます。今日のテクノロジーは競争上の優位性を可能にするものであり、ビッグデータや（新たな）アナリティクス、エンゲージメント、（ダイナミックな）クラウド、ソーシャルメディアといったさまざまな領域における発展は、企業に無数の機会をもたらしています。

ITはかつて、「ハードウェア中心」であり、あまり柔軟性がないとみなされていました。その後、ITの世界は「クライアント—サーバー」アプローチへと移行し、そこからさらに「仮想化ベースのインターネット・アプリケーション」へと移行しました。この環境では、アプリケーションは仮想マシン単位で分離され、アプリケーションのランタイムは、ハードウェアから切り離されています。マイナス面の一つは、仮想マシンごとにオペレーティング・システム、ライブラリ、バイナリを完全に複製することによって冗長性が増大することです。ITは近い将来、適応能力のある企業に競争上の優位性を与えるような、ビッグデータやアナリティクス、クラウドテクノロジーのためのコスト効率の高いソリューションをもたらすと思われる。

### オープンソース

今日のソフトウェア開発において最も広範にわたる、活気ある側面の一つが「オープンソース革命」です。多くの大手テクノロジー企業が、この変革を後押しする構造的変化を予測してきました。ITはすでに、オープンソース開発に大きく依存するようになっています。これは、1社が全てを単独でこなそうとする代わりに、コミュニティによるコラボレーションを通じて大規模なイノベーションを可能にする仕組みです。オープンソース・プロジェクトの件数が現時点で60万を超えており、24カ月ごとに倍増していることは驚くべきことではありません。急成長を遂げているプロジェクトの一例がOpenStack（オープンスタック）プラット



フォームです。このプラットフォームはすでに、金融機関に展開されており、ホスティングサービスの超大手であるラックスペースによってオープンソース化されている、プライベートクラウド、パブリッククラウド、ダイナミッククラウドを構築するためのソフトウェアに対応しています。こうしたビッグデータ、ダイナミック・クラウド、オープンソースのソリューションは、既存のトレードサイクル管理ソリューションの基盤の再設計につながっています。この新たなアプローチは、現代的なインフラスタックを運用するための新たな機能とソリューションをもたらすとともに、投資運用会社などの組織がハードウェア、サービス、アプリケーションの規模を拡大または縮小することを可能にし、ビジネスニーズに合った柔軟なインフラを実現します。

### オープンソースプロジェクト

最新の興味深い開発の一つとして、Docker というオープンソース・プラットフォームをクローズアップしてみましょう。このポータブルな軽量ランタイムのパッケージング・プロジェクトは、高い柔軟性と機敏性を備えた構造化されたアプローチを用いて分散アプリケーションを構築し、出荷し、実行することを目的としています。この手法は、企業組織がコンテナ化されたコンポーネントからソフトウェアを素早く組み立てることを可能にし、開発、品質保証、本番環境の間の摩擦をなくします。その結果、IT 部門はよりスピーディ

にアプリケーションを出荷し、変更を加えることなく同じアプリケーションを、ユーザー側、データセンターの仮想マシン、あらゆるクラウドで実行できるようになります。

Docker のコンテナ化プラットフォームと並行して、テクノロジー環境の他の領域でも急速な向上が進んでいます。その一例が、CoreOS オープンソースプロジェクトで、Docker コンテナの実行をベースにした現代的なデータセンターのために一から構築された軽量サーバー OS を扱っています。CoreOS は、セキュアで信頼性が高く、自動的に更新されるクラスター化されたプラットフォームを組織にもたらすツールとガイドランスを提供します。こうした戦略とアーキテクチャは、Google やフェイスブック、ツイッターなどの企業が大規模に、しかもレジリエンスの高い方法でサービスを運用することを可能にしている基準と同じ基準をベースにしています。

オープンソースプロジェクトは、プログラム言語の領域にも存在します。最近の開発の一つは、Google がオープンソースコミュニティから多くの貢献を得て開発した Go 言語です。この言語は表現力と効率性を目的として設計されており、並行処理メカニズムにより、マルチコアとネットワーク化されたマシンの力を最大限に引き出すプログラムを簡単に書くことを可能にしています。



### 投資運用会社の「アルファ」達成を支援する

投資運用会社のオペレーション部門は、取引処理、ポジション、現金の移動、金融関連のイベント、コーポレート・アクション、価格の調整やその他多くの事柄に関する大量のデータを処理しなければなりません。こうしたイベントの多様性と、取られる金融ポジションの数の多さを考えると、投資運用会社は、その主要な目的一すなわち、顧客の財務目標を達成しつつ顧客の（年金）資産を投資する一を見失うことなく、高い柔軟性と適応力、そして堅固さを備える必要があります。前述した新たなテクノロジーをトレードサイクル管理プロセスに適用することによって、ITを単なる支出項目からゲームチェンジャーへと変えることができる投資運用会社は、以下に説明する領域において卓越性を実現することができます。

### トレードサイクル管理プロセスを支えるスケーラブルなインフラ

柔軟性が高く、スケーラブルで、かつ堅固な技術コンセプトの導入は、トレードサイクル管理プロセスにおいて非常に有用となります。そのようなコンセプトを取り入れることで投資運用会社は、ファンドの純資産価値（NAV）や過去のバリュエーション・アット・リスク（VAR）の計算などの負荷の大きい複雑なオペレーションに依存するプロセスのための技術インフラを、トレードサイクル管理プロセスの中でそれが必要とされる時に、スケールアップ（拡張）することができます。そして高負荷の処理が終わると、インフラをスケールダウン（縮小）することができます。このような瞬時の柔軟な対応は、ハードウェア、CPU、ネットワーク回線容量、内部メモリーに関連するオペレーションコストの削減を可能にします。IT（予算）の観点から見ると、投資運用会社は、1日の特定の時間帯における例外的な状況のために予算の範囲内でインフラ資源を常時利用できる状態にしておく代わりに、必要な時にインフラ資源を「借りる」ことができることとなります。さらに、この技術的アプローチは、費用効率の高い費用配賦を可能にする資源会計にも応用でき、長期的なオペレーションコスト削減につながります。

