

# Performance

## 資産運用業界

アムンディ最高経営責任者  
イブ・ペリエ氏インタビュー

Page 6

## フランスのブティック型資産運用 会社の現状

フランスのサードパーティ運用:  
ブティック型資産運用会社の急  
成長とともに

Page 12

## 不動産投資家の新世界

世界が変化する中、進歩的な  
不動産資産運用会社は新たな  
機会を見出している

Page 20

## 投資税制に新しい命を吹き込む

フランス2018年財政法

Page 26



# #25

2018年1月

# Deloitte.

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)

# 目次



Page 6



Page 12



Page 20

---

## 06

**インタビュー記事:**  
**資産運用業界**  
アムンディ最高経営責任者  
イブ・ペリエ氏

---

## 46

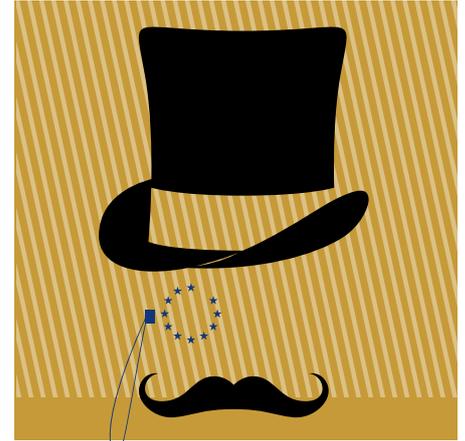
**プレグジット法案**  
新体制への移行によって税コスト  
が生じる？



Page 26



Page 32



Page 46

---

## 12

**フランスのブティック型資産運用  
会社の現状**  
フランスのサードパーティ運用：  
ブティック型資産運用会社の急  
成長とともに

---

## 20

**不動産投資家の新世界**  
世界が変化する中、進歩的な  
不動産資産運用会社は新たな  
機会を見出している

---

## 26

**投資税制に新しい命を吹き込む**  
フランス2018年財政法

---

## 32

**保険販売指令**  
2018年：欧州保険セクターに  
とって厳しい1年

---

## 50

**投資情報の開示の国際的潮流**  
完全に透明な時代の幕開け

# はじめに



チャールズ・ラムの言葉を借りれば、「正月元旦を全く意に介さないという人は一人もいない。その日は全てのものの日付の始まりであるし、残った月日を数えはじめる日なのである」。

1月は、過ぎ去った1年を振り返り、これからの1年について計画する沈思熟考の時です。人と同じように、多くの企業もゴールや戦略、目標という形で「新年の抱負」を立てます。25号という節目を迎えた「パフォーマンス」本号は、そのために必要となる思考の糧を皆様にもたすことと思います。



2018年最初となる本号では、世界各地を取り上げる旅を終えて欧州に戻り、フランスに焦点を当てます。世界の美食の都とも呼ばれるフランスですが、資産運用に関して言えば、世界の資産運用会社トップ20にフランスの資産運用会社が4社も入っていることをご存知でしょうか？このセクターの重要性を明確にするため、フランスを特集した本号の記事4件のうち3件は、読者の方々にご協力いただいたものです。彼らの計画と将来に対する期待を見てみましょう。



規制の観点から見ると、2017年はPRIIPSとMiFID IIの導入に伴う課題が中心を占めた1年でした。1月に入って間もないにもかかわらず、これらの規制がもたらす最終的な影響がすでに感じられます。今年は欧州の保険業界が注目を集めることは間違いありません。現時点で、保険販売指令 (Insurance Distribution Directive: IDD) の施行期限である2018年2月23日まで文字通り数週間しか残されていません。IDDの原則は、比較的シンプルです。すなわち、「消費者が販売チャンネルに関係なく同水準の保護を受けられるようにしなければならない」ということです。

しかし、どの規制でもそうですが、EU域内にはさまざまな細かな事情やアプローチ、解釈が存在するため、全域内、場合によっては域外でも遵守を確実にするために詳細な分析が必要とされています。

2017年は、Regchain、ブロックチェーン、RPA、RegTech、FinTechといったバズワードが登場しました。2018年は、何がバズワードになるのでしょうか？統合でしょうか？ディストラクションでしょうか？イノベーションでしょうか？2016年に登場して以来メディアをさんざん賑わせ、これからも大いにニュースとなると思われる言葉はもちろん、プレグジットです。「パフォーマンス」本号も例外ではなく、税制再編策に関する最新情報をお届けします。

最後に、金融業界のあらゆるセクターで世界的に広がっているもう一つのバズワードは、「透明性」です。PRIIPS同様、2017年10月に豪証券投資委員会ではスーパーアニュエーション（退職年金）商品に対し、定期的な取引明細書において手数料と費用を開示することを義務付けました。これは、投資家に資するような世界的な調和の向上につながるのでしょうか？

末筆となりますが、読者の皆様とご家族に2018年の新年のご挨拶を申し上げます。「パフォーマンス」誌が皆様と皆様の会社の未来に資するものとなれば幸いです。

**ヴァンセント・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・サンドール**  
(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

フランスにおける資産運用を考えると、真っ先に頭に浮かぶパラドックスがいくつかあります。

- フランス人はお金を軽蔑している。彼らのDNAには革命が組み込まれているからだ。その一方で、フランス人は西半球で最もお金に細かい国民の一つであり、貯蓄率が最も高い部類に入る。
- フランス人は独特の賦課方式の年金制度を大切にしている。しかし、かなり以前から、人口構成の変化により世代間の結束が損なわれることを認識している。
- フランス人は貯蓄の優先順位として退職後の生活を重視している（デロイト退職調査によれば、54%がこれに同意した）。しかし、退職後の蓄えに費やされるのは所得の6%にすぎない（デロイト退職調査）。
- フランスの税制はリスクテイクを促進していない。というのも、短期の銀行商品は非課税である一方、利子所得には60%超、配当所得には40%超、キャピタルゲインには保有期間によって25~60%の税金が課せられるからである。
- フランスには、起業家によって起こされた資産運用会社420社（うち200社は創業後5年未満）を含めると630社の運用会社があるが、運用資産が500億ユーロを超えるのは13社しかなく、世界のトップ10に入るのは1社しかない。

ではなぜ、フランスで今、「変化の風」が注目のテーマとなっているのでしょうか？

- 資産運用業界はいまや公然と、業界団体を通じてその経済的役割の推進を目指している（運用資産残高は3.6兆ユーロに上り、直接的・間接的に8万5,000人の雇用を創出）。
- 公的債務がGDPの99%（2.2兆ユーロ）に相当する国では、資産運用の発展は国家機関にとって極めて重要な意味を持つ。規制当局と資産運用業界団体は、業界全体にわたる競争プログラムを打ち出している。経済省はブロックチェーンを経由した投資信託の売買を推奨している。金融商品に対する税制が見直されて一律課税となり、財産保有より資産運用の方が有利になるように変化しつつある。
- さらに、業界がリテール事業と国際事業の拡大に軸足を変えたことは明らかであり、豊富な人材とテクノロジー環境の再活性化がそれを後押ししている。

英国の作家ダグ・ラーソンの言葉を借りれば、「フランス人の勇気を疑うなかれ。彼らはカタツムリが食べられることを発見したのだから」ということです。



サイモン・ラモス  
(Simon Ramos)  
編集主幹

パスカル・ケーニツヒ  
(Pascal Koenig)  
フランス投資運用リーダー

## 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

560, rue de Neudorf

L-2220 Luxembourg

Grand Duchy of Luxembourg

Tel: +352 451 452 702

Mobile: +352 621 240 616

siramos@deloitte.lu

www.deloitte.lu



# 資産運用 業界

フランスの投資運用リーダーのパスカル・ケーニツヒがアムンディの最高経営責任者であるイブ・ペリエ氏に、資産運用業界とその課題、今後の見通しについて興味深いお話をうかがいました。



イブ・ペリエ

イブ・ペリエ氏は、アムンディの最高経営責任者です。2010年の同社設立以来現職を務めているほか、2003年からクレディ・アグリコルの経営委員会のメンバーを務めています。また、クレディ・アグリコル・グループの保険資産運用事業と不動産事業も統括しています。したがって、アムンディのCEOとしての職務と並行して、保険部門(クレディ・アグリコル 保険)と不動産部門(クレディ・アグリコル不動産)も指揮しています。イブ・ペリエ氏はまた、フランス資産運用協会(Association Française de Gestion Financière: AFG)の名誉会長も務めています。

**デロイト:** 資産運用業界は、それ自体が一つの業界として十分に発達したと思いますか？それとも、まだ銀行業界や保険業界に依存しているのでしょうか？

**イブ・ペリエ:** 資産運用ビジネスは、それ自体が一つのビジネスになっており、ディストリビューターと密接に関わっています。アムンディの創業後の4年間は、フランスの資産運用会社が特に銀行ネットワークのリテール顧客からの解約に悩まされた時期でした。これは、新たな規制の制約の影響をもちに受けたことによるものです。銀行は、投資信託への投資よりも預金を優先しました。こうした環境を背景に、資産運用会社は新たな成長ドライバーを探すようになりました。アムンディもまた然りであり、そのパートナー・ネットワークから離れたところで、また、フランス国外で成長しなければなりません。2010年以来、アムンディの運用資産は、基本的に有機的成長と海外展開に

よって6億7,000万ドルから12億ドル(パイオニアの統合を除いた数字)へと50%も成長しました。この発展戦略のおかげで、アムンディは、所有者である銀行にほぼ専属する存在から、競争力のあるオープンな資産運用プラットフォームへの転換を果たし、2015年11月のIPOにおいて市場の承認を得ることができました。

しかし、この発展は、過半数株主の支援がなければ実現しなかったでしょう。クレディ・アグリコル・グループは、アムンディの企業文化を形作る上で重要な役割を果たしており、アムンディがパイオニア買収を決定した時をはじめ何度も、極めて重要な財務支援を提供してくれています。さらに、クレディ・アグリコルのようなグループの一部であることは、特に保険事業や不動産事業に関して大きな収益シナジーの可能性をもたらします。➡

## パッシブ運用の 発達と英語圏の プロバイダーと の競争は、資産 運用会社にさら なる困難をもた らしています

クレディ・アグリコルが貯蓄事業部門(保険、不動産、資産運用を含む)を創設したことで、アムンディは、お客様の投資ホライズン、目標、リスク・リターン・プロファイルに基づいてそのニーズを満たす総合的な投資ソリューションを開発し、提供できるようになりました。

**D:集中度が非常に低い業界では、規模が大きいことは必然的に強みになるでしょうか？**

**YP:** 統合の動きは、全体的な文脈の一部です。金融業界全体—資産運用、銀行業、保険を含め—で、さまざまなプレーヤーが競争力を高める新たな方法を絶え間なく探っています。超低金利により、金融セクター全体が利益率の圧迫に直面しています。このトレンドが最も顕著なのは、不動産ローンの金利と預金の利息でしょう。しかもこのトレンドは続くと思われる。パッシブ運用の発達と英語圏のプロバイダーとの競争は、資産運用会社にさらなる困難をもたらしています。米国の資産運用会社は、広大な国内市場(世界の資産運用市場の50%を占める)を背景に、欧州に進出攻勢をかけるのに有利な立場にあります。この状況に対応するため、資産運用会社はイノベーションとコストの削減によって適応を図る必要に迫られてきました。資産運用は主として固定費型の業界であり、スケールメリットが大きい業界です。必要最低限の規模を達成することは、利益の低下に対処する一つの手です。それゆえ、私たちは業界においてある程度の統合を予想しています。中規模の資産運用会社は当然、統合の

候補となります。しかし、統合は唯一の解決策ではありません。マネジャーの才能と起業家精神を武器とするブティック型の資産運用会社が活躍する余地はまだあります。したがって、この場合、大きいことだけが唯一の強みの形とは限りません。この環境で勝者となるのは、次のような会社だと私たちは考えています。

- 選択したビジネスモデルと戦略的ポジショニングを一貫して維持し、「中途半端」なポジショニングを避ける。
- 機動性、モジュール性、商品化までの時間を向上させることで、(I) 新しい商品と投資アプローチに進出できる、(II) 新規事業を開発する、あるいはバリューチェーンの中で新規事業に対するポジションを明確にすることができる、(III) 新しい販売・手数料モデルのシナリオに適応できる、(IV) サービスと報告に関して高まっている顧客の期待に適切に対応できる、(V) 外的ショックに反応できる。
- ベストインクラスの効率性とコスト管理を達成する。

たとえば、パイオニア・インベストメンツの買収は、規模の問題だけが動機だったわけではありません。アムンディとパイオニアは、相互補完性の高い投資能力を持っています。パイオニアは、欧州株、米国株、新興市場株、マルチアセット、米国債券などのさまざまなアセットクラスにおけるアムンディの専門知識を補強することになります。一方、パイオニアのお客様は、評価の高いアムンディの独自設計のサービス、たとえば、スマートベータ、ETF、実物資産、オルタナティブ資産、仕組商品、保証商品、マネー・マーケット・ファンドなどの恩恵を受けることができます。同様に、アムンディとパイオニアの営業地域も相互補完的であり、強力なクロスセル機会を生み出しています。それに加えて、ユニーククレジットのネットワークとの長期的なパートナーシップのおかげで、アムンディは欧州のリテール顧客に好まれる貯蓄ソリューションのプロバイダーとしてのポジションをさらに強化することができます。この統合により、運用資産規模で世界トップ10に入る(運用資産約1.4兆ユーロ)、欧州らしさの強い

グローバルプレーヤーが誕生することになります。これは、アムンディを欧州の紛れもないリーダーとして位置付け、欧州の4つの国内市場におけるリーダーシップの強化につながるでしょう(現在は、フランスで市場トップ、イタリアとオーストリアではトップ3に入り、ドイツでは上位に入っています)。

**D:**この業界の主要プレーヤーは、システミックなリスクを抱えていますか？

**YP:**流動性危機に関しては、銀行と保険会社は、慎重に規制されています。企業が顧客に代わって資金を運用する資産運用業界においても、資金の流動性リスクは、包括的な規制(UCITS/AIFMD)と資産運用会社の複数の流動性管理ツールを通じて監視され、最小化されています。それに加えて、アムンディは顧客の基本資産を守るための内部規則とリスク管理方針を定めています。毎日の流動性ストレステストとスイングプライシングは、アムンディがこのリスクに先回りして対処し、償還を確実にするために採用している方針の例です。それでも、万一大きなショックが発生した場合は、ファンドレベルでの厳格なリスクコントロールに加えて強固な財務構造が追加の保護の役割を果たすと考えています。▶

マネジャーの才能と起業家精神を武器とするブティック型の資産運用会社が活躍する余地はまだあります



## 欧州の金融管理について

**D:** プレグジットの期限は再び、金融市場の管理に関する議論を活発にしており、コミュニティを二分しています。プレーヤーの勢力図が激変するリスクはありますか？

**YP:** 実質的な交渉はまだ始まっていないため、プレグジットの影響について明確な見通しを持つのは時期尚早です。決定的に重要な点は、英国に拠点を置くプレーヤーが欧州の金融パスポートを保持することを認められるかどうか、それが投資運用にどう影響するかということです。

## ポートフォリオマネジャーの対人スキルと情報をまとめる能力が顧客関係管理の重要な部分となることに変わりはないでしょう

**D:** 資産運用会社はほとんどの場合、利益率の悪化に直面しています。テクノロジーを活用することで、この難題に対処し、現在のトレンドを逆転させることができるでしょうか？

**YP:** 新しいテクノロジーが私たちの業界に与える影響を過小評価も過大評価もしないことが大切です。銀行セクター同様、私たちは100%デジタルと100%人間の両方を必要としています。

新しいテクノロジーは、お客様のニーズに応える適切な貯蓄ソリューションを見つけるのに役立ちます。また、助言・投資プロセスを考案し、構築するための重要な資産になるかもしれません。それでも、ポートフォリオマネジャーの対人スキルと情報をまとめる能力が顧客関係管理の重要な部分となることに変わりはないでしょう。

**D:** 金融教育は、有名なフランス人のリスク回避傾向を解決してくれるでしょうか？

**YP:** まず何より、株式などの長期投資が有利になるようにフランスの税制を見直す必要があります。こうした投資は、より多くのリスクを受け入れる意欲のある投資家に、より高い利回りをもたらす一方、实体经济に資金を供給します。これまでのフランスの税制は完全に正反対でした。しかし、フランス政府が提案している一律課税は、最初の前向きな一歩です。



私たちの役割は、投資信託を提供することだけでなく、お客様のリスクアベタイト、目標、投資ホライズンに基づいて投資と貯蓄のソリューションを提供することです。個人投資家は、高い利回りをもたらす複雑な商品を求めています。彼らの第1の目標は、元本を失わないことです。また、助言とクオリティの高いサービスも求めています。アムンディの発展の成功は、お客様のニーズに合ったソリューションを提供する顧客中心の組織、パフォーマンス、助言を提供する能力、そしてインフラ(IT、ミドルオフィス等)のクオリティという4本柱に支えられています。最後に、欧州の規制当局には、株式投資を推奨するよう規則を調整してもらう必要があります。たとえば、ソルベンシーIIの制約はあまりにも厳しすぎて保険会社が株式に投資しにくくなっています。これは特に、年金基金に関する米国の規則と比べると顕著です。

**D:** パリが「欧州のポストン」になることを妨げている要因は何でしょうか？

**YP:** ここ数年の間に創設された企業の数が示しているように、パリには活力のある資産運用会社が集まっており、株式保有、事業、顧客基盤の点で多様な様相を呈しています。運用資産残高が3兆ユーロを超えるパリは、国際的な投資ハブです。



フランスは、英国に次いで2位にランクされており、魅力的なエコシステムと資産運用の発展についてよく理解している規制当局が有利に働いています。また、評価の高いプロフェッショナルのスキルと、海外からの駐在員に有利に計らう規制制度にも支えられています。フランスは、有名なプレーヤーを数多く擁する強力な市場です。フランスの資産運用会社4社が世界の上位20位に名を連ねているほか、フランス国内では、起業家によって設立された資産運用会社670社が優秀なマネジャーと多数の有能な人材を武器に活動しています。アクティブ運用やプライベート・ウェルス・マネジメント、オルタナティブ運用、マルチアセット運用、プライベートエクイティなどの戦略に特化したいくつかの名を知られたプティック型資産運用会社があることもフランスの強みです。

**D:** IPOと現在進行中の統合が完了した後の新たなプロジェクトの予定はありますか？

**YP:** 企業として私たちが目指すものに変わりはありません。すなわち、一方ではお客様にクオリティの高い助言を提供し、もう一方ではお客様の目標に沿った貯蓄ソリューションと投資ソリューションを提供することです。

2015年のIPOは、アムンディが運用資産残高、収益、利益率の目標を、基本的に有機的成長を通じて達成し、オープンな資産運用プラットフォームとして活動する計画を実施したことによって可能になりました。株式上場したことで、機関投資家、特に大規模なロングオンリーの国際企業から大きな関心呼びました。私たちは、内容の濃い、率直で貴重な対話を行いました。投資家の方々は、アムンディの収益性の高い堅調な成長、経営モデル、そして特にリテール分野における独特の専門知識を知って驚かれたと思います。クレディ・アグリコルは今もアムンディの過半数株主で、資本の70%を持っています。

