

日本の投資家向けバミューダ・ファンド

Brian M. Blugerman

日本の投資家向け投資信託を設定する組成地として、バミューダの利用の増加が近年みられるようになってきた。日本の投資信託の販売会社および弁護士は、バミューダが日本証券業協会（「日証協」）の規則が定める、法令等が「整備されて」おり、信頼がおけると同時に、柔軟性のある組成地であると判断している。

日本の投資信託

日本において、ミューチュアル・ファンドによる投資は、主として投資信託の形態（バミューダにおいてはユニット・トラストとよばれる）により行なわれている。会社型に対して信託型が利用されるにはいくつかの理由がある。歴史的に、日本の投資家に提供された最初の近代的投資ファンドは投資信託であった。戦後間もなく、日本政府は、投資信託制度の導入を健全な金融制度の構築に資する重要なメカニズムと考えた。そのような信託を規制する法律は、証券投資信託法（「旧投信法」）として1951年に制定された。それ以来、日本の投資信託制度は急成長を遂げ、1990年に始まった証券市場低迷の間の長期にわたる落ち込みにもかかわらず、現在、その運用資産は総額35兆円（2,990億米ドル）にのぼっている。旧投信法が1998年に改正されるまで、日本法には投資法人（投資信託に対して）に関する規定は存在しなかった。同法は2000年に更に改正され、投資信託及び投資法人に関する法律（「投信法」）に名称が変更された。

日本法において信託型には税法上の利点もある。日本法において信託そのものは課税主体とはみなされず、信託レベルでの課税所得はその受益者に帰属するものとして扱われる。しかしながら、日本の所得税法第13条の規定によると、投資信託の受益者は、投資信託から分配金または解約金を受け取った時点でのみ課税されることになる。それ自体が課税主体として取り扱われる投資法人に比べて、この取扱いは投資信託にとって有利である。公募により販売される外国籍投資信託の場合、現在の日本の税法はその受益証券の処分の方法において更に有利な取り扱いを定めており、日本の投資家は、一定の条件のもとに、外国籍投資信託の受益証券を全くの非課税で換価することができるのである。

1998年とそれに続く数年間の新しい日本の投資信託法の制定は、日本における金融規制緩和へ向けての一連の施策の一部を成しており、投資信託制度を大きく変革した。これによりなかならず、旧投信法は外国籍投資信託についても定めるよう改正された。また、日本において募集される投資信託の組成地に関する規制も廃止された。以前は OECD 加盟国—その属領は除く—のみに限られていたが、1998年の改正以降、日証協の公正慣習規則第四号（「規則第四号」）に規定される、法令等が「整備されている」組成地であるとの条件を満たしていると協会員により認められる限り、いかなる組成地であっても可となった。

1998年の改正により更に、投資信託の受益証券を49人以下の投資家に私募により販売することが初めて認められるようになった。公募により販売される外国籍ファンドに適用される日証協の選別基準は、規則第四号の第26条および第27条として規定された。また、1998年に証券取引法（「証取法」）が改正され、開示制度が投資信託に初めて適用されるようになった。

これらの改正により現在では、日本で募集される外国籍投資信託には、公募または私募のいずれについても、(i)投信法、(ii)日証協の規則第四号（適格機関投資家向け私募を除く）、および(iii)証取法が適用される。

法令等が「整備されている」ことと選別基準

規則第四号は、外国籍ファンドに適用される二種類の要件を定めている：(i) 組成地の投信制度および開示に係る法令等が「整備されている」こと（第25条）、および(ii) 選別基準（投資信託に関する第26条およびオープン・エンド型投資法人に関する第27条）である。選別基準には、最低純資産の額、国内における代理人の指定、および投資制限といった様々な要件が定められている。両要件は日本における公募に適用される。小人数私募の場合、法令等が「整備されている」ことという要件は適用されるが、選別基準は適用されない。適格機関投資家向け私募の場合、いずれの要件も適用されない。

