

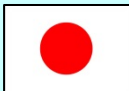
日本版資産運用業高度化の道 ～日本の金融庁が参考にする英国VFM(AOV)評価と 欧州MiFID II プロダクトガバナンス規制の概要と影響・課題～

三菱UFJ国際投信株式会社 商品マーケティング企画部 松尾 健治
窪田 真美

※三菱UFJ国際投信がお届けする、日本版ISAに関する情報を発信するコラムです。

日本の金融庁総合政策局「資産運用業高度化プログレスレポート 2020」公表

2020年6月19日に日本の金融庁総合政策局が「資産運用業高度化プログレスレポート 2020」を公表した
(<https://www.fsa.go.jp/news/r1/sonota/20200619/20200619.html>)。下記が「はじめに」である。

- 
- 金融行政の目標である企業・経済の持続的な成長と安定的な資産形成等による国民の厚生を増大を目指していくにあたっては、インベストメント・チェーンの各参加者が求められる役割を果たし、企業価値の向上と収益の果実を家計にもたらすという資金の好循環を実現することが重要である。
 - 各参加者の中でも、資産運用会社の役割は極めて重要である。一方、従来、日本の家計金融資産の運用において中心的な役割を果たしてきた国内大手資産運用会社の多くは、グループ内の親会社や販売会社に商品を提供する子会社として設立された。その経緯等もあり、顧客の利益よりも、販売手数料を稼ぎやすい商品を短期間に多数提供することによる目先のグループ収益への貢献が優先されたとの指摘がある。
 - このため、国内大手資産運用会社やそのグループ親会社等との間で、顧客の利益を最優先に考え、顧客本位の商品を提供するとともに、運用力の強化により中長期的に良好で持続可能な運用成果を上げることを通じ、顧客の資産形成に貢献することでその支持・信頼を獲得し、自らの収益基盤を強固にしていくことを後押しする観点から、**(1)ガバナンス、(2)経営体制、(3)目指す姿・強み、(4)業務運営体制**、などの課題について対話を進めてきた。
 - 本稿は、資産運用業の現状を踏まえつつ、海外の資産運用会社のヒアリングや国内資産運用会社等との対話等を通じて判明した課題や、今後の対応について整理を行ったものである。本稿を一つの手がかりとして、各社が自らの状況に応じて創意工夫を図り、上記の課題について具体的な取組みを一層進めることを期待したい。
 - 現在、新型コロナウイルス感染症の流行が社会・経済に大きな影響を与え、今後の金融市場や資産運用ビジネスのあり方にも大きな影響を及ぼしていくことも考えられる。こうした点についても今後、調査・分析していくこととしたい。

その後の「主な課題」及び「対応の方向性」から、上記「**(1)ガバナンス、(2)経営体制、(3)目指す姿・強み、(4)業務運営体制**」が特に重要と思われる。また、(1)ガバナンスで「**英国 VFM/Value for Money(AOV)評価**」、(4)業務運営体制で「**欧州 MiFID II プロダクトガバナンス規制**」の詳細(次頁参照)がある事、後述する金融庁総合政策局森田局長寄稿から、**今、金融庁は VFM(AOV)評価とプロダクトガバナンス規制を参考に日本への適用を考えている。現在、英国ではその大きな影響が出始め、EU は見直しも検討されている。**そこで今回はその「英国 VFM/Value for Money(AOV)評価」と「欧州 MiFID II プロダクトガバナンス規制の概要と課題」の概要と課題を見る事とする。

ちなみに、上記最初にある「**インベストメント・チェーンの各参加者が求められる役割を果たし、企業価値の向上と収益の果実を家計にもたらすという資金の好循環を実現することが重要**」については2016年7月19日付日本版ISAの道その149「キーワードはインベストメント・チェーン!～米国労働省(DOL)フィデューシャリー・ルール案、英国ケイ・レビュー、欧州 MiFID II～」(https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_160719.pdf)、上記最後にある「**新型コロナウイルス感染症の流行が社会・経済に大きな影響を与え、今後の金融市場や資産運用ビジネスのあり方にも大きな影響を及ぼしていくことも考えられる。こうした点についても今後、調査・分析していくこと**」については2020年6月12日付日本版ISAの道その308「ウィズコロナ(日本版ハーム・リダクション)の中、米国でファイナンシャル・アドバイスは?～『ソール』、『コンテンツ』、『フィー』、『銀行・証券会社』、『運用会社とTAMP』～」(https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_200612.pdf)にあるのでよければ参照の事。

下記が「資産運用業高度化プログレスレポート 2020」に出ているものである(p.18 と p.28)。

【コラム①】英国における資産運用会社のガバナンスに係る政策対応

- 英国では、FCA（金融行為監督機構）が、市場調査（Asset Management Market Study）及び監督活動の結果を踏まえ、資産運用会社が顧客に対して提供する価値について従来十分に考慮せず、価値の低い商品が提供されてきたことで、投資家が不利益を受けてきたと指摘。
- こうした認識の下、FCAは、米国のファンドガバナンスを手本に、資産運用会社に対し、2名かつ全体の25%以上の独立取締役の設置や年次での「value for money」（手数料に見合った価値）の評価・開示を求めるなど、制度改革を含む一連の施策を実施。資産運用会社のガバナンスの改善を起点として、顧客利益の向上を図っている。

英国FCAによる主な施策 （契約型/会社型ファンドが対象）

- ✓ **資産運用会社の独立取締役の設置**（2019年9月30日期限）
：2名かつ取締役全体の25%以上
- ✓ **Value for moneyの評価プロセス**（2019年9月30日～）
：最低限以下の要素について年次で評価し、評価結果を投資家へ年次報告等で開示（良好なvalue for moneyを提供できていない場合は是正措置を実施）することを運用会社の各取締役は義務付け
 - ① サービスの幅と品質
 - ② ファンドの目的に照らしたパフォーマンス
 - ③ value for moneyの評価コスト
 - ④ 規模の経済
 - ⑤ 同等のファンド等の市場レート
 - ⑥ 同等の機関投資家向け商品等の運用報酬
 - ⑦ 運用報酬が割高なシェアクラスに投資家をとどめる理由
- ✓ **上級経営陣・重要役員職員の適格性評価・認証制度（SM&CR）**を運用会社等に拡張（2019年12月～）
：value for money評価の実施義務をはじめとする個人責任を強化。上級経営陣については、当局が適格性（fit and proper）を判断の上、就任を承認。

米国におけるファンドガバナンスの枠組み （会社型ファンドが対象）

- ✓ **ファンドの独立取締役の設置**
：原則40%以上（1940年投資会社法10条(a)）、SEC規則上は50%以上。ミューチュアルファンド独立取締役の業界団体は75%以上を推奨。
- ✓ **運用契約の評価・承認プロセス**（1940年投資会社法15条(c)）
：ファンド取締役は、フィデューシャリーとして投資運用契約を毎年評価・承認する必要がある。その際、独立取締役の過半数の承認が必要。承認の基礎となった要素や評価結果は年次報告書に記載する必要。評価にあたっての考慮要素は以下の通り（手数料の過剰性が同法36条(b)の信託義務違反を構成するか否かの判断基準（1982年Gartenberg判決等））
 - ① サービスの性質・品質（パフォーマンス含む）
 - ② 投資運用者の収益性
 - ③ 規模の経済
 - ④ 同等ファンドの費用割合・手数料 等
- ➔ **SEC・投資家による民事訴訟の対象**となるほか、SECによる検査・行政処分の対象（なお、2019年11月公表のSECの検査指摘事項集（OIEC Risk Alert）では、①運用会社からの情報収集とその検討が不足、②承認の基礎となる議論が不十分、といった不備を適示し、改善を促す）

2020年1月、FCAは資産運用会社のCEO宛にレターを発出し、2020年上半期にガバナンスやvalue for moneyの評価プロセスの実効性等を確認する旨表明。取締役会が、経営陣の提案に対し、コスト、手数料及び商品設計の点で実質を伴った牽制を行っているか等について、エビデンスを求めるとしている。

【コラム④】EU・MiFID IIにおけるプロダクトガバナンス規制の概要

- EUでは、第二次金融商品市場指令（MiFID II）において、資産運用会社（商品組成者）と販売会社の相互連携により、顧客に適合した金融商品の提供を確保するための仕組み（プロダクトガバナンス規制）が導入されている。
- 資産運用会社には、金融商品の組成において、販売対象とする顧客層を特定し、販売後も当該商品が販売対象として特定された投資家層に適合するかを定期的に検証（定期レビュー）するため、販売会社をモニタリングすることなどが求められている。資産運用会社の取締役会が、こうしたプロダクトガバナンスのプロセスを監督する責務を負う。
- 販売会社にも、取締役会の監督の下、金融商品が対象とされた投資家層に適合している否かを販売時及び販売後定期的に検証するとともに、資産運用会社に対し、定期レビューに必要な情報を提供すること等が求められている。

資産運用会社（商品組成者）の主な義務 ＜コンプライアンス部門がモニタリングし、取締役会が監督＞

商品組成・販売におけるガバナンス	事前対応 ① 商品に適合した潜在的な市場を、顧客の類型、知識と経験、資産状況、リスク許容度、目的とニーズの観点から、特定（商品に適合しない投資家層も特定） ② 商品を組成することで投資家の不利益となるような利益相反が生じないかを分析 ③ 商品が市場に対して悪影響を与えることがないかを検討 ④ 市場環境が悪化した場合等のシナリオ分析を実施 ⑤ 対象となる投資家のニーズ、目的、特徴との関係で、商品の費用体系やその開示が適切かを検討 定期レビュー 販売会社から得た情報をもとに、組成した商品が対象となる市場のニーズ、特性、目的に沿うかを定期的に検証 ➔ 当初想定していなかった事象が発生した場合には、販売会社へ関連情報の提供、商品の承認プロセスの変更、商品の追加発行の停止、商品の不公平な条件の見直し、販売チャネルの見直し、販売プロセスに関する販売会社との協議、販売会社との関係解消、当局報告を検討 資産運用会社と販売会社間の情報連携 商品に関する情報（適切な販売チャネルの情報、商品承認プロセス、対象となる市場の分析結果を含む）を販売会社へ提供
-------------------------	---

