



欧州・英国における ファンドのあり方に関する 調査報告書

目次

はじめに

- 1 欧州ファンドの規制体系
- 2 欧州ファンドの市場動向と実務
- 3 投資促進策
- 4 日本への示唆

はじめに

調査の背景

背景

政府においては、「資産運用立国実現プラン」(2023年12月13日)を策定し、その中で「スタートアップ企業等への成長資金の供給の促進」が具体的な施策の一つとして盛り込まれている。

また、「金融審議会 市場制度ワーキング・グループ・資産運用に関するタスクフォース報告書」(2023年12月12日)において、非上場株式を組み入れた投資信託の活用促進を通じたスタートアップへの成長資金・リスクマネーの供給強化が期待される旨、盛り込まれている。

さらに、「スタートアップ企業等への成長資金供給等に関する懇談会報告書」(2025年9月5日)では、投資信託について、欧州では、非上場株式をはじめとした非流動性資産に主として投資をする投資信託に関する枠組みが整備されており、スタートアップ企業等への資金供給の一端を担っている一方、我が国にはそのような枠組みが存在しない点などが指摘されている。

以上を踏まえ、投資信託を通じた非上場株式投資の活性化に向けて、日本においても非流動性資産を組み込んだ投資信託の規制緩和や新たな組成・販売の枠組みの検討を行うため、PwC Japan有限責任監査法人が既に枠組みが整備されている欧州や英国における規制体系等に関する調査分析を実施し、PwC税理士法人が税制を調査し、1章の税制に関する箇所を執筆した。

調査内容

（調査対象国）

欧州（EU）、英国を調査対象国とした。主に調査対象国における、次のファンドに関する調査を行った。

- EUにおけるELTIF（European Long Term Investment Funds：欧州長期投資ファンド。以下、ELTIF）、UCITS（Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities：譲渡可能証券の集団投資事業。以下、UCITS）、AIF（Alternative Investment Fund：オルタナティブ投資ファンド。以下、AIF）
- 英国におけるLTAF（Long-Term Asset Fund：長期資産ファンド。以下、LTAF）

（主要調査項目）

EUおよび英国におけるファンドに関する動向・規制等

- ファンドの規制体系
- ファンドの市場動向と実務
- 行政当局や自主規制機関による緩和施策、業界団体等による投資促進策

（調査方法）

調査は公開情報、文献調査とヒアリング調査に基づいて実施した。

公開情報、文献調査の方法は、主要調査項目について、規制当局が公表している規制や施策の原文、規制当局や業界団体が公表している市場動向資料を調査した。

現地の金融当局、市場関係者へのヒアリング調査の方法は、主要調査項目のうち公開情報、文献調査で得られない情報（例：スタートアップの資金供給への貢献状況、規制に関する課題、今後の見通しなど）を補足する形で行った。

報告書を読む前に

(報告書の体系)

1章では、欧州ファンドの規制体系、ELTIF規制、LTAF規制、EuVECA規制(European Venture Capital Funds Regulation。以下、EuVECA)および税制を概説する。各章のまとめから確認したい箇所へ遡ることもできる。

2章では、ELTIF・LTAFの市場動向、サンプルファンドの概要、確定拠出年金(DC年金)からLTAFへの投資実務、オペレーション上の課題を取り上げる。

3章では、EU、英国、米国におけるスタートアップへの成長資金・リスクマネーの供給を強化する投資促進策を取り上げる。

4章では、日本において非流動性資産への投資に特化した新たなファンドの組成・販売の枠組みを実現(例えば、ELTIFやLTAFに類似する枠組みを導入)するに当たっての課題、必要な手当てをとりまとめる。

(3つの大きな誤解)