投資運用会社が現在使用しているトレードサイクル管理支援プラットフォームは、高価なデータベースやオペレーティングシステムをベースに構築されているため、オープンソースのプロジェクトの導入もIT予算の削減につながります。このインフラに関連する追加的なライセンス料と維持管理費は、トレードサイクル管理プラットフォームそのものに関連する費用に上乗せされることとなります。したがって投資運用会社は、それぞれ独自の規格とサービスを提供する2つの契約を交渉し、維持しなければなりません。

### 製品開発時間の短縮

前述したテクノロジー戦略を採用している投資運用会社は、顧客、ブローカー、カスタディアン、データベンダー、証券取引所とのリアルタイムのセキュアな接続を、数カ月ではなく数分のうちに導入できます。こうした機会は、新しいトレーディング・プラットフォームを使った、これまでにない販売チャネルと予期せぬ可能性を開くことになるかもしれません。新しいトレーディング・プラットフォームは、セキュアでリアルタイムの柔軟な情報需要に基づいているため、導入コストとオペレーションコストの削減にもつながります。

## 「イノベーションは、その基礎となるテクノロジー以上のものを包含しています。イノベーションとは文化であり、情熱であり、物事に向かう姿勢なのです」

新たな接続とインターフェースは、より短い製品開発期間内に、より少ない労力と時間、そしてより少ない予算で統合することが可能です。その分自由に使えるようになった資源は、最善の財務投資機会を利用するために（新たな）分析機能に費やすことができます。トレードサイクル管理データを単なる支出項目から資産へと変えることによって、投資運用会社は、より優れた分析能力とサポートを利用して、自身の中核的なプロセスに注力できるようになります。

### トレードサイクル管理の最適化

トレードサイクル管理ソフトウェアは、よりスピーディに開発し、一から再構築する必要なく、あらゆるデバイスやサーバーにいつでも柔軟に展開できるようにし

なければなりません。そうすることによって投資運用組織は、コントロールされた組織的な枠組みの中で、必要とされる機能を導入できるようになります。加えて、以下に関して不確実性が存在している領域において、オペレーション上の懸念を軽減するのにも役立ちます。

- 投資運用会社のトレーディング・ポジション
- 相手方との間でオープンな状態にある取引
- カストディアンが保有する証券および現金の質
- ファンドの純資産価値
- 監督当局、クライアントその他ステークホルダーに送付されるレポート

### 要点：

- 最新の技術的進歩は、投資運用会社が性能、スケール、ネットワークスペース、安定化に関するニーズに応じてテクノロジーリソースを動的に割り当てたり、割当てを解除したりすることを可能にしています。つまり投資運用会社は、アプリケーションのアップグレード、強化、ロールバック、あるいは除去を数秒のうちに実行できるような形で、アプリケーションのインスタンスごとに柔軟に、予め決められた方法でリソースを利用することができます。
- トレードサイクル管理プラットフォームは、一つの大きなファイルのかたまりとして導入するのではなく、機能をいったん、いくつかのプレインストールされた構成済みの独立型コンテナに分解した後、インテリジェントな方法で統合できるようになっています。その結果、柔軟性が高く、融通が利き、短時間で変更可能なアーキテクチャソフトウェアのソリューションが

実現されます。これらの機能は、（規制上の）報告義務と販売機会を反映させるような形で展開することができるほか、現在のインフラの安定性を高めるソリューションを提供してくれます。このような新たな基礎をトレードサイクル管理プロセスに取り入れることで、投資運用組織は、その主要な目的一すなわち、長期にわたる投資期間の中で最低限のリスクを引き受けつつ、安定した絶対的なリターンを創出すること—に資源を十分に投入できるようになりました。これは、オペレーション費用が投資に対するリターンを上回ることを回避しつつ達成できます。

- 問われているのは、投資運用会社がこれらのテクノロジーを使うべきかどうかではありません。これからの10年間を生き延びたいならば、そのようなテクノロジーをどのように適用すべきかを検討しなければなりません。

# 担保は バイサイドにとっての コア・コンピタンス

デイビッド・リトル  
(David Little)  
MD 戦略・事業開発  
カリプソ・テクノロジー

担保がバイサイドにとってのコア・コンピタンスになりつつある、と BBVA アセット・マネジメントのファン・ホセ・フォルトゥンが述べたのは、2012年10月に開催されたアムステルダム担保会議の席でした。私はその時、何と力強い発言だろうと思い、この見解が彼の同業のバイサイドの間でどれぐらい広く共有されているのだろうと考えたことを覚えています。



今日、担保がバイサイドにおいて非常に重要な役割を占めるようになってきていることに異論を唱える人はほとんどないでしょう。本記事では、その理由と担保が重視されるようになった背景にある要因を簡潔に取り上げた後、バイサイド金融機関にとっての影響を考察します。

現在の担保環境において見られる多くの変化のきっかけとなったのは紛れもなく、2008年の世界金融危機でした。それ以来、担保がこれほどまでに重視されるようになってきている理由は、一考の価値があります。その理由は明らかでした。つまり、金融危機は担保危機ではなかったということです。金融危機は、信用危機であり流動性危機でもありました。担保が非常に重要となっているのは、信用リスクと流動性リスクの両方を軽減するのに非常に効果的であることが判明したからです。担保が設定されていた状況ではほとんどの場合、損失は完全にカバーされました。流動性が枯渇した時、貸付金を確保する唯一の方法は、担保を差し入れることでした。危機からの回復を推進したのはまさに、担保だったのです。したがって、それ以来、監督当局と業界の双方が担保を重視するようになったのは驚くべきことではありません。担保が詳細に分析されているのは、担保が破綻したからではなく、担保が非常に重要だからです。そして、担保が提供する保護が今後でもできる限り有効なものとなるようにするために、あらゆる弱点—実際、多くの弱点がありました—への対処が進められています。