販売会社の主な義務 ＜コンプライアンス部門がモニタリングし、取締役会が監督＞

事前対応 資産運用会社から得た情報をもとに、ニーズ、特性、目的の面で商品に適合した実際の投資家層を特定（適合しない投資家層がないかも特定）し、それに合わせた販売戦略を立案。 定期レビュー 推奨・販売した商品が対象となる市場のニーズ、特性、目的に沿うかを定期的に検証 ➔ 当初想定していなかった事象により、商品が対象となる市場に適しなくなった場合は、対象となる市場の再考等を実施 資産運用会社での定期レビューに必要な情報を、資産運用会社へ提供
--

日本の金融庁が参考にする英国 VFM/Value for Money(AOV)評価の概要

前述の金融庁総合政策局「資産運用業高度化プログレスレポート 2020」公表の少し前、2020 年 6 月 8 日付発行の「ファンド情報」No.328 に金融庁総合政策局の森田宗男局長が「『資産運用高度化室』の設置の狙い、設置後の主な施策について」と言う寄稿をしていた(https://www.r-i.co.jp/pension/products/fund/fund_article_04.pdf)。参考までに、森田局長は「“次の次”の長官も絞られてきた。85 年入省組の森田宗男総合政策局長と中島淳一企画市場局長だ。」(2019 年 7 月 15 日付週刊金融財政事情「老後資金問題の影響軽微もサプライズが目立った金融庁人事」~ <https://www.kinzai.jp/paper/s20190716/>)とされている。その金融庁総合政策局森田局長寄稿のごく一部を下記する。

「金融庁では、昨事務年度以降、国内の資産運用会社等との間で、資産運用業の高度化に向けた対話を行ってきた。…(略)…。海外の動向、特に英国における Value for Money 評価やプロダクトガバナンスに係る資産運用会社の取組み、更には FCA による



モニタリングの状況も参考に、運用パフォーマンスの『見える化』を一層進めていくとともに、運用力向上につながる各社の取組みも後押ししていきたいと考えている。世界的に、資産運用業界を取り巻く環境は大きく変化している。先ほど述べたグローバルな手数料低下・寡占化といった動きに加え、いわゆる Fintech の進展は、投資商品の組成・販売、リスク管理、業務執行、投資運用といった様々な局面で大きな変革をもたらす可能性を秘めている。また、海外では、透明性の向上や顧客本位の業務運営の更なる徹底を求める法律が制定され、我が国においても金融審議会と同様の問題意識から議論が行われている。」(下線はコラム筆者)

英国の資産運用会社の VFM/Value for Money/手数料に見合った価値とは、英金融監督当局の FCA/Financial Conduct Authority/金融行為規制機構による「資産運用市場調査に基づく規則と改善措置/rules and remedies under the Asset Management Market Study」(2018 年 4 月 5 日公表)の中にある(元々の VFM は後述※1参照)。

英国の FCA「資産運用市場調査に基づく規則と改善措置/rules and remedies under the Asset Management Market Study」(2018 年 4 月 5 日公表)



1. VFM/Value for Money assessment framework for all investment funds/手数料に見合った価値

2019 年 9 月 30 日施行。AFM/Authorised Fund Manager/投信会社は VFM/Value for Money/手数料に見合った価値を毎年公表(約 18 カ月の移行期間)。コストとチャージ、リスクとリターン、クォリティとサービスを含む。

2. Independent directors on AFM boards/投信の運営会社の独立取締役

2019 年 9 月 30 日施行。AFM の取締役会に最低 2 名かつ 25%の独立取締役を任命する事も義務化された(平均 5 名、現状の倍以上)。

3. Share classes conversions/シェアクラス移換

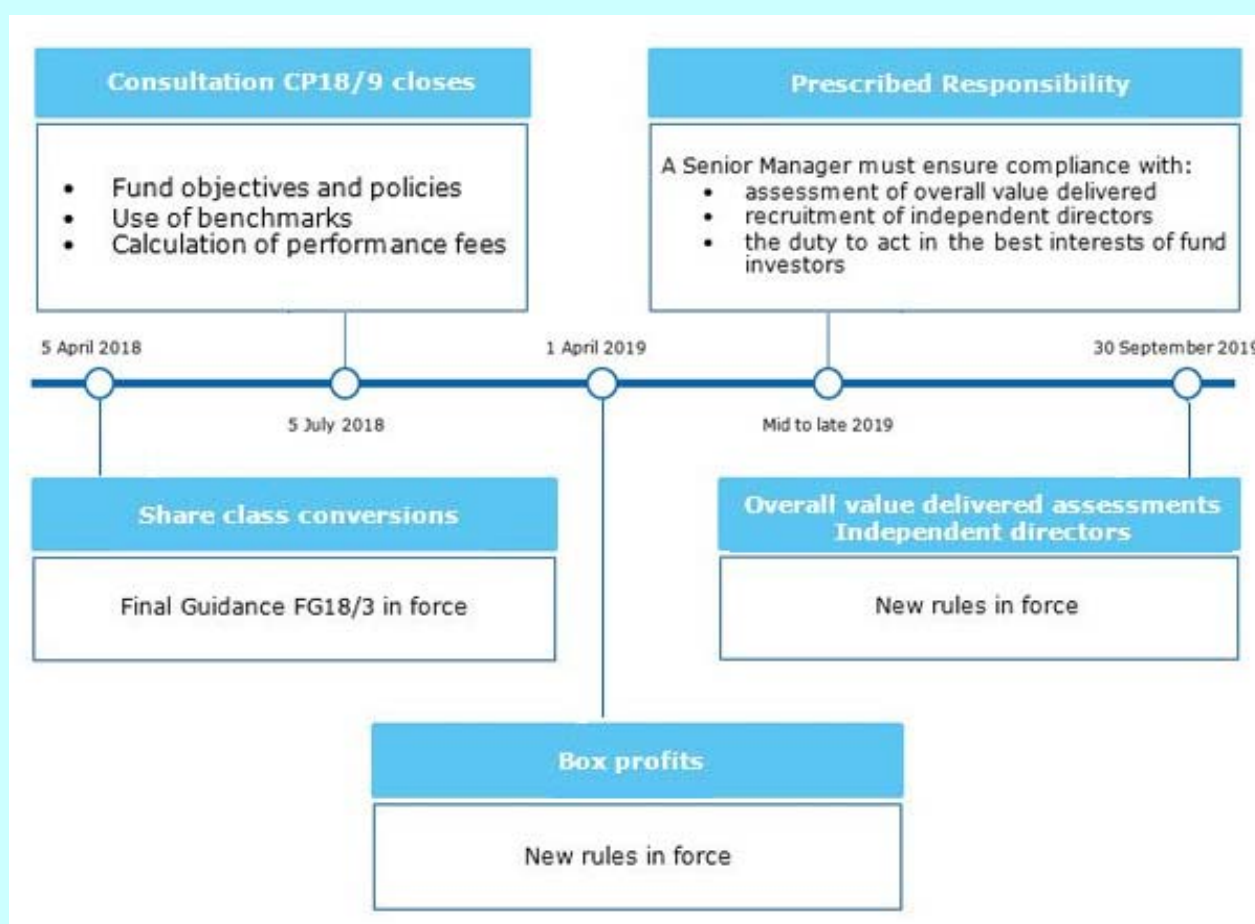
2018 年 4 月 5 日施行。AFM が投信の投資家の同意無く、投資家を同じファンドの、より安いコストのシェアクラスへ移換/conversion する事を認める。AFM はこの強制転換/mandatory conversions が投資家の最善の利益/best interests である事を確認(*)し、移換の 60 日前までに投資家へ通知する。

*米国 SEC/証券取引委員会の「シェアクラス・セクション・ディスクロージャー・イニシアティブ/Share Class Selection Disclosure Initiative/SCSD イニシアティブ」に似る。詳細は 2019 年 12 月 16 日付日本版 ISA の道その 291「金融庁が参考とする米国のレギュレーション・ベスト・インタレスト/RegBI! 日本に同様の規則が適用され

たら、衝撃度は米国の比ではない? 鍵は『執行(enforcement)による規制/ルール策定!!! 保険版フィデューシャリー・ルール『ベスト・インタレスト・レギュレーション 187』適用!!!』(https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_191216.pdf)を参照の事。

4. Ensuring fairer treatment of dealing profits (box profits)/ディーリング益のより公正な取り扱い

2019 年 4 月 1 日施行。 投信の価格差/spread で AFM が無リスク/risk-free で得たディーリング益/dealing profits (box profits)は投信に返還。 価格差は新規設定(発行)価格/creation (issue) price 及びオファー(販売)価格/offer (sale) price とビッド(解約)価格/bid (redemption) price の差で、これをマッチングだけで利益とした場合に投信に返還すると言う事。



(出所: 2018 年 4 月 6 日付 Eversheds Sutherland「FCA's Asset Management Market Study - remedies and changes to the handbook-Feedback and final rules」)

以上は 2018 年 4 月 5 日に公表された「資産運用市場調査に基づく規則と改善措置/rules and remedies under the Asset Management Market Study(最終規則/final rules PS18/8)」(<https://www.fca.org.uk/publication/policy/ps18-08.pdf>)から抜粋・和訳したものである。

尚、FCA の資産運用市場調査は 2015 年 11 月 18 日から「資産運用市場調査/Asset Management Market Study/AMMS」が開始され(<https://www.fca.org.uk/publications/market-studies/asset-management-market-study>), 2016 年 11 月 18 日に暫定報告書/interim report が公表(<https://www.fca.org.uk/publication/market-studies/ms15-2-2-interim-report.pdf>), 2017 年 6 月 28 日に最終報告書/Final Report が公表(<https://www.fca.org.uk/publication/market-studies/ms15-2-3.pdf>), そして、これらの報告書とそのフィードバック等が参考になって上記が策定された。