- **ELTIFもLTAFも、ビークルの話ではなくラベルの話をしている**: 日本では法形態としての「器」(いわゆるビークル)とファンド投資家保護の枠組みとしての「制度」(いわゆるラベル)が一体となって語られることが多いが、欧州を含む海外では別の話である。器として何を使うのか(信託型、会社型、組合型)と、それをどういう制度に乗せるのか(UCITS、AIF、ELTIF、LTAF、EuVECA等)は本来切り分けて議論する必要がある。
- **ELTIFもLTAFも、日本における一般的な公募の証券投資信託にカテゴライズされるものではない**: 規制対象はAIFM(Alternative Investment Fund Manager。以下、管理会社)であり、想定投資家はプロ投資家である。例外として、一定の条件下でリテール投資家、DC年金にも販売できる。重要なのは投資家の資産の一定比率までしか投資をできないように担保することである。また、流動性リスクを管理するために、ELTIFは最大解約割合、LTAFは解約頻度は最短で1カ月までという商品設計が定められている。したがって、リテール投資家は日本の公募投資信託のように日次で解約できるわけではない。
- **ELTIFもLTAFも、スタートアップ企業への投資は主流ではない**: 適格投資資産にはスタートアップ企業の株式を含む非上場株式も含まれているが、実際に組成・販売されているファンドの投資資産は、流動性の観点から(一定のキャッシュフローが期待できる)プライベートデット、インフラストラクチャー、マルチアセット等が中心である。スタートアップ企業の株式を中心としたファンドを設計するのであれば(運用期間中に投資家からの解約請求に応じない)クローズドエンド型を検討すべきである。

1

欧州ファンドの 規制体系

1章の概要

1章では、欧州ファンドの規制体系、ELTIF規制、LTAF規制、EuVECA規制および税制を概説する。

まず、日本の金融商品取引法に該当するMiFID規制(Markets in Financial Instruments Directive。以下、MiFID)における投資サービスに関する規制の概要、日本の投資信託及び投資法人に関する法律に該当するUCITS規制とAIFMD規制におけるファンドおよび管理会社に対する規制の概要を紹介する。UCITS規制が主に公募ファンドとその運営者を、AIFMD規制(Alternative Investment Fund Managers Directive。以下、AIFMD)がUCITSファンド以外のファンドの運営者を規制しているため、ELTIF規制もMiFID規制、UCITS規制、AIFMD規制の要求事項の多くを参照している。

次に、長期資金がEUの実体経済に供給されることを目的として、AIFMD規制をベースにした形で2015年6月に発効されたELTIF規制について、組成・運用に関する規制、行為規制、開示に関する規制を説明する。「ELTIF」または「European long-term investment fund」という呼称は、本規制に従って認可を受けているファンドに限って使用することができる。当初のELTIF規制は、制度の複雑さ、過度に厳格な投資制限(投資比率、分散、借入)およびリテール投資家向け販売に対する参入障壁が課題として認識された。2023年3月に当該課題に対応するためにELTIF規制を改正したため(いわゆるELTIF2.0)、その背景と主な改正箇所を説明する。

2020年2月に英国がEUから離脱した。EU離脱時の英国は、MiFID規制、UCITS規制、AIFMD規制、ELTIF規制をベースとした国内規制を維持した。しかし、EU離脱後に英国は確定拠出年金が投資できる認定オープンエンド型ファンドが英国にないことから、ELTIF規制を置き換える形で2021年11月にLTAF規制を導入した。その後2024年12月に、一定の条件下でリテール投資家もLTAFに投資できるようにLTAF規制を改正したため、その背景と主な改正箇所を説明する。

さらに、EUにはスタートアップ企業に対する資金供給として、EuVECA規制の枠組みがある。その主な規制の概要を紹介する。EuVECA規制はAIFMD規制をベースにした形で、小規模運用会社が投資を呼び込みやすくすることを目的としている。

最後に、ルクセンブルク投資家がルクセンブルクビークル(ELTIF認定)を通じルクセンブルク企業に投資をするストラクチャーを前提とした課税制度、英国投資家が英国ビークル(LTAF認定)を通じ英国企業に投資をするストラクチャーを前提とした課税制度を説明する。

なお、信託型、会社型、組合型のようなファンドの法形態(器)を「ビークル」、ELTIF、LTAF、EuVECAのようなファンド投資家保護の枠組み(制度)を「ラベル」という用語で表現している。また、EUには各EU加盟国で独自法令化され適用される「指令(Directive)」と直接的にEU加盟国に対して効力発生される「規則(Regulation)」があるが、分かりやすさを重視して「規制」という用語を使用している。