担保システムの向上を促進しているのは、監督当局だけではなくではありません。危機の最中からその後をいたるまで、業界自身も担保の重要性を認識し、企業レベルとISDAなどのグループを通じた広い業界レベルの両方で多くの取り組みを実施しました。その結果、非常に広範にわたる見直しが行われています。評価からマージンコールの処理、紛争から引渡しと報告まで、担保プロセスを構成するあらゆる部分が細部まで検証されています。担保の頻度、スピード、品質と集中が測定され、ストレステストにかけられています。法律上・契約上の条件、履行強制力と不履行手続、適格性、ヘアカットなどが全て、つぶさに検証されています。また、担保システムはこれまで一度も破綻したことがないと言える一方、今日の状況ははるかに堅固であり、著しく向上しています。

では、バイサイドに影響する主な変化とは、どのようなもののでしょうか。そうした変化によってなぜ、バイサイド金融機関における担保の位置付けの変更が必要となるのでしょうか。これらの変化は、以下のように要約されます。

- マージンコールの件数はおよそ10倍に増える見込みです。
- 現在は現金中心の担保資産の範囲が拡大し、債券やその他の資産も含まれるようになります。

- 担保の安全—どこにあるのか、いつ、どのように取り戻すのか、失われたりトラブルになったりしないか？リスクを理解し、より効果的に管理する必要があります。
- 取引がどのように担保で保証され、どれぐらいのコストがかかるのかといったことは、トレーディングの決定に影響を与える可能性があるため、フロントオフィスのトレーダーがこれらの要素を理解する必要性が高まっています。
- 担保の直接コストと間接コストは確実に、著しく上昇すると予想されます。
- どの担保サービスとどのサービスプロバイダーを利用するかという選択を積極的に管理し、監視する必要があります。

これらの主要な変化をそれぞれ、もう少し詳しく見ていきましょう。全ての項目が全ての金融機関に同じように影響するわけではなく、一部の項目については、商品や市場、通貨、地理的地域、取引がどのように担保で保証され、管理されるかによって関連性の度合いが変わるかもしれません。

### マージンコールの件数の増加

過去においても多くのバイサイド金融機関は、週単位または月単位でマージンコールを受けることがありましたが、新たな規制の下では、日々のマージンコールが以前よりもはるかに頻繁に生じるようになっていきます。また、極度額と最低引渡額の引き下げ圧力もあり、その結果として、より少額の担保の差し入れが行われるとともに、マージンコールが必要とされない日数が減ると思われれます。それに加えて、一部の OTC デリバティブが清算機関に移行するのに伴い、ポートフォリオの細分化が進んでいます。マージンコールは、利用する清算ブローカーと清算機関の組み合わせごとに発生します。変動証拠金は次第に、エクスポージャーのある通貨で請求されるようになってきているため、複数の通貨におけるエクスポージャーを抱える金融機関の場合、マージンコールの回数に相乗的な影響が及びます。

多くのバイサイド金融機関は、そのデリバティブ・ポートフォリオについて初めて、当初証拠金を支払うこととなります。デリバティブが清算に移行次第、当初証拠金を支払わなければなりません。非清算 OTC デリバティブについては、2015 年から 2019 年までに双方向の当初証拠金が導入されます。

### 担保として現金および有価証券が利用可能に

今日、ほとんど金融機関はもっぱら現金で担保を支払っています。変動証拠金は引き続き現金のみになると思われますが、当初証拠金は現金または適格有価証券—通常は質の高い債券—で支払うことが可能です。多くのバイサイド金融機関は、当初証拠金のためにすぐ資金を供給するだけの十分な現金を手元に持っておらず、この問題は、バイラテラルなポートフォリオに対する双方向の当初証拠金が段階的に導入されるにつれ、より重大なものとなると思われれます。したがって、多くの金融機関は、現金だけでなく、現金以外の担保の差入れが可能となることを望んでいます。そうなった場合、何を担保に使うかという決定は、資金調達コスト、金利、現金および適格有価証券の利用可能性に基づいて下すことができます。



---

## 担保の頻度、スピード、品質と集中が測定され、ストレステストにかけられています。

### 担保の安全

担保に使われる分別管理モデルは、商品タイプ、法域、ブローカーと清算機関によって異なります。ただし、特定の金融機関がそのブローカーを通じて実際に利用できるモデルは、非常に限られるかもしれません。金融機関は、清算ブローカーや清算機関、あるいは混蔵担保を持つ他の顧客の債務不履行が生じた場合に、ある一定の期間または恒久的に、担保資産の全部または一部を失うリスクを抱えることとなります。当然のことながら、より高水準の保護—そもそも利用可能であれば—は、高くつきます。その見返りは、率直に言って、それほど魅力的ではありません。

### フロントオフィスへの影響

担保のコスト、リスク、資本への影響により、トレーディングとリスクを担当するフロントオフィスのチームは、証拠金と担保の詳細に関する関心を強めています。取引のリスクは、どの清算機関を相手にするかによって増減する可能性があります。また、証拠金のコストは、トレーディングの決定に影響を与えるほど重要なものとなる場合もあります。取引前の証拠金の見積もりとスマート・オーダー・ルーティングが求められるようになれば、リアルタイムの情報が必要とされます。有価証券が担保として差し入れられる場合、保有している証券への影響—どの証券が担保として差し入れられるのか、インフローとアウトフローがいつ予想されるのか—をトレーダーが理解することが重要となります。