2017年7月にパイオニア・インベストメンツの強みを取り込んだことで、アムンディは2010年の創業時に定めた原則に基づき、その発展において重要な一歩を踏み出しました。

この統合の結果、欧州に根ざした強固な基盤と独特の経営モデルを持つグローバルなプレーヤーが誕生しました。経営モデルは、リテール顧客部門と機関・法人顧客部門という2つの顧客区分別の事業部門を中心に構築されており、両部門とも世界中で、特定のニーズに対応するように設計された包括的かつ多様な投資ソリューションを提供しています。私たちの目下のプライオリティは、パイオニア・インベストメンツの統合を成功裏に完了させることであり、2019年末までにこれを達成する計画です。

当面の間は、私たちの事業拡大計画は主に有機的成長を通じたものですが、私たちの専門知識、販売チャネル、あるいはフランス国外のローカルな営業地域を追加するために、小規模な買収の機会を狙う可能性もあります。●

# フランスのブティック型 資産運用会社の現状

## フランスのサードパーティ運用： ブティック型資産運用会社の 急成長とともに

フランス資産運用協会 (Association Française de la Gestion Financière: AFG) の会長が、フランスのブティック型資産運用会社とそれらが及ぼす影響、そして成功の理由について、デビッド・ベナモウ (アキシオムAIのマネージング・パートナー兼CIO)、エリック・フラン (DNCAファイナンスCEO)、ロラン・デルトゥール (サイコモア・アセット・マネジメント会長) と興味深い対話を交わしました。



エリック・ピノン

フランス資産運用協会 (AFG) 会長。2017年5月からAFG会長を務めるピノン氏は、ラ・フィナンシエール・ド・レキシエのシニアアドバイザーであり、2006年からパートナーとなったエイサー・ファイナンスの取締役でもあります。1978年に株式仲買会社のミシェル・ブジェでキャリアをスタートさせ、1989年末に同社がパークレイズ・グループと合併するまで同社の最高経営責任者を務めました。同年、ヨーロッパ・エジード・ファイナンスを設立し、2003年にKBLフランス銀行に売却されるまでトップを務めた後、2006年まで同行のCEOを務めました。



デビッド・ベナモウ

2009年に設立され、個人・機関顧客を対象に現在11億ユーロの資産を運用する運用会社アキシオムAIのマネージング・パートナー兼最高投資責任者。金融機関セクターの分析を手がける同社は、劣後銀行債に関して独自の専門分野を構築しています。現在、4人のマネジャーが8つのファンドを運用しています。同社は、自然人である設立者によって保有されています。



ロラン・デルトゥール

2001年設立のサイコモア・アセット・マネジメント会長。同社は、4つの運用分野 (欧州株式、絶対リターン、ユーロ圏社債、分散) において個人・機関顧客を対象に70億ユーロを超える資産を運用しています。20人ほどのマネジャーが4つの戦略—サステナブル株式、テーマ型株式投資、フレキシブル戦略、クレジット・クロスオーバーSRI—を対象とする独自のファンダメンタルズ分析モデルを適用しています。



エリック・フラン

2000年に設立され、個人・機関顧客にサービスを提供するDNCAファイナンスのCEO。同社は、26本のUCITSファンド (フランスの投資信託とルクセンブルクに本籍を置くアンブレラファンド (SICAV) が1本) を提供し、主に4つの運用分野 (欧州株式、分散、転換社債、ユーロ圏社債) を手がけています。30人を超えるマネジャーが250億ユーロの資産を運用しています。2015年にナティクス・グローバル・アセット・マネジメントが持分71%を取得しました。



ポートフォリオ運用会社というステータスが1989年に作られ、その後1996年に金融業務近代化法が制定されたことで、サードパーティ運用は一つの独立した事業分野として認められるようになりました。この正当性と貯蓄・投資ソリューションの基礎となるリスク分散およびアセット・アロケーションの専門性の高まりに支えられて、フランスのサードパーティ運用は銀行業と保険業と並んでフランスの金融業界の主力となっています。実際、4.0兆ユーロの運用資産を抱えるフランスの資産運用業界は欧州大陸においてトップの地位を占め、その年成長率は2008年に底を打ってからは5%を超えています。

フランス市場には、世界をリードする資産運用会社数社をはじめ、あらゆるアセットクラスと運用スタイルにわたるポートフォリオ運用会社が650社近く存在しています。しかし、フランス市場が欧州において抜きん出ている理由は、その起業家ネットワークの持つ価値と活力にあります。既存・新興の両方で見ると、事業者の3分の2、運用チームの3分の1は起業家によって設立されたものです。経験豊富で、名の知れていることの多いプロフェッショナルによって作り上げられたこれらの企業は、スペシャリストの集団であり、イノベーション能力、組織的な柔軟性、投資家のニーズの熟知、そしてもちろん独自の商品によって成功を収めています。従来はプライベートマネジメントや株式・社債（特に中小型株）、顧客との密接な関係に力を入れていましたが、投資ファンドを通じてその知識を伝える

ことにより、未上場、オルタナティブ、クオンツ、ストラクチャード、絶対パフォーマンスなどの運用において新たな専門性を伸ばしつつあります。この関連において、国際的に認められているフランスの科学教育の質、特に数学教育は、金融イノベーションとテクノロジーという点で運用チームに大きな競争上の優位性をもたらしています。

起業家によって設立された企業が現在直面している主な課題の一つが、国際市場や機関投資家向け市場で競争するために必要な規模を達成することです。熾烈な競争環境と市場の緊張を考えると、これはなおさら重要です。こうした環境は、一方では手数料への引き下げ圧力、そしてもう一方では規制の遵守（MIF2、PRIIPS、SOLVA2、GDPR等）、技術投資、商業開発に関係するコストの上昇によって、彼らの利益率に影響しています。これらの課題に対処する解決策は存在しない一方、ビジネスモデルの適応とエコシステム内のつながりのさらなる強化が必要とされることが少なくありません。そうした手法と専門知識の共有は、企業合併、資源の共同利用（経済利益グループ：EIG）、パートナーである機関投資家



あるいは販売パートナーの資本の積極的な受け入れ、インキュベーターの貢献などを通じて実現されます。Fintech商品も、運用会社の業務効率と顧客サービスの質を高める一つの資産です。数多くの「フランスのプライベート型資産運用会社」はすでにこの領域のパイオニアとしての実績を上げており、うちおよそ50社が、海外営業事務所の開設や販売パートナーシップの強化、そして代表的ファンドの素晴らしいトラックレコードに支えられた強いブランドイメージの構築によって、運用資産10億ドルの節目を達成しています。平均すると、運用資産の半分以上は、こうしたプライベート型資産運用会社に信頼を置く外国人投資家—個人であれ機関投資家であれ—が占めており、その割合は年々上昇しています。

金融センターとしてのパリの競争力と魅力を向上させることは、フランス資産運用協会 (AFG) を導く使命です。規制当局 (AMF) とエコシステム全体と密接に協力しながら、AFGはフランスの投資ファンドと運用業界の世界的な認知度と販売の拡大を図る具体的な施策を打ち出すことを目指しています。フランスのプライベート型資産運用会社の急成長を支援し、貯蓄市場に力を入れることによって、フランスの業界は引き続きお客様のニーズに合わせて作られたソリューションを提供し、英語圏で導入されているモデルをベースにした最先端のサードパーティ運用を実現できるでしょう。

**エリック・ピノン: みなさんの会社について、沿革と成功の理由をかいつまんでお話しいただけますか?**

**デビッド・ベナモウ:** アキシオム・オルタナティブ・インベストメンツは2009年、投資銀行セクターと資産運用業界出身の投資プロフェッショナルのチームによって設立されました。私たちは当時、投資家の大半は金融業界とその規制の枠組み、会計原則について非常に限られた知識しか持っておらず、それが金融危機を悪化させたという確固とした考えを持っていました。投資家がこのセクターに戻ってくるには時間がかかり、その間、専門家を求めるだろうと結論付けた私たちは、意図的に金融セクターに焦点を当て、リサーチ要素を強く押し出すことにしました。

この戦略のおかげで、アキシオムは発行体、投資家、メディア、規制機関の信頼できる専門家として頭角を現し、その地位を確立することができました。

タイミングが(ほぼ)全てであることは少なくともありませんが、2009年は金融商品の価格ががたがたと乱高下し、この領域に投資するのに必要な知識、時間、リスクアベタイトを持っている投資家はほとんどいなかったため、スタートするには完璧な時でした。

このような環境の中でスタートしたことで、2009年以降、私たちの主力ファンドでは年率グロスパフォーマンス12%を達成することができました。

これは今でも、業界で最も長年にわたる最も優れたトラックレコードの一つに数えられています。

**ロラン・デルトゥール:** 私たちの成功にはいくつかの理由があります。そして、資産運用における成功は常に、時間と規律の問題です。

私たちは、2001年の設立以来ずっと、いくつかの原則に従っています。

まず第1に、私たちは資産を追い求めたことは一度もありません。世間知らずだったかもしれませんが、安定したパフォーマンスを達成することができれば、お客様は私たちの仕事を認めて私たちのファンドに投資してくれるだろうと信じていました。

世間知らずだったと申し上げたのは、たとえ素晴らしいファンドを提供していても、今日の世界では、その会社がフランスのどこかに存在することを投資家に知ってもらう必要があるからです。

第2に、銘柄選定者として、私たちはプラスアルファの財務基準が財務諸表を見るのと同じくらい重要だと考えています。今日、これは私たちのSPICE投資方針に体现されています。▶

# 金融センターとしてのパリの競争力と魅力を向上させることは、フランス資産運用協会 (AFG) を導く使命です



# このビジョンは、全社的に共有し、日々の仕事に生かさなければなりません

大規模なゼネラリスト型の資産運用会社との競争においては、私たちは勝ち目がない、あるいはリスクの大きい選択肢とみなされることも少なくありませんでした。アキシオムが成長を遂げ、幅広いリスク/リターン特性を持つ多様な投資ソリューションによって欧州と米国の機関投資家の信頼を獲得した今では、それも過去の話となりました。

**LD:** 2001年の時点では、私たちの運用資産はゼロであり、テクノロジーバブルが破裂したばかりでした。危機がどのぐらい続くのか全く予想がつかず、機関投資家からシードマネーを確保できなかったことは大きな失敗でした。

したがって、まずは必須となる3年間のトラックレコードを積み上げなければならず、その後ようやく運用資産が伸び始めました。私たちが遭遇したもう一つの困難は、フランスのIFA(独立系ファイナンシャルアドバイザー)市場を通じたリテール販売事業の立ち上げでした。時期が非常に悪く(2007年一下げ相場をつかまえるのにギリギリの時期)、その時点での私たちの商品レンジは、ロングオンリーの株式商品と2つのロング/ショート戦略しかありませんでした。

金融危機の最中、柔軟性の高い商品(株式と現金)と国際分散投資商品を立ち上げました。今日では、この2つは当社にとってIFAの間で最もよく売れているファンドとなっています。しかし、真のパートナーとしてIFAコミュニティに認められるまで8年かかりました。

**EF:** 困難の主な原因は、さまざまな金融危機でしたが、金融危機は難しい時期に大きなリターンを達成する機会ももたらしました。私たちは常に、最初に顧客となったフランスのIFAに感謝の念を抱いています。彼らは、私たちのパフォーマンスとポートフォリオ管理のクオリティを最初に認めてくれたのですから。

**EP:** 資金流入は、海外販売とリテールが中心ですか？

**DB:** パリに拠点を置いているものの、アキシオムの投資家基盤は昔から海外が中心です。私たちは、フランス国外の4つの主要国をターゲットとして、国際的な事業範囲を広げるために時間とエネルギーを費やしてきました。ロンドンにオフィスを構え、ロンドン証券取引所にファンドを上場しました。その結果、あるジャーナリストはアキシオムを「英仏系プライベート型資産運用会社」と呼んだほどです。英国への進出により、アキシオムは米国の投資家からも注目されるようになりました。▶



実際、私たちの場合はずっと、リテール顧客と個人富裕層が中心となっています。最初に私たちに投資を任せてくれたのも彼らです。機関投資家は最低限のトラックレコードを必要とする上、銀行の劣後債への投資で損失を被っていたため、彼らに選んでもらえるようになるまでには、はるかに長い時間がかかりました。

**LD:** もちろん、他のフランスの資産運用会社と同じく、私たちもフランス国外への進出を開始しています。

海外進出に適用できる成功の秘訣というものはありません。さらに、一般に考えられているのは違って、欧州は少しも統合されていません。さまざまな国に多くの非関税障壁が存在しており、現地への進出をコストのかかる厄介なものにしています。

少しでも成功するためには、実利的に考え、各国における現地の現実に適応することが重要です。これこそ私たちが試行錯誤しながらやってきたことです。ロンドンではオフィスを設立して現地の営業陣を運営しようとしたが、うまくいきませんでした。また、湾岸地域でもサードパーティ・マーケターを持ったことがありました。

幸いなことに、オーストリア、ドイツ、イタリア、スペイン、そしてフランス語圏の代表的な国々であるスイス、ベルギー、ルクセンブルクなどの他の国では大きな成功を収めています。これらの国のそれぞれで顧客基盤に若干の違いがあります。

2017年の私たちの成長は、フランスのIFA、海外顧客、従来のフランスの機関投資家の間で均等に分かれました。

この構成には、とても満足しています。おかげで、「三本足」で進むことができています。しかし、引き続き長期的な取引関係を重視しており、成長のための成長を追いかけないようにしています。

**EF:** 私たちは、国内販売と海外販売の両方に重点を置いています。フランスではもともと、IFAの間で大きな市場シェアを持っていますが、プライベートバンクとリテールバンク、保険会社、機関投資家とも強固な関係を構築しています。海外では、イタリア、スペイン、ベルギー、ルクセンブルクで多くの取引をしています。あちこちに進出しないように注意し、一歩ずつ前進するように努めています。規模だけが私たちの最終目標ではありません。新しい人材を引き寄せ、お客様の投資に対して十分な見返りを提供することを続けていくことだけを望んでいます。

**EP:** デジタル革新は、利益率を維持するのに役立つでしょうか？

**DB:** 今のところは、そうではありません。投資家に評価されているのは、私たちのリサーチと業界に関する深い知識であり、私たちが提供する、より複雑なアセットクラスへのアクセスです。とはいえ、投資ユニバースの特定の領域では、ロボアドバイザー、アルゴリズム戦略、リスクプレミアム戦略を事業計画に組み込んでいます。

私たちは、成長を支えるためにソーシャルネットワーク専用のデジタルコミュニケーションツールを開発しました。また、情報や非定型文書の共有を容易にする新しいツールも導入しています

**LD:** 現段階では、デジタル変革が中期的に利益率の維持に役立つのかどうか分かりません。私たちの場合は、むしろ成長を支えるために使われています。デジタル変革は、大規模な取り組みであり、人材とソフトウェアの両方で多額の投資を必要とします。私たちのデジタル戦略は、マーケティング分野に限られません。私たちは、成長を支えるためにソーシャルネットワーク専用のデジタルコミュニケーションツールを開発しました。また、情報や非定型文書の共有を容易にする新しいツールも導入しています。最後に、デジタルな発展の一環としてSmartRecruitersというユニークなプラットフォームが私たちの採用プロセスの構築に役立っています。また、BambooHRのおかげで、人事評価システムも向上しました。

**EF:** 私たちは、デジタル変革によって報告の質が大いに向上すると考えています。したがって、お客様はアセットマネジャーに好パフォーマンスを期待するようになるでしょう。

**EP:** 商品、ターゲットとする顧客層、マーケティング、顧客サービス、積極的な値下げなど、主にどのような戦略的選択をすることで差別化できたと感じますか？

**DB:** スペシャリストであること、欧州金融セクターで投資家とメディアに専門家として認知

されること、過密な投資領域を避けることが私たちの台頭のカギとなってきました。

成長と投資家基盤の拡大には、金融セクターをベースに商品レンジ全体を構築し、投資家にさまざまなリスク/リターン特性を持つ投資手段を提供したことが役立ちました。最後に、私たちの主な強みは、金融セクターに特化した強固な企業文化です。販売からマーケティング、ミドルオフィスからリスク管理まで、全ての部門が私たちの投資ユニバース、商品、投資案件を理解しています。そのおかげで、組織全体で効率性が向上し、非常に強固で一貫性のある企業文化が保たれています。

**LD:** 主な差別化要因の一つは、サイコモアが一人のカリスマ的なファンドマネジャーによって設立されたのではなく、相互補完的なバックグラウンドを持つ4人によって設立されたことです。

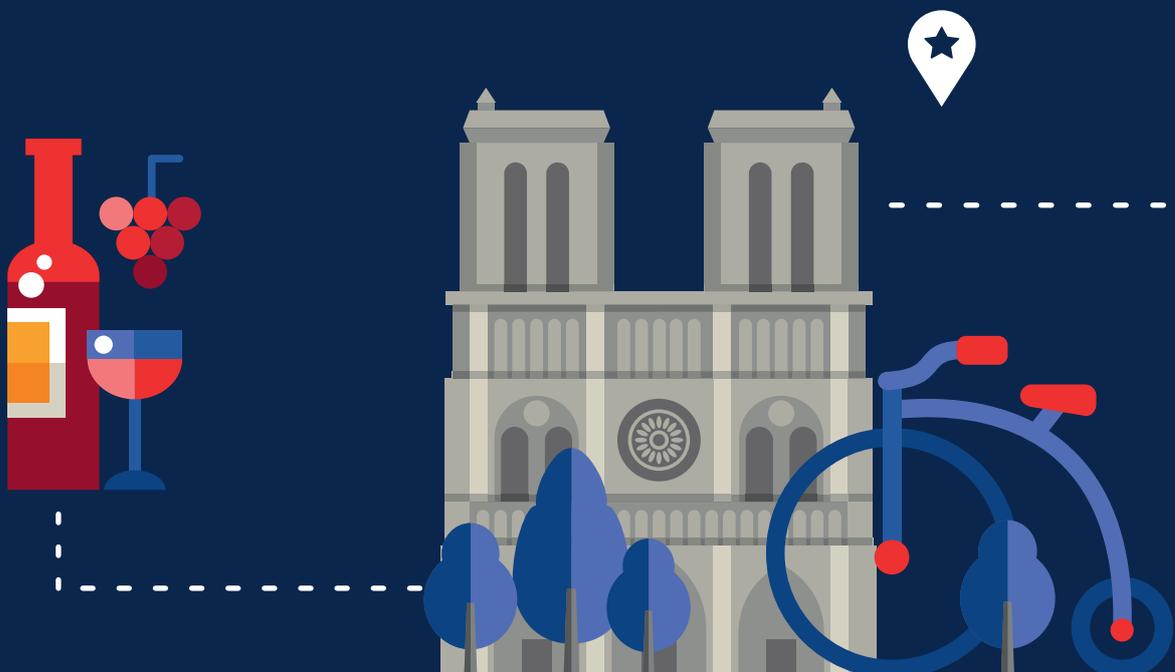
第2に、投資業界ではパッシブ戦略が優勢になっているため、アルファの創出という点だけでなくお客様に目的意識をもたらすことによって差別化を図ることが重要です。それゆえに私たちは、責任投資の領域で欧州をリードする資産運用会社になることを目標にしています。

