

## 投資ファンドのクロスボーダー・マーケティングに伴う 機会とパラドックス

### 規制の標準化によって高まる複雑性

#### Guillaume Scaffé

Director, Advisory and Support, Consulting IM & Pere,  
Deloitte Luxembourg

#### Chloé Piquet

Senior Manager, Advisory and Support, Consulting IM & Pere,  
Deloitte Luxembourg

#### 要点

- 市場において豊富な知識を備えた投資家や富裕層からの需要が高まる中で、「投資ファンド・マネージャー（IFM）」は新しいオルタナティブ商品の戦略開発に取り組んでいます。
- EUでは、プロフェッショナル投資家向けのマーケティング規則の調和が図られる一方で、個人投資家向けの「オルタナティブ投資ファンド（AIF）」の販売には大きな問題が残されています。「各国の規制当局（NCA）」は概ね、自国市場保護の観点から、国外のオルタナティブ資産に市場を開放することには消極的であり、その結果、域内では足並みの乱れが生じています。
- 欧州レベルでマーケティング・コミュニケーションの調和を図ることを目的とする、法的な枠組みが導入されたものの、この分野におけるNCAの保守的な姿勢は依然として強固であり、域内では捉えどころのない不協和音が生じています。個人投資家やプロフェッショナル投資家向けのマーケティング資料に対する規制当局の注目が強まることにより、IFMを取り巻く状況はさらに複雑化することが予想されます。



EUは全加盟国にまたがる単一の資本市場の創設を狙いとする、「資本市場同盟（CMU）」というイニシアティブを立ち上げました。規制の枠組みの調和を図ることによって、EU域内の資本を拡充するとともに、投資環境を改善し、経済成長を下支えすることを目的としています。これまでのところ、法規制の施行という点において大きな進展が見られるものの、投資ファンドに適用される現行の規制の枠組みは、標準化が複雑性を生み出すというパラドックスに陥っています。実際のところ、IFMにとっては、コストの増加、コンプライアンス要件の厳格化、報告・開示義務の強化といった負担につながっています。

本稿では、以下のテーマについて考察します。

1. 規制の枠組みの標準化によってもたらされる機会
2. 投資ファンド業界における足元のトレンドhelp
3. 投資ファンド運用会社が直面する課題と困難

**ルクセンブルクは投資ファンドの主要な拠点の1つとして知られています（全世界の純資産額の9%）。近年では、「UCITS（譲渡可能証券の集団投資事業）」が非常に人気の高い商品となっています。今後、どのようなトレンドが予想されるのでしょうか。**

2014年以降、欧州籍の投資ファンドの中で、純資産額を最も大きく伸ばしているのはAIFです（+95.10%）。その背景には、2つの要因が考えられます。

第1の要因として、EUのAIFのマーケティングを促進する目的において、いくつかの規制（「オルタナティブ投資ファンド運用会社指令（AIFMD）」、「欧州長期投資ファンド規制（ELTIF）」、「ファンドのクロスボーダー販売規制（CBDF）」）が施行されたことが挙げられます。実際のところ、(i)マーケティング・パスポートの導入、(ii)適格投資要件の簡素化、(iii)投資家向けのファシリティ提供方法の調和化によって、はるかに迅速かつ容易に投資資金を獲得することが可能になりました。

第2の要因として、昨今の経済環境がオルタナティブ資産への関心を喚起する一因になったことが挙げられます。2021年末時点で低金利・株高の局面は終焉を迎え、投資家はより魅力的な投資機会を模索するようになりました。AIFの純資産額が2020年から2021年にかけて急増（+12.5%）したことが、このトレンドを裏付けています。

2022年の経済危機は、このトレンドを強める方向に作用しました。同年1～10月の株式指数の広範な下落、地政学関連の不確実性、インフレの上昇が、オルタナティブ資産クラスに与えた影響は限定的でした。ルクセンブルクの投資ファンド全体の純資産額に占めるAIFの割合は、2022年11月時点で18.7%に達しています。（2021年11月時点では16%）。

**足元のトレンドは今後の動向を示唆するものなのでしょうか、あるいは単に一時的な流行にすぎないのでしょうか。**

現在の強固な規制基盤と経済環境のもとで、市場はこの先数年間も堅調に成長すると予想しています。UCITSの提供会社として知られるIFMは、オルタナティブ・ファンド戦略の開発を進めています。また、ターゲットとなる顧客層はプロフェッショナル投資家にとどまらず、豊富な知識を備えた投資家や富裕層、すなわち金融関連の資格や多額の貯蓄残高を持つリテール投資家の間でも、実物資産に対する関心が高まっています。IFMは、実際の投資家の流動性ニーズを満たすオープンエンド型のAIFを組成、よりアクセスしやすい商品開発を進めています。

欧州の法的な枠組みでは、EU域内におけるマーケティング規則の標準化を目指していますが、AIFMDの規定のもとで、各加盟国にはリテール投資家向けのマーケティングに関して裁量権が与えられています。現時点でこの権限を活用しているのは、一部の法域（アイルランド、ポルトガル、オランダなど）に限られます。現時点で二極化の傾向が明確なわけではありませんが、状況は変わりつつあるようです。北欧などの一部のNCAは、要望の高まりを受けて、より柔軟な方針を採り入れ、外国のAIFによる自国のリテール投資家向けマーケティングを許可するようになりました。