EUにおけるファンド規制の枠組み(1/3)

MiFID規制において、商品組成会社と販売会社はプロダクトガバナンス態勢を構築する必要がある

MiFID (Markets in Financial Instruments Directive)

- 概要: 銀行および投資会社による金融商品に関する投資サービスの提供ならびに伝統的な証券取引所などの運営を規律している金融商品市場指令である。
 - 発効: 2004年4月にMiFIDが発効され、2014年6月に投資家保護を強化したMiFID IIが発効された。
 - 主な規制対象: 投資会社(資産運用会社、販売会社含む)
 - 主な投資サービス: 金融商品の注文の受付と取次、顧客のための注文執行、資産運用、投資アドバイス、金融商品の販売等
 - 投資家: リテール投資家、プロ投資家(実質プロとプロ成り)
 - 条文のリンク: [Directive 2014/65-MiFID2-EUR-Lex](#)
- ### 主な規制内容
- 投資会社の要件: 投資会社は、強固なガバナンス態勢、強固な内部統制、独立したコンプライアンス機能、有効なリスク管理機能、独立した内部監査機能や有効な利益相反管理態勢などの構築が要求されている。
 - プロダクトガバナンス態勢: 商品組成会社は、商品ごとにターゲット投資家層を特定し、ターゲット投資家層に対するリスクを検討し、当初の販売方針がターゲット投資家層に合致することを継続的に検討する必要がある。また、商品組成会社は販売に必要なすべての情報を販売会社へ提出し、販売会社は事後分析に必要となる情報を商品組成会社へ提供する必要がある。
 - 適合性評価: 投資会社は、投資アドバイスまたは資産運用を提供する場合には、①投資家の投資における知識および経験、②損失負担能力を含む財務状況、③リスク許容度を含む投資目的について、必要な情報を取得しなければならない。これにより投資会社は、当該投資家にとって適合的で、リスク許容度および損失負担能力に合致した投資サービスおよび金融商品を推奨することができるようになる。
 - 適切性評価: 投資会社は、投資アドバイスまたは資産運用以外の投資サービスを提供する場合には(例: 投資アドバイスを伴わない顧客のための注文執行サービスの提供)、当該投資サービスまたは金融商品が投資家にとって適切であるかどうかを評価できるように、①投資家の金融商品に対する知識および経験に関する情報を、当該投資家に対して求めなければならない。

EUにおけるファンド規制の枠組み(2/3)

EUには投資家保護に関する二つのファンド規制の枠組みがある。UCITS規制が公募ファンドとその運営者を、AIFMD規制がUCITSファンド以外のファンドの運営者を規制している

UCITS (Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities Directive)

- 概要: UCITS(譲渡可能証券への集団投資事業)規制とは、流動資産に投資するファンドの枠組みである。UCITS規制に準拠したファンドと管理会社は、EU全域においてリテール投資家への販売・管理のパスポートが付与される。
- 発効: 2009年12月発効
- 主な規制対象: UCITSファンド、管理会社、預託機関
- 投資家: 主としてリテール投資家
- 適格投資資産: 上場株式、上場債券、デリバティブ等
- ファンドの法形態(ビークル): 契約型、会社型
- 条文のリンク: [Directive 2009/65-UCITS-EUR-Lex](#)

主な規制内容

- ファンド: UCITSファンドは、適格投資資産、投資制限のルールを遵守する必要がある。代表的なルールとして5/10/40ルール(同一発行体への投資は総資産の10%まで。同一発行体への投資が総資産の5%超ある場合、超過投資(各発行体への投資比率が5%を超えている部分)の合計は総資産の40%まで)がある。
- 管理会社: UCITSファンドを運営する管理会社(マネジメントカンパニー)は、資産運用機能、ファンド管理機能(アカウンティング、コンプライアンス、受益権管理等)、販売機能を有している。管理会社は、強固なガバナンス態勢、適切な内部統制、コンプライアンス機能、リスク管理機能、内部監査機能や利益相反管理態勢を構築し、当局認可を取得する必要がある。
- 預託機関: UCITSの管理会社は、ファンドの設立国等に資産保管、監視活動、資金繰り管理を行う預託機関(デポジタリー)を設置する必要がある。