顧客サービスという点では、常に透明性を保ち、主体的に行動するように努めています。創業以来、私たちは毎月1日にマンスリーレポートを送付する数少ない資産運用会社の一つです。資産の成長とファンド数の増加によって複雑さが増しているものの、私たちはこの約束を守っています。

一方で、積極的な値下げは一度も行ったことがありません。私たちがしている仕事と私たちが提供しているサービスは、適正な価格に見合ったものだと考えています。また、入ってくるなり出て行ってしまうような動きの速い資産を追いかけたいとは思いません。

さらに、引き続き安定したアウトパフォーマンスを実現することを望む場合、いくつかの戦略では、キャパシティが制約となることが分かっています。こうした状況で価格競争に突入することは、全く意味がありません。

**EF:** 私たちは、確信度が高いポートフォリオを運用する資産運用会社であり、中長期にわたる確かなパフォーマンスを通じて差別化を図っています。私たちの課題は、優秀なポートフォリオマネジャーを維持することです。共通の企業文化、謙虚な姿勢、起業家精神、お客様第一主義を保ち続ける必要があります。●





# 不動産投資家の 新世界

世界が変化する中、進歩的な不動産資産運用会社は新たな機会を見出している

ザビエル・レピーヌ  
(Xavier Lépine)  
ラ・フランセーズ・グループ  
取締役会長

マルク・ベルトラン  
(Marc Bertrand)  
ラ・フランセーズ・  
リアルエステート・マネジャーズ  
最高経営責任者

欧州の不動産賃貸市場は、景気指標が2010年～2011年の景気後退の終了以来最高の水準を記録していることを背景に活気づいています。投資は非常に堅調で、投資額は1,300億ユーロ<sup>1</sup>に上り、2017年上半期のパフォーマンスは2006年以来、同期比で1、2位を争う好調な年となりました。しかし、こうした目を引く数字は、いくつかの興味深い地理的な差異を覆い隠しています。ドイツの投資市場は、投資額が260億ユーロ—2016年上半期から44%増—に上る記録的なスタートを切りました。英国市場では、EU離脱を問う国民投票の予期せぬ影響に対する調整が進んでいるものの、投資額は2016年上半期から23%増の440億ユーロに達しました。▶

1. 出典: CBRE, LF GREIM Research



一方、フランスでは、賃貸市場の2017年初めの足取りは弱いものでした。上半期の不動産投資額は90億ユーロで、前年同期からあまり変化はありませんでした。全体的な持ち家志向と歴史的な低金利がフランスの住宅用不動産市場を下支えすると予想され、新築住宅・中古住宅ともにさらなる価格上昇につながると考えられます。フランスの住宅購入者の旺盛な需要は、都市に集中するようになっています。この最も顕著な例がパリ大都市圏で、2008年以降の相次ぐ危機にもかかわらず、住宅価格は総じて上昇しており、2017年には過去最高を記録すると予想されています。その結果、家計に占める住宅費の割合が急上昇し、結果的に他の項目への支出が抑制され、フランスの経済成長の足を引っ張っています。対照的に、アナリストが指摘するのはドイツ経済の強さで、投資活動と住宅地域が国全体に分散していることが競争力の増大につながり、家賃を妥当な水準に保つことで家計消費を押し上げています。

#### グラン・パリ計画

「グラン・パリ」計画—フランスの首都パリの19世紀以来最大規模となる野心的なインフラプロジェクト—は、フランスの賃貸市場が直面するいくつかの課題に対処することを目的として策定されています。このプロジェクトは、不動産開発サイクルの新たなフェーズの好例でもあり、不動産投資運用会社とその活動範囲を資産の取得、運用、売却から開発プロジェクトへの資金供給にまで広げる新たな機会をもたらしています。この質の高い都市計画は、パリ周辺の交通インフラをほぼ倍の規模にするために250億～350億ユーロの予算を与えられており、ひいては総額750億ユーロに上る住宅・オフィス建設への投資を創出するものと考えられます。

資金の一部を出資するのは、640億ユーロの運用資産を抱えるフランスの資産運用会社ラ・フランセーズ・グループです。同社は2017年中、フランスとユーロ圏に20億ユーロを投資しており、多額の長期的な出資約束により、同市場のあらゆる主要プロジェクトの入札に招請されています。ラ・フランセーズ・グループのザビエル・レピーヌ取締役会長は次のように述べています。「私たちのグループは、資産運用の分野で活動しているだけではありません。欧州に150億ユーロ規模の不動産、パリ地域（イルドフランス）に

500件以上の資産を持つ私たちは、大量の土地資産も所有しています。したがって、欧州で並ぶものがない、この歴史的なプロジェクトに参加することは当然のことでした」

パリがこのような大きな改造を経験するのは、ナポレオン3世がいくつかの郊外をパリに正式に編入し、パリを取り囲む城壁の外周にまで市域を拡張した1860年以後のことです。ナポレオン3世が任命したセーヌ知事のジョルジュ＝ウジェーヌ・オスマンは、ナポレオン3世の広大な公共工事計画をさらに拡大し、新しく編入された区を市中心部とつなぐ新しい大通りを建設しました。グラン・パリ計画では、首都の郊外と中心部との接続を向上させて、パリをより包括的に運営する戦略の一環として、開通から1世紀経つメトロシステムを拡大して4つの新しい路線と68の駅を加え、線路を190キロ以上延伸する「グラン・パリ・エクスプレス」の工事が進められています。いくつかの区域は、この大規模投資によって特に大きな恩恵を受けることになります。たとえば、サンドニ・プレイエルには巨大な駅が建設され、パリのサン・ラザール駅と同規模の拠点となる予定です。

## 富の媒介

一方、パリ改造には、鉄道インフラの拡張のほかにもさまざまな計画が含まれています。「パリ大都市圏の首都を考案する」プロジェクト募集の一環として、2017年の9月と10月の間に50回を超える公開討論会が開催されました。自治体間連合メトロポール・デュ・グラン・パリのパトリック・オリエ議長が議長を務めた公開討論会では、勝ち残った153のグループが56区域の開発企画案をプレゼンテーションしました。

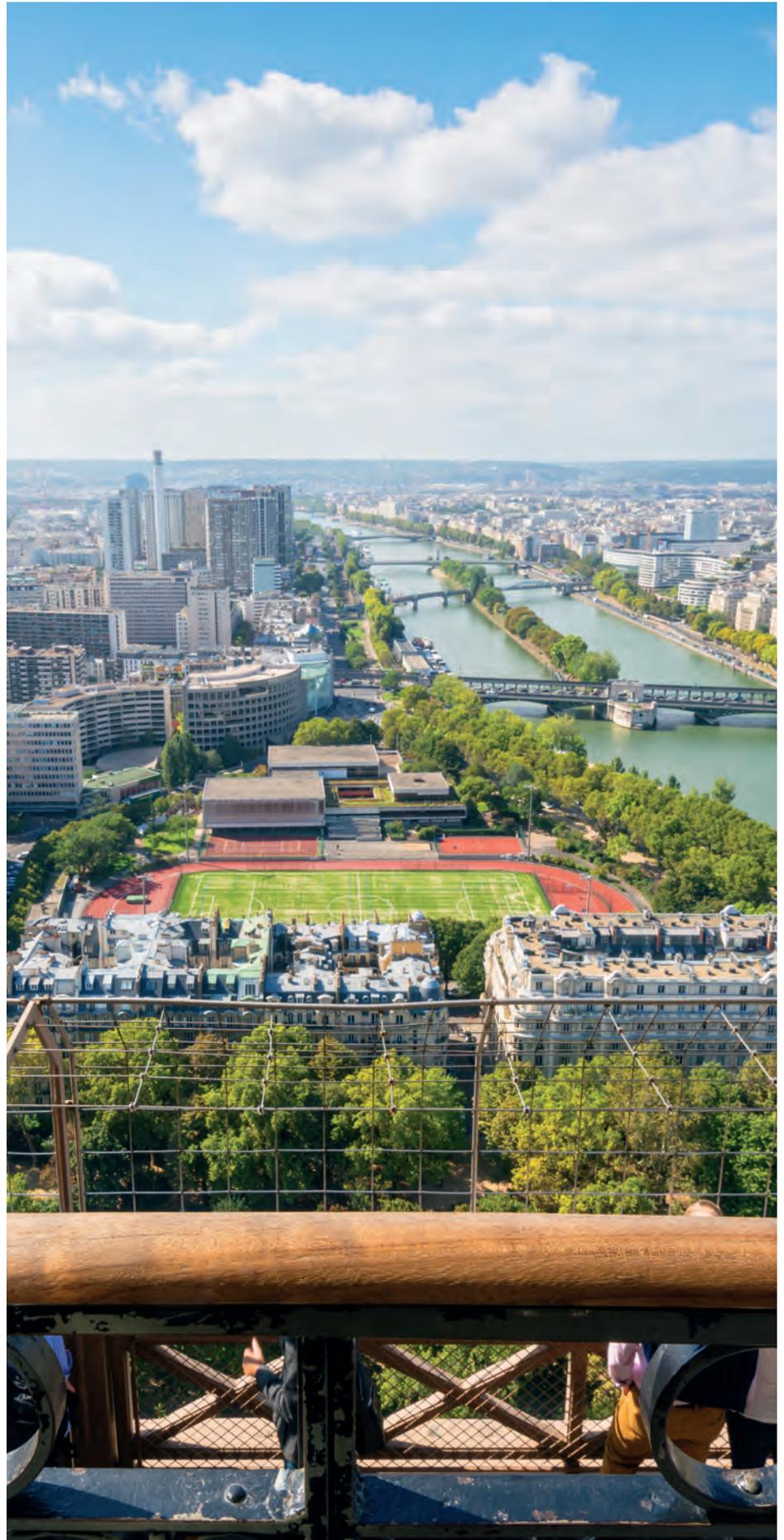
このコンペにより、260万平方メートルにわたるオフィス施設、住宅、娯楽施設、公共施設を建設するために推定総額64億ユーロ、パリのGDPの1%に相当する投資が創出されました。協議の末、ラ・フランセーズが5大区域のうち3区域、具体的にはサンドニのプレイエル交差点、ピトリシュルセヌのレ・アルドワンヌ駅、ティエとオルリーのランジス橋の案件を獲得しました。

グラン・パリは、文化的・建築的に重要なだけでなく、経済的観点から見ても非常に重要です。その狙いは、地域レベルで産業活動の中心拠点—たとえば、サクレーではイノベーションと研究、ヴィルジュイフではヘルスケア、ブルジェでは航空学、サンドニ・プレイエルではテレビ・映画—をすることによって200万人の人々の日々の移動を効率化し、円滑にすることにあります。「1人当たりGDPが先進国の主要都市より15%も高いことを考えると、こうした開発が富の媒介となることは明白です」とレピーヌは言います。「プレグジットと2024年のパリ・オリンピックが控える中、好調な環境がプロジェクトの追い風となっており、パリが欧州の首都になることを可能にするかもしれません」

## 生涯所有権

獲得した3つの主要プロジェクトのほかに、ラ・フランセーズ・グループは、大規模インフラ開発を支えるために作られるエコ地区の開発を支援したいと考えています。「そのために、非上場の不動産会社を設立し、2年以内に15億ユーロの資金流入を生み出すことを目標としてその会社に5,000万ユーロを出資します」とレピーヌは述べています。しかし、グラン・パリ計画がその可能性を最大限に実現するためには、テナントのニーズの変化について革新的な考え方をすることが不可欠だとラ・フランセーズ・グループは考えています。

同グループの不動産投資部門であるラ・フランセーズ・リアルエステート・マネジャーズ(REM)(総勢140人のチームによって運営されており、うち120人はフランス、15人はドイツ、5人は英国に拠点を置く)のCEOであるマルク・ベルトランは、次のように述べています。「私たちが見るところ、グラン・パリ計画は現在、特に準主要駅の周辺に過剰なほどのオフィス開発を抱えています。私たちなら、これらの区域ではむしろ、需要が依然堅調な住宅開発に投資します。」



このようなバランス調整は必要なものですが、地方自治体にとっては依然として難しい問題です。というのも、住宅建設には必然的に公共インフラへの大規模投資が必要となる一方、その資金を賄う追加的な手段がほとんどないからです」

テナントのニーズにより適切に対応するために、ラ・フランセーズは、居住者が「永久的所有者」になる代わりに「生きている間のみ所有者」になることができる「生涯所有権」(propriété à vie)という概念を提唱しています。英国で導入されているモデルに触発されたこの手法は、「永久的所有権」や単純な賃貸に代わる方法です。「これは、予め定められた超長期間にわたって使用する目的で、機関投資家から不動産を取得するという考えです」とレピーヌ。

## 「誰もが同じ場所に住み続けたいと思っ ていますが、土地不足により、住宅用不動産 の価格は、経済的に次の世代の手が届く 範囲を超えています」

長期借地権と同じように、物件は不動産投資信託(REIT)で保有され、インフレの影響から保護された価格で投資家に返還できるようになっています。たとえば、50年の借地権を購入し、そのうち10年を使用したとしましょう。REITが購入価格の80%にインフレを加味した価格で借地権を買い戻します。投資ビークルは見返りとして、通常、4%の年リターンを受け取ります。この水準は、オフィスへの投資によるリターンとほぼ同じであり、住宅用不動産投資のリターンの2.5%を上回ります。第2の案は、「部分的無期限ローン」です。これは、スイスやスウェーデン、オランダにすでに

存在するシステムにならったもので、借り手は自分の平均余命に沿った期間にわたり元本を返済します。レピーヌは、次のように述べています。「誰もが同じ場所に住み続けたいと思っ  
ていますが、土地不足により、住宅用不動産の価格は、経済的に次の世代の手が届く範囲を超えています。こうした案は大いに役立つ可能性があります」

### スペースの最適化

オフィスセクターでは、ラ・フランセーズは、施設を一定期間、テナントのニーズに合わせて改造できるように賃借権をもっと柔軟にすることを提案しています。また、オフィス用建物内部のスペースの使い方とサービスが急速に変化していることを目の当たりにして、ハイテクビルやグリーンビルのほか、コワーキングやインキュベーション・プラットフォームといった新しいコンセプトに投資しています。

「プロジェクト募集委員会は、オフィスと住宅に関する私たちの革新的な提案に特に敏感に反応しました」とレピーヌは言います。ネット接続は重要なポイントです。ベルトランは、「今日、ネット接続していない建物、言い換えればWi-Fiやモバイルが使えない建物は、借り手を見つけれないことは明らかです」と語ります。ただし、そのような建物はほんの一握りにすぎず、最近の建物は高度なビル管理システムを売り込んでいるとベルトランは言います。一方、ベルトランは、建物の建築上の仕様と実際の使い方の不一致も指摘しています。「たとえば、コンサルタントが評価したオフィスビルのエネルギー消費量と実際の入居時の消費水準が大きく乖離することがあるのです。導入されているテクノロジーが利用者の使えるものであることを確実にする必要があります。利用者は、テクノロジーの使い方が分からないと間に合わせで済ませようとしていますが、エネルギー消費の点で非常に高くつくこととなります」



スペース利用の最適化は、さらに大きなポイントです。「社員食堂はもはや単なる食堂ではなく1日中使われる生活スペースであり、今日の企業のあり方や働き方にマッチした、クリエイティブな装飾と楽しい雰囲気のある場所になっています」とベルトランは言います。「その結果、一つの場所を複数の用途に使うことができます。これが最近の最大の変化です」

このようなスペース利用の最適化にとどまらず、ラ・フランセーズは、新しい生活スペースが登場していることに注目しています。たとえば、中庭に作られた野菜畑や1階に設けられた音楽室やジムなどです。「これらの新しいサービスには、運営コストがかかります。新しい経費を吸収できるのは、かなりの規模の建物だけだということが分かりました」とベルトラン。「小さな建物でもこうしたサービスを利用できるようにサービスを合理化し、開発することは、私たちのような運用会社にとって重要な問題です」

#### 投資の多様性

機会があふれ、流入する資金が増える中、今日の不動産投資市場は急激に多様化が進みつつあります。欧州の主要都市における利回りは、およそ3.7%から4.5%と概して似通っているため、ユーロ圏ではどこに投資してもたいした違いはありません。しかし、この環境ゆえに、投資運用会社は経済・賃貸サイクルのさまざまな段階で市場に投資することができます。サイクルのどの段階にあるかは、国によって大きな違いがあります。「たとえば、英国は下降サイクルに入っていますが、ドイツはまだ成長局面にあります。フランスでは賃料は相変わらず低いものの、成長の見通しは明らかに上向いています」とベルトランは指摘します。ラ・フランセーズが保有する投資資産のおよそ80%はフランス国内にあります。残りの20%は主にドイツとベネルクス諸国にあり、割合は低いものの英国とアイルランドにもあります。

ベルトランはさらに、「過去3年間にわたり、私たちはドイツ市場への進出を利用して、いくつかのフランスの集团的不動産投資ビークルの不動産ポートフォリオを分散させています。これは、フランスの個人投資家に大変受けています」と述べています。投資家は、地理的地域とセクターの両方の多様性を考慮に入れる必要があります。「大都市化」の分析は、リール、ポルドー、ナンテなどのパリから離れたフランスの都市が再開発によって経済活動の拡大に成功していることを示しています。逆に、ルーアンとオルレアンはパリからわずか1時間であるにもかかわらず、経済活動の一部がパリ地域に吸い取られています。

一方、都市開発政策を分析すると、見習うべき手本はリヨンだとベルトランは言います。「リヨンの都市コミュニティ政策、特に事業用不動産に関する政策によって、リヨンは市場で際立つ存在になっています。活力という点では、ミラノやデュッセルドルフなどの欧州の都市に軽く匹敵します」

セクターの多様性に関しては、投資家には数多くの選択肢があります。「建物に対する需要をかき立てるのは、社会的トレンドと人口動態のトレンドであることを念頭に置いておくべきです」とベルトランは説明します。ラ・フランセーズは、学生と若い勤労者向けの住居、観光客向けの宿泊施設、まだ自立した生活が可能で娯楽サービスを求めている高齢者向けの非介護型老人ホーム、介護の必要な高齢者向けの介護施設などに興味深い機会を見出しています。「キャッシュフローは非常に活発で、しかも超長期にわたっています」とベルトランは言います。

はるか遠くの投資家一代表的な例はアジア—も欧州における投資機会に注意を向けつつあります。2016年に、中国の海外不動産投資額は米国を抜いて世界最大となりました。2017年までの10年間に、中国の海外商業不動産投資額は、それまでの年間10億米ドル足らずから200億米ドル以上に急増しました。

#### サステナビリティ

グラン・パリの根底に持続可能で革新的な首都を作りたいという願望があるように、今日の不動産投資家にとっては新たなサステナビリティ基準も優先すべき事項となっています。社会的責任投資(SRI)基準に関する報告を求める声は、新たな規制を背景に高まる一方です。一般に、投資家の規模が大きいほど、SRIに対して成熟したアプローチを取る傾向が強くなります。ベルトランは次のように結論付けています。「今日、北欧の投資家にとってSRIではない資産やファンドに投資することは考えられません。一方、小規模な投資家は別のアプローチを取っています。SRIに反対しているという意味ではなく、明確な経済的根拠が証明されるのを待っているのです。新しい基準に適合するように建物を改築することで生まれる好循環について説明することは私たちの務めです。」