前頁の英国 VFM/Value for Money(AOV)評価/Value for Money assessment をより詳細に見る。2020 年 6 月 19 日に公表された日本の金融庁総合政策局「資産運用業高度化プロGRESSレポート 2020」の p.18「【コラム①】英国における資産運用会社のガバナンスに係る政策対応」(前述 p.2 上段)に次の通り出ていた。「Value for money の評価プロセス: 最低限以下の要素について年次で評価し、評価結果を投資家へ年次報告等で開示」、「1. サービスの幅と質、2. ファンドの目的に照らしたパフォーマンス、3. Value for Money の評価コスト、4. 規模の経済、5. 同等のファンド等の市場レート、6. 同等の機関投資家向け商品等の運用報酬、7. 運用報酬が割高なシェアクラスに投資家をとどめる理由」(<https://www.fsa.go.jp/news/r1/sonota/20200619/20200619.html>)。

下記がより具体的なものである。順番は投信会社によって入れ替えても良い。FCA は標準テンプレートを公表していないので、投信会社が異なる方法で作っている。Value for Money の評価コストが 3 番目と、7 要素の 1 要素となっている。これは、投資家が支払った手数料だけでなく、サービスの質や提供された価値など他の指標を含めて投資家にとっての全体的な価値を重視する為で、それで当初の Value for Money という用語から AOV/(FCA) Assessment of value/アセスメント・オブ・バリュー/価値の評価と言う用語にシフトしている(FCA「FCA sets out next steps to improve competition in the UK's asset management industry」～

<https://www.fca.org.uk/news/press-releases/fca-sets-out-next-steps-improve-competition-uk-asset-management-industry>)。

英国の FCA「VFM/Value for Money assessment framework for all investment funds/手数料に見合った価値、AOV/(FCA) Assessment of value/アセスメント・オブ・バリュー/価値の評価」(2019 年 9 月 30 日施行、ファンドごとに期限はファンドの決算期末から 4 カ月以内)



1. サービスの幅と質:

投資家がサービスの範囲と質に満足しているかどうか/whether investors were happy with the range and quality of service.

2. ファンドの目的に照らしたパフォーマンス:

その投信は良好なパフォーマンスを提供したかどうか(ファンドの何%が同業他社をアウトパフォームしたか等)/whether its funds provided good performance in relation to their investment objective.

3. Value for Money の評価コスト:

その投信の手数料は提供されたサービスの対価として公正だったかどうか/whether charges were fair in relation to the cost of the services delivered.

4. 規模の経済:

その投信はスケールメリットがあったかどうか/whether the funds had appropriate economies of scale.

5. 同等のファンド等の市場レート:

4.に関連し手数料の削減でそれが投資家に還元されたかどうか、同類ファンドと比較してどうか(ファンドの手数料は同類ファンド平均よりもどの位安かった等)/whether these had been passed on to investors via fee reductions, plus how charges compared to those of similar funds.

6. 同等の機関投資家向け商品等の運用報酬:

同じ位の投資規模を持つ投資家は同じ位の手数料を支払ったかどうか/whether investors of a similar size paid the same amount to invest in a fund.

7. 運用報酬が割高なシェアクラスに投資家をとどめる理由:

投資家が安い手数料のシェアクラスへの投資が可能なのに高い手数料シェアクラスに投資していたかどうか/whether investors had invested in an expensive share class when a cheaper one was available.

以下のポイントも重要である。

・全てのコスト…年間マネジメント・チャージ/Annual Management Charge/AMC/運用管理費用・投信会社分、売買執行手数料/execution costs、リサーチ費用/research fees(アンバンドリングの場合)、カストディ/custody、トランスファー・エージェンシー/transfer agency、計理/fund accounting と言う第三者のサービスにかかる手数料/charges for other third party services が妥当であるか明らかにするよう期待している。アドバイザーへの手数料やプラットフォーム手数料/adviser charges or platform charges も含めた投資のトータルコストを考慮する必要がある。

・手数料上限…手数料上限を規定していないが、自動加入の年金デフォルト・ファンド/default funds in auto-enrolled workplace pension schemes は年 0.75%の条件を課している。比較的複雑でないファンドのタイプについて FCA が合理的と考える手数料水準を示していると言われる。

・割高な RDR 前のプロダクト/expensive legacy pre-RDR products…2013 年施行の RDR 前のプロダクト、投信の場合、レガシー・シェアクラスが依然として投資家に保有されている(*)。同じファンドに属するより安いシェアクラスへの移換において投資家からの同意を得る必要が無くなっており(p.3 参照)、投信会社はレガシー・シェアクラスから、より安いシェアクラスへ移換しやすくなっている。

*「レガシー・シェアクラスの資産は新しいシェアクラス(コミッション無し、クリーンシェアクラス等)の資産より大きい。」(2020 年 1 月 27 日付 英 Morningstar「UK Funds Must Demonstrate Value」～

<https://www.morningstar.co.uk/uk/news/198989/uk-funds-must-demonstrate-value.aspx>)。

・シェアクラス…AOV では当該シェアクラスのコストと同じファンドの異なるシェアクラスのコストと比較する事も必要である。最小取引規模や当初及び継続手数料/initial, on-going charges、パフォーマンス・フィー/performance fees、解約手数料/exit charges の妥当性検証も含む。

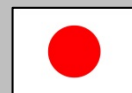
以上の記事にはわかりにくい用語等があるが、各々については、次のコラムを参考にしてほしい。

・英国の RDR とプラットフォーム…2019 年 8 月 5 日付日本版 ISA の道 その 276「『英国ウェルスマネジメント最新動向』英国のリテール証券ビジネスで拡大する限定アドバイス型・垂直統合型(独立アドバイス型からの転換)、全国の IFA を RFA として取り込む事～FCA/金融当局のプラットフォーム解約手数料制限でハーグリーブス・ランズタウン等のプラットフォーム vs セント・ジェームズ・プレイス/SJP 等の限定アドバイス・垂直統合型!～」(<https://www.am.mufg.jp/text/oshirase.190805.pdf>)。

・英国の RDR と英国を含む先進国の投信コスト…2019 年 1 月 28 日付日本版 ISA の道 その 253「投信コスト(手数料等)の長期国際比較 2018～日本はつみたて NISA、米国はフィデューシャリー・ルールやコミッション・フィーの値下げ戦争、英国は RDR に加え解約手数料規制や VFM、オーストラリアは FOFA、カナダは CRM2 や CFR/顧客本位改革が影響～」(<https://www.am.mufg.jp/text/oshirase.190128.pdf>)。

金融庁総合政策局森田局長寄稿にあった「グローバルな手数料低下・寡占化といった動き」についても参考となる。

※1: 英国における「Value for Money/VFM/VfM/バリュー・フォー・マネー(支払いに対する価値)」…



VFMと言うと、1991年7月22日に英国メジャー保守党首相(1990年11月28日～1997年5月2日)が出した市民憲章/Citizen's Charterの中で「行政サービスは税金の支払いに対して(より多くの)価値を提供しなければならない/Public services must give value for money within the tax bill.」などとあったものが始まりである(Sir John Major KG CH「Mr Major's Commons Statement on the Citizen's Charter」

<http://www.johnmajorarchive.org.uk/1991/mr-majors-commons-statement-on-the-citizens-charter-22-july-1991/>)。

行政サービスで民間資金活用の方が「VFMがある」場合、英国メジャー保守党政権では(その後の政権でも)「Private Finance Initiative/PFI/プライベート・ファイナンス・イニシアティブ」事業を検討する。日本で採用され、2001年7月27日に「VFM(Value For Money)に関するガイドライン」が策定されている(内閣府～

<https://www8.cao.go.jp/pfi/hourei/guideline/guideline.html>)。

$$VFM(\%) = \frac{\text{従来の公共事業のLCC} - \text{PFIのLCC}}{\text{従来の公共事業のLCC}} \times 100$$

* LCC/ライフサイクルコスト…設定した事業期間にかかる収入、支出の全て。

(出所: 内閣府民間資金等活用事業推進室「Q13 VFM(Value for Money)とは何ですか?」～ https://www8.cao.go.jp/pfi/pfi_jouhou/tebiki/kiso/kiso13_01.html)

英国 VFM(AOV)評価の実例(バンガード)

英国 VFM/Value for Money(AOV)評価/Value for Money assessment の実例を見る。「バンガード/Vanguard、ラスボーン/Rathbones、アバディーン・スタンダード/Aberdeen Standard、アルテミス/Artemis はこの妥当性評価を行い、早くから報告した会社である。」(2020年3月16日付及び2020年5月27日付 Bloomberg Intelligence 「U.K. Asset Managers May Feel a Lot More Love With FCA Rules」～

<https://www.bloomberg.com/professional/product/bloomberg-intelligence/>)とされているので、日米で有名なバンガード(英国)を見る。

バンガードは2020年1月2日に英国で「Assessment of value report January 2020」を公開している(<https://www.vanguardinvestor.co.uk/content/documents/legal/assessment-of-value.pdf>)。次頁に掲載するが、表紙を含め14頁で、最初に、VFM/Value for Money assessment framework for all investment funds/手数料に見合った価値に必要な7要素を出している。一目でわかりやすくする為、各々の評価を交通信号の様に「赤・黄・緑」の3色で示している。赤は「十分な価値を提供していない」、黄は「価値を提供しているがアクションまたはモニタリングが必要」、緑は「十分な価値を提供している」という意味である。バンガードのファンドに赤は一つもなく、ほとんどが緑(十分な価値を提供している)で、パフォーマンスで黄のファンドが数本あった。「バンガードは世界最大級の投信会社だが、きちんとした交通信号システムを使って29本の英国籍ファンドをレビューした。読みやすいスナップショットである。過去12カ月、3年、5年、10年のリターンが同種のファンドを上回ったのは93%、96%、92%、75%。ファンドの大半は「グッドバリュー」とされる緑色のライトだった。黄色は4本。ただ、うち2本のアクティブファンドは1年と3年でアウトパフォームした事を強調していた。うち2本のパッシブファンドは5年でベンチマークを上回らなかった。この4本のファンドについては厳重に監視すると約束した。」(2020年2月20日付 Sharesmagazine「How to spot if your funds offer value for money」～ <https://www.sharesmagazine.co.uk/article/how-to-spot-if-your-funds-offer-value-for-money>)と言われる。