EUにおけるファンド規制の枠組み(3/3)

UCITS規制がファンドの適格投資資産や投資制限を規制することで投資家保護を強化しているのに対して、AIFMD規制はファンドの規格を間接的にしか規制していない

AIFMD (Alternative Investment Fund Managers Directive)

- 概要: UCITS以外のオルタナティブ投資ファンド(AIF)について、ファンドそのものではなく管理会社(オルタナティブ投資ファンドマネージャー。AIFM)を規制の中核に据え、EU全域においてファンドの管理・販売を可能とする枠組みである。
- 発効: 2011年7月発効
- 主な規制対象: AIFM、預託機関
- 投資家: 主としてプロ投資家
- 適格投資資産: 特に制限なし
- ファンドの法形態(ビークル): 契約型、会社型、組合型
- 条文のリンク: [Directive 2011/61-AIFMD-EUR-Lex](#)

主な規制内容

- ファンド(AIF): AIFは、不特定多数の投資家から資金を集め、これらの投資家のために、所定の投資方針に従って投資する集団投資事業である。UCITS以外の全てのファンドが含まれ、EU域内の国籍であるか否かを問わない。また、オープンエンド型、クローズドエンド型の形態や法的形態を問わない。
- 管理会社(AIFM): AIFMは、AIFを運営する会社である。AIFMは、資産運用機能、ファンド管理機能(アカウンティング、コンプライアンス、受益権管理等)、販売機能を有し、その業務を委託することができる。AIFMは、強固なガバナンス態勢、適切な内部統制、コンプライアンス機能、リスク管理機能、内部監査機能や利益相反管理態勢を構築し、当局認可を取得する必要がある。
- 流動性リスク管理: AIFMは流動性リスク管理態勢を構築しなければならない。AIFMはファンドごとに流動性プロフィールを把握し、投資戦略、解約方針との整合性を確かめなければならない。
- 預託機関: AIFMは、AIFの設立国等に資産保管、監視活動、資金繰り管理を行う預託機関(デポジタリー)を設置する必要がある。

ELTIF: 枠組み

ELTIFはAIFのうち、インフラ、不動産、中小企業などへの長期投資を行うファンドの枠組みであり、ELTIFの規格を満たすことで、EU域内・域外の投資家から資金を調達し、EUの実体経済に長期資金を供給する

ELTIF (European Long-Term Investment Funds)

- 概要: ELTIF は、オルタナティブ投資ファンド(AIF)に関する枠組みであり、実体経済を支援する長期プロジェクトに直接投資するために資金を調達、運用する。ELTIFの投資は、EUが掲げる「スマート、持続可能かつ包摂的な成長」という目標に整合する優先分野に重点を置いて行われる。
- 資格 (designation): 「ELTIF」または「European long-term investment fund (欧州長期投資ファンド)」という呼称は、本指令に従って認可を受けているファンドに限って使用することができる。
- 認可: ELTIFの認可申込を規制当局へ行う必要がある。
- 規制対象: ファンド、EU認可AIFM(以下、管理会社)
- 投資家: プロ投資家、リテール投資家
- 適格投資資産: 非上場株式、小規模な上場株式、債券、ローン、ファンド持分、不動産、証券化商品
- ファンドの法形態(ビークル): 契約型、会社型、組合理

- 発効: 2015年6月にELTIF規則(レベル1)が発効された。2023年4月に改正版ELTIF規則(レベル1。通称ELTIF2.0)が発効された。
- レビュー: 2030年4月までに欧州委員会は、長期資金がEUの実体経済に供給されるというELTIFの目的を果たしているか規制の適用状況を分析する。

● 条文のリンク:

規則(レベル1): [規則EU2015/760](#)

実施細則(レベル2): [委任規則EU2018/480](#)、[委任規則EU2024/2579](#)

(参考)ラムファルーシープロセス

EU法は、その制定プロセスに基づいて、通常レベル1(基本法)、レベル2(技術的詳細を定めた法)、レベル3(ガイドライン)、レベル4(EU加盟国での執行)までの段階に分けられる。

リンク: [Regulatory process in financial services - Finance - European Commission](#)

