

ケイマン諸島ユニットトラスト：「存在しない」投資ビークルの謎について

世界第3位の経済圏から投資家が引続きグローバル資産に大規模投資を続けている今、ニック・ハロルド（Nick Harrold）が、多くの日本投資家に好まれる投資ビークルである、ケイマン・ユニットトラストの主な特徴について解説いたします。

なぜケイマン諸島ユニットトラストは、日本の投資家に人気があるのでしょうか。

日本投資家は、彼らにとりそのスキームが馴染み深いなどの様々な理由からユニットトラスト・ストラクチャーを通じて投資することを好んでおります（日本投資家が投資を行う際に一般的に使用する日本の投資信託もまた、ユニットトラストとして設立されています。）。また、ケイマン・ユニットトラストは、ユニットのクラスを日本円以外の通貨建てとすること、制約なしに元本から配当を支払うことができるなどの要素を有し、より複雑な投資戦略を実行するための高度な柔軟性を提供します。

重要な点として、ケイマン・ユニットトラストは、多くの日本投資家にとって、グローバル投資についてタックスメリットを享受できるということも挙げられます。一般的に、ケイマン・ユニットトラストは、日本の投資信託および投資法人に関する法律（1951年第198号）において、外国投資信託として扱われており、また、ユニットトラストの資産の50%超が、日本の金融商品取引法（1948年第25号）の意味する「有価証券」または「有価証券関連デリバティブ」として扱われる場合、かかるユニットトラストは、証券投資信託としての税務上の地位を得ることができます。

ユニットトラストの起源と法的ストラクチャーはどのようなものでしょうか。

ユニットトラストは信託法に起源を有しております。信託に関する法律は、まず十字軍遠征があった12世紀頃に発展しました。地主が十字軍に従事するためにイングランドを離れる際、地主がその土地（信託財産）の所有権を知人（受託者）に譲渡しました。元の所有者（受益者）が戻った際に受益者に所有権が戻るという理解のもと、受託者は、土地の法的所有権を持ち、土地を運用し、封建税を支払い、またこれを受領していました。

ユニットトラストには、本質的にこの信託の原理が適用されます。有効なユニットトラストの設立のためには、いわゆる「三大確定性」が存在しなければなりません。すなわち、受託者（トラステイ）が、信託財産（ファンド資産）を、受益者（ユニットホルダー）のために保有するという三点を指します。

ユニットトラストはどのように設立されるのでしょうか。

ユニットトラストは一般的に、受託者が信託される信託財産をどのような条件で保有するかを定めた信託証書の締結を通して設立されます。ユニットトラストを設立する際、受託者のみが当事者である信託証書（単一当事者による信託宣言）または、受託者と管理者の双方が当事者となる信託証書（当事者2名による信託証書）のいずれかを使用することが可能です。日本における公募の場合、ユニットトラストの基本規約において、ユニットの発行に責任を負う管理者を設置することが確立された実務慣習となっており、当事者2名の信託証書による設立が事実上の要件となっております。これに対し、日本における私募の場合、単一当事

者による信託宣言または当事者 2 名による信託証書のいずれによっても設立ができます。

ユニットトラストが有効に設立されたか、また、引き続き有効に存続しているかについての問題は、単に信託証書が締結されたかのみで判断されるのではなく、当該時点において上記の三大確定性が存在するかによって判断されます。マーケットでは、概して信託登録所

(Registrar of Trusts) によって発行された登録証明書 (Certificate of Registration) が信託の存在を確認するものであると誤解されがちですが、実際には、登録証明書は、当該トラストが免除トラストとして登録機関に登録したことを証するものであり、その有効性には及びません。

したがって、ユニットトラストのライフサイクルにおいては、ユニットトラストは、発行済みユニットの全てを買戻すか、ユニットホルダーに対して受託者が最終配当を支払うことによって終了させることができます。いずれの場合においても、三大確定性の二つである、信託財産 (ファンド資産) および受益者 (ユニットホルダー) が存在しなくなることを意味しています。これは、ピークルの終了のためには正式な抹消または任意解散の手続きが必要となる場合の多い、その他のケイマン諸島ファンドピークルの終了とは対照的です。

(プライベート・トラスト・カンパニーを除く) 信託会社は、ケイマン諸島の銀行および信託会社法 (2020 年改正) に基づき、ライセンスを得る必要があります。ライセンスの申請は、ケイマン諸島金融庁 (「CIMA」) に対して行われ、CIMA が詳細に精査します。信託のライセンスは、その受託会社の管理またはマネジメントに携わっており、信託業務に必要な経験を有するもののみが付与されます。

ユニットトラストが独立の法人格を有さないとは、どのような意味でしょうか。

ケイマン法において信託は法人ではなく、独立の法人格として存在しておりません。ユニットトラストとは、受託者が信託として保有する資産の集合体に与えられた名称です。資産の集合体である銀行口座が、投資を行うことができず、その名前によって契約を締結し、訴訟を提起し、また提起されない (それぞれ「本取引」) ことと同じように、ユニットトラストもまた本取引を行うことができず、ユニットトラストの「代理として」全ての本取引を行うのは、受託者 (またはその代理人) となります。

ここで重要な点としては、受託者 (または受託者の代理として、その名前によって行為する投資マネージャー) が本取引を行う場合、かかる受託者は、本取引に基づき生じる全ての請求について、当事者として相手方当事者に対して完全に責任を負います。関連法規は、受託者が「受託者」たる身分において本取引の締結を行ったことについて、認識・区別することはありません。すなわち、多くの受託者が「受託者としての資格のみにおいて」取引を行うことを望むにもかかわらず、相手方当事者の請求が、信託の純資産額に自動的に制限されるような、別個の契約身分は存在しません。実際には、これらの文言は受託者 (またはその代理人としての投資マネージャー) が、ユニットトラストおよびそのユニットホルダーのために本取引の締結を意図していることを表しているにすぎません。