バミューダ・ファンドが規則第四号に適合することを日本の販売会社がいかにして確保してきたか理解するには、1998年バミューダ金融庁（集団投資スキームの分類に関する）規則（以下「規則」という）に規定されるバミューダ・ファンドの分類システムを考慮する必要がある。当該規則に基づき、バミューダ・ユニット・トラストは、日本またはその他の地域で募集される場合でも、標準スキーム、法人向けスキーム、または公認スキームのいずれかに分類されなければならない。現在のところ、バミューダ金融庁（「BMA」）が公認スキームに分類しているファンドはないが、当該スキームに適用される広範な規定は、日本の販売会社により規則第四号への適合を確保する上で非常に有用であるとみなされてきた。標準スキームまたは法人向けスキームに適用される規定が、それ単独で規則第四号を満足するに十分であるか否かについては若干の疑問があるものの、公認スキームに適用されるより広範な規定は、日本の販売会社や弁護士により十分過ぎると思われている。後者の規定は通常、標準スキームまたは法人向けスキームには適用されないが、バミューダ法に基づき、BMA はファンドを認可する際に適当と考える条件および条項を課す権限を有している。これら付加的条件は法的拘束力を有している。従ってBMA は、あるユニット・トラストを標準スキームまたは法人向けスキームとして分類しても、自身の判断またはプロモーターの要請に基づき、公認スキームに適用される規定の一部または全てを付加的条件として課すことができ、それにより日本の販売会社は、当該ファンドが規則第四号に適合していることを確認することができる。

日本法は規則第四号に適合するための要件を特に詳細には定めていないため、特定の組成地および特定のファンドが当該要件を満たしているかどうかは、日本の販売会社の判断に任されている。従って、日本の販売会社が選択した特定の「付加的」規定は、状況、ファ

ンドの性格、および関与する販売会社によって若干異なっている。BMA は、当該要件を満たすために付加的規定を選択するにおいて非常に協力的である。もちろん、日本の販売会社および管理会社は、それぞれのケースにおいて特定のファンドにどの付加的規定が適当であるか特定するため、日本の弁護士およびバミューダの弁護士に相談することが必要である。

目論見書

バミューダ・ミューチュアル・ファンドと同じく、日本の投資家向けバミューダ・ユニット・トラストも、目論見書を発行し、BMA の認可を受けなければならない。一般公衆に証券を募集するバミューダ会社は会社登記官に目論見書を提出しなければならないという 1981 年会社法の要件も存在し、この目論見書提出要件は、証券の募集を行なう者（管理会社または受託者）がバミューダに設立された会社であるかバミューダで事業を行なう許可を有している会社である場合、ユニット・トラストの公募にも適用されるというのが一般的な解釈である。投資家が 20 人以下であるといった非常に限定的な場合にのみ、BMA は目論見書発行要件の適用除外を認める。募集が 35 人を超えない場合を含めて、1981 年会社法に基づく目論見書提出要件の適用除外も同じく存在する。

手続

日本で募集されるバミューダ・ユニット・トラストを設定する手続に関しては、両国の規制要件を満たすよう、バミューダの弁護士は、日本の弁護士および日本のプロモーターと協力することとなる。日本側の業務には、なかんずく、投資信託の代行協会員の設置および国内における代理人の指定、日本の監督官庁への有価証券届出書の提出が含まれる。通常、日本およびバミューダの法律専門家の法律意見書を有価証券届出書に添付することが必要である。バミューダ側の業務には、信託約款の作成、サービス・プロバイダーとの諸契約の作成または検討、目論見書の作成または検討、BMA の認可および分類の取得、およびバミューダの会社登記官への目論見書の提出が含まれる。バミューダ側の業務の全ては、10 日間程度で完了することが可能である。

本稿は一般的な性質のものであり、特定の事実関係に対して提供される法律助言または法律意見たることを意図するものではない。ここにおいては概括的な内容のみを取扱っており、また、本稿は網羅的なものではなく、単に概要と一般的な情報を提供することのみを意図している。お問い合わせは、ブライアン M. ブルグマン (bmbulgerman@cdp.bm) にご連絡下さい。