ELTIF：組成・運用に係る規制(1/10)

ELTIFが投資できる資産は、適格投資資産と流動性バッファ(UCITSファンドにおける適格投資資産)としての資産である

適格投資資産

- ELTIFは以下の適格投資資産とUCITSファンドにおける適格投資資産(譲渡可能証券、マネーマーケット商品、預金など)に投資することができる。
 - 適格ポートフォリオ企業への投資:株式、債券、ローン等
 - 他ファンドの持ち分:ELTIF、EuVECA、EuSEF、UCITS、EU AIF
 - 実物資産
 - 証券化商品
 - 欧州グリーンボンド
- ELTIFは以下の活動を行ってはならない。
 - 資産の空売り
 - コモディティへの投資
 - 貸株、有価証券の借入、レポ取引
 - ヘッジ以外の目的でのデリバティブ取引

適格投資資産	主な要件
適格ポートフォリオ企業	・ 非金融企業(原則) ・ 非上場企業または初期投資時点における時価総額が1,500百万ユーロ以下の上場企業 ・ EU以外の第三国に設立された場合に、AML上の高リスク国、EU非協力的租税管轄国に指定されていない国に限る
他ファンドの持ち分	・ 投資先ファンドはELTIFが投資可能な資産に投資している ・ 投資先ファンドの他ファンドへ投資する比率が10%を超えない ・ ファンドをルックスルーして、ポートフォリオ構成要件(適格投資資産比率が55%)等を評価する必要がある
実物資産	・ その性質、実体に基づく内在的価値を有する資産
証券化商品	・ Simple(簡素)、Transparent(透明)、Standardised(標準化)という3要件を満たすと認定された健全性の高い証券化商品 ・ 裏付けとなるエクスポージャーが長期エクスポージャー、ELTIFが投資できる資産であること
欧州グリーンボンド	・ 発行体が適格ポートフォリオ企業であること

ELTIF: 組成・運用に係る規制(2/10)

ポートフォリオ構成要件、分散規制、集中規制は、長期・実体経済向け投資への資金配分を確保しつつ、単一資産、単一主体、特定構造への過度な偏重や支配を防ぎ、投資家保護とファンドの安定運営を両立させている

ポートフォリオ構成要件、分散規制

- ポートフォリオ構成要件
 - 適格投資資産への投資はELTIFの資本(総資本および未使用コミットメントの合計)の55%以上である必要がある。
- 分散規制
 - 単一の企業、単一の実物資産、単一のファンド: ELTIFの資本の20%を上限とする。
 - 単一の発行体により発行されたUCITSファンドにおける適格投資資産への投資: ELTIFの資本の10%を上限とする。
 - 証券化商品: ELTIFの資本の20%を上限とする。
 - 店頭デリバティブのカウンターパーティ(CP): 単一のCPへのエクスポージャーはELTIFの資本の10%を上限とする。
- ELTIFがプロ投資家のみに販売される場合には、分散規制は適用されない。

大量保有規制

- 単一ファンドの発行口数の30%を超えて取得してはならない。
- UCITSに投資する場合は、以下のUCITS大量保有規制に準拠する必要がある。
 - 同一発行者の株式保有を総議決権の10%までに制限
 - ファンドへの投資は対象ファンド持分の25%までに制限

(参考)UCITSにおける適格投資資産の拡大

2024年5月に欧州証券市場監督局(以下、ESMA)は、UCITSの適格投資資産の範囲をCATボンド、暗号資産、不動産などに拡張するか否かに関する情報提供を照会した。2025年6月にESMAは、適格投資資産の範囲を広げないが、従来から認められていた総資産の10%の範囲内において非適格投資資産へ間接的に投資することを許容することを欧州委員会へ提言している。

ELTIF：組成・運用に係る規制(3/10)