そのような改築によって、より早く、時によってはより高い賃料で借り手を見つけられるようになります。新しい基準に適合した建物に対するテナントの需要はまた、法律だけでは実現しなかったであろうペースで市場を前進させています」

#### 新しいビジネスモデル

絶え間なく変化する不動産環境を背景に、伝統的な不動産運用会社は、新たな課題に対応し、新しい投資機会に乗じるためにビジネスモデルを修正しつつあります。また、競争力を保つため、開発プロジェクトに投資することによってバリューチェーンの早い段階に関わるとともに、テナントのニーズについて革新的に考えることで後の段階にも関わっています。

ビジネスモデルの適応に加えて、ラ・フランセーズ・グループは、新しい消費者行動に合わせて販売チェーンに変更を加えています。2016年10月に、初の100%デジタルの個人向け不動産投資プラットフォームであるMoniwanを立ち上げました。1年後、その集团的不動産投資ビークルの商品への資金流入額は1,500万ユーロ超を記録しています。

#### 要点:

- 絶え間なく変化する不動産環境を背景に、伝統的な不動産運用会社は、新たな課題に対応し、新しい投資機会に乗じるためにビジネスモデルを修正しつつあります。
- ラ・フランセーズは、開発プロジェクトに投資することによってバリューチェーンの早い段階に関わるとともに、テナントのニーズについて革新的に考えることで後の段階にも関わっています。

# 投資税制に 新しい命を 吹き込む

## フランス2018年財政法

ヘレン・アルストン  
(Helene Alston)  
パートナー  
タージ(Taj)\*

アレクシス・フィリンガー  
(Alexis Fillinger)  
パートナー  
タージ(Taj)\*

キャロリン・ウィーズナー  
(Caroline Wiesener)  
マネジャー  
タージ(Taj)\*

2017年11月21日、フランス国民議会（下院）は2018年財政法案草案（*Projet de Loi de Finances pour 2018: PLF 2018*）を第一読会で可決しました。●

\* タージはデロイト・トウシュ・トーマツ・リミテッドのメンバーファームです



改正の可能性はありますが、2018年財政法の注目すべき条項として以下が挙げられます。

- 投資所得に対する30%の一律課税の導入
- 新しい不動産富裕税

課税水準は比較的高いままとなりますが、資産運用会社と投資家はこの税制案に大いに期待しています。

## 投資所得に対する新しい30%の一律課税

税法案では、投資所得と有価証券譲渡益について、30%の一律課税が現行の税制の大半に取って代わります。

30%の一律課税は、それと異なる規定が存在しない限り、適用事象 (*fait générateur*) が2018年1月1日以降に発生した場合に適用されます。この税率は複合的なもので、その内訳は一律12.8%の所得税と一律17.2%の一般社会税となっています。

一律課税は、特に以下に適用されます。

- 配当金 (適格および非適格)
- 利息
- キャピタルゲイン
- 生命保険解約益 (一定の条件付き)

一律課税は、ファンドの売却益と分配金にも適用されます。リテールファンドとクローズドファンド、あるいは欧州ファンド (UCITS/AIF) と非欧州ファンドの区別はありません。

しかし、株式への投資にはPEA (*Plan d'épargne en Actions*、株式貯蓄制度) を使った方が依然有利です。というのも、5年間の保有期間後も所得税が非課税となるからです。つまり、一般社会税のみが課税されるため、税率は30%ではなく17.2%に抑えられます。

この一律課税の申告、源泉徴収、納付は、投資所得の支払後毎月15日に行わなければならない、「支払代理人 (*établissement payeur*)」がその責任を負います。

支払代理人は、受益者に投資所得を支払う事業者 (すなわち、企業、銀行、保険会社等) です。支払代理人は、次のいずれかとなります。

- フランスに所在する事業者で、フランス税法が強制的に適用されるもの
- 欧州経済地域 (EEA) に所在する事業者で、次の条件を満たすもの
  - フランスの税務当局と任意に源泉徴収に関する合意を締結していること
  - 受益者がその事業体に、源泉徴収とフランスの税務当局への納付を任意で委任していること

これは、現行の法律に比べて大きな改善となります。現行の法律では、それと異なる規定がない限り、投資所得には以下が課税されます<sup>1</sup>。

- 15.5%の一般社会税<sup>2</sup>
- 最大45%の所得税

1. 高所得に対する3~4%の税 (Contribution sur les hauts revenus: CHR) を除く。  
2. 現行の税率は15.5%。2018年社会保障財政法案の最新草稿では、2017年中に生じた一部の投資所得には、1.7ポイント上積みされた一般社会税が適用されることになっています。



しかし、詳細に分析すると、さまざまな税率と制度が適用されることが分かります。

- **適格配当金<sup>3</sup>**は、「適格配当金」に対する単一の課税標準に対する40%の控除<sup>4</sup>後、税率42.5%で課税されます。
- **非適格利息<sup>5</sup>**は、最大60.5%の税率で課税されます。
- **適格キャピタルゲイン**は、保有期間に応じて50%、65%（8年後）または85%の漸減的な軽減措置が適用された後、税率60.5%、31.25%、22.25%のいずれかで課税されます（追加的な固定額の控除が適用される場合があります）。
- **非適格キャピタルゲイン**は、最大60.5%の税率で課税されます。
- **生命保険解約益**は、一部解約または部分解約の時点で、保険加入時からの経過期間に応じて60.5%、50.5%、30.5%<sup>6</sup>、または8年後以降は23%で課税されます。

ファンドの売却益と分配金に対する課税は、それらが特定の税制に該当するかどうかによって決まります。該当しない場合、最大60.5%で課税されます。

#### 生命保険解約益の特例

生命保険商品への新しい一律課税の適用は、税制改革の中で議論を呼んだ部分の一つです。2018年財政法案草案の規定によれば、以下が適用されることになっています。

- 加入から解約までの期間が8年未満の生命保険の解約益に対する課税の軽減
- 加入から解約までの期間が8年超の生命保険の解約益の15万ユーロを超える部分への課税の引き上げ（24.7%から30%へ）➡

## ファンドの売却益と分配金に対する課税は、それらが特定の税制に該当するかどうかによって決まります

3. 配当金には現在、21%の源泉徴収税も課せられていますが、これは最終税ではなく、後で所得税と相殺することができます。
4. 「適格配当金」に対する40%の控除を受けるには、次の条件があります。(1) 配当金を支払う会社が欧州連合域内、またはフランスと租税条約を締結した国で設立されていること、(2) 会社がフランス国内で法人税の納税義務、もしくはフランスが行政支援条項付きの二重課税防止条約を締結している国において設立されている場合、法人税に相当する税の納税義務を負っていること、(3) 分配利益が適格（配当金および同種の利益）でなければならないこと、(4) 分配が適用法に従って決定されていること（たとえば、株主総会の決議によって）。
5. 利息には現在、24%の源泉徴収税も課せられていますが、これは最終税ではなく、後で所得税と相殺することができます。
6. 45%、35%、15%、7.5%の所得税に加え、15.5%の一般社会税を含みます。

生命保険解約益に関しては、保険契約者が保険料を支払った時点で適用されていた税率を維持するために経過規定が公表されています（すなわち、2017年9月26日以前に支払われた保険料の解約益）。

なお、生命保険解約益の課税に対する上記の変更の実施は、保険会社にとって難しいものになる可能性があります。具体的には、保険契約の加入日、保険料の払込日、追加的な税制もしくは旧税制が適用されるのかどうかといった要素に応じて、保険会社のITシステムがそれぞれの解約益に適用される税制を判定できるようにする必要があります。

最後に、相続税上の生命保険の優遇措置は、3万500～15万2,000ユーロの税控除を含め、引き続き適用されます。

## 一律課税の導入は現行の税制の簡素化も目的としているため、現在の比例控除は一切適用されなくなります

### 保護条項の仕組み

一律課税の導入は現行の税制の簡素化も目的としているため、現在の比例控除は一切適用されなくなります。

しかし、納税者は「保護条項」(clause de sauvegarde)という仕組みを使って現行の税制を維持することを選択できます(たとえば、納税者の実効税率が30%未満の場合)。その場合、40%の配当控除が適用されます。また、2017年12月31日以前に取得した株については、キャピタルゲインに対する比例控除(最大65%までのみ)も適用されます。

この選択肢は、当該納税者に包括的に適用される、つまり特定の一つの所得の流れあるいは所得の種類にのみ適用されるのではなく、本来であれば30%の一律課税の対象となるあらゆる種類の所得に適用されることに留意する必要があります。

支払代理人は、正確な源泉徴収の責任を負い、源泉徴収が正確に適用されていない場合、投資所得の支払時に重いペナルティを科せられる可能性があります。

### 新しい不動産富裕税

投資を促進するための取り組みとして、フランス政府は非不動産資産(株式や有価証券、債券、生命保険等)について富裕税を非課税とすることを決定しました。

税法案によれば、富裕税は廃止され、不動産富裕税 (*Impôt sur la Fortune Immobilière*:IFI) に取って代わられます。すなわち、税務上の

世帯は、その単一の私的な不動産資産の正味価値に基づいてのみ課税されるようになります。

不動産富裕税は、以下の資産について支払う必要があります。

- 5年以上、フランスの税務上の居住者である個人の場合：フランス国内または国外の不動産
- フランスの税務上の非居住者、またはフランスの税務上の居住者である期間が5年未満の個人の場合：フランス国内の不動産のみ

不動産資産は、対象年度の1月1日時点の公正市場価値(FMV)で申告しなければなりません。

現行の税法では、税務上の世帯(個人、配偶者、未成年の子やその他の被扶養家族)は、事業資産を除き、生命保険の価値を含むそのあらゆる私的な資産の総正味価値について課税されています。税務上の世帯が課税対象となるのは、私的資産の正味価値総額が対象年度の1月1日時点で130万ユーロを超える場合に限られます。

#### 事業体を通じて保有されている不動産の算入

一つ以上の法的事業体(パートナーシップ、会社、信託等)を通じて間接的に保有されている不動産は、不動産富裕税の課税標準<sup>7</sup>に算入されます。ただし、以下は除きます。

- UCITS、投資信託、証券化ファンドに対する権利(一定の条件あり)(ただし、OPCI-不動産の集団的投資スキームは、課税標準に算入されます)

- 事業活動を行う事業体の株式や権利等(一定の条件あり)

- 事業活動を行う事業体によって保有されており、その事業活動の過程において使われる不動産(たとえば、製造会社が保有する工場)

#### 控除可能な負債の上限

不動産富裕税の課税標準は、税務上の世帯の私的な不動産資産の正味価値総額です。つまり、課税対象となる不動産資産に関連する負債、たとえば住宅ローンなどは、課税対象となる不動産資産の総価値から控除することができます。

しかし、濫用防止策として、一定の条件の下、課税対象資産に対する控除額の割合に上限が課せられます。

なお、税率に変更はありません。

#### 寄付と中小企業投資に係る控除

さらに、適格事業体(慈善団体、研究財団等)に寄付された金額の75%は引き続き、5万ユーロを上限として、不動産富裕税から控除されます。

しかし、現在の富裕税では50%の控除の対象となっている中小企業への直接投資は、不動産富裕税では控除対象ではなくなります。●

## 要点

- 一律課税の導入と富裕税改革を伴う新しい投資所得税制は、大半の金融業界のプレーヤーと投資家にとって喜ばしい変革であり、正しい方向への第一歩です。
- 資産運用会社や保険会社をはじめとする金融仲介機関は今後、税務上魅力的な商品を提供できるように適応し、特に生命保険商品に関して投資家が有利な扱いを受けられるようにする必要があります。

<sup>7</sup>厳密には、納税者が法的事業体に対して保有する株や権利等は、その法的事業体の資産に占める、法的事業体が保有する不動産の価値の割合に比例して、不動産富裕税の課税標準に算入されます。





# 保険 販売指令

2018年：欧州保険  
セクターにとって  
厳しい1年

**キャロリン・ヴェリス**  
(Caroline Veris)

パートナー  
コンサルティング&アドバイザー  
デロイト・ベルギー

**パトリシア・ゴデット**  
(Patricia Goddet)

ディレクター  
コンサルティング&アドバイザー  
デロイト・ベルギー

欧州委員会はクリスマス休暇直前の2017年12月20日、適用延期の可能性が数カ月にわたって噂されていた保険販売指令 (Insurance Distribution Directive: IDD) の適用日を2018年10月1日に延期する案<sup>1</sup>をようやく採用しました。なお、加盟国の国内法化の期限は2018年2月23日のままで変更はありませんでした。この延期案の最終決定には、欧州連合理事会と欧州議会での審議が必要となります。欧州委員会は法制案の中で、期限が迫っていることを考えると同案をただちに発効させる必要があると述べています。欧州議会は同委員会に、2018年10月1日をIDDの適用日とする法制案の採択を求め、その理由として、保険会社と保険販売者に、IDDの実施とそれに関連する委任規則の遵守に必要な技術的・組織的変更にもっと時間を与える必要があることを挙げました。

以下のページでは、2017年の夏前に実施され、2017年12月に更新されたデロイトのEMEA IDD分析の結果をご紹介します。分析にあたっては、EU加盟諸国からIDDの国内法化とそれに伴って予想される課題と影響に関する情報を収集したほか、特定の第三国における類似の法律に関する情報も集めました。情報の収集は、デロイトのネットワークを通じて、現地市場に関する経験と専門知識に基づき非公式に行われました。主な結論として、IDDは保険会社と保険仲介者の事業戦略および(業務)組織に大きな影響を与えることが予想されます。準備に着手したばかりの企業は、期限に間に合わせるために体系的な適用アプローチを取る必要があります。

**保険販売指令 (IDD) とは？**

保険販売指令 (IDD)<sup>2</sup>は、現行の保険仲介指令 (Insurance Mediation Directive: IMD)<sup>3</sup>を全面的に改変したものです。加盟国は2018年2月23日までに同司令を国内法化しなければならず、その時点で現行のIMDは廃止されます。保険販売者は、2018年10月1日までに新規則を遵守することが求められます。IDDは、MIFID II<sup>4</sup> およびPRIIPs<sup>5</sup>の主要な目的の一つである消費者保護の強化を図るために策定されており、消費者が販売チャネルの違いに関係なく同じ水準の保護を受けられるようにすることを主な狙いとしています。

IDDの適用範囲はIMDよりも広く、販売チェーン全体をカバーしており、(再)保険会社による直接販売のほか、顧客が商品を直接購入できるアグリゲーターや価格比較サイトの特定の活動も含まれます。レンタカー／自動車リース会社、航空会社のように、保険が付属サービスにすぎない販売者も適用対象となります(一定の限定的な適用除外措置あり)。なお、この指令が目指すのは最低限の調和であるため、IDDと整合している限り、加盟国がより厳格な規定を維持または導入することは禁止されていないことに留意する必要があります。➡

1. Proposal for a directive of the European Parliament and of the council amending Directive (EU) 2016/97 as regards the date of application of Member States' transposition measures.
2. Directive (EU) 2016/97 of the European Parliament and of the Council of the 20 January 2016 on insurance distribution.
3. Directive 2002/92/EC of the European Parliament and of the Council of 9 December 2002 on insurance mediation.
4. Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council of the 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending Directive 2002/92/EC and Directive 2011/61/EU.
5. Regulation (EU) No 1286/2014 of the European Parliament and of the council of 26 November 2014 on key information documents for packaged retail and insurance-based investment products (PRIIPs).

### IDDの主な規定

消費者保護を強化し、公平な競争環境を確保するために、IDDは銀行、投資、保険セクターにすでに適用されている多くの業務行為規則を導入(または強化)しています。主な規定には、以下が含まれます。

#### ニーズ分析

顧客の要求・ニーズを把握するためのデータ収集。助言を提供する場合、商品と顧客の要求・ニーズとのつながりを説明する個別化された提案を行わなければならない

#### 商品の監督とガバナンス

販売チャネルを含む商品バリューチェーン全体に影響を与える、監督とガバナンスに関する広範にわたる要件

#### 適合性および適切性に関する評価

詳細な本人確認(KYC)プロセスの整備—顧客の知識・経験、経済状況および投資目的に関する情報の入手。助言の場合、当該商品と顧客の嗜好や目的等との関係を説明する適合性説明書を提供しなければならない

#### 顧客への情報

損害保険契約の主な特長を要約した標準化された文書である、PID(保険商品情報文書)。PRIIPs同様、IDDは、保険ベースの投資商品のコストと手数料について、より詳細な開示を課している

#### 専門性要件

経営層の該当者と保険販売に直接関わる全てのスタッフを対象とする適格性(Fit & Proper)要件および研修要件(1年につき15時間)

#### 利益相反

保険販売者は、顧客の最善の利益に従って誠実に、公正に、かつ職業的専門家らしく行動しなければならない。必要な場合は開示を含む内部制度を整備しなければならない

#### 報奨金

保険販売者は、顧客へのサービスの質に悪影響をもたらすような形で報酬を得てはならない。顧客には、保険契約に関して保険会社の仲介者または従業員が受け取っている報酬の内容に関する情報が提供されなければならない



**IDDの規制の枠組み**

保険販売指令は、2016年1月に公表されました。2017年2月、欧州保険・年金監督機構(EIOPA)は、商品のガバナンスと監督、利益相反および報酬、適合性および適切性の評価に関する一部の規定をさらに明確にする委任法の可能性について、欧州委員会に最終技術的助言を提出しました。欧州委員会は、2017年7月末に業界関係者の意見を聞いた後、2017年9月21日に2件の最終的な委任規則を公表しました。一つは、商品の監督とガバナンスに関するもので、もう一つは保険ベースの投資商品(IBIP)の情報要件と業務行為規則に関するものでした。欧州委員会の現行案も、これらの委任法の適用日を2018年10月1日に

変更しています<sup>6</sup>。2017年8月に欧州委員会は保険商品情報文書(PID)に関する施行規則を公表し、同年10月にEIOPAは、商品に関わるリスクを顧客が理解しにくくなるような構造を組み込んだIBIPに関するガイドラインについて最終報告書を公表しました。