### 担保業務のコストの増大

当然のことながら、コストは増大しつつあります。担保の資金調達コストを、担保に関連する業務コストから分離しておくことが有益となります。今日の資金調達コストは、低い金利と潤沢な流動性のおかげで低水準にとどまっていますが、こうした状況が永遠に続くわけではありません。担保の最適化の目的は、資金調達コストを最小限に抑えることであり、入手可能性、適格性、ヘアカット、集中上限などの多くの要素を考

慮に入れつつ、高度なアルゴリズムを利用して最もコストの安いオプションが選択されます。担保の業務コストが増大していることは変えようのない事実であり、多くのバイサイド金融機関ではまだその影響は十分に感じられていないかもしれませんが、いずれ影響が及んでくることは確かです。前述したようにマージンコールの回数と複雑性が増しているために、コストの増大は避けられないものの、これらの要素は効率性の向上とストレート・スルー・プロセス (STP) の強化も推進しています。担保に関連してより多くの監督と報告が導入されつつある中、規制遵守コストも上昇しています。一例は、2014年に導入された紛争規則です。これは、担保システムとプロセスの向上を後押しするとともに、調停の利用の増大につながっています。長期にわたる紛争は、監督当局への報告が義務付けられるようになりました。不遵守のコストが効率的で堅固な担保業務のコストよりも高くつくことは間違いないと言えるでしょう。

### 担保サービスプロバイダー

上記の要素は全て、バイサイド金融機関に影響を与えるものですが、担保とデリバティブに関するサービスを提供するセルサイド金融機関にも影響することは明らかです。顧客の担保を扱うセルサイド金融機関の場合、顧客の担保がその帳簿を通過することになるため、バランスシートへの影響も大きな要素となります。状況は入り組んでおり、法域、分別管理モデル、担保のタイプやその他の要素によって異なるものの、一般に、このような担保ビジネスを処理するためには、セルサイド金融機関自身のバランスシートをかなり利用しなければなりません。その結果、いくつかのセルサイド金融機関は、担保ビジネスの縮小または撤退を進めており、残る金融機関も顧客基盤の拡大に消極的なことが少なくありません。バイサイド金融機関は、こうした逆風を理解し、市場への継続的なアクセスを確保するために必要な対策を取る必要があります。

---

## 当然のことながら、コストは増大しつつあります。担保の資金調達コストを、担保に関連する業務コストから分離しておくことが有益となります。

こうした逆風にもかかわらず、セルサイド金融機関には、清算機関、カストディアン、CSDなどがサービスを提供しており、そうしたサービスプロバイダーは、担保システムおよびプロセスへの投資と、三者間と四者間の担保および担保転換（collateral transformation）サービスなどの新たな担保モデルの開発への投資を続けています。

### バイサイドにとっての影響

上記の全ての要素を考慮に入れると、担保がコア・コンピタンスになっており、今後もそうあり続けることは明確だと思われます。これは、どのような影響を及ぼすでしょうか。バイサイド金融機関は、どのように将来に備えるべきでしょうか。どのような経営モデルが適切でしょうか。担保業務のどの側面を外部委託し、どの側面を引き続き内部で処理すべきでしょうか。内部の業務をどのようにサポートすべきでしょうか。

手始めとして、いくつかの全体的な目標を考えてみましょう。コストの最小化、リスクの最小化とコントロールの最大化などは、言うまでもない目標ですが、具体的な行動案を示唆するわけではありません。資産運用会社であれ、保険会社であれ、ヘッジファンドであれ、バイサイド金融機関の一般的な構造を考えると、通常は多くのファンドを抱えており、場合によっては多くの事業部門や事業体も有しています。さまざまなファンド間で証拠金と担保を一体化することが可能なこともあれば可能でないこともあります。各ファンドがそれぞれの担保を別々に管理することは実用的ではないため、通常は、担保業務を一元化してグループレベルで担保を監視しています。一般に、担保管理を流動性、資金調達、有価証券の貸出に関連する業務と一体化して、統合された財務部門にまとめるのが道理になっていけると言えます。

統合された財務部門の責任には、ガバナンスとポリシーに関する決定、ファンドマネジャー、受託者、監督当局、サービスプロバイダーへの内外のコミュニケーション、評価額、保有および移転の監視とチェックを含む日々の担保業務の監視、現金および流動性の管理、監督当局への報告が含まれます。

金融機関はかねてより、担保管理を含む取引後の処理の大半についてセルサイドのサービスプロバイダーを利用しており、この傾向は今後も続くでしょう。しかし、全てが外部委託できるわけではなく、またそうすべきでないことが明らかになりつつあると思われます。担保に関する全体的なガバナンスと責任を外部委託することは不可能であり、ある一定の監視と監督は不可欠です。最小限の範囲に限定された担保業務でも、それを支えるためには、堅固なアプリケーションにおける、正確で網羅的かつ時宜を得たデータが必要となります。過去においては手作業によるプロセスやスプレッドシートが幅広く使われていましたが、起こりつつある変化に対応することは難しくなると思われ、監督当局から好意的に見られていません。では、担保業務が財務部門内で一元化されるようになり、一定のレベルのシステムが整備された場合、内部と外部委託との間のどこに線引きすべきでしょうか。



適格なシステムによって内部の担保業務を支えるという方針を決定すれば、何を外部委託し、何を内部委託するかについて、コストとメリットに基づいて戦術的な決定を下しやすくなります。それらの決定はおそらく、市場の環境が変化し、新たな機会が生じるにつれ、定期的に見直されることになるでしょう。

担保がバイサイドにとってコア・コンピタンスとなっていることから、カリプソでは、担保業務能力を社内に持つことが不可欠だと考えています。そうした能力があれば、担保をめぐる複雑な要素を適切に理解し、現在のベストプラクティスの基準に従って、将来の変化にも適応できる安全で費用効率の高い担保機能を提供するために、多くのステークホルダーをサポートすることができるでしょう。