ファンドを7つの指標ごとに評価して交通信号のように「赤・黄・緑」の3色で示している。赤は「十分な価値を提供していない」。黄色は「価値を提供しているがアクションまたはモニタリングが必要」、緑は「十分な価値を提供している」という意味。

Vanguard funds	Performance	General costs of the fund	Economies of scale	Comparable market rates	Comparable services	Classes of units	Quality of service	Overall fund rating
Global Balanced	●	●	●	●	●	●	●	●
FTSE 100 Index Unit Trust	●	●	●	●	●	●	●	●
FTSE Dev. Europe ex-UK Eq. Index*	●	●	●	●	●	●	●	●
FTSE Dev. World ex-UK Eq. Index	●	●	●	●	●	●	●	●
FTSE Global All Cap Index	●	●	●	●	●	●	●	●
FTSE UK All Share Index Unit Trust	●	●	●	●	●	●	●	●
FTSE UK Equity Income Index*	●	●	●	●	●	●	●	●
Global Emerging Markets	●	●	●	●	●	●	●	●
Global Equity*	●	●	●	●	●	●	●	●
Global Equity Income*	●	●	●	●	●	●	●	●
LifeStrategy 100% Equity	●	●	●	●	●	●	●	●
LifeStrategy 20% Equity	●	●	●	●	●	●	●	●
LifeStrategy 40% Equity	●	●	●	●	●	●	●	●
LifeStrategy 60% Equity	●	●	●	●	●	●	●	●
LifeStrategy 80% Equity	●	●	●	●	●	●	●	●
Target Retirement 2015	●	●	●	●	●	●	●	●
Target Retirement 2020	●	●	●	●	●	●	●	●
Target Retirement 2025	●	●	●	●	●	●	●	●
Target Retirement 2030	●	●	●	●	●	●	●	●
Target Retirement 2035	●	●	●	●	●	●	●	●
Target Retirement 2040	●	●	●	●	●	●	●	●
Target Retirement 2045	●	●	●	●	●	●	●	●
Target Retirement 2050	●	●	●	●	●	●	●	●
Target Retirement 2055	●	●	●	●	●	●	●	●
Target Retirement 2060	●	●	●	●	●	●	●	●
Target Retirement 2065	●	●	●	●	●	●	●	●
UK Inflation Linked Gilt Index	●	●	●	●	●	●	●	●
UK Long Duration Gilt Index	●	●	●	●	●	●	●	●
US Equity Index	●	●	●	●	●	●	●	●

- = Fund provides good value.
- = Fund provides value but merits some action or further monitoring.
- = Fund does not provide good value.

None of our funds received a ● rating.

How we assessed each of the seven criteria and the rating we arrived at are discussed in greater detail on the following pages.

(出所: 2020年1月2日付英バンガード「Assessment of value report January 2020」より三菱UFJ国際投信株式会社商品マーケティング企画部が作成)

上記バンガードのVFMレポートは、そのほとんどが緑(十分な価値を提供している)で、「バンガードのファンドはまるで問題無い」と言っている様である(本当に問題無いと言う可能性も高い)。しかし、単にチェックシートの様にも見える。その為、「読みやすさ、統一性では、バンガードのレポートが手本になる。かなり短く、読みやすい。ただ、投資家にとって有益であると言うよりは安心感があると感じられる。また、バンガードは低コストで価値を証明しやすい。」(2020年2月14日付Platforum「Assessing the value of value reports」～

<https://www.platforum.co.uk/Blog/dr/Assessing-the-value-of-value-reports>)と言う通りである。

また、「FCAは標準テンプレートを公表していないので、投信会社が異なる方法で作っている。その為、他の投信会社との比較が出来ないかもしれない。投資家に混乱を招く可能性もある。」(2020年2月13日付 Investors Chronicle「How to use value-for-money reports on your funds」～ <https://www.investorschronicle.co.uk/managing-your-money/2020/02/14/how-to-use-value-for-money-reports-on-your-funds/>)と言う課題もあるだろう(課題は後述)。

バンガードのVFMレポートはパフォーマンスの観点において「バンガードの英国籍ファンドの93%は、過去12カ月リターンが同種のファンドを上回った。3年、5年、10年リターンではそれぞれ96%、92%、75%、バンガードファンドが同種のファンドをアウトパフォームした。対象となるファンド29本中4本が黄となり「価値を提供しているが投資家に最良の結果/best outcomeを導く為に何らかのアクションまたは一層のモニタリングが必要。」と言っている(2020年1月2日付英バンガード「Assessment of value report January 2020」～ <https://www.vanguardinvestor.co.uk/content/documents/legal/assessment-of-value.pdf>)。問題は黄の評価となった「FTSE Developed Europe ex-UK Equity Index Fund」と「FTSE UK Equity Income Index Fund」2本のインデックス・ファンドである。これについて「パフォーマンスに影響を与えたのは新しいスウィング・プライス・ポリシーで、注意深くモニタリングをする/new swing pricing policy which affected performance, and will closely monitor the other.」などと述べている。スウィング・プライシング/Swinging PricingについてVFMレポートの注釈(p.4の本文下)にそれが出ており、そこに「2019年7月に部分的スウィング・プライシング/partial swing pricingとした。これまでは純流入もしくは純流出があった時全てに適用していたが、純流入が事前に合意された一定の閾値(しきい値)/pre-agreed thresholdを超えた時のみ適用する。」と出ている。スウィング・プライシングは英国で以前より、部分的スウィング・プライシングが使われるが、なぜバンガードはそうしていなかったかが、わからない。このバンガードのVFMレポートではとても希少な(貴重な)黄の評価をどう考えれば良いか、博識で経験のある投資家及びアドバイザーでも難しい所であろう(FCAの規則では、レポートは簡潔で専門用語を使わない事/concise and jargon-freeを求めているのだが)。尚、スウィング・プライシングについては2016年7月25日付日本版ISAの道その150「英国のEU離脱ショックで英国不動産ファンドに解約停止が続出! 5月に過去最大の純流入で6月は過去最大の純流出、7月は…」(https://www.am-mufg.jp/text/oshirase_160725.pdf)を参照の事。

バンガードのVFMレポートはコストの観点で「英国籍バンガードのファンドにかかるオンゴーイング・チャージ(継続費用)は、各セクターの平均値から73%も安い。」と言っている。これは理解しやすい。ただ、そこは低コストを強みとするバンガードらしいものである。ここは「投信会社は、自社の強み、優先順位、顧客に応じて、様々な事に焦点を当てる可能性が高い。」(2020年2月13日付 Investors Chronicle「How to use value-for-money reports on your funds」～ <https://www.investorschronicle.co.uk/managing-your-money/2020/02/14/how-to-use-value-for-money-reports-on-your-funds/>)と言う事と思われる。

2. Charges to retail investors for Vanguard funds relative to Morningstar category

Fund	Vanguard ongoing charge figure (OCF) ⁸ %	Average category ongoing charge figure (OCF) ⁹ %	Vanguard discount ¹⁰ %
UK Equity Income			
Vanguard FTSE UK Equity Income Index	0.14	1.11	87
Global Large-Cap Blend Equity			
Vanguard FTSE Developed World ex-UK Equity Index	0.14	1.27	89
Vanguard LifeStrategy 100% Equity	0.22	1.27	83
Vanguard Global Equity	0.48	1.27	62
Europe ex-UK Equity			
Vanguard FTSE Developed Europe ex-UK Equity Index	0.12	0.98	88
US Large-Cap Blend Equity			
Vanguard US Equity Index	0.10	1.04	90
UK Large-Cap Equity			
Vanguard FTSE 100 Index Unit Trust	0.06	0.81	93
～以下、略～			
Global Equity Income			
Vanguard Global Equity Income	0.48	1.23	61
Average	0.24	0.98	73

2020年1月2日付英バンガード「Assessment of value report January 2020」

＜バンガードファンドのセクター別手数料・個人投資家向け＞
英国籍バンガードのファンドにかかるオンゴーイング・チャージは平均0.24%と、各セクターの平均(0.98%)から73%も安い。

英国 VFM(AOV)評価の影響・課題

英国 VFM/Value for Money(AOV)評価/Value for Money assessment の影響・課題を見る。

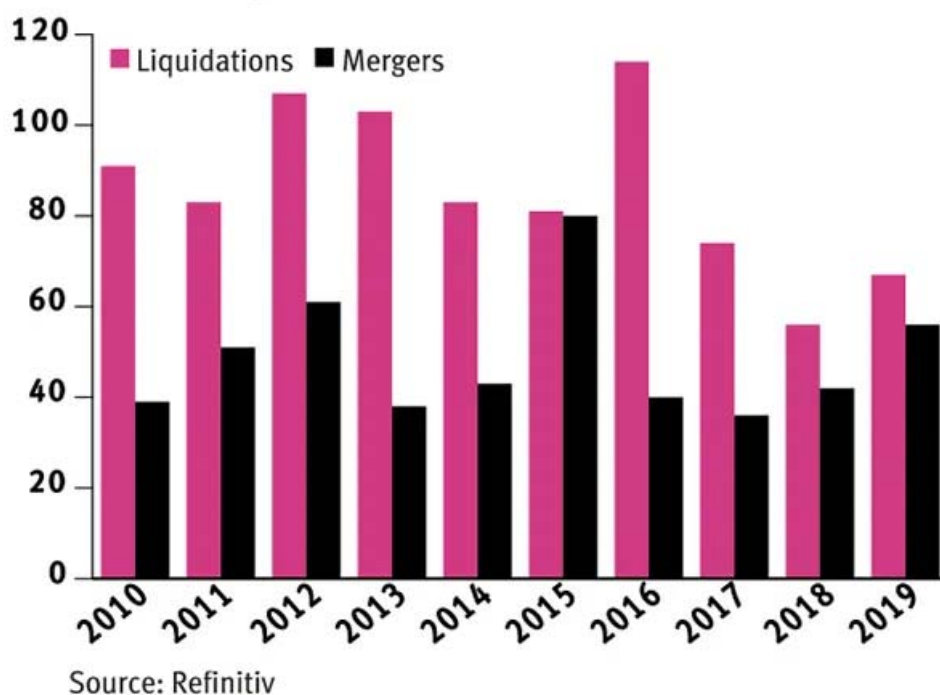
「FCA の新規則で、英国の資産運用会社は長期では投資家の大きな信頼を得てファンドの資金流入となる可能性がある。」(2020 年 5 月 28 日付 Bloomberg Intelligence 「U.K. Asset Managers May Feel a Lot More Love With FCA Rules」～ <https://www.bloomberg.com/professional/product/bloomberg-intelligence/>)と言われるが、一方で「バリュー・フォー・マネーで、アンダーパフォームしたファンドが容易に表面化し、業界の変化を加速する。運用会社は、ファンドのアンダーパフォームとバリュー・フォー・マネーを改善すべく取った 2020 年の行動によって評価されるので全面的な影響がみられるのは 2021 年になるだろう。英国の資産運用会社は競争激化に直面、収益への圧力がかかり、コンプライアンス・コストが上昇、ファンドの併合、フィーの引き下げ、低コストのパッシブ投資へのシフトが進むだろう。…(略)…バンガード、ラスボーン、アバディーン・スタンダード、アルテミスはこの妥当性評価を行い、早くから報告した会社である。」(2020 年 3 月 16 日付及び 2020 年 5 月 27 日付 Bloomberg Intelligence 「U.K. Asset Managers May Feel a Lot More Love With FCA Rules」～ <https://www.bloomberg.com/professional/product/bloomberg-intelligence/>)と言われている。