今後については、規制当局の許容範囲が拡大する結果、オルタナティブ資産クラスが幅広くオファーされるようになると予想しています。

**規制の枠組みは標準化と複雑化を生み出し、両者は矛盾しながらも共存しています。実務的には、オルタナティブ市場の実態はどうなっているのでしょうか。**

2つの重要な規制のトレンドが確認されています。

一方では、オルタナティブ投資ファンド運用会社のパスポートの調和化が、明確かつ着実に進んでいます。2021年には、投資家対応の遠隔ファシリティが認められる形で、現地代理人の要件が撤廃されるなど、規制の調和を図る動きが大幅に前進しました。この変化によって、リテール投資家向けのAIFのマーケティングが簡素化されました。これは、国別の情報開示規制の必要性を部分的に除外した、最近のPRIIPs規制の施行に類する動きと言えるでしょう。

他方では、投資家保護が一段と強化され、より詳細な透明性の確保が求められています。最近の例としては、(i)新しい情報開示とレポートの要件を導入した「サステナブル・ファイナンス開示規制（SFDR）」、(ii)「欧州証券市場監督局（ESMA）」のマーケティング・コミュニケーションに関する指針、(iii)ルクセンブルクの規制当局である「金融監督委員会（CSSF）」のマーケティング・コミュニケーションに関するガイダンスなどが挙げられます。

これら新しい規制に対応する作業はより煩雑になり、IFMがファンドの販売に関連する投資家向けの義務をすべて継続的に充足するためのプロセスは、より複雑でコストがかかるようになりました。

**AIFの普及に伴い、市場参加者は新たにどのような課題に直面するのでしょうか。また、内部組織やガバナンスにはどのような影響が生じるのでしょうか。**

投資ファンドのクロスボーダーでの販売に関する規制のもとで、IFMは自ら運用するファンドに関するマーケティング・コミュニケーションとファンドの法的文書との整合性を、確実に担保しなければなりません。

CSSFは最近公表したマーケティング・コミュニケーションに関するガイダンスの中で、マーケティング仲介者との間に契約関係が存在するか否かにかかわらず、整合性を担保する責任を負うのがIFMであることを明確にしています。これにより、IFMの作業は一段と複雑になることから、市場参加者はこの方針に対して批判的な見解を示しています。

契約関係の一部を構成するマーケティング仲介者に関しては、マーケティング・コミュニケーションの作成および配布に際して各当事者に適用される責任と制限事項を、契約において規定する必要があります。そのような契約が存在しない場合、CSSFはIFMに対して、ファンドに関連して行なわれる潜在的なコミュニケーションを把握する目的で、ランダムなスクリーニングを実施するよう要求するかもしれません。CSSFは今後実施するマーケティング・コミュニケーションに関する検査において、要求内容を明確にすることでしょう。

**そのような方向性は、欧州市場におけるマーケティング・コミュニケーションに関するトレンドと、整合的であると考えられるのでしょうか。**

その通りです。CSSFのガイダンスは、ESMAのマーケティング・コミュニケーションに関する指針の実務的な側面の一部を明確にしています。

その一方で、ルクセンブルクを始めとする多くの加盟国では、欧州市場においてマーケティング・コミュニケーションに関する足並みの乱れを生じさせるような、特殊な地域性が導入されています。

規制を巡る混乱を示す例を1つ挙げると、「オランダ金融市場庁（AFM）」は、リテール投資家向けのコミュニケーションにおいて特定のロゴを組み込むよう要求しています。

一方、「フランス金融市場庁（AMF）」は異なるアプローチを採用し、フランスのリテール投資家向けに販売されるサステナブル・ファンドのうち、同国の規制に準拠していないものについては、マーケティング・コミュニケーションにおいて特定の免責事項を挿入するよう求めています。

マーケティング・コミュニケーションに関連する要件に加えて、IFMは追加的な規制要件を網羅的にフォローした上で、特定の国において販売する際に順守しなければならない特定の要件が、現地の規制当局によって付加されていないことを確認しなければなりません。したがって、ファンドを販売するすべての国の規制動向をフォローする必要が生じるため、特に小規模な組織のIFMにとっては、非常に大きな負担になりかねません。

**このような規制を巡る混乱と販売の標準化の間には、どのような関連性があるのでしょうか。**

私たちは興味深い矛盾に直面しています。欧州では、長年にわたって標準化が進んだ結果、IFMがより広範なターゲット市場においてファンドを販売する可能性が膨らんでいます。

その一方で、NCAの立場では、オルタナティブ資産の販売対象となるリテール投資家が、理解できないようなリスクにさらされるのではないかという懸念が払拭できません。欧州の規制当局は、この数か月間、このような懸念を踏まえて、足元のマーケティングのトレンドとそれに付随するリスクを、よりよく把握するよう努めてきました。