#### 要点：

- マージンコールの件数は現在の10倍前後に増える見込みです。
- 現在は現金中心の担保資産の範囲が拡大し、債券やその他の資産も含まれるようになります。
- 担保の安全—どこにあるのか、いつ、どのように取り戻すのか、失われたり取り戻せなくなったりしないか？リスクを理解し、より効果的に管理する必要があります。
- 取引がどのように担保で保証され、どれぐらいのコストがかかるのかといったことは、トレーディングの決定に影響を与える可能性があるため、フロントオフィスのトレーダーがこうした要素を理解する必要性が高まっています。
- 担保の直接コストと間接コストは確実に、著しく上昇すると予想されます。
- どの担保サービスとどのサービスプロバイダーを利用するかという選択を積極的に管理し、監視する必要があります。



# ウェビナー 2015年研修プログラム

2009 年以來、デロイトは、投資運用業界のプロフェッショナル向けに、そのナレッジ・リソースを公開してきました。ここで、新たな Link'n Learn のスケジュールをお知らせします。昨年までと同様に、今回も私たちの優れた業界専門家が司会を務めます。これらのセッションは特に、今日の重要なトレンドと貴社のビジネスに影響する最新の規制に関する有用な見識を提供することを目的としています。各ウェビナーの所要時間はそれぞれ 1 時間となっています。



## 規制

- 2015年の規制見通し — 1月22日
- AIFMD の動向 — 2月19日
- UCITS V & VI — 3月5日
- 融資ファンド — 4月2日
- マネーロンダリング防止 — 4月16日
- 欧州におけるファンド販売 — 4月30日
- EMIR SFT規則 — 5月21日
- 報酬 (CRD、MiFID、AIFMD、UCITS) — 6月11日
- バーゼルⅢ とソルベンシー II — 6月25日
- AIFMD II: ESMAへの提出 — 7月23日
- MiFID II — 9月17日
- MAD II — 10月15日
- AIFMD II: 欧州委員会の対応 — 10月29日
- 2015年を振り返る — 12月3日



## リスク・ 資産管理

- マネー・マーケット・ファンド — 国際的動向 — 2月5日
- 顧客資産 — 3月19日



## 業務・手法

- デリバティブ金融商品 — バリュエーション入門 — 7月9日
- デリバティブ金融商品 — 複雑な商品のバリュエーション — 9月3日



## 投資ファンド 入門

- 投資ファンド入門 — 5月28日
- 投資運用税務 — 10月1日
- ヘッジファンド — 11月12日
- プライベート・エクイティと不動産ファンド — 11月26日

セッションへのアクセスについては [deloittelearn@deloitte.lu](mailto:deloittelearn@deloitte.lu) までご連絡ください。

日程および詳細はこちら：  
[www.deloitte.com/lu/link-n-learn](http://www.deloitte.com/lu/link-n-learn)





前途には機会がある

Deloitte Luxembourg's app is



© 2015. For information, contact Deloitte Touche Tohmatsu Limited.

**Deloitte.**

## Africa - East, West and Central



**David Achugamonu**  
Partner - FSI Leader  
+234 190 417 38  
dachugamonu@deloitte.com



**Jelili Adebisi**  
Partner - Financial Services Industry  
+234 807 550 0235  
jaadebisi@deloitte.com



**John Kiarie**  
Strategy & Innovations Service  
Line Leader  
+254 20 423 0216  
jkiarie@deloitte.co.ke

## Argentina



**Claudio Fiorillo**  
Partner - MSS  
+54 11 432 027 00 4018  
cfiorillo@deloitte.com

## Australia



**Neil Brown**  
Partner - Assurance & Advisory,  
Wealth Management  
+61 3 967 171 54  
nbrown@deloitte.com.au



**Declan O'Callaghan**  
Partner - Assurance & Advisory,  
Wealth Management  
+61 2 932 273 66  
deocallaghan@deloitte.com.au