既に VFM によるフィーの引き下げ起きている。「アビバ・インベスターズ/Aviva Investors は 5 本のファンドのフィーを引き下げた。FCA の VFM 評価に対応、競合ファンド並みにフィーを引き下げる為である。3 本のアクティブファンドについて大半のプラットフォームで 0.92%、0.63%、0.92%となっていたが、2020 年 4 月 20 日より各々 0.87%、0.58%、0.87%へ引き下げた。ファンドのパフォーマンスは良かった。3 年リターンは+31.3%とセクター平均 0.20%を上回っていた。2 本のパッシブファンドはクラス I で 0.48%とクラス 2 の 0.23%をかなり上回っていた。だが、引き下げたのである。アビバはバリュー・アセスメントレポートを発行した初の投信会社の 1 社である。続いてラスボーン/Rathbones、バンガード/Vanguard、アクサ/AXA、ハーグリーブス・ランズダウン/Hargreaves Lansdown が出した。」(2020 年 2 月 20 日付 citywire「Aviva cuts fund fees following value for money assessment」～ <https://citywire.co.uk/funds-insider/news/aviva-cuts-fund-fees-following-value-for-money-assessment/a1326039>)。

そして、投資家に混乱を招く可能性もあると言う意見もある。「VFM レポート/value-for-money reports はバンガードなど投信会社が自社の英国籍投信の個々について毎年公開する義務を持っている(期限はファンドの決算期末から 4 カ月以内)。FCA はバリュー・フォー・マネー・レポートの標準テンプレートを公表していないので、投信会社が異なる方法で作っている。その為、他の投信会社との比較が出来ないかもしれない。ただ、アクティブ・ファンドとインデックス・ファンドとでは価値の評価は異なるので、そうした場合は意味がある。いずれにしろ、投信会社は、自社の強み、優先順位、顧客に応じて、様々な事に焦点を当てる可能性が高い。投資コンサルタントのベントレー/Bentley 氏は『投信会社は特定の年に何が話題であるか、特定の資産クラスを持つ投資家にとって何が重要であるかに応じて、投資アプローチの美徳を評価する可能性が高い。』と言う。価値は時間の経過と共に変わる可能性が高く、12 カ月しかカバーしていない。その為、バリュー・フォー・マネー・レポートは有用な新しい情報源であるものの、投資家に混乱を招く可能性もある。ただ、投資家に手数料の過大請求をしたり、目的を達成出来なかったりする事について、投信会社にその再考を促す可能性がある。絶対リターンのパフォーマンス・フィーは正当化するのに苦労する可能性がある。投資コンサルタントのベントレー/Bentley 氏は『パフォーマンス・フィーはかなり早く消えると思う。』と言う。ブロードリッジ/Broadridge のマッキューン/McCune 氏は『パフォーマンス不振の投信や小規模の投信の清算/liquidations や合併/Mergers がより一般的になる可能性がある。』と言う。」(2020 年 2 月 13 日付 Investors Chronicle「How to use value-for-money reports on your funds」～ <https://www.investorchronicle.co.uk/managing-your-money/2020/02/14/how-to-use-value-for-money-reports-on-your-funds/>)。

下記は「パフォーマンス不振の投信や小規模の投信の清算/liquidations や合併/Mergers がより一般的になる可能性がある。」(2020 年 2 月 13 日付 Investors Chronicle「How to use value-for-money reports on your funds」～ <https://www.investorschronicle.co.uk/managing-your-money/2020/02/14/how-to-use-value-for-money-reports-on-your-funds/>)である。

UK fund closures over the past decade



(2020 年 2 月 13 日付 Investors Chronicle「How to use value-for-money reports on your funds」)

参考までに、VFM(AOV)評価ではないが、「英国の FCA『資産運用市場調査に基づく規則と改善措置/rules and remedies under the Asset Management Market Study』(*当コラム p.3 参照)についても影響・課題がある。それは次の通り。「英国の FCA『資産運用市場調査に基づく規則と改善措置/rules and remedies under the Asset Management Market Study』が 2018 年 4 月 5 日に施行されて以来、運用会社は投資家を別のシェアクラスへ転換/switch させる為に個別に同意を取る必要が無くなった。しかし少数の投資家は転換を拒んでいる(反対の意思表示をしている)。英ラング・キャット/Lang Cat のバレット/Barrett 氏は、RDR/Retail Distribution Review/個人向け金融商品販売制度改革(2012 年 12 月 31 日施行)前のシェアクラスに残っている投資家がいる背景について、『クリーン・シェア・クラスに転換すると、顧客は継続したアドハイスも受けられない、もしくは、アドバイザーにフィーを合意しなければならないか、どちらかとなる/If they transferred to the clean share class, that gets ended. The client would either be without ongoing advice or would have to agree a fee with their adviser.』と語った。FCA は、投信会社はトレール・コミッション/trail commission が支払われない RDR 前の割高シェアクラスのフィーを引き下げたろう、と語った。このシェアクラス統合は、顧客の最善の利益を満たさなければならない。さらに通知は、転換する少なくとも 60 日前までに行われなければならない。オールド・ミューチュアル、L&G、フランクリン・テンプレトン、BNY メロンは、ベイリー・ギフォードに続き、クリーン・シェアの OCF について最大のディスカウントに直面している。」(2018 年 5 月 30 日付 citywire「FCA changes could fail to budge pre-RDR investors」～ <https://portfolio-adviser.com/fca-changes-could-fail-to-budge-pre-rdr-investors/>)と言われている。

日本の金融庁が参考にする欧州 MiFID II プロダクトガバナンス規制の概要

先述した「資産運用業高度化プログ्रेसレポート 2020」及び金融庁総合政策局森田局長寄稿に英国 VFM(AOV) 評価と共にあった欧州 MiFID II プロダクトガバナンス規制についてである。

これは EU/欧州連合の MiFID II/第 2 次金融商品市場指令(2018 年 1 月 3 日施行) 24 条 2 項にある「MiFID II プロダクトガバナンス規制/MiFID II product governance requirements」の事である。

MiFID II プロダクトガバナンス規制では、投資サービス会社/investment firms(意味は後述)が投資プロダクトを組成する段階から始まる。まず潜在顧客属性の特定/potential target market identification である。 MiFID II では全ての顧客を下記 5 分類に特定する。

EU の MiFID II/第 2 次金融商品市場指令

「**特定のターゲットとする 5 カテゴリー/Five possible classifications**」(2018 年 1 月 3 日施行)



1. リテール顧客/Retail clients

2. 申告したプロ顧客/Elective Professional clients

次の a.b.c の 2 つが該当(a. 関連市場における一定の取引経験、b. 投資ポートフォリオ 50 万ユーロ超、c. 1 年以上のプロ経験)。

3. 本来のプロ顧客/Per Se Professional clients

銀行・投信会社・保険会社・年金基金等

4 申告した適格カウンターパーティーと(取引先)/Elective Eligible Counterparties

5. 本来の適格カウンターパーティーと(取引先)/Per Se Eligible Counterparties

銀行・投信会社・保険会社・年金基金等

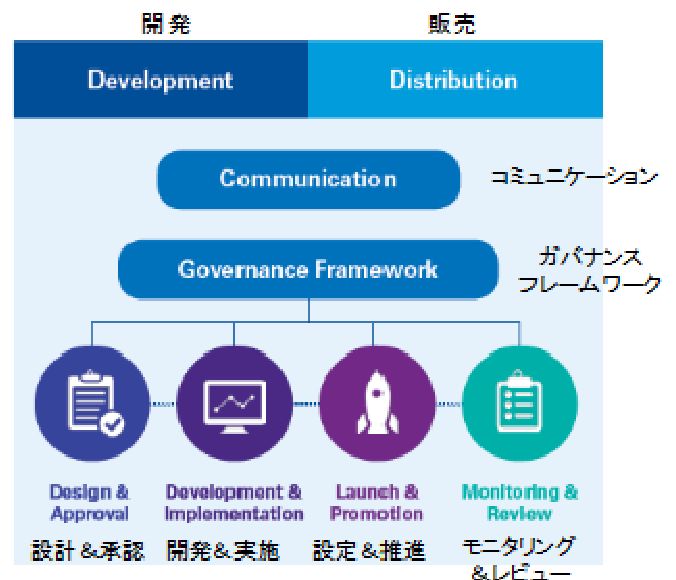
投信会社に代表される投資プロダクトの組成に携わる投資会社/資産運用会社(商品組成者)/manufacturer が特定するターゲット投資家層は抽象的で良いが、証券会社や銀行に代表される投資プロダクトの販売・推奨等を行う投資会社/販売会社/distributor はより詳細にターゲット投資家層を定義する必要がある。