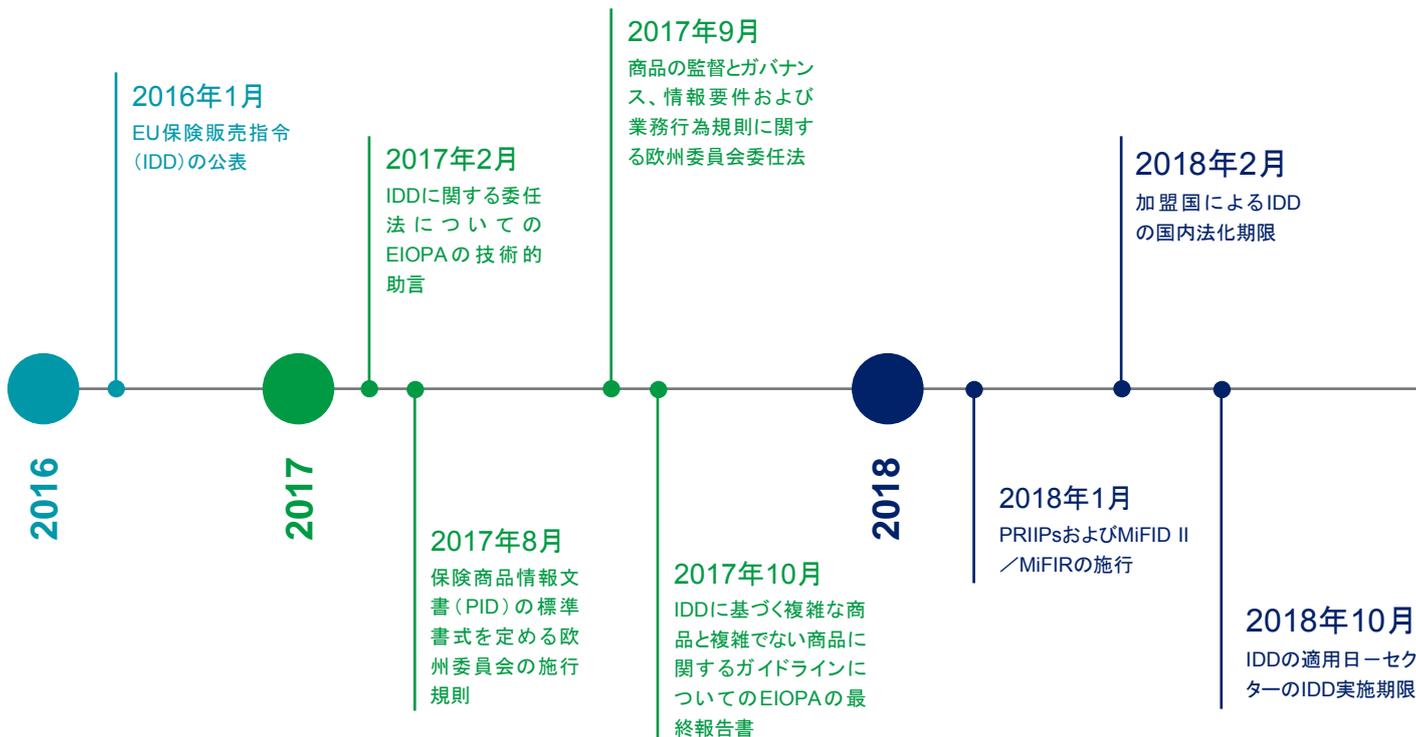
**消費者利益を事業の中心に**

EIOPAが2016年年次報告書において述べているように、IDDは、欧州における消費者保護の強化における重要な節目です。EIOPAは、消費者の利益が保険のライフサイクル全体を通して考慮されることが何よりも重要だと考えています。とはいうもののEIOPAは、この目的を実現するためには、消費者利益を事業の中心に

置くように業界文化を変革する必要があると認識しています。一方、この文化的変革の実現に成功すれば、リスクと業務行為に対するより強固な文化を活用して、顧客にもたらす成果を向上させ、ひいては競争上の優位を達成できるため、企業にとってもメリットとなります。

顧客利益重視を強めるために、IDDの第VII章には厳しい制裁などの措置が盛り込まれています。これらの措置は、IMDに含まれている現行の規則をはるかに超えるものであり、評判への悪影響は言うまでもなく、保険会社における経営機能の一時執行禁止、制裁金、声明書、訴訟といった重大な結果につながりかねません。▶

**欧州の規制環境**



6. Commission delegated regulation (EU) amending Delegated Regulation (EU) 2017/2358 and Delegated Regulation (EU) 2017/2359 as regards their dates of application.

## IDDの国内法化

主要な加盟国における国内法化の状況の比較  
現在入手できる情報から判断すると、IDDの国内法化において各国の管轄当局が取っているアプローチは同じではないように見受けられます。全ての加盟国で準備作業が進んでおり、業界に向けて草案の本文やコンサルテーションペーパーが公表されています。しかし、予想される国内法化の実施日は国によって大きな違いがあります。ドイツとイタリアは明らかに先行している一方、たとえばチェコ共和国では、予定されている選挙がIDDの国内法化プロセスに影響を与えると予想されます。したがってチェコ共和国では、2018年2月の期限に間に合わない可能性があります。他のほとんどの国は、期限の少し前、あるいはギリギリに準備が完了する見込みです。

英国の規制当局は、国民投票によって欧州連合離脱が決定したものの、企業は欧州法に基づく義務をはじめ、その義務を引き続き果たし、まだ施行されていない法律についても実施計画を継続しなければならないことを明確にしています。

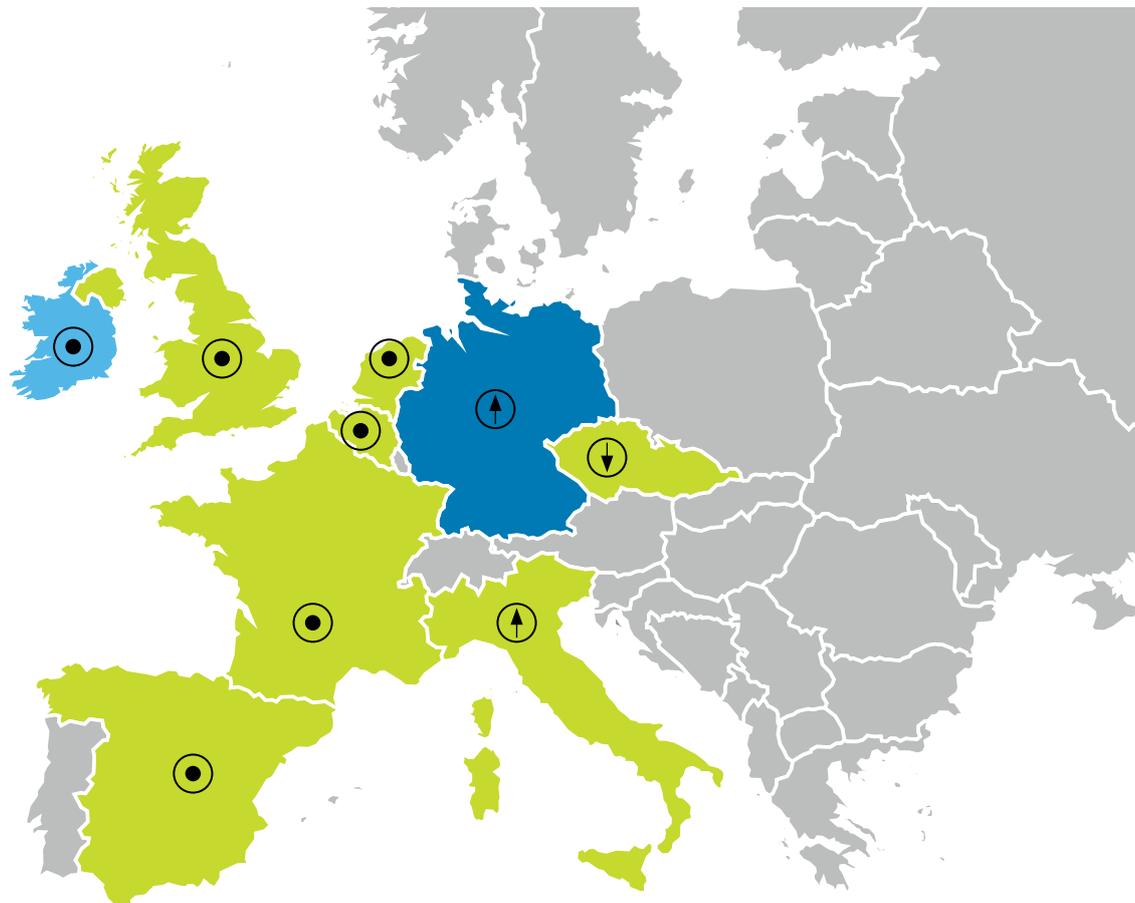
各国当局の国内法化に対するこうしたアプローチの違いは、各国・地域における現行の規制制度にも影響されると思われます。表Aは、さまざまなEU諸国とその他における既存の保険仲介および業務行為に係る規則の重要な相違を示しています。EU域内で多様な規則が存在するのは、2002年に導入された第1世代のEU保険仲介規則(IMD)に端を発しています。IMD(「最低限の調和」アプローチ)の目的は、欧州全体で類似の消費者保護規則を導入することでありましたが、結果的に各国の保険仲介規制にばらつきが生まれました。ベルギーやイタリア、英国などの一部の国は、国内消費者保護規制を有していることも、規制環境をさらに複雑にしています。

欧州委員会はIDDにより、保険仲介者の専門性と消費者保護の強化を確実にしつつ、EU域内の保険市場を強化することを目指しています。IDDは、柔軟な運用の余地を多く残しており、加盟国が特定の領域においてより厳格な規則と要件を独自に上乘せして課す(いわゆる「gold plating」)ことを可能にしています。

表Bが示すように、各国の当局は、執行限定の販売制度に関する規定、報奨金全般もしくは助言に関する報奨金を制限もしくは禁止するか否か、助言の提供を義務付けるか否か(公式にまたは非公式に)といった数多くの領域において、異なる見解を取っています。

デロイトでは、EU加盟諸国からIDDの国内法化とそれに伴って予想される課題および影響に関する情報を収集したほか、特定の第三国における類似の法律に関する情報も集めました。情報の収集は、デロイトのネットワークを通じ、現地市場に関する経験と専門知識に基づき非公式に行われました。ほとんどの見解はまだ正式にされていないか、コンサルテーションペーパーに基づくものであり、したがって今後、精緻化もしくは変更される可能性があります。調査対象国は、ベルギー、オランダ、フランス、ドイツ、アイルランド、イタリア、スペイン、チェコ共和国、英国です。EU域外の状況も把握するため、スイスと南アフリカも調査しました。

# 欧州委員会はIDDにより、保険仲介者の専門性と消費者保護の強化を確実にしつつ、EU域内の保険市場を強化することを目指しています



あなたの国のIDDの国内法化の現状はどうなっていますか？

- コンサルテーションペーパー
- 草案本文が入手可能
- 最終段階
- 該当せず

IDDの国内法化はいつ完了する見込みですか？

- 期限通り
- ↑ 期限より前
- ↓ 期限に間に合わない

IDDの国内法化の完了予想時期は？

提供された情報から結論付けると、ベルギー、オランダ、アイルランド、英国は、国内の規制制度がIDDの要件とおそらく最も整合している（詳細な要件には相違があるにせよ）一方、フランスとスペインは、規制をIDDに適合させるために最も大きな調整が必要であるように見受けられます。

とはいうものの、全体的に見ると、現行規則の更新を最も必要とするのは、商品のガバナンスと比較サイトの領域の規定であり、次いで報奨金に関する規定と思われます。

表Bは、各国の規制当局がより厳格な規則を課すことが認められている領域をまとめたものです。全体的な結論として、多くの領域において

各国の規制当局はまだ見解を表明していませんが、国・地域によってその見解に差異があります。このことも、欧州の保険規制環境におけるばらつきを示しています（IMDの状況を参照）。比較のため、スイスと南アフリカにおける保険規制の枠組みの概要も加えました。➤

## 調査結果

表A: 現行規則

次に掲げる項目についてあなたの国・地域にも類似の要件が存在しますか？

	UK	BE	FR	SP	NL	IRL	IT	D	CZ
ニーズ分析	より緩やか	より厳格	ほぼ同じ	より緩やか	ほぼ同じ	ほぼ同じ	より緩やか	ほぼ同じ	より緩やか
適合性・適切性制度 (IBIP)	より緩やか	ほぼ同じ	より厳格	なし	なし	ほぼ同じ	より緩やか	より緩やか	より緩やか
報奨金	より厳格	より厳格	なし	より緩やか	より厳格	ほぼ同じ	なし	より緩やか	より緩やか
利益相反	より緩やか	より厳格	なし	より緩やか	ほぼ同じ	ほぼ同じ	ほぼ同じ	ほぼ同じ	ほぼ同じ
専門性要件	より緩やか	より緩やか	より緩やか	より厳格	ほぼ同じ	ほぼ同じ	ほぼ同じ	より緩やか	より緩やか
顧客への情報	より緩やか	より厳格	より緩やか	より緩やか	ほぼ同じ	ほぼ同じ	ほぼ同じ	ほぼ同じ	ほぼ同じ
商品のガバナンス	ほぼ同じ	より緩やか	なし	なし	より緩やか	より緩やか	なし	ほぼ同じ	なし
比較サイト	ほぼ同じ	なし	より緩やか	なし	より緩やか	ほぼ同じ	なし	より緩やか	なし

表B

規制の上乗せに関する各国立法者の意向(判明している場合)およびスイスと南アフリカにおける現行の枠組みとの比較

表Bは、IDDにおいて、各国の規制当局がより厳格な規則を課することができる旨が明確にされている領域を取り上げたものです。ただし、規制の上乗せは他の方法でも実施されます—たとえば、規則に記載されているよりも広い範囲の事業者やセクターに要件を拡大適用する方法を通じて—可能性があることに留意する必要があります。

各国規制当局の方針予想 (規制の上乗せ)	英国	ベルギー*	オランダ	フランス	スペイン	アイルランド	イタリア	ドイツ	チェコ共和国	スイス	南アフリカ
仲介者登録	-	-	Y	-	Y	-	Y	Y	Y	-	Y
専門性要件	Y	N	N		Y	-	Y	-	Y	Y	Y
顧客への情報	Y	N	N	N	N	-	N	Y	Y	Y	Y
助言の提供	N	N	Y	Y	N	-	-	Y	Y	Y	Y
報奨金	Y	N	Y	-	N	-	-	Y	Y	-	Y
執行限定	Y	N	N	N	N	-	-	N	N	-	Y

\* 規制の上乗せの意向は、ベルギーにおける現行の規制制度(多くの領域においてすでにIDDに記載されているものよりも厳格)を考慮に入れて解釈されています。ベルギーの規制当局は、すでに存在する要件を超えてIDD要件の上乗せしないとの意向を発表しています。

# 「デロイトの調査は、IDDの国内法化において各国の管轄当局が取っているアプローチは同じではないことを示しています」

異なる見解	異なる見解
<b>報奨金</b> 加盟国によっては、販売または助言の提供に関する報奨金の受領を制限もしくは禁止する可能性があります。スペインとベルギーはこれを支持していない一方、ドイツ、英国、オランダ、チェコ共和国は支持しています。	<b>仲介者の登録</b> ほとんどの国は、管轄当局が監督する全体的な登録制度の導入と、仲介者が保険会社／他の仲介者の責任の下で行動する場合、仲介者が登録条件を満たしていることを確実にする責任は後者にあるという原則に同意する傾向にあります。
<b>執行限定</b> 加盟国によっては、企業が一定の条件下で適切性テストを実施せずに保険販売業務を行うことを認める（執行限定制度と呼ばれる）可能性があります。英国とスペインはこれを支持しているように見受けられる一方、ベルギー、オランダ、フランス、ドイツ、チェコ共和国は支持していません。	<b>専門性要件</b> 数カ国が研修修了を証明するために証明書の手入を義務付ける意向を示しています。

スイスと南アフリカでは、IDD要件の大半はある程度、現行の制度において定められていますが、スイスは、商品のガバナンス、比較サイト、報奨金制度に関する要件を定めていません。ただし、スイスの連邦金融市場監督機構（FINMA）は、顧客保護の強化、保険市場の

クロスボーダー手続の明確化、商品の組成者と販売者に対する厳格な商品の監督・ガバナンス規則を重視しており、その姿勢は、IDDによって欧州委員会が達成しようとしている目的と明らかに一致しています。▶

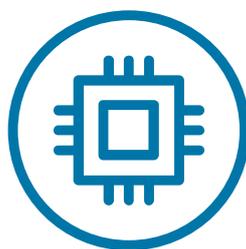
# 欧州委員会はIDDにより、保険仲介者の専門性と消費者保護の強化を確実にしつつ、EU域内の保険市場を強化することを目指しています

## IDDの影響と課題

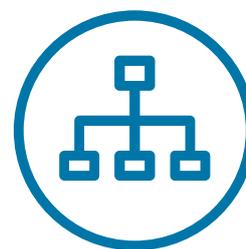
デロイトのネットワークを通じて収集した情報から、IDDは欧州全域で企業のさまざまな領域に影響を与えると予想されます。こうした領域には、事業戦略、業務プロセスとITシステム、組織と人が含まれます。



**事業戦略:**IDDは、顧客の最善の利益を考慮に入れた明確な手数料体系を要求することによって、顧客中心のアプローチを強化します。その結果、一部の国・地域の企業は、手数料・販売戦略を見直して市場での競争力を高めようとし、価格設定と利益率が圧迫されるでしょう。商品のガバナンスに関する新たな要件を考えると、企業は顧客の要求とニーズに重点を置き、かつ顧客のリスクと利益相反に積極的に対処する継続的な商品開発とレビューのプロセスを通じて、ターゲット市場に合わせた戦略を策定しなければなりません。



**業務プロセスとITシステム:** MiFID II同様、IDDは販売プロセスに数多くの変更を導入しています。たとえば、適切性と適合性の評価、顧客情報と開示の強化、より複雑なレコードキーピング要件などです。自動化されたデジタル販売と助言サービスを提供している企業とアグリゲーター／価格比較サイトは、こうした要件に従って顧客の購入プロセス(基礎となるアルゴリズムを含む)を構築する必要があります。



**組織と人:** 新たな専門性要件により、企業は研修、能力開発、パフォーマンス管理プロセスを見直さなければなりません。その目的は、スタッフ、特に顧客に直接対応するスタッフの現在の知識と能力を強化することです。商品や業務プロセスに変更を加えた場合は必ず、この研修に組み込む必要があります。

表Cは、企業が直面することになるさまざまな変化を示しています。上にまとめたように、手数料体系と報奨金の枠組みの変更は、欧州の保険・販売環境に根本的な影響を及ぼす一方、ニーズ分析、適合性・適切性制度、顧客情報に関する要件は、企業が目標とする経営モデルに特に大きな影響を与えると予想されます。

表C

	バリューチェーンへの影響		
	事業戦略	業務プロセスとIT	組織と人
ニーズ分析	L	H	M
適合性・適切性	M	M	M
報奨金	VH	L	L
利益相反	M	M	M
専門性要件	L	L	H
顧客への情報	M	H	L
商品のガバナンス	M	M	M
比較サイト	M	M	L

VH= 非常に大きい H= 大きい M= 中 L= 低い

### 欧州主要国における影響

#### ベルギーにおける影響

ベルギーの保険セクターは、2015年5月1日からMiFIDに類似する業務行為規則（一般にAssurMiFID<sup>7</sup>と呼ばれている）の適用を受けています。IDDの要件よりも厳しい利益相反と報奨金に関する要件は、保険会社と（非専属）保険仲介者の報酬の流れ、ひいてはビジネスモデルに大きな影響を与えています。その他の主な課題には、適合性および適切性に関するプロセスの導入やレコードキーピング要件などがあります。