## Austria



**Dominik Damm**  
Partner - FSI Advisory  
+431 537 005 400  
dodamm@deloitte.at



**Robert Pejchovsky**  
Partner - Tax & Audit  
+431 537 004 700  
rpejchovsky@deloitte.at

## Bahamas



**Lawrence Lewis**  
Partner - ERS  
+1 242 302 4898  
llewis@deloitte.com

## Belgium



**Philip Maeyaert**  
Partner - Audit  
+32 2 800 2063  
pmaeyaert@deloitte.com



**Maurice Vrolix**  
Partner - Audit  
+32 2 800 2145  
mvrolix@deloitte.com

## Bermuda



**Mark Baumgartner**  
Partner - Audit  
+1 441 299 1322  
mark.baumgartner@deloitte.bm



**James Dockeray**  
Director - Tax  
+1 441 299 1399  
james.dockeray@deloitte.bm



**Muhammad Khan**  
Partner - Audit  
+1 441 299 1357  
muhammad.khan@deloitte.bm

## Brazil



**Gilberto Souza**  
Partner - Audit FSI  
+55 11 5186 1672  
gsouza@deloitte.com



**Marcelo Teixeira**  
Partner - Audit FSI  
+55 11 5186 1701  
marceloteixeira@deloitte.com

## British Virgin Islands



**Carlene A. Romney**  
Director - Audit  
+1 284 494 2868  
cromney@deloitte.com

## Canada



**George Kosma**  
Partner - Investment Management  
Practice Leader  
+1 416 601 6084  
gkosmas@deloitte.ca



**Mervyn Ramos**  
Partner - Audit  
+1 416 601 6621  
merramos@deloitte.ca



**Don Wilkinson**  
Chair - Canadian Asset  
Management Practice  
+1 416 601 6263  
dowilkinson@deloitte.ca

## Cayman Islands



**Dale Babiuk**  
Partner - Audit  
+1 345 814 2267  
dbabiuk@deloitte.com



**Anthony Fantasia**  
Partner - Tax  
+1 345 814 2256  
anfantasia@deloitte.com



**Norm McGregor**  
Partner - Audit  
+1 345 814 2246  
nmcgregor@deloitte.com



**Stuart Sybersma**  
Partner - Financial Advisory  
+1 345 814 3337  
sybersma@deloitte.com

## Central Europe



**Grzegorz Cimochoowski**  
Partner, FSI Strategy Consulting  
+48 22 511 0018  
gcimochoowski@deloittece.com

## Chile



**Ricardo Briggs**  
Lead Partner - Consulting  
+56 2 2729 7152  
rbriggs@deloitte.com



**Pablo Herrera**  
Lead Partner - Financial Advisory  
Services  
+56 2 2729 8150  
paherrera@deloitte.com



**Alberto Kulenkampff**  
Lead Partner - Audit  
+56 22729 7368  
akulenkampff@deloitte.com



**Pablo Vera**  
Lead Partner - Tax & Legal  
+56 2 2729 8244  
pvera@deloitte.com

## China (Southern)



**Sharon Lam**  
Partner - International Tax Services  
+852 28 52 65 36  
shalam@deloitte.com.hk



**Anthony Lau**  
China Investment Management  
Tax Leader  
+852 2852 1082  
antlau@deloitte.com.hk

## Colombia



**Ricardo Rubio**  
Managing Partner - Financial  
Advisory Services  
+57 1 546 1818  
rubio@deloitte.com

## Cyprus



**Charles P. Charalambous**  
Director - Investment  
Advisory Services  
+357 223 606 27  
ccharalambous@deloitte.com

## Denmark



**John Ladekarl**  
Partner - Audit  
+453 610 207 8  
jladekarl@deloitte.dk



**Per Rolf Larssen**  
Partner - Audit  
+453 610 318 8  
prlarssen@deloitte.dk

## Finland



**Petri Heinonen**  
Managing Partner - Financial Advisory  
Services & Financial Services Industry  
+358 20 755 5460  
petri.heinonen@deloitte.fi