管理会社は、ファンドに公正かつ適切で透明性のある評価手法が適用されることを確保しなければならない

AIFMD規制における評価の原則

- 評価頻度：
 - 資産の評価、一口当たり純資産総額の算定は、少なくとも年 1 回行われる必要がある。
 - オープンエンド型における資産の評価は、ファンドが保有する資産の性質および発行、解約頻度に照らして適切な頻度で実施しなければならない。
 - クローズドエンド型における資産の評価は、ファンドの資本が増減した場合に実施しなければならない。
- 評価主体：
 - ファンド、管理会社およびそれらと密接な関係を有する者から独立した外部評価者
 - ポートフォリオ管理機能から機能的に独立しており、かつ報酬方針その他の措置により利益相反が緩和される場合、管理会社自身
- 評価方針および手続に関する要件：
 - 外部情報(カウンターパーティ、第三者評価、関連資産等)との比較
 - 実現価格との比較(バックテスト)
 - 異常値・品質検証(評価ソースの品質評価、例外処理の検証、異常値の分析、ステイルプライスの検証)
 - モデルに基づく評価に利用されるインプットの検証

(参考)IFRS(国際財務報告基準)13 公正価値測定

- 公正価値：測定日時点で、市場参加者間の秩序ある取引において、資産を売却するために受け取るであろう価格または負債を移転するために支払うであろう価格
- 評価技法：
 - 企業は、公正価値を測定するために、状況に適合し、十分なデータが利用可能な評価技法を使用しなければならない。
 - その際、関連性のある観察可能なインプットの使用を最大限にし、観察可能でないインプットの使用を最小限にする。
- インプット：
 - 観察可能なインプットとは、取引所市場やブローカー市場などのように取引に関して公開されているような入手可能な市場データを基礎として設定されたインプットで、市場参加者が資産又は負債の価格づけを行う際に用いるであろう仮定を反映するものをいう。
 - 観察可能でないインプットとは、インプットのうち、市場データが入手可能でなく、市場参加者が当該資産又は負債の価格付けを行う際に用いるであろう仮定に関する利用可能な最善の情報をを用いて作成されるものをいう。

ELTIF：組成・運用に係る規制（4/10）

借入に関して、過剰な財務レバレッジによるリスク増幅を防ぐことで、投資家保護を図っている

借入に関する制限

- 借入上限：リテール投資家向けELTIFの純資産総額の50%、プロ投資家限定ELTIFの純資産総額の100%を上限とする。
- 目的制限：投資または流動性の提供（費用および経費の支払いを含む）を行うことを目的とするものであり、かつ、ELTIFの手元の現金だけでは足りない場合に限る。
- 通貨制限：取得予定資産と同一通貨に限定している（異なる通貨で借り入れる場合には為替リスクを適切にヘッジしていること）。
- 借入期間：借入の満期はELTIFの存続期間を超えてはならない。
- 担保設定：借入戦略の一環として資産に担保設定することが可能である。
- 目論見書での開示：借入上限（借入を行うか否かを含む）

その他借入の留意事項

- 投資家のコミットメントによって全額裏付けられている借入れの取決めは、借入とは見なされない。
- 借入上限の判定にあたり、ファンドに投資する場合は投資先の借入も合算する必要がある。
- 借入上限につき、以下のような柔軟性が認められている。
 - 借入上限は、ファンド開始と同時に直ちに適用しなくてもよい（規約等で適用開始日を定める必要があるが、マーケティング開始日から最長3年）。
 - 増資、減資があると、借入比率が一時的に歪むことがあるため、借入上限を一時的に停止できる（投資家の利益を考慮し必要最小限の期間のみで、最長12カ月）。

新規持分の発行

- ELTIFは、規約等にしたがって、新規持分を発行することができる。
- ELTIFは、既存投資家に対して当該価格で事前に発行することなく、純資産価額を下回る価格で新規持分を発行してはならない。

ELTIF：組成・運用に係る規制(5/10)

クローズドエンド型を原則とするが、一定の要件を満たすことにより解約可能な構造(オープンエンド型)での組成も認めている

解約の構造

● 原則(クローズドエンド型)

投資家は、原則としてファンド存続期間中に解約を請求できない。

● 存続期間中の解約(オープンエンド型)