以上、2017 年 6 月 2 日に ESMA/European Securities and Markets Authority/欧州証券市場監督機構が公表した「MiFID II/第 2 次金融商品市場指令(2018 年 1 月 3 日から)プロダクトガバナンスに関するガイドライン/Guidelines on MiFIDII product governance requirements」(https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43-620_guidelines_on_mifid_ii_product_governance_requirements_0.pdf)も参照の事。

上記の投資サービス会社/investment firms(この和訳は金融庁によるもの)だが、2つに分かれており、それは資産運用会社(商品組成者)/投信会社に代表される投資プロダクトの組成に携わる投資会社/manufacturer と、販売会社/証券会社や銀行に代表される投資プロダクトの販売・推奨等を行う投資会社/distributor である。

潜在顧客属性の特定/potential target market identification は販売会社がやれば良い事と思われそうである。販売会社には日米と同様、欧州には適合性の原則もある。だが、それが必ずしもされていない所から以上になる。「リテール顧客」に、「プロ顧客」に販売されるべき複雑な投資プロダクト、例えば、仕組債や仕組み預金、デリバティブを組み込んだ投信などが供給される例があり、資産運用会社(商品組成者)に投資プロダクト組成段階から関わらせ、適合性原則遵守の責任を負わせているのだ。こうして、販売した顧客に適合しない投資プロダクトを販売会社に供給しない事(販売会社に適切に販売させる事)、販売会社に投資プロダクトを理解させる事(潜在リスクや期待リターンに影響を与えるイベントを特定する事)等を求める事となった。

ここで問題は、資産運用会社(商品組成者)も顧客属性を知る必要がある事だ。欧州でも、日本と同様(米国とは異なる)、一般的に資産運用会社(商品組成者)は直接顧客コンタクトが無いからだ/As they usually do not have direct client contact。そこで、MiFID II プロダクト・ガバナンス規制では、販売会社から資産運用会社(商品組成者)へ情報(顧客分類、想定通りもしくは想定していない顧客の情報、顧客からの苦情や質問等)の提供を求めている。同様に資産運用会社(商品組成者)から販売会社へ情報(ターゲット投資家層/target market、投資プロダクトの特性、潜在リスクや期待リターンに影響を与えるイベントの特定等)の提供を求めている。つまり情報交換・情報共有を求めている。



2017年7月付KPMG「The product governance rules under MiFID II」

米国では資産運用会社(商品組成者)も直接顧客コンタクトがある(情報を入手出来る)。米国のトランスファー・エージェントにより投信会社は投資家がいつ投信を買って投信をいくら持っているかが把握出来る。詳細は2018年6月18日付日本版ISAの道その226「日米新規設定ファンド最新動向～米国でDOLフィデューシャリー・ルール向け投信のTシェア&クリーン・シェアは今? 次はSECルール向け投信へ。規制当局の動向が投信の新規設定に大きな影響を与えている。～」(<https://www.am.mufg.jp/text/oshirase.180618.pdf>)を参照の事。

資産運用会社(商品組成者)と販売会社は同じ顧客属性特定等を持つ必要があるが、資産運用会社(商品組成者)は販売会社を選ぶ際、最善の努力をする事が求められている。どの様に一致した特定をするかだが、例えば、単純で一般的な投資プロダクトは資産運用会社(商品組成者)の特定通りとし、複雑で一般的ではない投資プロダクトは販売会社が特定し資産運用会社(商品組成者)もそれを使うと言う事が考えられる。

組成・販売後も続く。投資プロダクトが継続して顧客ニーズに一致しているか、販売は適切であるかなどを評価する定期的なレビュー、投資プロダクトと整合しない顧客の特定/negative target market も必要である。

2017年8月7日に資産運用会社(商品組成者)がターゲット投資家層とコストや手数料などのデータを販売会社に提供する際の、標準テンプレートが公表された。同テンプレートは、欧州投資信託協会(EFAMA)が承認したもので、EFAMAによれば、テンプレート利用は強制でなく、利用料金もかからないとしている

(<https://www.efama.org/Publications/Public/MiFID-MiFIR/EFAMA%20European%20MiFID%20Template%20%20EMT.pdf>)。以下の通り。

EUROPEAN MIFID TEMPLATE – EMT V1.0					
2017 08 03 EUROPEAN WORKING GROUP MIFID TEMPLATE V1.0 - EMT V1.0					
NUM	DATA (consistent with TPT & EPT for common data point)	DEFINITION	CODIFICATION	COMMENT	Mandatory / Optional / Conditional / Indicative
Target markets - Investor Type					
11	01010_Investor_Type_Retail	Yes or No or Neutral	Y / N / Neutral	Neutral means that the manufacturer estimates that there is neither negative nor positive target market	M
12	01020_Investor_Type_Professional	Yes or No or Neutral or Professional Per Se or Elective Professional or Both	Y / N / Neutral / P / E / B	Neutral means that the manufacturer estimates that there is neither negative nor positive target market. P, E or B only if the distinction Per Se or/and Elective is done in the Prospectus	M
13	01030_Investor_Type_Eligible_Counterparty	Yes or No or Neutral	Y / N / Neutral	Neutral means that the manufacturer estimates that there is neither negative nor positive target market	M
Target markets - Knowledge and/Or Experience					
14	02010_Basic_Investor	Yes or No or Neutral	Y / N / Neutral	Investors having the following characteristics: • basic knowledge of relevant financial instruments (a basic investor can make an informed investment decision based on the regulated and authorised offering documentation or with the help of basic information provided by point of sale); • no financial industry experience, i.e. suited to a first time investor	M
15	02020_Informed_Investor	Yes or No or Neutral	Y / N / Neutral	Having one, or more, of the following characteristics: • average knowledge of relevant financial products (an informed investor can make an informed investment decision based on the regulated and authorised offering documentation, together with knowledge and understanding of the specific factors/risks highlighted within them only) • some financial industry experience	M
16	02030_Advanced_Investor	Yes or No or Neutral	Y / N / Neutral	Investors having one, or more, of the following characteristics: • good knowledge of relevant financial products and transactions • financial industry experience or accompanied by professional investment advice or included in a discretionary portfolio service	M
17	02040_Expert_Investor_Germany	Yes or No or Neutral	Y / N / Neutral	Expert knowledge of and / or experience with highly specialised financial products (Regulatory requirement in Germany/ example: CFD/ the updated list will be provided by the DSGV)	O
Target markets - Ability To Bear Losses					
18	03010_No_Capital_Loss	Investor can bear no loss of capital. Minor losses especially due to costs possible. Yes or No or Neutral	Y / N / Neutral	N for negative target: product should not be sold to investors that cannot bear losses	M
19	03020_Limited_Capital_Loss	Investor seeking to preserve capital or can bear losses limited to a level specified by the product.	Y / N / Neutral		M
20	03030_Limited_Capital_Loss_Level	Loss up to XX%	floating decimal (0.5 = 50%)	It is just for structured products or structured funds. To be used only when a clear partial capital guarantee is provided on the primary market and the product is held until maturity. The level of potential losses is the one that could be calculated according to	O
21	03040_No_Capital_Guarantee	No Capital Guarantee nor protection. 100% capital at risk. Yes or No or Neutral	Y / N / Neutral		M
22	03050_Loss_Beyond_Capital	Loss Beyond the Capital. Yes or No or Neutral	Y / N / Neutral		M
Target markets - Risk					
23	04010_Risk_Tolerance_PRIIPS_Methodology	SRI	1-7 or Empty	If PRIIPS KID is available. German distributors will use only this Risk Tolerance item	C
24	04020_Risk_Tolerance_UCITS_Methodology	SRRI	1-7 or Empty	For funds	C
25	04030_Risk_Tolerance_Internal_Methodology_For_Non_PRIIPS_and_Non_UCITS	Low/medium/high	(L or M or H) or Empty	For NON PRIIPS and NON UCITS.	C
26	04040_Risk_Tolerance_For_Non_PRIIPS_and	Spanish SRI	1-6 or Empty	For Spanish local NON PRIIPS and NON UCITS products	O
27	04050_Not_For_Investors_With_The_Lowest_Risk_Tolerance_Germany	Yes or Neutral	Y / Neutral	For all products distributed in Germany	O
Target markets - Client Objectives & Needs					
28	05010_Return_Profile_Preservation	Yes or No or Neutral	Y / N / Neutral	subcategory of the German category (General capital formation / asset optimisation)	M
29	05020_Return_Profile_Growth	Yes or No or Neutral	Y / N / Neutral	subcategory of the German category (General capital formation / asset optimisation)	M
30	05030_Return_Profile_Income	Yes or No or Neutral	Y / N / Neutral	subcategory of the German category (General capital formation / asset optimisation)	M
31	05040_Return_Profile_Hedging	Yes or No or Neutral	Y / N / Neutral		M
32	05050_Option_or_Leveraged_Return_Profile	Yes or No or Neutral	Y / N / Neutral		M
33	05060_Return_Profile_Other	Yes or Neutral	Y / Neutral		M
34	05070_Return_Profile_Pension_Scheme_Germany	Yes or No or Neutral	Y / N / Neutral		O
35	05080_Time_Horizon	RHP in years or Very Short Term (<1Y) or Short term (<3Y) or Medium term (<5Y) or	floating decimal or V or S or M or L or Neutral	RHP: Minimum Recommended Holding Period	M
36	05090_Maturity_Date	Date of Maturity	YYYY-MM-DD ISO 8601		C
37	05100_May_Be_Terminated_Early	Yes or No or Neutral	Y / N / Neutral	Only for structured products	O
38	05110_Specific_Investment_Need	Yes or No or (Green investment, Ethical investment, Islamic banking, ESG, Other)	Y / N / G / E / I / S / O (Alphanumeric)	To be done on a bilateral decision. To be provided according to distributor decision To be discussed between asset managers and banks Indicative (Green investment or ESG or ethical investment or Islamic banking or other)	I