## France



**Stéphane Collas**  
Partner - Audit  
+33 1 55 61 61 36  
scollas@deloitte.fr



**Olivier Galienne**  
Partner - Audit  
+33 1 58 37 90 62  
ogalienne@deloitte.fr



**Sylvain Giraud**  
Partner - Audit  
+33 1 40 88 25 15  
sgiraud@deloitte.fr



**Pascal Koenig**  
Partner - Consulting  
+33 1 55 61 66 67  
pkoenig@deloitte.fr



**Jean-Marc Lecat**  
Partner - Audit  
+33 1 55 61 66 68  
jlecat@deloitte.fr



**Jean-Pierre Vercamer**  
Partner - Audit  
+33 1 40 88 22 03  
jvercamer@deloitte.fr

## Germany



**Andreas Koch**  
Partner - Audit  
+49 892 903 687 39  
akoch@deloitte.de



**Marcus Roth**  
Partner - Tax  
+49 892 903 682 78  
mroth@deloitte.de



**Dorothea Schmidt**  
Partner - Consulting  
+49 699 713 734 6  
dschmidt@deloitte.de



**Annke von Tiling**  
Director - Audit  
+49 697 569 560 37  
avontiling@deloitte.de

## Gibraltar



**Joseph Caruana**  
Partner - Audit  
+350 200 112 10  
jcaruana@deloitte.gi



**Jon Tricker**  
Partner - Audit  
+350 200 112 14  
jtricker@deloitte.gi

## Greece



**Alexandra Kostara**  
Partner - Audit - Financial Services  
Industry  
+30 210 67 81 152  
akostara@deloitte.gr



**Despina Xenaki**  
Partner - Audit - Financial Services  
Industry  
+30 210 67 81 100  
dxenaki@deloitte.gr

## Guernsey



**John Clacy**  
Partner - Audit  
+44 1 481 703 210  
jclacy@deloitte.co.uk

## Iceland



**Arni Jon Arnason**  
Partner - FAS  
+354 580 30 35  
arnijon.arnason@deloitte.is

## India



**Porus Doctor**  
Partner - FSI ERS Leader  
+91 22 6185 5030  
poddoctor@deloitte.com



**Vipul R. Jhaveri**  
Partner - FSI Tax Leader  
+91 22 6185 4190  
vjhaveri@deloitte.com



**Kalpesh J Mehta**  
Partner - IM Sector Leader  
+91 22 6185 5819  
kjmehta@deloitte.com



**Bimal Modi**  
Senior Director - FSI FAS Leader  
+91 22 6185 5080  
bimalmodi@deloitte.com



**Monish Shah**  
Senior Director - FSI Consulting Leader  
+91 22 6185 4240  
monishshah@deloitte.com

## Indonesia



**Bing Harianto**  
Partner - Deputy Managing  
+62 21 2992 3100



**Osman Sitorus**  
Partner - Audit Leader  
+62 21 2992 3100  
ositorus@deloitte.com

## Ireland



**David Dalton**  
Partner - Management Consulting  
+353 140 748 01  
ddalton@deloitte.ie



**Brian Forrester**  
Partner - Audit  
+353 141 726 14  
bforrester@deloitte.ie



**Mike Hartwell**  
Partner - Audit  
+353 141 723 03  
mhartwell@deloitte.ie



**Brian Jackson**  
Partner - Audit  
+353 141 729 75  
brijackson@deloitte.ie



**Christian MacManus**  
Partner - Audit  
+353 141 785 67  
chmacmanus@deloitte.ie



**Deirdre Power**  
Partner - Tax  
+353 141 724 48  
depower@deloitte.ie

## Israel



**Naama Rosenzweig**  
Director - ERS  
+972 3 608 5251  
nrosenzweig@deloitte.co.il

## Italy



**Marco De Ponti**  
Partner - Audit  
+390 283 322 149  
mdeponti@deloitte.it



**Maurizio Ferrero**  
Partner - Audit  
+390 283 322 182  
mferrero@deloitte.it



**Paolo Gibello-Ribatto**  
Partner - Audit  
+390 283 322 226  
pgibello@deloitte.it

## Japan



**Masao Asano**  
Partner - Advisory Services  
+81 90 8508 5720  
masao.asano@tohmatsu.co.jp



**Yang Ho Kim**  
Partner - Tax  
+81 3 6213 3841  
yangho.kim@tohmatsu.co.jp



**Nobuyuki Yamada**  
Partner - Audit  
+81 90 6503 4534  
nobuyuki.yamada@tohmatsu.co.jp



**Mitoshi Yamamoto**  
Partner - Consulting  
+81 90 1764 2117  
mitoshi.yamamoto@tohmatsu.co.jp

## Jersey



**Gregory Branch**  
Partner - Audit  
+44 1 534 82 4325  
gbranch@deloitte.co.uk



**Andrew Isham**  
Partner - Audit  
+44 1 534 824 297  
aisham@deloitte.co.uk

## Kazakhstan



**Roman Sattarov**  
CIS IM Leader  
+7 7272 581340  
rsattarov@Deloitte.kz

## Korea



**Kenneth Kang**  
Principal - Consulting  
+82 2 6676 3800  
kenkang@deloitte.com



**Sun Yeop Kim**  
Partner - AERS  
+82 2 6676 1130  
sunyeopkim@deloitte.com



**Young An Kim**  
Partner - AERS  
+82 2 6676 3330  
youngakim@deloitte.com



**Hyui Seung Lee**  
Senior Manager - AMS-COE  
+82 2 6099 4634  
hyuilee@deloitte.com



**Nak Sup Ko**  
Partner - Audit  
+82 2 6676 1103  
nko@deloitte.com

## Luxembourg



**Eric Centi**  
Partner - Cross-Border Tax  
+352 451 452 162  
ecenti@deloitte.lu



**Benjamin Collette**  
Partner - Advisory & Consulting  
+352 451 452 809  
bcollette@deloitte.lu



**Laurent Fedrigo**  
Partner - Audit  
+352 451 452 023  
lafedrigo@deloitte.lu



**Nicolas Hennebert**  
Partner - Audit  
+352 451 454 911  
nhennebert@deloitte.lu



**Lou Kiesch**  
Partner - Regulatory Consulting  
+352 451 452 456  
lkiesch@deloitte.lu



**Johnny Yip Lan Yan**  
Partner - Audit  
+352 451 452 489  
jyiplanyan@deloitte.lu

## Malaysia



**Kim Tiam Hiew**  
Partner - A&A  
+60 3 772 365 01  
khiew@deloitte.com

## Malta



**Stephen Paris**  
Partner - Audit  
+356 234 320 00  
sparis@deloitte.com.mt

## Mexico



**Ernesto Pineda**  
Partner - Financial Services  
+52 55 5080 6098  
epineda@deloittemx.com



**Javier Vázquez**  
Partner - Financial Services  
+52 55 5080 6091  
javazquez@deloittemx.com

## Middle East



**Humphry Hatton**  
CEO - FAS  
+971 4 506 47 30  
huhatton@deloitte.com

## Netherlands



**Ton Berendsen**  
Partner - Financial Service Industry  
+31 88 2884 740  
tberendsen@deloitte.nl



**Bas Castelijn**  
Partner - Tax  
+38 2886 770  
BCastelijn@deloitte.nl



**Erwin Houbrechts**  
Director - Investment Management  
+31 88 288 0993  
ehoubrechts@deloitte.nl



**Remy Maarschalk**  
Partner - Audit  
+31 88 288 1962  
RMaarschalk@deloitte.nl

## New Zealand



**Rodger Murphy**  
Partner - Enterprise Risk Services  
+64 930 307 58  
rodgermurphy@deloitte.co.nz



**Michael Wilkes**  
Partner - Audit  
+64 3 363 3845  
mwilkes@deloitte.co.nz

## Norway



**Henrik Woxholt**  
Partner - Audit & Advisory  
+47 23 27 90 00  
hwoxholt@deloitte.no

## Peru



**Javier Candiotti**  
Partner - Audit -  
Financial Services Industry  
+51 (1) 211 8567  
jcandiotti@deloitte.com

## Philippines



**Francis Albalate**  
Partner - Audit  
+63 2 581 9000  
falbalate@deloitte.com

## Portugal



**Maria Augusta Francisco**  
Partner - Financial Services Leader  
+351 21 042 7508  
mafrancisco@deloitte.pt

## Russia



**Anna Golovkova**  
Partner - Audit  
+7 495 5809 790  
agolovkova@deloitte.ru

## Singapore



**Jim Calvin**  
Partner - Tax  
+65 62 248 288  
jcalvin@deloitte.com



**Ei Leen Giam**  
Partner - Assurance & Advisory  
+65 62 163 296  
eilgiam@deloitte.com



**Kok Yong Ho**  
Partner, Global Financial Services  
Industry  
+65 621 632 60  
kho@deloitte.com



**Rohit Shah**  
Partner - Tax  
+65 621 632 05  
roshah@deloitte.com



**Serena Yong**  
Partner, Financial Services Industry,  
Assurance & Advisory Services  
+65 6530 8035  
seryong@deloitte.com