翻訳： 谷 桂子



この記事は法律上の助言や法律専門家の意見を示すものではありません。
あくまでも概要、一般情報のみを提供するものです。

コンヤースディル&ピアマンについて

国際オフショア法律事務所、コンヤースディル&ピアマンは1928年にバミューダに設立されました。総勢400人余りのスタッフが本拠地のバミューダをはじめとして、アンギラ、英領バージン諸島、ケイマン諸島、香港、ロンドンそしてシンガポールにて業務を展開し、バミューダ、英領バージン諸島、ケイマン諸島の法律アドバイスを提供いたしております。

具体的には会社法、および商法の実務、企業訴訟、お客さま個人の法律相談を専門としております。

www.cdp.bm



BERMUDA FUNDS FOR JAPANESE INVESTORS

*Brian M. Blugerman, Conyers Dill & Pearman
August 2003*

Recent years have seen an increasing use of Bermuda as a home jurisdiction for the formation of investment funds for Japanese investors. Japanese investment dealers and lawyers have found Bermuda to be a reliable yet flexible jurisdiction whose regulatory regime is “well provided” for purposes of the Rules of the Japan Securities Dealers Association (“JSDA”).

Japanese Investment Trusts

In Japan, the main vehicle for mutual fund investment is the investment trust (called a unit trust in Bermuda). There are several reasons for the use of a trust structure as opposed to a corporate structure. Historically, the first modern investment funds available to Japanese investors were investment trusts. In the early post-war period, the Japanese government viewed the creation of an investment trust industry as an important mechanism to help establish a sound financial system. A statute governing such trusts was enacted in 1951, called the Securities Investment Trust Law (“SITL”). Since then, the Japanese investment trust industry has grown rapidly and now, despite a long slump during the bear market that began in 1990, boasts total assets under management of ¥35 trillion (US\$299 billion). Japanese law did not provide for investment companies (as opposed to investment trusts) until the SITL was amended in 1998. The statute was further amended in 2000 and was re-named the Law Relating to Investment Trusts and Investment Companies (the “LITIC”).

There are also tax advantages in the trust structure under Japanese law. Under Japanese law, a trust is treated as transparent for tax purposes, such that any taxable income at the trust level is attributed to its beneficiaries. However, a special provision of the Japanese Income Tax Law, Article 13, provides that the beneficiaries of investment trusts are taxed only when the beneficiaries receive distributions or redemption proceeds from these trusts. This treatment is favourable to investment trusts, as compared to investment companies, since the latter are treated as taxable entities in themselves. In the case of offshore investment trusts sold by public offering, current Japanese tax law provides additional advantages in the manner of disposition of units which in some circumstances allows Japanese investors to dispose of their units in offshore investment trusts on an entirely tax-free basis.

The new Japanese investment funds legislation of 1998 and subsequent years, which was part of a general move in Japan toward financial de-regulation, significantly altered the investment trust industry. Among other things, these measures amended the SITL to cover

foreign investment trusts. They also eliminated the restriction on jurisdictions whose investment trusts were eligible for offering in Japan. Formerly, only OECD countries – but not their overseas territories – were eligible, but after the 1998 amendments any jurisdiction became eligible, as long as a JSDA member determines that it satisfies the “well provided” provisions of Fair Business Practice Rule # 4 (“Rule #4”) of the JSDA.

The 1998 amendments also allowed, for the first time, private offerings of investment trust securities to investors numbering fewer than 50. The JSDA’s Selection Standards, which apply to publicly offered offshore funds, were incorporated into Rule #4 as Articles 26 and 27 thereof. Also in 1998, the Securities Exchange Law (the “SEL”) was amended so that its disclosure requirements for the first time were extended to investment trusts.

The result of these amendments is that at present, an offshore investment trust offered in Japan, whether by public or private offering, must comply with (i) the LITIC, (ii) JSDA Rule #4 (unless offered privately to qualified institutional investors) and (iii) the SEL.

“Well Provided” and Selection Standards

Rule #4 contains two sets of requirements applicable to offshore funds: (i) “well-provided” jurisdictional and disclosure requirements (Article 25) and (ii) the Selection Standards (Article 26 for trusts and Article 27 for companies). The Selection Standards contain various requirements such as minimum net assets, appointment of attorney-in-fact in Japan, and investment restrictions. Both sets of requirements apply to public offerings in Japan. In the case of private offerings to a limited number of investors, the “well-provided” requirements apply but not the Selection Standards. In the case of private offerings to qualified institutional investors, neither set of requirements applies.