Distribution strategy					
39	06010_Execution_Only	Retail or Professional or Both or Neither	R / P / B / N		I
40	06020_Execution_With_Appropriateness_Test_Or_Non_Advised_Services	Retail or Professional or Both or Neither	R / P / B / N		I
41	06030_Investment_Advice	Retail or Professional or Both or Neither	R / P / B / N		I
42	06040_Portfolio_Management	Retail or Professional or Both or Neither	R / P / B / N		I
Costs & Charges ex ante					
43	07010_Structured_Securities_Quotation	Unit quotation in Units figures or Percentage quotation of the amount to be	U / P	If 00060 is set to S	C
44	07020_One-off_cost_Financial_Instrument_entry_cost	Maximum not acquired to the fund (ETF are excluded). Expressed as a % of the amount to be invested.	floating decimal. 100%=1, 5%= 0.05	This data is a maximum cost not acquired to the fund.. It is indicative and should be adapted by the distributor receiving the file to take into account the commercial agreement with the asset manager. Conditional to the existence of this feature	C
		"Ask Price" - Fair Value (as of Reporting Date)	If 07010 set to U : absolute figures in product currency If 07010 set to P : % of Notional or	This data should only incorporate manufacturer costs (i.e. cost of the financial instrument) and not distribution fee taken upfront .	M
45	07030_One-off_cost_Financial_Instrument_maximum_entry_cost_fixed_amount_Italy	Maximum fixed amount per subscription, not incorporated. Flat fee defined by the manufacturer	floating decimal	Only for the Italian Market. Conditional to the existence of the feature It is subscription related but decided by the manufacturers. In all cases it must be adapted to the specific relationship between the manufacturers and the distribution. This cost is not taken in account in the entry cost item 07020	C
46	07040_One-off_cost_Financial_Instrument_maximum_entry_cost	Subscription fees acquired to the fund Expressed as a % of the amount to be	floating decimal. 100%=1, 5%= 0.05	Not included in the entry cost 07020. Conditional to the fact that the fund has this feature.	C
47	07050_One-off_costs_Financial_Instrument_maximum_exit_cost	Maximum not acquired to the fund (ETF are excluded). Expressed as a % of the NAV.	floating decimal. 100%=1, 5%= 0.05	Maximum fees not acquired to the funds that could happen at a certain time during the life of the product. Conditional to the existence of this feature	C
48	07060_One-off_costs_Financial_Instrument_maximum_exit_cost_fixed_amount_Italy	Maximum fixed amount per redemption, not incorporated. Flat fee defined by the manufacturer	floating decimal	Only for the Italian Market. Conditional to the existence of the feature. It is redemption related but decided by the manufacturers. In all cases it must be adapted to the specific relationship between the manufacturers and the distribution. This cost is not taken in account in the exit cost item 07050	C
49	07070_One-off_costs_Financial_Instrument_maximum_exit_cost_acquired	Maximum (ETF are excluded). Subscription fees acquired to the fund Expressed as a % of the NAV	floating decimal. 100%=1, 5%= 0.05	Not included in the exit cost item 07050 . Conditional to the existence of this feature.	C
50	07080_One-off_costs_Financial_Instrument_Typical_exit_cost	Current exit cost linked to the RHP or Time to Maturity or 1Y (V) or 3Y(S) or 5Y (ML) (the value of 05080_Time_Horizon)	floating decimal. 100%=1, 5%= 0.05	Normal fees if the client holds the product until maturity or during RHP. Example: a product with a 5 year maturity has exit costs of: - 4% after 1 and 2yrs - 3% after 3yrs - 1% after 4 yrs. - 0 at maturity Then maximum exit cost: 4% Typical cost : 0	O
		Exit cost at the RHP (typically 0%)	If 07010 set to U : absolute figures in product currency		O
51	07090_One-off_cost_Financial_Instrument_exit_cost_structured_securities_prior_RHP	Fixed amount	If 07010 set to U : absolute figures in product currency If 07010 set to P : % of Notional or NAV (not per annum)	for non exchange traded structured securities	I
52	07100_Financial_Instrument_Ongoing_costs	Expressed as a % of NAV of the Financial Product / per annum. Ex ante	floating decimal. 100%=1, 5%= 0.05	Ongoing costs include management fees and distribution fees	M
		Expressed as a % of NAV / Notional (or currency amount for Absolute quotation) of the Financial Product / always per annum.	If 07010 set to U : absolute figures in product currency If 07010 set to P : % of Notional or		M
53	07110_Financial_Instrument_Management_fee	Expressed as a % of NAV of the Financial Product / per annum. Ex Ante.	floating decimal. 100%=1, 5%= 0.05	These fees are included in total on going costs. These fees are used by distributors to calculate their retrocession fees	M
		Expressed as a % of NAV / Notional of the Financial Product / per annum.	If 07010 set to U : absolute figures in product currency If 07010 set to P : % of Notional or	These fees are included in total on going costs. Only applicable if the product has this feature. These fees are used by distributors to calculate their retrocession fees	C
54	07120_Financial_Instrument_Distribution_fee	Expressed as a % of NAV of the Financial Product / per annum. Ex Ante.	floating decimal. 100%=1, 5%= 0.05	Only applicable if the product has this feature (legal wording in the documentation). These fees are included in total on going costs and are not included into the management fees.	C
55	07130_Financial_Instrument_Transaction_costs_ex_ante	Expressed as a % of NAV of the Financial Product . Ex Ante	floating decimal. 100%=1, 5%= 0.05	0 for structured products. Costs within the products	M
56	07140_Financial_Instrument_Incidental_costs_ex_ante	Expressed as a % of NAV of the Financial Product. Includes performance fees and	floating decimal. 100%=1, 5%= 0.05		M

ちなみに、MiFID II プロダクトガバナンス規制では、ESMA/欧州証券市場監督局とEBA/欧州銀行監督機構とNCA/欧州の各国規制当局に介入権限が付与された。ESMA、EBA、NCA は、金融商品のマーケティング等をモニタリングし、販売やマーケティングなどを禁止または制限する事が出来る。尚、ESMA は仕組み預金を除く金融商品全般を担当し、EBA は仕組み預金を担当する。

以上については、2018 年 6 月 25 日付日本版 ISA の道 その 227「欧州籍投資信託の最新動向～今年 1 月から MiFID II (ミフィッド・ツー) が始まり、来年 3 月末にプレグジットを控え、マイナス金利が日本より早い欧州の投信は今?～」(https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_180625.pdf) も参考の事。

プロダクトガバナンス規制の影響・課題

欧州 MiFID II プロダクトガバナンス規制の影響・課題についてである。かなり大きな影響と課題がある。

「最大の課題は、データ生成や分析にかかる標準化されたデータ様式が無い事である。幅広い販売ネットワークを有する資産運用会社(商品組成者)は、膨大なデータが異なる様式で提供されると言うリスクに直面している。MiFID II プロダクトガバナンス規制は、海外への販売において、特に、広い販売ネットワークを有する資産運用会社(商品組成者)にとっては悩ましいものとなる。その為、特にリテール顧客向けに提供される投資プロダクトの幅が狭まる可能性がある。」とされている(2017 年 7 月 KPMG「MiFID II product governance」～

<https://home.kpmg.com/content/dam/kpmg/ie/pdf/2017/09/ie-product-governance-chapter-Jul17.pdf>)。

以上により、「手数料開示のこのプロセスはナンセンスであり、お役所仕事であり、顧客を将来混乱させる。中小のアドバイザー会社にとっては悪戦苦闘で時間とお金の無駄」と言う厳しい意見もある。それは次の通り。

「MiFID II は、より大きな透明性と手数料に見合った価値の為、アドバイザーに対し定期的に顧客のコストを分解させている。これにより、投資のコストが顧客に明らかになり、ファイナンシャル・アドバイザー、プラットフォーム、ファンドマネージャーの間で‘底辺への競争’価格戦争。‘race to the bottom’ price war をもたらした。英ラング・キャット・アドバイザー・ネイション・レポート/Lang Cat’s State of the Adviser Nation report によると、ファイナンシャル・アドバイザーの 90%がここ数年、顧客のコストを削減したと言う。パッシブ・ファンドの手数料が低い事からアクティブ・ファンドから資金がシフトした。プラットフォームによって提供された手数料開示/costs and charges disclosure を信じて使うアドバイザーの会社が 35%と最も多いが、信じれないアドバイザーの会社もいて、第三者のツールやシステムを利用する所が多いが、26%のアドバイザーの会社は自ら時間をかけ情報を調査、統合、独自のオーダーメイドのレポートを作成し、顧客に提供している。このプロセスは複雑で、特に複数のプラットフォームを使用するアドバイザーにとっては複雑であり、異なるデータ標準とレポート方法を統合するのである。IFS ウェルス & ペンションズ/IFS Wealth & Pensions のチャン/Chan 氏は『手数料開示のこのプロセスはナンセンスであり、お役所仕事であり、顧客を将来混乱させるものである/The process of doing [the costs and charges disclosure] is nonsense and adds red tape and yet more paperwork for the client, which simply confuses them further. 中小のアドバイザー会社にとっては悪戦苦闘で時間とお金の無駄となるので、そのほとんどをプラットフォームに頼っている/It’s a struggle for smaller firms and is an absolute waste of time and resources. We rely on platforms to do most of the legwork.』と言う。レッドサークル・ファイナンシャル・プランニングの/ Red Circle Financial Planning のクック/Cooke 氏は『我々は皆、かなり間違っていて正確に正しく行う事は出来ない/ We are all pretty much getting it wrong and actually can’t get it right. FCA は我々の最善の努力/best endeavours で良い様である。』(2020 年 3 月 12 日付 FTAdviser.com「Advisers take Mifid disclosure ‘nightmare’ into own hands」～ <https://www.ftadviser.com/your-industry/2020/03/12/advisers-take-mifid-disclosure-nightmare-into-own-hands/?page=1>)。

もちろん、以上の影響・課題は欧州当局も把握している。以上の事も含め、2020 年 2 月 17 日～2020 年 5 月 18 日、EC/欧州委員会(EU/欧州連合の行政執行機関)は 2018 年 1 月 3 日施行の MiFID II の見直しに関する市中協議/public

consultation を行っている(「Review of the regulatory framework for investment firms and market operators」～ <https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12167-Review-of-the-regulatory-framework-for-investment-firms-and-market-operators-MiFID-2-1-public-consultation>)。