興味深いことに、ESMAは最近、マーケティング・コミュニケーションに関する「第2次金融商品市場指令（MiFID II）」の情報開示規則のEU全域に対する適用について、NCAとの「共同監督行動（CSA）」を2023年に行なう方針を打ち出しています。

## 結論

**今後はどのようなトレンドが予想されるのでしょうか。**

オルタナティブ資産の未来は明るいと考えています。この資産クラスは比較的风险が高く認識されているものの、経済環境の変化の影響を受けにくく、したがってボラティリティが相対的に低いという特徴があります。経済の混乱が続く中で、投資家は積極的にポートフォリオの分散を図り、伝統的な戦略よりも実物資産を選好しています。その一方で、リテール投資家に対するオルタナティブ資産のマーケティングの認可に関しては、NCAの姿勢がより柔軟になると予想しています。また、規制当局の注目が高まる結果、投資家向けのコミュニケーションやマーケティング資料は複雑なものになる可能性があります。ESMAが実施する共同監督行動は、調和を探索する結果、新たな報告や透明性の向上を要求する追加的なガイダンスが策定されるという、本稿で述べたようなパラドックスをさらに例証することになるでしょう。



# Deloitte.

## デロイト トーマツ

デロイト トーマツ グループは、日本におけるデロイト アジア パシフィック リミテッドおよびデロイトネットワークのメンバーであるデロイト トーマツ合同会社ならびにそのグループ法人（有限責任監査法人トーマツ、デロイト トーマツ コンサルティング合同会社、デロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザー合同会社、デロイト トーマツ税理士法人、DT 弁護士法人およびデロイト トーマツ グループ合同会社を含む）の総称です。デロイト トーマツ グループは、日本で最大級のプロフェッショナルグループのひとつであり、各法人がそれぞれの適用法令に従い、監査・保証業務、リスクアドバイザー、コンサルティング、ファイナンシャルアドバイザー、税務、法務等を提供しています。また、国内約 30 都市に約 1 万 7 千名の専門家を擁し、多国籍企業や主要な日本企業をクライアントとしています。詳細はデロイト トーマツ グループ Web サイト（[www.deloitte.com/jp](http://www.deloitte.com/jp)）をご覧ください。

Deloitte（デロイト）とは、デロイト トウシュ トーマツ リミテッド（“DTTL”）、そのグローバル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れらの関係法人（総称して“デロイトネットワーク”）のひとつまたは複数指します。DTTL（または“Deloitte Global”）ならびに各メンバーファームおよび関係法人はそれぞれ法的に独立した別個の組織体であり、第三者に関して相互に義務を課しまたは拘束させることはありません。DTTL および DTTL の各メンバーファームならびに関係法人は、自らの作為および不作為についてのみ責任を負い、互いに他のファームまたは関係法人の作為および不作為について責任を負うものではありません。DTTL はクライアントへのサービス提供を行いません。詳細は [www.deloitte.com/jp/about](http://www.deloitte.com/jp/about) をご覧ください。

デロイト アジア パシフィック リミテッドは DTTL のメンバーファームであり、保証有限責任会社です。デロイト アジア パシフィック リミテッドのメンバーおよびそれらの関係法人は、それぞれ法的に独立した別個の組織体であり、アジア パシフィックにおける 100 を超える都市（オランダ、バンコク、北京、ベンガルール、ハノイ、香港、ジャカルタ、クアラルンプール、マニラ、メルボルン、ムンバイ、ニューデリー、大阪、ソウル、上海、シンガポール、シドニー、台北、東京を含む）にてサービスを提供しています。

Deloitte（デロイト）は、監査・保証業務、コンサルティング、ファイナンシャルアドバイザー、リスクアドバイザー、税務、法務などに関連する最先端のサービスを、Fortune Global 500®の約 9 割の企業や多数のプライベート（非公開）企業を含むクライアントに提供しています。デロイトは、資本市場に対する社会的な信頼を高め、クライアントの変革と繁栄を促し、より豊かな経済、公正な社会、持続可能な世界の実現に向けて自ら率先して取り組むことを通じて、計測可能で継続性のある成果をもたらすプロフェッショナルの集団です。デロイトは、創設以来 175 年余りの歴史を有し、150 を超える国・地域にわたって活動を展開しています。“Making an impact that matters”をバース（存在理由）として標榜するデロイトの約 415,000 名の人材の活動の詳細については、（[www.deloitte.com](http://www.deloitte.com)）をご覧ください。

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、DTTL、そのグローバル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れらの関係法人が本資料をもって専門的な助言やサービスを提供するものではありません。皆様の財務または事業に影響を与えるような意思決定または行動をされる前に、適切な専門家にご相談ください。本資料における情報の正確性や完全性に関して、いかなる表明、保証または確約（明示・黙示を問いません）をするものではありません。また DTTL、そのメンバーファーム、関係法人、社員・職員または代理人のいずれも、本資料に依拠した人に関係して直接または間接に発生したいかなる損失および損害に対して責任を負いません。

Member of  
Deloitte Touche Tohmatsu Limited

© 2023. For information, contact Deloitte Tohmatsu Group.



IS 669126 / ISO 27001



BCMS 764479 / ISO 22301