独立の法人格を有さないことによる主な影響には、どのようなものがあるのでしょうか。

ユニットトラストは独立の法人格を有さないため、本取引の相手方当事者は、ユニットトラストの資産の法的所有者および本取引の主体として本契約を締結した当事者たる受託者に対してのみ、法的請求を行うことができます。

受託者は通常、ユニットトラストに関する相手方当事者からの請求に対して自身への補償を確保するために補償請求権およびユニットトラストが保有する資産に対する請求権を有しています。しかしながら、相手方当事者の請求が利用可能な信託の純資産を超える状況があるかもしれません。その場合、追加のストラクチャリングが欠如していれば、受託者が相手方当事者の請求について全額支払う責任を負います。すなわち、受託者が自身の資産から相手方当事者に対して不足分を支払う責任を負うことになります。この状況は、受託者が自身の資産を持ってユニットトラストの負債を引き受けることを意味しており、当然のことながら受託者にとって受け入れ難いものです。最悪の場合、受託者が十分な責任資産を保有していなければ、受託者が支払不能による清算を強いられ、それによって事業全体に影響を及ぼす恐れがあります。

こうした受託者自身に対する潜在的な責任追及に対応すべく、適切なアドバイスに依拠する受託者は、受託者が締結する全ての本取引について、契約により「責任限定 (リミテッドリコース)」条項を設けることを模索します。かかる条項は、その契約相手方に対し、契約により、その請求をユニットトラストの純資産までと

制限することで受託者が自身の資産を責任財産としない旨保障することを目的としています。契約交渉次第であるものの、適切にドラフトされた責任限定条項は、相手方当事者を会社型ファンドと本取引を締結する場合と（それ以上でもそれ以下でもなく）全く同じ立場に置くことを求めるものです。すなわち、相手方当事者は、ファンドの利用可能資産に対して責任追及することになり、かかる資産が尽きれば（さながら利用可能な資産を超える請求部分により企業を清算に追い込まれるように）その請求権は消滅します。

アンブレラ・ユニットトラストとはなんでしょう。

アンブレラ・ユニットトラストとは通常、共通のマスター信託証書に従って設立されたサブファンドの集合体を与えられる名称です。各サブファンドは、マスター信託証書の条項を参照することによって組み込んだ、マスター信託証書に対する補足信託証書の締結を通じて設立されます。マスター信託自身を信託として設立することは可能なものの、多くの場合はそのように行われていません。このようなストラクチャーにおける重要な点は、アンブレラの各サブファンドが別個の独立した信託として設立されていることです。一つのサブファンドのユニットホルダーは、その他のサブファンドの資産に対する請求権を有しません。

アンブレラ・ストラクチャーのサブファンド間でのクロス・コンタミネーションのリスクはありますか？（一つのサブファンドの総資産がその債権者の請求を弁済するには不足している場合など）

いいえ、マスター信託証書が適切にドラフトされており、受託者が信託証書の条件に従ってサブファンドを運用している限り、ありません。

サブファンド間において有効な責任財産の分離が存在する理由は、(i)上記の通り、本取引の相手方当事者は資産の法的所有者たる受託者に対してのみ訴訟を提起することができる（サブファンドは法人ではないため、相手方当事者はサブファンド自体に対して訴訟を提起することは不可能）、また、(ii)典型的な信託証書の条件において、受託者は、該当するサブファンドに関連して受託者たる身分において行為した場合に生じる債務について自身への補償に供するものとして、当該サブファンドの資産に対してのみ請求権および補償請

求権を有しているからです。受託者は、その他のサブファンドの資産に対する請求権を有しません。

結論

ケイマン諸島は、投資ファンドの設立に適した法域であり、免除会社、LLC および免除リミテッド・パートナーシップを含む幅広いファンドのストラクチャービークルを提供していますが、日本および一定のその他の投資家にとっては、ケイマン・ユニットトラストこそがより望ましいストラクチャーかもしれません。

さらなる情報

Maples グループは、ケイマン・ユニットトラストのプロモーターおよびサービスプロバイダーに対し、ストラクチャリング、組成ならびにリーガル、フィデューシャリーおよびアドミニストレーション・サービスの提供につき、業界を牽引しております。サポートまたはアドバイスが必要な場合は、著者または貴社の Maples グループ担当者までご連絡ください。

著者について

ニック・ハロルド（Nick Harrold）は、Maples グループの法律事務所である Maples and Calder の香港ファンド・アンド・インベストメント・マネジメント・チームのパートナーを務めています。同氏は、投資ファンドのあらゆる側面を専門分野とし、世界的な顧客ベースにアドバイスを行っており、特に日本市場をターゲットとすることを希望する顧客にアドバイスをを行うことに重点を置いています。同氏は、「非常に複雑なストラクチャーを素早く理解する能力」を有し、「複数の最も複雑で新しく、挑戦的なビジネス上の問題に対し、適切に法を当てはめることができる能力に強みを持つ」傑出したファンド専門家として Legal 500 Asia Pacific によって推薦されています。また、同氏は、「顧客に親切で、革新的かつビジネスに理解的」であり、日本市場に関する「深い知識」を有していると評されています。

香港

Nick Harrold
+852 3690 7403
nick.harrold@maples.com

2020年9月
© MAPLES グループ

本記事は、Maples グループのお客様および専門担当者への概要情報の提供のみを目的としたものです。包括的信息または法的助言の提供を主旨とするものではありません。

本記事はあくまで参考のために英語で公表された記事を日本語に翻訳したものです。本記事の正式言語は英語であり、その内容・解釈について差異が生じた場合には、英語版が優先します。