## Slovakia



**Miroslava Terem Greštiaková**  
Associate Partner- Deloitte Legal  
+421 2 582 49 341  
mgrestiakova@deloitteCE.com

## South Africa



**Dinesh Munu**  
Partner - Fist Audit  
+27 011 806 5767  
dmunu@deloitte.co.za



**André Rousseau**  
Insurance & Investment  
Management Industry Leader  
+27 823 402 256  
arousseau@deloitte.co.za

## Spain



**Rodrigo Diaz**  
Partner - Audit  
+349 144 320 21  
rodiaz@deloitte.es



**Gloria Hernández**  
Partner – Regulatory Consulting  
+349 143 810 75  
ghernandezaler@deloitte.es



**Alberto Torija**  
Partner - Audit  
+349 143 814 91  
atorija@deloitte.es



**Antonio Rios Cid**  
Partner - Audit  
+349 915 141 492  
arioscid@deloitte.es

## Sweden



**Elisabeth Werneman**  
Partner - Audit  
+46 733 97 24 86  
elisabeth.werneman@deloitte.se

## Switzerland



**Cornelia Herzog**  
Partner - Financial Service Industry  
+41 58 279 6054  
cherzog@deloitte.ch



**Marcel Meyer**  
Partner - Audit  
+41 58 279 7356  
marcelmeyer@deloitte.ch



**Stephan Schmidli**  
Partner - Audit  
+41 58 279 6221  
sschmidli@deloitte.ch



**Andreas Timpert**  
Partner - Consulting  
+41 58 279 6858  
antimpert@deloitte.ch

## Taiwan



**Vincent Hsu**  
Partner - Audit  
+886 2 545 9988 1436  
vhsu@deloitte.com.tw



**Olivia Kuo**  
Partner-Audit  
+886 2 25459988  
oliviakuo@deloitte.com.tw



**Jimmy S. Wu**  
Partner – Audit  
+886 2 2545 9988 7198  
jimmyswu@deloitte.com.tw

## Thailand



**Thavee Thaveesangsakulthai**  
Partner – Financial Advisory Services  
+66 2 676 5700  
tthaveesangsakulthai@deloitte.com

## Turkey



**Mehmet Sami**  
Partner - Financial Advisory Service  
+90 212 366 60 49  
mgsami@deloitte.com

## United Arab Emirates



**George Najem**  
Partner - Audit  
+971 2 408 2410  
gnajem@deloitte.com

## United Kingdom



**Tony Gaughan**  
Partner - Clients & Markets  
+44 20 7303 2790  
tgaughan@deloitte.co.uk



**Jamie Partridge**  
Partner - Audit  
+44 14 1314 5956  
jpartridge@deloitte.co.uk



**Andrew Power**  
Partner – Consulting  
+44 20 7303 0194  
apower@deloitte.co.uk



**Chris Tragheim**  
Partner – Tax  
+44 20 7303 2848  
ctragheim@deloitte.co.uk



**Mark Ward**  
UK Head of Investment Management  
Partner – Audit  
+44 20 7007 0670  
mdward@deloitte.co.uk

## United States



**Edward Dougherty**  
Partner - Tax  
+1 212 436 2165  
edwdougherty@deloitte.com



**Joseph Fisher**  
Partner - Audit  
+1 212 436 4630  
josfisher@deloitte.com



**Patrick Henry**  
US Investment Management Leader  
+1 212 436 4853  
phenry@deloitte.com



**Paul Kraft**  
US Mutual Fund Leader  
+1 617 437 2175  
pkraft@deloitte.com



**Peter Spenser**  
Partner - Consulting  
+1 212 618 4501  
pmspenser@deloitte.com



**Adam Weisman**  
Partner - Financial Advisory Services  
+1 212 436 5276  
aweisman@deloitte.com

## Venezuela



**Fatima De Andrade**  
Partner - Audit  
+58 212 206 8548  
fdeandrade@deloitte.com



# 連絡先

**Cary Stier**

Partner - Global Investment Management Leader  
+1 212 436 7371  
cstier@deloitte.com

**Vincent Gouverneur**

Partner - EMEA Investment Management Leader  
+352 451 452 451  
vgouverneur@deloitte.lu

**Jennifer Qin**

Partner - Asia Pacific Investment Management Leader  
+86 21 61 411 998  
jqin@deloitte.com

---

当リストに掲載されている  
各国の専門家に  
ご遠慮なくご連絡ください

Deloitte (デロイト) とは、英国の法令に基づく保証有限責任会社であるデロイト トウシュ トーマツ リミテッド ("DTTL") ならびにそのネットワーク組織を構成するメンバーファームおよびその関係会社のひとつまたは複数指します。DTTL および各メンバーファームはそれぞれ法的に独立した別個の組織体です。DTTL (または "Deloitte Global") はクライアントへのサービス提供を行いません。DTTL およびそのメンバーファームについての詳細は [www.deloitte.com/about](http://www.deloitte.com/about) をご覧ください。

Deloitte (デロイト) は、監査、税務、コンサルティングおよびファイナンシャルアドバイザーサービスを、さまざまな業種にわたる上場・非上場のクライアントに提供しています。全世界 150 を超える国・地域のメンバーファームのネットワークを通じ、デロイトは、高度に複合化されたビジネスに取り組むクライアントに向けて、深い洞察に基づき、世界最高水準の陣容をもって高品質なサービスを提供しています。デロイトの約 200,000 名を超える人材は、"standard of excellence" となることを目指しています。

本資料は皆様への情報提供として一般的な情報を掲載するのみであり、その性質上、特定の個人や事業体に具体的に適用される個別の事情に対応するものではありません。また、本資料の作成または発行後に、関連する制度その他の適用の前提となる状況について、変動を生じる可能性もあります。個別の事案に適用するためには、当該時点で有効とされる内容により結論等を異にする可能性があることをご留意いただき、本資料の記載のみに依拠して意思決定・行動をされることなく、適用に関する具体的事案をもとに適切な専門家にご相談ください。

© 2015. For information, contact Deloitte Touche Tohmatsu Limited.

Designed and produced by MarCom at Deloitte Luxembourg.

Translation: ©2015. For information, contact Deloitte touche Tohmatsu LLC.