In order to understand how Japanese dealers have ensured that Bermuda funds comply with Rule #4, one must consider the classification system for Bermuda funds established by the Bermuda Monetary Authority (Collective Investment Scheme Classification) Regulations 1998 (the “Regulations”). Under these, a Bermuda unit trust, whether for offering in Japan or elsewhere, must be classified as a Standard scheme, an Institutional scheme or a Recognised scheme. Although the Bermuda Monetary Authority (the “BMA”) does not presently classify any funds as Recognised schemes, the extensive Regulations which have been published for such schemes have been found very useful by Japanese investment dealers to ensure compliance with Rule #4. While there may have been some question as to whether the Regulations applying to Standard schemes or Institutional schemes are in themselves sufficient to satisfy Rule #4, the much more extensive Regulations applying to Recognised schemes have been considered by Japanese dealers and counsel to be more than sufficient. Although the latter Regulations do not normally apply to Standard or Institutional schemes, under Bermuda law the BMA has the authority to impose such conditions as it considers appropriate when approving any fund. These conditions have the force of law. Therefore, even if the BMA classifies a unit trust as Standard or Institutional, it can, whether for its own reasons or at the request of the promoter, impose as



extra conditions any or all of the Regulations applying to Recognised schemes, and thereby enable the Japanese dealer to confirm that the fund complies with Rule #4.

Because Japanese law does not set out a highly detailed list of requirements for complying with Rule #4, it is left to the judgment of the Japanese dealer as to whether a particular jurisdiction and a particular fund satisfy the requirements. Therefore, the specific “added” Regulations that are selected by Japanese dealers vary somewhat, depending on the circumstances, the nature of the fund and the dealer involved. The BMA has proved very co-operative in tailoring the added Regulations to meet these requirements. Of course, Japanese dealers and managers will want to consult with both Japanese counsel and Bermuda counsel in each case to determine what particular extra Regulations may be appropriate for a given unit trust.

Prospectus

Like any Bermuda mutual fund, a Bermuda unit trust for Japanese investors must, as a general rule, publish a prospectus, which must be approved by the BMA. There is also a requirement in the Companies Act 1981 that a Bermuda company that offers securities to the public must file a prospectus with the Registrar of Companies, and the general view is that this filing requirement applies to public offerings of unit trusts where the offeror (which may be the manager or the trustee) is a company incorporated in Bermuda or having a permit to do business in Bermuda. In limited circumstances the BMA will waive the prospectus requirement where there are fewer than 20 investors. There are also exemptions available from the filing requirement under the Companies Act 1981, including where the offering is to not more than 35 persons.

Procedure

As for the procedure in launching a Bermuda unit trust for offering in Japan, Bermuda counsel will co-ordinate with Japanese counsel and the Japanese promoter in meeting the regulatory requirements of both jurisdictions. On the Japanese side, the tasks include, among others, appointing a lead dealer and legal representative in Japan for the investment trust and filing a securities registration statement with the Japanese regulators. Legal opinions from both Japanese and Bermuda counsel are normally required to be attached to the securities registration statement. On the Bermuda side, tasks include preparing the trust deed, preparing or reviewing service provider agreements, drafting or reviewing the prospectus, obtaining BMA approval and classification, and filing the prospectus with the Registrar of Companies in Bermuda. All of the Bermuda requirements can be completed in about 10 days.

**For further information, please contact Brian M. Blugerman at
bmblugerman@cdp.bm**



This article is not intended to be a substitute for legal advice or a legal opinion. It deals in broad terms only and is intended to merely provide a brief overview and give general information.

About Conyers Dill & Pearman

Conyers Dill & Pearman, the international offshore law firm, was established in Bermuda in 1928. The Firm has a complement of over 400 staff and is headquartered in Bermuda with operations in Anguilla, British Virgin Islands, Cayman Islands, Hong Kong, London and Singapore. The Firm advises on the laws of Bermuda, the British Virgin Islands and the Cayman Islands.

The Firm specialises in substantial company & commercial law, corporate litigation and private client matters.

www.cdp.bm