どちらも主に、業務に大きな影響を与えています（影響の程度は、既存の業務モデルによります）。利幅の圧縮、デジタル化やその他の課題などの他の要因も重なり、保険会社は事業のやり方の根本的な見直しに取りかかり、今もその途上にあります。AssurMiFIDの影響で、ベルギーの保険販売環境も変わりました。たとえば、ベルギー市場では、仲介者の数が大幅に減少しています。

現行のAssurMiFID規制の枠組みを考えると、IDDがベルギー市場に与える影響は、若干限定的なものになる可能性が高いと思われます。とはいえものの、IDDにより、商品の監督・ガバナンスに関する要件の強化、損害保険契約の「商品情報文書」、保険ベースの投資商品の適合性説明書、追加的な専門性要件などの追加要件が導入されます。したがって、ベルギーの企業はギャップ分析を実施し、社内の業務プロセスと手続に加えるべき変更を突き止める必要があります。➤

#### 7. AssurMiFID規制の枠組み:

- 2013年7月30日付のツインピークスII法 (Twin Peaks II: TP II)
- 2014年保険法の第IV部
- 法律実施のための3つの2014年2月21日付国王令
- レコードキーピング要件に関して追加的なガイドラインを含める2014年4月16日付の金融サービス市場機構 (FSMA) 通達 (2015年9月改正)

### 英国における影響

金融行為監督機構(FCA)はかねてより行為規制の採用に非常に積極的であり、したがってIDDは英国では他の一部のEU域内の国・地域ほど大きな影響を及ぼさないと予想されます。とはいえものの、IDDはいくつかの領域に変化をもたらしており、英国企業は場合によっては、(ビジネスモデルの複雑さに応じて)広範にわたるギャップ分析を実施し、自社のガバナンス、システムとコントロール、販売慣行、顧客への開示、販売体制に加えるべき変更を突き止める必要があります。IDDの実施は、保険販売に一段と厳格な業務行為要件を導入し、英国の規制の適用範囲に含まれない企業(たとえば、対象範囲外の補助保険仲介者)を通じて販売している認可企業に新たな要件を課すとともに、販売チェーンに含まれるあらゆる仲介者一たとえ最終顧客と直接接することがなくても一に適用される新たな原則(「顧客の最善の利益」原則など)を導入することによって、販売チャンネルに影響すると思われる。

### ドイツにおける影響

2017年7月に国内IDD法が議会と連邦参議院を通じて可決されたことを受けて、ドイツの保険会社はIDD遵守のための取り組みにさらに力を入れています。元受保険会社を対象とする行為規範(GDV-Kodex)は、EIOPA同様、消費者保護に重きを置いているため、ほとんどの保険会社はIDDの要件に通じており、過去の経験から得た知見を適用して法的要件との間に判明したギャップを埋めると考えられます。とはいえものの、IDDへの準備に関しては明らかにばらつきがあります。大手保険会社は2016年秋にIDDプロジェクトに着手した一方、中小規模の保険会社はほとんどの場合、2017年第1四半期になってようやく着手しています。IDDに関して求められているサポートは、既存のIDDの概念の法的な解釈と内容の検討から大規模な導入サポートまで、さまざまです。主な問題点は、保険ベースの投資商品(IBIP)に関するMiFID IIとPRIIPSの相互依存関係であり、その対応には組織全体の連携が必要となります。この影響として、IT導入に要する期間が予想より長引く可能性があるほか、国内法化されたIDD規則の草案がまだ入手できない国の多国籍保険会社にとっては規制の不確実性が増します。要するに、ドイツの保険会社はEUの中でもいち早くIDDを適用できると思われるものの、全ての市場セグメントにおいて、2018年2月末までに完了すべき措置がまだ数多く残っています。

### スペインにおける影響

スペイン市場におけるIDDの国内法化による主な影響の一つは、新法、特に行為規則に関する規定が適用される保険契約の範囲に関連しています。入手できる最新の草案から判断すると、スペインの規制当局は新法の適用範囲を拡大して、新規保険契約(すなわち、新法の施行後に引き受けられた保険契約)だけでなく、一定の改定を加えたならば既存の保険契約も含める方針を決定しています。したがって、いくつかの業務行為要件(契約後の情報や商品の監督とガバナンスなど)は、新規の保険契約に影響するだけでなく、毎年改定される数百万の既存の保険契約にも影響を与えることになります。この適用範囲の拡大を、全ての顧客情報を監督当局がすぐに回収できるようにしなければならないという要件と考え合わせると、その影響は非常に大きなものとなるでしょう。新法がもたらすもう一つの重要な影響が、商品の監督およびガバナンス(POG)に関する要件です。スペインの市場は保険業界におけるこの種の業務行為規則に慣れていません。商品の組成者と販売者は、新しい義務と責任に適合するガバナンスの仕組みを整備する必要があります。そのため、新たな情報、業務プロセス、活動が必要となり、企業のITシステム、業務プロセス、業務効率、既存の契約の更改、将来の取引に影響すると思われる。

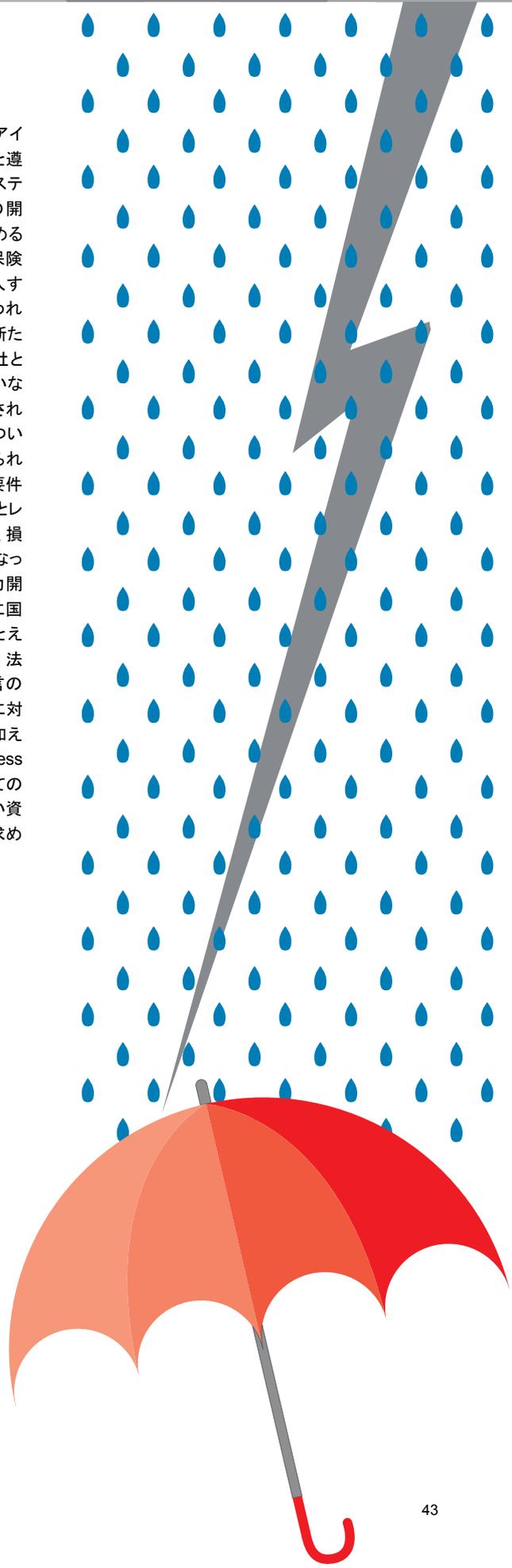
「IDDによって最も大きな影響を受けるのは、保険販売者の業務プロセスとIT、そして事業戦略でしょう」

### フランスにおける影響

フランス市場では、IDDは保険会社と仲介者にとって大きな変化となります。いくつかの規定はすでにフランスの法律に存在しています(2009年からIBIPに対して類似の適合性と適切性に関する要件が適用されています)。しかし、いくつかの行為規則は保険セクターにとって全く新しいものであり、保険会社の戦略、販売プロセス、ひいてはそのビジネスモデルに大きな影響を与えることが予想されます。報奨金と利益相反に関する規則により、保険会社は販売者に支払われる手数料を把握し、詳細な分析を実施しなければなりません。必要とみなされた場合、たとえば定性的な基準を採用して顧客の利益に一段と注意を払うことによって、報奨金制度(インセンティブや売上目標)を調整することが必要になります。また、報酬に関する変更は長期的な問題であり、販売代理人と、場合によっては難しい交渉をしなければならないことにも留意する必要があります。フランスの保険市場にとっては、商品の監督とガバナンスに関する要件の遵守も、特に監督プロセスとの関連において難しい課題になるでしょう。組成した商品が所定のターゲット市場に販売されていることを定期的に確認するために、保険会社は独立ブローカーを含む販売チャネルに対するコントロールを強化し、管理情報を整備する必要があります。最後に、IDDの規定がフランスの国内法において直接適用可能な規則という形で導入される(たとえば、適合性と適切性に関して)ことを考えると、IDDの規定とフランスの現行の法律との相互関連をめぐり、いくつかの課題が残っています。これは、国内法化された規則の最終版とACPR(フランスの銀行・保険監督当局)の見解によって明確になるものと思われる。

### アイルランドにおける影響

IDDのいくつかの規定に対応するため、アイルランド企業は、現行のビジネスモデルと遵守環境を検討し、自社のガバナンス、システムとコントロール、販売慣行、顧客への開示、販売体制に加えるべき変更を突き止める必要があります。特に、IDDの施行は、保険販売に一段と厳格な業務行為要件を導入することで、販売チャネルに影響すると思われます。商品の監督とガバナンスに関する新たな要件は、保険商品を組成する保険会社と仲介者の両方に適用され、自ら組成していない商品を提供する保険販売者にも適用されます。規制の対象とならない保険商品については、PIDが販売前文書として義務付けられます。2012年消費者保護法の情報開示要件と一部重複する部分はあるものの、内容とレイアウトについて細かく定めているPIDは、損害保険会社にとって非常に厄介な要件となっています。一方、IDDにおける研修、能力開発、誠実さに関する要件の多くは、すでに国内規制によって対応されています。たとえば、中央銀行の2011年最小限能力法(Minimum Competency Code)は、助言の提供などの専門的な職務を実施する者に対して一定の要件を課しています。それに加えて、中央銀行の適格性・誠実性制度(Fitness and Probity Regime)はすでに、ほぼ全ての上級管理者に対し、その役割にふさわしい資格、経験、適性、能力を有していることを求めています。➡



## 企業がすべきこと

IDDをきっかけに、業界では活発な議論が見受けられます。保険会社と独立仲介者の双方とも、業界団体がポジションペーパーを作成し、EIOPAのコンサルテーションペーパーに対して詳細な意見書を提出しています。

IDDは、(再)保険会社、専属・非専属仲介者、アグリゲーター、価格比較サイトはもちろん、レンタカー／自動車リース会社や航空会社などの補助販売者を含む(一定の限定的な適用除外措置あり)販売のバリューチェーン全体に

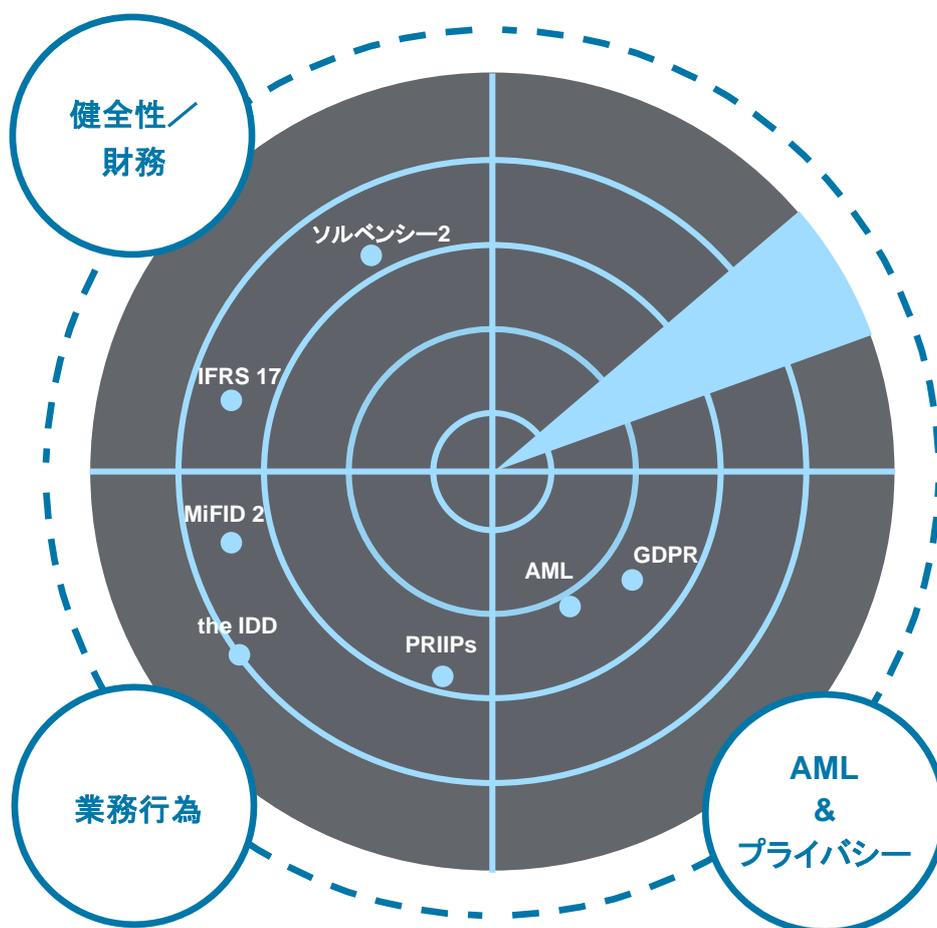
影響を及ぼすこととなります。しかしながら、企業によってIDD実施プロジェクトの進み具合に差があるように思われます。フランス、スペイン、特にドイツでは、実施に向けた活動が明らかに進んでいます。この背景には、IDDの影響が非常に大きい(フランスの場合)ことや現地の規制当局が有利な立場にあること(スペインとドイツの場合)があります。

こうした国々の企業の間では、新たな規制に照らして不足を突き止め、自社の事業への影響を判断するための分析を実施する動きが活発になっています。この段階では、自社のビジネスモデルや損益にできる限り弊害が生じないようにIDDを実施し、その影響を軽減するために、EUの規制の枠組みと各国特有の規制の枠組みについて十分な知見が必要となります。

### 保険セクター

#### 企業の規制対応計画における優先事項は？

点がレーダーの中心部に近いほど、企業の規制対応計画においてその事項の優先度が高いことを示します(デロイトの理解に基づく)。



アクションプラン

企業は2018年10月までに、IDDの遵守を達成する必要があります。したがって、IDDの要件を実施するために取った措置と今後実施する活動を明確に示せるようにし、遵守を達成していないことによる悪影響を防がなければなりません。以下に、このような大規模な変革に備えた組織の分析と整備のために適用される典型的な実施アプローチをまとめました。効果的に実施を進めるためには、各フェーズの所定の目標に照らして一連の重要な課題を検討し、実施案を設計する必要があります。貴社は、この段階的アプローチのどの部分に該当するでしょうか？ ●

ステップ	動員	ギャップ分析	オプションの洗い出し	影響評価	実施計画
目的	ステークホルダーを巻き込み、プロジェクトの目的、範囲、詳細なプロジェクト計画、ツールを確認する	現在の規制の実施状況を確認し、自社特有の状況に沿った事業上の要件を明確にする	事業設計のオプションを突き止め、策定する		決定すべき計画事項を作成し、その実施を予定する
主要な活動	<ul style="list-style-type: none"> <li>プロジェクトの目的</li> <li>範囲とスケジュール</li> <li>最も効果的なプロジェクト管理構造</li> <li>あらゆるステークホルダーおよび他の国・地域との情報交換</li> <li>使用する手法とツール</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>現在の規制の枠組みとの主要な差異（国・地域／上乗せ規制ごとに）</li> <li>競合他社／市場プレイヤーの動向</li> <li>事業変革領域</li> <li>文化的変革／変更管理</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>事業活動ごとにオプションを設計</li> <li>オプション間の相互関係</li> <li>全体的な観点から見た「最終」のオプション</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>事業への影響（戦略／業務プロセス&amp;IT／組織）</li> <li>実施領域の財務への影響</li> <li>リスクとリターン</li> <li>顧客への影響</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>主要な決定案</li> <li>提案のオプション</li> <li>クイックウィン（すぐに成果の出る施策）</li> <li>決定作業の流れ</li> <li>準備の度合い</li> </ul>
主要なアウトプット	活発な主力のプロジェクトチーム	全体的な事業上の要件を取りまとめたもの	一連の選択肢	リスク／リターンに照らした事業への影響	今後の道筋



# ブレグジット法案

## 新体制への移行によって 税コストが生じる？

マーリー・A・マクラレン  
(Murray A. McLaren)  
ディレクター  
税務  
デロイト

英国のEU離脱まで残り1年少しとなった現在、英国に拠点を置く多くの資産運用会社はブレグジットに向けた再編計画を推し進めています。事業の大きな変化は常に税務上の影響を伴うものであり、特にこの状況ではその可能性があります。本稿では、ブレグジットに備えて計画している企業が考慮する必要のある新たな税務上の問題を取り上げます。

#### ブレグジットは、英国の資産運用会社にどう影響するか？

EU指令は現在、英国の規制対象企業が「パスポート」制度の下、EU全域で自由に営業することを認めています。英国に拠点を置く資産運用会社は現在、こうしたパスポート権を利用してEU顧客の資産を運用し、EUで商品を販売しています。

ブレグジットとそれに伴う移行期間がこうした体制に与える影響は、完全には明らかになっていません。しかし、多くの英国の資産運用会社はブレグジット後もEUで営業を続けられるように構造改革を実施しています。ほとんどの場合、かかる改革には、EUで設立され規制されている会社一本稿では「EUco」と呼びます—を通して実施する業務の拡大が含まれます。

#### 実体

ブレグジットに向け計画している運用会社の多くにとって、最大の問題は実体に関係しています。どの業務をEUcoによって実施する必要がありますのでしょうか？また、たとえば委託契約の下で、英国でどのぐらいの業務を実施することが可能なのでしょうか？一部の業務は、英国とEU27カ国の両方で実施する必要がありますでしょうか？

現地における実体の必要性は、企業に重要な実務上の影響を及ぼします。EUcoにおける実体が大きいほど、現地の役割とインフラも大きくなります。多くの場合それは、ひいては既存の事業構造とプロセスがより大きく破壊されることを意味します。

実体は、税務にとっても重要です。

EUcoにおける実体が大きいほど、現地において稼得する利益が増え、それに対して支払う税金も増えると予想されます。実体要件を満たすためにスタッフの転勤が必要となる場合、転勤の対象となる個人とその雇用主にも税務上の影響が及びます。

実体要件はまた、「出国」税（後で詳述）とグループ内支払いの額にも影響を与える可能性があります。グループ内支払いは、その内容によってはVATが生じるため、重要な意味を持ちます。