資産運用業として最も負担が重く議論があるのが MiFID II のアンバンドリング/unbundling(コミッションを売買執行手数料とリサーチ費用等に分離)である。多くの資産運用会社がリサーチ費用を顧客に転嫁せず自己負担とした事で、中小企業/small and medium-size enterprises/SMEs へのリサーチカバレッジが減って資産運用業からの資本が割り当てられにくくなっていると言う。これについて EC は「中小企業/SME リサーチを増やす事を検討する必要がある/There is a need to consider what can be done to increase (SME research) production。」と言っており、アンバンドルした手数料を組み直すリバンドル/rebundle を示唆している。

ただ、ここからが英国 VFM/Value for Money(AOV)評価及びプロダクトガバナンス規制にのつての問題となる。「英フェデレーテッド・エルメスのマレー/Murray 氏は『中小企業/SME リサーチカバレッジ減少の背景にアンバンドリング・ルールがある事は部分的には正しいと思う。だが、他にもっと大きな力が働いている。その力には、投資家がフィー及びそれに見合った価値に焦点を当て続けるパッシブへの執拗な流れがある/the relentless drive to passive as investors continue to focus on fee/value for money」。パッシブ・インデックス化により中小企業には資本を回さなくなっている。』と言う。グresham House/Gresham House のダルウッド/Dalwood CEO も『MiFID II の前から中小企業の資本アクセス問題はあった。機関投資家からの中小企業への資本割当は 10 年以上減少している。機関投資家が中小企業とする企業規模を引き上げている事もある。ある機関投資家は 20 億ポンド以下の時価総額を下回ると中小企業としている。流動性や速やかな換金能力、ポートフォリオ構築の為、小さな企業を見る投資家はほとんどいなくなりつつある。その後、MiFIDII が中小企業/SME リサーチカバレッジを減少、中小企業の資本アクセス問題を加速した。中小企業は活発な資産運用会社からの多くの関与を求めて叫んでいる。』と言う。』(2020 年 2 月 24 日付 Pensions & Investments「MiFID II unbundling review raises concerns」
～ <https://www.pionline.com/trading/mifid-ii-unbundling-review-raises-concerns>)。

英国など欧州の金融当局は、リテール顧客、小口の個人投資家を保護する為に、アンバンドリングやフィー低下を推し進めたはずだったが、結果として、小口の個人投資家をファイナンシャル・アドバイスから締め出すアドバイス・ギャップ/advice gap 問題を引き起こし、さらに、プロダクトガバナンス規制や VFM/Value for Money/手数料に見合った価値を推し進めた事で、中小企業を資産運用会社資金から締め出すと言う資本アクセス問題を引き越している。欧州の金融当局の大きな課題である。

以上の記事にはわかりにくい用語等があるが、各々については、次のコラムを参考にしてほしい。

・アンバンドリングやフィー低下…2017 年 12 月 25 日付日本版 ISA の道 その 209「2018 年 1 月 3 日から MiFID II (ミフィッド・ツー)が始まる! 欧州ではクリスマス返上も!! PRIIPs, PSD2, RDR も含め理解～PSD2 によりオープン API でフィンテック拡大、データアグリゲーション型ロボアドやビットコイン活用デジタル・バンクも～」(<https://www.am.mufg.jp/text/oshirase.171225.pdf>)、月刊「投資信託事情」2017 年 11 月号 Strategic Vistas「MiFID II が全世界にリサーチ革命や市場構造変化のモーメントを起す!? リサーチを巡り欧米で(米国内で)攻防も! 欧米の金融当局、証券会社、銀行、資産運用会社、アナリストは対応を急ぐ!!」(<https://www.am.mufg.jp/text/oshirase.171113.pdf>)。

・アドバイス・ギャップ/advice gap…2019 年 7 月 29 日付日本版 ISA の道 その 275「英国 IFA から考える日本版 IFA の道～世界の投信販売チャネルにおいて英国は独立系ファイナンシャル・アドバイザー/IFA がかなり多い。だが最近ではコミッションを徴収する限定 FA/RFA が拡大中。日米金融当局が参考にする英国の IFA や金融規制～」(<https://www.am.mufg.jp/text/oshirase.190729.pdf>)

英国 VFM(AOV)評価とプロダクトガバナンス規制

当コラムの最後として、英国 VFM/Value for Money(AOV)評価と MiFID II プロダクトガバナンス規制の関係についても見ておく。

MiFID II プロダクト・ガバナンス規制にも、英国 VFM/Value for Money(AOV)評価で重視されるコスト及び手数料 /costs and charges structure が含まれている(MiFID II 24 条 4 項)。コスト及び手数料が適切である事(顧客ニーズに合っている事、投資対象の期待リターンを超過しない事、開示され透明性がある事及び年 1 回以上の情報提供がある事など)が求められている。ただ、英国における VFM より広範である。それは「MiFID II プロダクトガバナンス規制は、複雑でリスクの高い投資商品取引における個人投資家保護から生じた英国の FCA 規制に由来する。MiFID II は英国の規制を拡大、あらゆる投資商品(大衆向けの複雑でない商品を含む)、あらゆる投資家(個人に加えホールセールも含む)に及ぼした。」(2017 年 6 月 5 日付国際法律事務所レイサム&ワトキンス /Latham & Watkins「ESMA Final Report on MiFID II Product Governance Requirements」～

<https://www.lw.com/thoughtLeadership/LW-ESMA-Final-Report-on-MiFID-II-Product-Governance-Requirements>)の為である。また、「最近、EU 当局はバリュー・フォー・マネーに関する規則、例えば英 FCA の資産運用会社に対する新規則に関心を持っている/EU authorities take an interest in specific rules on value for money, such as the FCA's new rules for investment managers。特に、UCIT ファンドの個人投資家は機関投資家に比べ 2 倍も多く払っているという ESMA の知見が考慮されている。従って、EC が、既に英国で進行中の展開を映し出して EU レベルでバリュー・フォー・マネーの立法案を提出する可能性が高いと見ている。」(Deloitte UK「Financial Markets Regulatory Outlook 2020」～ <https://www2.deloitte.com/uk/en/pages/financial-services/articles/regulatory-outlook.html> 、 <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/uk/Documents/risk/deloitte-uk-regulatory-outlook-2020.pdf>)。

最後の最後になったが、金融庁総合政策局森田局長寄稿にあった「海外では、透明性の向上や顧客本位の業務運営の更なる徹底を求める法律」は米国 SEC/証券取引委員会のレッグ・ビー・アイ/Reg BI 及び顧客関係の概要書面/フォーム CRS の事と思われる。「英国のファンドガバナンスは、米国ミューチュアルファンドに近くなると予想されている。」(2020 年 1 月 27 日付 英 Morningstar「UK Funds Must Demonstrate Value」～ <https://www.morningstar.co.uk/uk/news/198989/uk-funds-must-demonstrate-value.aspx>)と言う意見もある中、やはり米国は重要である。

米国 SEC のレッグ・ビー・アイ及びフォーム CRS については 2020 年 5 月 18 日付日本版 ISA の道 その 305「日本の金融庁が検討する米国の投資アドバイザー(含む証券会社)向け「顧客関係の概要書面/フォーム CRS」! - 欧州の投信・保険会社向け「PRIIPs KID」は欠点があつてミスリードと投信協会は言う - 米国の証券会社向け「レッグ・ビー・アイ/Reg BI」は来月 6 月末が遵守日だが、訴訟も… - 米国の年金向け DOL/労働省フィデューシャリー・ルール、州フィデューシャリー・ルールは今」(https://www.am-mufg.jp/text/oshirase_200518.pdf)を参照の事。

今回のコラムでは、英国 VFM(AOV)評価とプロダクトガバナンス規制を虫の様に見た。だが、魚の様に潮流を見て、鳥の様に大局を見る事もとても重要である。そのあたりについては、随所に参照している日本版 ISA の道を見てほしい。そして、今後の資産運用業高度化を考える場合は(もちろん証券会社や銀行等販売会社高度化を考える場合は)、「虫の眼」、「魚の眼」、「鳥の眼」の観点から考える事を期待する。それによって、日本版資産運用業高度化の道が拓かれると信じている。

以 上

三菱UFJ国際投信【投信調査コラム】日本版ISAの道 バックナンバー…

「 <https://www.am.mufg.jp/market/report/investigate.html> 」、

「 <https://www.am.mufg.jp/smp/market/report/investigate.html> 」

～Google等で「投信調査コラム」もしくは「日本版ISAの道」と検索～

本資料に関してご留意頂きたい事項

- 当資料は日本版ISA(少額投資非課税制度、愛称「NISA/ニーサ」)に関する考え方や情報提供を目的として、三菱UFJ国際投信が作成したものです。当資料は投資勧誘を目的とするものではありません。
- 当資料中の運用実績等に関するグラフ・数値等はあくまでも過去の実績であり、将来の運用成果を示唆あるいは保証するものではありません。また、税金、手数料等を考慮しておりませんので、投資者の皆様の実質的な投資成果を示すものではありません。市況の変動等により、方針通りの運用が行われない場合もあります。
- 当資料の内容は作成時点のものであり、将来予告なく変更されることがあります。
- 当資料は信頼できると判断した情報等に基づき作成しておりますが、その正確性・完全性等を保証するものではありません。
- 当資料に示す意見等は、特に断りのない限り当資料作成日現在の筆者の見解です。
- 投資信託は、預金等や保険契約とは異なり、預金保険機構、保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。
- 投資信託は値動きのある有価証券を投資対象としているため、当該資産の価格変動や為替相場の変動等により基準価額は変動します。従って投資元本が保証されているわけではなく、基準価額の下落により損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。
- 投資信託は、販売会社がお申込みの取扱いを行い委託会社が運用を行います。
- 投資信託をご購入の場合は、販売会社よりお渡しする最新の投資信託説明書(交付目論見書)の内容を必ずご確認のうえ、ご自身でご判断ください。
- クローズド期間のある投資信託は、クローズド期間中は換金の請求を受け付けることができませんのでご注意ください。
- 投資信託は、ご購入時・保有時・ご換金時に手数料等の費用をご負担いただく場合があります。