委託についてはこの1年、多くの議論がなされてきました。EUの金融規制機関である欧州証券市場監督局（ESMA）は2017年、現地の監督当局が要求すべきことに関する見解を述べる2件の意見書を公表しました。それに加えて、欧州委員会は監督当局にEU域外への委託とアウトソーシングを監視する新たな権限を与える意向です。しかし、その姿勢はまだ完全には明確ではありません。税務チームは、議論を注視する必要があります。というのも、その最終結果は、ブレグジットがもたらす税務上の影響に直接的なインパクトを与えるからです。👉

**ブレグジット計画に、海外の関連当事者への資産（または事業）の移転が含まれている場合、その移転は、英国の税務規則上、市場価値で行われたとみなされる可能性があります**

## 「出国」税

多くの運用会社が注視している重要な税務上の問題は、英国からEUcoへの活動の移転に対して「出国」税が生じるかどうかということです。

ブレグジット計画に、海外の関連当事者への資産(または事業)の移転が含まれている場合、その移転は、英国の税務規則上、市場価値で行われたとみなされる可能性があります。市場価値での処分に対する英国の税金は、英国から活動を移すためのコストとなりかねません。これが「出国税(exit charge)」です。

EUの顧客との運用契約は、英国から移転する必要が生じる可能性のある資産の例です。その他の例には、EUでの販売活動に使われる資産、たとえば現在は英国で管理されている顧客関係などがあります。のれんの移転も考えられます。

移転する資産の市場価値は、容易に算定できるとは限りません。運用契約を例に取ってみましょう。運用契約の活発な市場がない場合、買い手は公開市場においてどのぐらい支払ってもよいと考えるでしょうか？ブレグジットを取り巻く独特の状況は、価値にどのように影響するでしょうか？また、移転の仕組みそのものが価値に影響するでしょうか？

多くの資産運用会社のブレグジット計画には、いったん移転した業務を委託という形で英国に戻す計画が含まれています。多くの運用会社は、EU顧客との運用契約をEUcoに移転する一方、ポートフォリオ運用は委託契約の下で引き続き英国で実施する意向です。

税務上の観点から見ると、これは大きな意味を持ちます。というのも、その結果として英国から流出する正味手数料収入が減少し、ひいては英国から流出する経済的価値も少なくなるからです。運用契約の移転により、運用契約からの総収入を受け取るのはEUcoになりますが、その一部をEUcoが受けるポートフォリオ運用サービスの対価として英国に払い戻すこととなります。

販売活動の移転も、考慮すべき興味深い問題を生じさせる可能性があります。主要な問題の

一つは、EUの販売活動の価値がどこにあるかということです。英国でしょうか、それとも顧客関係を所有するEUの支店でしょうか？

価値が支店にある場合、税に影響しない形でのEUcoへの移転が可能になる場合があります(これについては次のセクションで詳述)。

しかし、価値が英国本社からEUcoに移る場合、運用契約を移転する場合とほぼ同じように出国税が生じる可能性があります。価値に寄与する機能を理解し、どの機能をEUcoに移すかを決定することが、ここでのカギになると思われる。

## EUcoの立場

資産の移転をめぐっては、英国の出国税が生じる可能性に注目が集まっているのは当然と言えます。しかし、EUcoにも税務上の影響が生じる可能性があります。

法人税の観点から見ると、EUcoが受け取る資産の市場価値について税の減免措置を受けられるかどうかが重要な問題となります。換言すると、英国において課税対象となる利益とEUcoの所在する国・地域における損金算入可能な費用が一致するかどうかということです。一致するならば、グループ全体への影響はないものと考えられます。一方、EUcoの方が法人税率の高い国・地域にある場合、あるいは英国において未評価の税務上の損失があり、それによって出国税をカバーできる場合、移転は実際には、グループレベルで法人税上の利益を生み出すこととなります。

VAT上の移転の取扱いも重要です。EUcoを管轄する税務当局は移転を、リバースチャージ規則に基づき現地VATの課税対象となる供給とみなす可能性があります。

一部の税務当局は移転を、VAT非課税となる「継続事業の移転」とみなすかもしれません。この減免措置が適用されるかどうかは、個々の状況に左右され、国・地域によって何が対象となり、何が対象とならないかについての見解が異なることもあり得ます。

移転がVAT非課税とならない場合、EUcoが負担するコストは、VATをどれだけ回収できるかに左右されます。EUcoによるVAT回収は、その業務が現地のVAT上、どのように扱われるかによって決まります。重要な点として、英国のVAT上で課税対象あるいは非課税とみなされていた業務が、EUcoの所在する地域において同じVAT上の扱いを受けるとは限りません。特に投資運用セクターでは、各加盟国によるEU法の解釈にばらつきがあります。

## EU支店

多くの英国の運用会社は現在、支店を通じてEUでの販売活動を実施しています。ブレグジット計画において、それらの支店をEUcoに移転することが計画される場合があります。

原則として、英国の運用会社からEUcoへの支店の移転は、比較的容易でしょう。EU圏は、税に影響しない形で支店の資産を移動することを可能にする規則を設けており、国外支店所得免税制度を選択できるため、本来であればEUcoへの支店資産の移転によって生じる英国の法人税費用を軽減できます。

しかし、複雑な事態が生じる可能性があります。

一部の海外の管轄地域では、支店の移転に係る税の減免分がブレグジット時にクローバック(払戻し)の対象となる可能性があります。これは、規則により、移転者(すなわち、UKco)が移転日から所定の期間、EU企業であることが定められているからです。英国がEUを離脱すれば、この条件が満たされなくなります。

影響を受ける国・地域の一つであるアイルランドの税務当局は、アイルランド支店の移転についてクローバック規則を廃止することによって

この問題に対処しています。しかし、ドイツのように、他の国・地域では、税に影響しない支店移転は依然として問題を伴う可能性があります。

たとえ税に影響しない移転が可能であっても、減免措置を受けるために満たさなければならない条件が複雑な事態を生じさせることもあります。利用する仕組みによっては、移転は、EUcoから移転者であるUKcoに株式を発行する形で行う必要があります。EUcoがまだUKcoの子会社になっていない場合は、これにより株式所有が分散するかもしれません。場合によっては、グループ内で株式を移転することで分散を解決できるかもしれませんが、必ず可能とは限りません。

英国の税務上の観点から検討すべき問題もあります。

国外支店所得免税制度を選択しなかった場合、UKcoからEUcoへの支店資産の移転は、英国の税務上、市場価値での処分となり、その処分益は課税対象となる可能性があります。多くの場合、国外支店所得免税制度を選択することでその処分益を非課税にすることができますが、常にこの方法が使えるわけではありません。

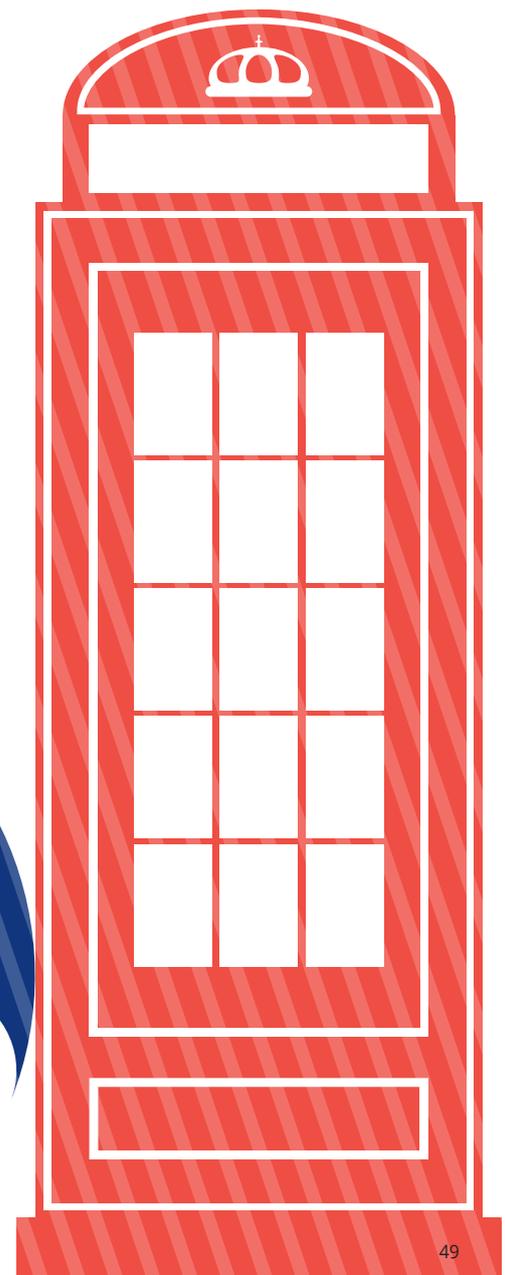
念頭に置いておくべきは、タイミングです。この選択は、移転が行われる会計期間の期首より前に行う必要があります。したがって、UKcoの事業年度が暦年であり、その支店を2019年に移転するつもりである場合、2018年末までに選択を行う必要があります。「損失戻入れ(loss recapture)」ルールにより、この選択は移転前の

年度に赤字を計上していた支店については適用できず、また、過去に英国の本社によって所有されていた支店資産は免税となりません。このような資産には、支店設立前に英国で管理されていた顧客関係やその他の無形資産が含まれる可能性があります。

幸いにも、たとえ国外支店所得免税制度の選択を適用できなくても、本来であれば支店の移転によって生じるであろう英国の税金を延期または排除できる他の減免措置があります。これらの減免措置を受けるには、数多くの詳細な条件があり、慎重に対処する必要があります。また、減免措置の中には承認手続きが必要なものもあり、プロジェクト計画に組み込んでおく必要があります。●

## 要点

- 英国に拠点を置いている多くの資産運用会社は、プレグジットに先立ち、EUの会社にEU事業を移転しようとしています。
- こうした移転に伴い、課税対象となる処分やVATの課税対象となる供給が生じることがあります。
- コストを軽減し、落とし穴を避けるために、早い段階で税について検討しておく必要があります。



# 投資情報の開示の 国際的潮流 完全に透明な時代の 幕開け

ジェイソン・フー  
(Jason Foo)  
ディレクター  
投資アドバイザー  
デロイト

ティベリウ・トゥクスナック  
(Tiberiu Tucsnak)  
マネジャー  
投資アドバイザー  
デロイト

2018年は、規制改革と投資家獲得競争が透明性向上を求める世界的潮流を支えると思われます。その結果、世界の資本市場は、投資商品に関する開示に取引コストを含めることを要求するようになるでしょう。この要求は、市場参加者に大きな課題をもたらしています。◆

欧州では、パッケージ型個人投資家向け保険ベース投資商品 (PRIIPs) 規制の施行により、ファンド運用会社は2018年1月までに自社の商品に関する新たな情報文書を作成しなければなりません。それに加えて、欧州の個人投資家にファイナンシャルアドバイスとともに投資商品を提供する者は、同じく2018年1月に発効する第2次金融商品市場指令 (MiFID II) に準拠した情報を提供するように確実に期さなければなりません。

同様に、オーストラリアでは2017年10月1日から、ほとんどのスーパーファンド (オーストラリアの退職年金であるスーパーアニュエーションの運用ファンド) はオーストラリア証券投資委員会 (ASIC) の新しい規制ガイド97 (RG97) 「PDSおよび定期報告書における手数料と費用の開示」

に従わなければなりません。RG97の趣旨は、スーパーアニュエーション商品の比較可能性を高めることにあります。これを受けて、業界全体で一貫性のある手数料と開示のあり方を決定するために、多くの金融サービスプロバイダーが協力してRG97業界作業部会を結成しました。

#### 手数料と費用の国際的な比較可能性

各国・市場間の比較可能性と整合性も、市場構造の複雑さや法的枠組み、歴史的な業務慣行といった要因により、難しい課題となっています。開示をめぐる最近の変化を牽引しているのは主に、金融サービス市場の相互関連性が

強まる中で世界的な整合性を求めている規制当局です。欧州とオーストラリアの規制当局は、比較可能性、透明性、理解のしやすさを、消費者のための共通の開示目標とすることを望んでいます。こうした要素は、ASICのRG 97が掲げる以下の目標において謳われています。

- 消費者保護
- 手数料と費用のベンチマーキングを含め、スーパーアニュエーションおよび合同運用ファンド業界の分析を可能にする
- 消費者が商品の手数料と費用を効果的に比較できるようにする

#### 原則

## 01

#### 透明性の向上は、優れた文化とガバナンスを反映

- あらゆる手数料、基本的な費用、利益相反に関する透明な開示は、ファンド内の優れたガバナンス文化と行為を反映する

#### 原則

## 02

#### 一貫性

- 開示要件は、ファンドの構造、投資アプローチ、アセットアロケーションに関係なく、全てのファンドに一貫して適用されなければならない。
- 全てのアセットクラスにわたる一貫性が必要とされる。たとえば、インフラ投資は不動産投資と同じ方法で扱われなければならない。
- 全ての開示・報告要件において公平な競争の場を実現することが一貫性の重要な目標である。

#### 原則

## 03

#### 比較可能性

- 手数料と費用に関する情報により、加入者がさまざまなファンドの費用を比較できるようにしなければならない。

#### 原則

## 04

#### 透明性の提供

- ファンドは、ファンドが直接負担する費用と、間接的に請求され、投資リターンを減少させる費用を含め、投資家の正味リターンに影響するあらゆる手数料と費用を開示しなければならない。

#### 原則

## 05

#### 投資家にとって有益で分かりやすい開示

- 手数料と費用は、投資を検討している者と現在投資している者の双方にとって有益かつ有用な、分かりやすく比較可能な形式で開示しなければならない。
- 開示は、投資家が重要な情報を見分けやすいものでなければならない。



各国の規制当局は、自国の市場と他の関連市場との比較可能性を考慮するにあたり、整合性を重視する方向に進んでいます。しかし、欧州のファンドの開示と米国のファンドの開示の整合が進んでいる一方、オーストラリアのファンドには、特にパフォーマンスとリスク報告に関して改善の余地が大いにあります。

- 2016年8月、証券監督者国際機構 (IOSCO) は、「集団投資スキームの手数料と費用に関するグッドプラクティス」と題した最終報告書を公表しました。報告書の中で、IOSCOは23の「グッドプラクティス原則」を明確にし、その手法と所見について詳しく説明しています。ベストプラクティスの例として挙げられていたのが次の2つです。
  - EUにおける譲渡可能証券の集団投資事業 (UCITS) の主要情報文書 (Key Information Document: KID) の手数料表
  - 米国の証券取引委員会 (SEC) 登録投資信託の手数料表

- 米国、英国、EUの規制当局と主要な投資運用団体は、コメントや刊行物、規制に関する議論の場への提出資料においてそれぞれのカウンターパーティ市場の動向に絶えず言及しています。この傾向は、EU発のUCITS、米国発のETF、ASEAN・アジア地域パスポートといった、「投資商品パスポート」の国際的な発展においても見られます。

IOSCOは、手数料と費用を次の大まかなカテゴリーに区分することを提案しています。

- ファンドまたはその運営者もしくは関連当事者に直接支払われる手数料
- ファンドが負担する手数料および費用
  - 投資運用手数料
  - 販売費用
  - その他のファンド運営費用
  - 資産の売買に関連する取引費用

世界的に「オールイン手数料」のコンセプトが好まれる傾向があります。オールイン手数料のコンセプトは、投資家が負担するあらゆる手数料と費用の開示を目指すものであり、金融取引に含まれる手数料と利息の総額を説明するのに

使われることがあります。しかし、IOSCOは、取引費用をオールイン手数料に含めることを推奨していません。むしろ、測定の実用性や、ファンドが正味パフォーマンスに基づいて報酬を得ている場合は正味リターンとの関係も加味する必要を強調しています。

#### 現在進められているオーストラリアのRG97の実施から得た教訓

- ASICは市場参加者に、RG97を実施する最善の方法を検討する業界作業部会の設立を促したものの、さまざまな解釈が可能な側面が数多く残っています。そのため、期限に間に合わせることは困難であり、新しい要件を一貫性のある方法で適用できるかどうかは不透明です。
- RG97が主要な費用に与える影響は、ファンドによって大きく異なります。ASICは、開示されている手数料と間接費用への上乗せ分が数ベースポイントにすぎないファンドもあれば、年率1%近くになるファンドもあるとしています。
- 最終的には、加入者にとっての基本的費用と正味リターンに変化はありません。しかし、手数料が大幅に増大したように見えることは、コミュニケーション上、大きな課題をもたらします。➤

RG97が業務プロセスに与える全体的影響

システム	プロセス	チーム
<p><b>報告書の変更</b>—報告書の開示情報とレイアウトが変更となり、それらの変更を加入者に説明する必要がある。</p>	<p><b>データの収集と提供</b>—手数料と費用に関するデータの収集、提供、見積りのためのプロセスが必要となる。</p>	<p><b>PDSチームの業務量の増大</b>—今後は前事業年度の実際の手数料と費用に関する情報が入手可能になり次第、PDSを毎年公表しなければならない可能性が高い。</p>
<p><b>間接費用の変化</b>—外部のファンド運用会社を通じた投資によって直接的・間接的に負担するあらゆる関連する手数料と費用を含めるために、間接費用の開示が重視されるようになる。</p>	<p><b>データ収集</b>—商品開示文書（Product Disclosure Statement: PDS）に記載する手数料と費用のデータを収集・提供するためのプロセスを開発する必要がある。</p>	<p><b>苦情対応チームの業務量の増大</b>—報告書の変更が理解されない、あるいは値上げと認識されることが原因で業務量が増える可能性がある。</p>
<p>RG97はまた、以下をはじめとする解釈上・業務上の課題を生み出しています。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 手数料、費用、間接費用の定義</li> <li>• 「中間ビークル (interposed vehicle)」の定義</li> <li>• 関係するファンド運用者からのデータの収集</li> </ul> <p>こうした課題に対応するため、ASICは2017年11月初め、RG97の手数料開示改革の影響について外部レビューを実施することと、当初は2017年9月30日としていた遵守期限を再度延期することを発表しました。ASICは、この措置は業界が変更の導入に手間取っていることに対応するものだと述べました。ASICは、手数料開示の向上に向けたファンドのこれまでの投資に満足の色を示す一方で、「正確な手数料と費用の開示は複雑で難しく、その実施には時間がかかる」との認識を示しました。</p> <p><b>市場の課題—欧州とオーストラリア共通の弱点</b></p> <p>以下に関する合意の欠如が原因で、テクニカルな内容に関する問題が生じています。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 取引費用と成功報酬の記載</li> <li>• 一部の開示項目について見積りの使用</li> </ul>	<p>状況が変化した場合の商品開示文書の改訂の責任</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 受託者責任：最良執行、バリュー・フォー・マネー、責任ある運用者、投資家の最善の利益</li> </ul> <p>また、EUにおいては実務上の制度的課題もあり、こうした課題は他の市場にも関連しています。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 生命保険ファンドの中に組み込まれている年金商品や投資商品は、PRIIPに指定されることになるため、経過措置の対象となること。</li> <li>• リサーチに対する対価を委託手数料や販売手数料に含めるのではなく、独立したサービス手数料に分離すること。</li> <li>• 金融機関は、その資産運用部門が「垂直統合」されているにもかかわらず、資産運用部門のための追加的なIT費用や事業再構築に係る遵守費用の負担に消極的なこと。</li> </ul> <p>RG97のもう一つの重要な影響として、スーパーアニュエーションセクターは、特に手数料支払後のパフォーマンスを考慮に入れて運用会社の費用を詳しく調査しなければならなくなります。</p>	<p><b>重視される取引費用の開示</b></p> <p>取引費用については、一般に広く受け入れられている定義がありません。しかし、国際財務報告基準第9号「金融商品」は、取引費用を</p>

# RG97のもう一つの重要な影響として、スーパーアニュエーションセクターは、特に手数料支払後のパフォーマンスを考慮に入れて運用会社の費用を詳しく調査しなければならなくなります

「金融資産または金融負債の取得、発行または処分に直接起因する増分コスト。増分コストとは、企業がその金融商品を取得、発行または処分していなければ発生しなかったであろう費用をいう」と定義しています。

どの市場参加者も、いくつかの種類の費用と料金について細かく理解しておくことが重要となります。これらは、投資家のリターンに大きな影響を与える可能性があり、効果的に開示されれば、市場の効率性を高めるはずで、このことを念頭に置いて、規制当局は、投資サービスの提供に関連する全ての費用および料金の開示に関して必要なありとあらゆる要件を導入し、それによって市場の透明性を高めようとさまざまな手段を尽くしています。

目下のところ、規制当局の関心は、取引費用、より具体的には非明示的なコスト(implicit cost)を推定するための方法に向けられる傾向にあります。

## 非明示的なコスト

とりわけ大きな論争を呼んでいる未解決の領域の一つは、「非明示的なコスト」に対する共通のアプローチです。非明示的な取引コストは、算出が容易ではありません。欧州の欧州証券市場監督機構(ESMA)とオーストラリアのASICは非明示的な取引コストを、投資の取得と処分にかかるあらゆる費用と説明しています。➤

専門団体の指針はたいいてい、非明示的なコストは資産のビッド・アスク・スプレッドと等しくなるとして  
います。しかし、債券や外国為替、デリバティブ市場などの市場では、取引コストは金融商品のビッド・アスク・スプレッドの中に組み込まれているため、数値で表すことが難しくなります。取引コスト分析(TCA)において考慮に入れられるその他の種類の非明示的なコストが加わると、問題はさらに深  
まります。一般に、こうした変動要因は、ある取引の市場やそのタイミングに対応して生じます。具体的には、次の要因が考慮されます。



**市場へのインパクト**—一度に大量の注文を執行することは、市場を動かす要因となり、予想とは異なる価格になる可能性があります。



**遅延**—は、注文を開始してから注文が市場に出されるまでの価格差の原因となります。市場が動いてコストを生じさせると、ファンドのパフォーマンスが影響を受ける可能性があります。



**機会コスト**—取引が部分的にしか執行されなかった場合、市場の有利な動きに乗じる機会を逃す危険を冒すこととなります。このリスクは通常、価値の喪失、ひいては潜在的なコストとみなされます。

通常、こうした取引費用は、ファンドマネジャーが独自モデルを用いて試算しています。しかし、こうした費用を計算するための企業共通の統一モデルが欠如しています



### RG97とMiFID IIの比較: 今後の焦点は非明示的なコストの削減と最良執行の向上

ASICのRG97は、MiFID IIの小型版とみなすことができます。RG97は、最良執行によって最小化できる非明示的なコストを一段と重視しています。一方、MiFID IIの最良執行規則は主に、間接的な取引コストに焦点を当てています。その狙いは、業界に対し、顧客のために最善の結果が得られるように注文執行時に十分な措置を取らせることにあります。

2014年に、英国の金融行為監督機構(FCA)は、資産運用業界を調査し、およそ42億ポンドの非明示的な取引コストが回避できたはずだと試算しました。

RG97もMiFID IIも、「顧客の最善の利益」と「透明性」を追求しています。費用が透明にされている状況では、非明示的な取引コストをできる限り最小化するためにあらゆる十分な措置を取らなければならなくなります。

これを受けて、マルチアセット取引コスト分析(TCA)がオーストラリア市場で活発になると予想されます。TCAは、執行のクオリティとファンドのパフォーマンスを向上させるものであり、ひいてはより多くの取引の獲得や運用資産の拡大に役立つと思われる。オーストラリアの資産運用会社の多くはすでに、高度なTCAを実施しており、それが機関投資家の運用委託契約の獲得に不可欠となっていることも少なくありません。

RG97は、取引データ、市場データ、透明性の高い非明示的なコストの計算を要求しています。

- 取引データの入手が引き続き大きなハードルとなる可能性があります。MiFID IIでは、いまや取引にミリ秒単位のタイムスタンプを付けることが求められます。これは最終的には、バイサイドの顧客に恩恵をもたらします。しかし、そのためにはバイサイドの会社が執行管理システムを評価し、取引データの収集を強化することが不可欠です。この取り組みを次のレベルに持っていくためには、日付が刻印されたカस्टディアン<sup>1</sup>のデータが必要となります。結局のところ、TCAのクオリティは、取引データのクオリティによって決まります。➤

RG97もMiFID IIも、「顧客の最善の利益」と「透明性」を追求しています。費用が透明にされている状況では、非明示的な取引コストをできる限り最小化するためにあらゆる十分な措置を取らなければならなりません



- 2つ目の課題は、市場データです。これは特に、OTC商品に当てはまります。詳細なTCAには、債券とFXの両方でビッド価格とアスク価格以外の参照点が必要となります。見積依頼(RFQ)プロセスにおいて下位5位のディーラーを選ぶ際、真の非明示的なコストを計算するための参照点として、競合する呼び値からのビッド価格とアスク価格に依拠しても意味はありません。執行のクオリティの分析においては、RFQに含まれるディーラー以外のできるだけ多くのディーラーから得た呼び値を考慮に入れるべきです。このレベルのデータの管理にはデータプロバイダーが不可欠となるでしょう。ここでも、TCAのクオリティは、市場データと値付けデータのクオリティによって決まります。

RG97の遵守に伴う課題は、MiFID IIIに基づく最良執行要件と大きく異なるものではありません。RG97は、直接的には資産運用会社とスーパーファンドに影響するものの、銀行やブローカーディーラーにも、その顧客が高度化するにつれ影響を及ぼすでしょう。

MiFIDの最良執行要件と同じく、RG97も非明示的な取引コストの削減につながり、長期的には全体的なファンドパフォーマンスを向上させると予想されます。●

## 執行のクオリティの分析においては、RFQに含まれるディーラー以外のできるだけ多くのディーラーから得た呼び値を考慮に入れるべきです

### 要点

- 世界的なベストプラクティスの主要な傾向として、以下の点が挙げられます。
  - **開示**: 規制当局と市場参加者は引き続き、投資の手数料と費用の開示に関する市場慣行の調和に取り組んでいます。
  - **相互関連性**: 市場の相互関連性が強まる中、信頼を高める必要性が全体的な流れに影響しています。
  - **テクノロジー**: テクノロジーの利用によって、投資執行のバリューチェーン全体でデータを照合することが可能になり、消費者にとって透明性の向上につながっています。
  - **透明性**: 市場の規制当局が定めている透明性の水準は、大きなコストと技術的な課題を生み出しています。
  - **統合**: 市場の複雑さを考えると、開示慣行の調和を図る取り組みを統合する必要があります。
- EUの枠組みは、投資決定は複雑であり、コストだけによって決まるものではないことを認識しています。したがって、開示の枠組みには、リスク、リターン、報酬が含まれています。しかしオーストラリアでは、規制当局は報酬の報告に焦点を当てており、まだリスクとリターンの報告に焦点を当てていません。
- ASICは、「アセットアロケーション、投資リスク、戦略も、サービス要素同様、非常に重要である。我々は次に焦点を当てるべき分野として正味のリターンに注目しており、手数料の開示という点で一貫性と正確性が実現されれば、次は正味のリターンに焦点を移すことができる」と述べています。ASICは、投資パフォーマンスの報告の向上にも目を向けると予想されます。
- 業界は、消費者がスーパーアニュエーション商品に関する理解を深め、商品を選ぶ際により良い決定ができるようにする必要性を認識しています。EUとオーストラリアはどちらも、さまざまな立法措置を通じてこうした枠組みの実現に向けて動いているものの、実現までにはまだ長い道のりがあります。ファンドマネジャーから商品開発者、規制機関、スーパーアニュエーションのプロバイダーまで業界内のさまざまな関係者が比較可能性、透明性、理解のしやすさを達成するために力を合わせる必要があります。

# ウェビナー

## 2018年研修プログラム

2009年以来、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。



### 投資ファンド

- 投資運用の税務／2018年の税務の見通し  
2月15日
- ETFとサステナビリティ  
3月8日
- 投資運用ファンド  
3月22日
- アウトソーシング  
6月14日
- 規制対象のプライベートエクイティ・不動産 (PERE) ファンド  
9月13日
- AML/KYC  
9月27日
- サイバーリスク脅威と機会  
10月11日
- デリバティブ金融商品  
10月25日
- マネーマーケットファンド  
11月22日
- 委託先資産運用会社のデューデリ  
ジェンス  
12月6日



### 規制

- 複雑さを受け入れる：2018年の資産運用規制環境  
2月1日
- さまざまな視点から見たGDPR  
4月12日
- PRIiPsとKID  
5月17日
- MiFID IIとコーポレートガバナンス  
5月31日
- プレグジット：欧州と世界の資産運用業界への影響  
6月28日



### イノベーション &テクノロジー

- 銀行業の将来：デジタル（ブロックチェーン）と規制  
4月26日
- 投資運用業界におけるRPA（ロボティクス）  
11月8日

セッションへのアクセスについてはdeloitteilearn@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)

# 連絡先

## Africa - East, West, Central and South



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



**David Nchimbi**  
Partner - Audit  
+255 222 169 000  
dnchimbi@deloitte.co.tz



**Joshua Ojo**  
Partner - Audit  
+234 190 421 30  
jojo@deloitte.com.ng

## 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



**Philip Hope**  
Partner - Assurance & Advisory  
+61 2 8260 4489  
phope@deloitte.com.au



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



**James Oliver**  
Partner - Assurance & Advisory  
+61 3 9671 7969  
joliver@deloitte.com.au

## Austria



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



**Robert Pejhovský**  
Partner - Tax & Audit  
+431 537 004 700  
rpejhovsky@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**  
Partner - 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  
+55 11 5186 1672  
gsouza@deloitte.com



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

## British Virgin Islands



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

## Cayman Islands



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

## Central Europe



**Grzegorz Cimochoński**  
Partner - Consulting  
+48 22 511 0018  
gcimochowski@deloittece.com

## Chile



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



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



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

## China (Southern)



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



**Anthony Lau**  
Partner - International Tax  
Services  
+852 2852 1082  
antlau@deloitte.com.hk

## Colombia



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

## Cyprus



**Panikos Teklos**  
Director - Consulting  
+ 357 994 917 61  
pteklos@deloitte.com

## Denmark



**John Ladekarl**  
Partner - Audit  
+45 36 10 20 78  
jladekarl@deloitte.dk



**Anders Oldau Gjelstrup**  
Partner - Audit  
+45 20 41 68 02  
agjelstrup@deloitte.dk

## Finland



**Ilkka Huikko**  
Partner - Consulting  
+358 40 740 3529  
ilkka.huikko@deloitte.fi

France

-  **Hélène Alston**  
Partner - Tax  
+33 1 55 61 60 32  
healston@taj.fr
-  **Stéphane Collas**  
Partner - Audit  
+33 1 55 61 61 36  
scollas@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
-  **Nina Schrader**  
Director - Consulting  
+49 173 258 5554  
nschrader@deloitte.de
-  **Christof Stadter**  
Partner - Audit  
+49 89 29036 8269  
cstadter@deloitte.de
-  **Alexander Wenzel**  
Partner - Tax & Legal  
+49 69 75695 6111  
alwenzel@deloitte.de

Gibraltar

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

Greece

-  **Alexandra Kostara**  
Partner - Audit  
+30 210 67 81 152  
akostara@deloitte.gr
-  **Despina Xenaki**  
Partner - Audit  
+30 210 67 81 100  
dxenaki@deloitte.gr

Hong Kong

-  **Anthony Lau**  
Partner - International Tax Services  
+852 285 210 82  
antlau@deloitte.com.hk

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 - ERS  
+91 22 6185 5030  
podoctor@deloitte.com
-  **Vipul R. Jhaveri**  
Partner - Tax  
+91 22 6185 4190  
vjhaveri@deloitte.com
-  **Kalpesh J. Mehta**  
Partner - IM  
+91 22 6185 5819  
kjmehta@deloitte.com
-  **Bimal Modi**  
Partner - FAS  
+91 22 6185 5080  
bimalmodi@deloitte.com
-  **Monish Shah**  
Partner - Consulting  
+91 22 6185 4240  
monishshah@deloitte.com

Indonesia

-  **Rosita Sinaga**  
Partner - Audit  
+62 21 2992 3100  
rsinaga@deloitte.com

Ireland

-  **David Dalton**  
Partner - 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
-  **Marco Miccoli**  
Partner - Audit  
+390 283 322 308  
mmiccoli@deloitte.it
-  **Riccardo Motta**  
Partner - Audit  
+390 283 322 323  
rmotta@deloitte.it

## Japan



**Yang Ho Kim**  
Partner - Tax  
+81 3 621 338 41  
yangho.kim@tohmatsu.co.jp



**Yoshiyuki Omori**  
Partner - Tax and Legal  
+ 81 3 667 213 77  
yoshiyuki.omori@tohmatsu.co.jp



**Nobuyuki Yamada**  
Partner - Audit  
+81 90 650 345 34  
nobuyuki.yamada@tohmatsu.co.jp



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



**Koji Yamamoto**  
Partner - Tax and Legal  
+81 3 687 033 00  
koji.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**  
Director - Audit  
+7 7272 581340  
rsattarov@Deloitte.kz

## Korea



**Seul Hyang Wee**  
Partner - Audit  
+82 2 6676 3314  
sewee@deloitte.com



**Ki Won Lee**  
Partner - Audit  
+82 2 6676 3348  
kiwonlee@deloitte.com



**Sun Yeop Kim**  
Partner - Audit  
+82 2 6676 1130  
sunyeopkim@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



**Benjamin Lam**  
Partner - Audit  
+352 451 452 429  
blam@deloitte.lu

## Malaysia



**Anthony Tai**  
Executive Director - Enterprise Risk Services  
+60 3 7610 8853  
yktai@deloitte.com

## Malta



**Stephen Paris**  
Partner - Audit  
+356 234 324 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



**Joe El Fadl**  
Partner - Audit  
+961 1 363 005  
jelfadl@deloitte.com



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



**Khaled Hilmi**  
Partner - Consulting  
+971 4 376 8888  
khilmi@deloitte.com



**Paul Osbourn**  
Principal Director  
+971 4 376 8888  
posbourn@deloitte.com

## Netherlands



**Bas Castelijn**  
Partner - Tax  
+38 288 6770  
BCastelijn@deloitte.nl



**Martin Eleveld**  
Partner - Enterprise Risk Services  
+31 62 324 5159  
meleveld@deloitte.nl



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



**Evert van der Steen**  
Partner - Enterprise Risk Services  
+31 62 078 9545  
evandersteen@deloitte.nl



**Jan-Wouter Bloos**  
Partner - Consulting  
+31 88 288 2768  
JBloos@deloitte.nl



**Jubin Majlessi**  
Partner - Consulting  
+31 63 882 0198  
jmajlessi@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



**Sverre Danielsen**  
Partner - Enterprise Risk Services  
+47 99 517 686  
sdanielsen@deloitte.no



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

## Philippines



**Bonifacio Lumacang**  
Partner - Audit  
+63 2 581 9000  
blumacang@deloitte.com

## Portugal



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

## Russia



**Sergei Neklyudov**  
Partner - CIS FSI Leader  
+7 495 787 06 00  
sneklyudov@deloitte.ru

## Singapore



**Ei Leen Giam**  
Partner - Global Financial  
Services Industry  
+ 65 62 163 296  
eilgiam@deloitte.com



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

## Slovakia



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

## Spain



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



**Francisco Rámirez Arbues**  
Partner - Regulatory  
+34 606289571  
framirezarbues@deloitte.es



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



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



**José María Grande Esturo**  
Partner - M&A Consulting  
+34 944 447 000  
jgrande@deloitte.es



**Ignacio García Alonso**  
Partner - Tax  
+34 67 952 180  
igarciaalonso@deloitte.es

## Sweden



**Steven Payne**  
Partner - Consulting  
+46 75 246 33 35  
stpayne@deloitte.se

## Switzerland



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



**Simona Terranova**  
Partner - Audit  
+41 58 279 8454  
sterranova@deloitte.ch



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



**André Kuhn**  
Director - Tax  
+41 58 279 6328  
akuhn@deloitte.ch



**Markus Weber**  
Partner - Tax  
+41 58 279 7527  
markweber@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



**Somkrit Krishnamra**  
Partner - Risk Advisory  
+66 2 676 5700  
somkrishnamra@deloitte.com

## Turkey



**Hasan Kiliç**  
Partner - Audit  
+90 212 366 60 49  
hkilic@deloitte.com

## United Kingdom



**Allee Bonnard**  
Partner - Audit  
+44 20 7303 0472  
abonnard@deloitte.co.uk



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



**Gavin J Bullock**  
Partner - Tax  
+44 20 7007 0663  
gbullock@deloitte.co.uk



**Ross Millar**  
Partner - Risk Advisory  
+44 131 535 7395  
rmillar@deloitte.co.uk



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



**Mark Ward**  
Partner - Risk Advisory  
+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  
josphisher@deloitte.com



**Patrick Henry**  
Partner - Audit  
+1 212 436 4853  
phenry@deloitte.com



**Paul Kraft**  
Partner - Audit  
+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

## Vietnam



**Thinh Pham**  
Managing Partner  
+84 839100751  
thpham@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.

デロイトは多くの分野にわたるサービス組織であり、独立性の問題およびその他の利益相反が生じる可能性があることから、特に監査関係が存在する場合において、クライアントにご提供可能なサービスの種類に関して特定の規制および職業上の制約を受けています。私たちが皆様に提供をお約束するあらゆるサービスは、適用される制約を全面的に遵守したものです。

© 2018. Deloitte Tax & Consulting.  
Designed and produced by MarCom at Deloitte Luxembourg.

(日本語版について)

デロイト トーマツ グループは日本におけるデロイト トウシュ トーマツ リミテッド(英国の法令に基づく保証有限責任会社)のメンバーファームであるデロイト トーマツ 合同会社およびそのグループ法人(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 コーポレート ソリューション 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ビジネス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 40 都市に約 11,000 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)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サービス、リスクアドバイザー、税務およびこれらに関連するサービスを、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 Fortune Global 500® の 8 割の企業に提供しています。“Making an impact that matters”を自らの使命とするデロイトの約 245,000 名の専門家については、[Facebook](#)、[LinkedIn](#)、[Twitter](#) もご覧ください。

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。Deloitte のメンバーファームによるグローバルネットワークの詳細は [www.deloitte.com/jp/about](http://www.deloitte.com/jp/about) 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、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。

Member of  
**Deloitte Touche Tohmatsu Limited**

© 2018. For information, contact Deloitte Touche Tohmatsu LLC.