以下の要件を全て満たす必要がある。

- 最低保有期間または特定日以前の解約は禁止されている。
 - 適切な解約方針と流動性管理ツールを構築したことを当局に示す。
 - 解約は保有するUCITSの適格投資資産(譲渡可能証券、マネーマーケット商品、預金など)の割合までに制限している。
 - 投資家間の公平性を確保する。
- ELTIFの存続期間は、投資対象資産のライフサイクルおよび非流動性の特性と整合的である必要がある。
 - 投資家は常に現金で解約する権利を有する。一定の条件(規約での規定、投資家の書面請求、公平性の確保等)を満たす場合に限り、現物解約も可能である。

(参考)AIFMD規制における流動性管理ツール

ツール	定義
申込・買戻・解約の停止	ファンド持分の申込、買戻および解約を一時的に認めないこと
解約ゲート	投資家がファンド持分を解約する権利について、一時的かつ部分的な制限を課すこと
通知期間の延長	ファンド持分の解約にあたり、投資家がファンド運営者に対して行う通知期間を、当該ファンドにとって適切とされる最低期間を超えて延長すること
解約手数料	流動性コストを考慮して、ファンド持分の解約時に投資家からファンドに支払われる手数料
スウィングプライシング	流動性コストを反映する係数(スウィングファクター)を適用することにより、ファンド持分の純資産価額を調整する仕組み
デュアルプライシング	流動性コストを反映する係数を用いて、ファンド持分当たりの純資産価額を調整することにより、ファンドの申込価格、買戻価格および解約価格を設定する仕組み
希釈化防止賦課金	申込、買戻または解約が行われる際に、その取引規模に起因して生じる流動性コストを補填するため、投資家からファンドに支払われる手数料
現物償還	投資家の解約請求に応じて、現金ではなく、ファンドが保有する資産を移転することにより解約を行うこと
サイドポケット	例外的な状況により、経済的または法的特性が大きく変化した、または不確実となった特定の資産を、ファンドの他の資産から分離すること

ELTIF: 組成・運用に係る規制(6/10)

クローズドエンド型ELTIFの流動性を確保するために、上場と投資家間のマッチングを認めている

投資家間の移転(上場、投資家間のマッチング)

- 上場
 - 規制市場または多角的取引施設に上場されることを妨げてはならない。
- 投資家間のマッチング
 - 退出を希望する投資家と新たに取得したい投資家の間で、受益権の移転をマッチングする仕組みを設けることが可能である。
 - ELTIFの管理会社は以下の事項を明確に定める必要がある。
 - ◆ 移転プロセス(既存投資家・新規投資家双方)
 - ◆ マネージャーまたはファンドアドミニストレーターの役割
 - ◆ マッチングを行う期間、価格決定方法、比例配分方法
 - ◆ 情報開示の内容、タイミング
 - ◆ 手数料、コスト
- 定期報告書(年次報告書)
 - 市場価格および1口当たり純資産額を定期報告書で公表する必要がある。
 - 資産の評価に重要な変更がある場合には、定期報告書で投資家に報告する必要がある。

(参考)EUにおけるファンドの上場

クローズドエンド型ファンドの持分に流動性を付与する手段として、ファンド持分を取引所に上場させることが考えられる。MiFID規制における代表的なファンドの取引施設として、規制市場(Regulated Market。以下、RM)と多角的取引施設(Multilateral Trading Facility。以下、MTF)がある。

ルクセンブルクにおける取引施設



Bourse de Luxembourg	Euro MTF
RM	MTF
目論見書規制(発行開示) 透明性規制(継続開示)	取引所規則
主にUCITSやETF	その他のファンド

クローズドエンド型ファンドをBourse de Luxembourgへ上場すると、ファンド規制に従って作成した目論見書以外に、別個の上場目論見書を作成する必要がある。また、ファンド規制に従って作成した年次報告書に、上場開示項目を追加する必要がある。

ELTIF：組成・運用に係る規制（7/10）

ELTIF規制は、オープンエンド型ELTIFについて四半期以上の解約頻度を想定している

解約方針

- 解約方針に含めるべき主な要素は以下の通りである。
 - 解約を認める条件、期間、頻度・周期
 - 解約に関する時間的制約・手続・要件（通知期間を含む）
 - 解約請求のキャンセルが可能か否か（可能な場合はその方法）
 - 現物解約を認めるか
 - 最低保有期間の有無（ある場合は期間と条件）
 - 利用可能な流動性管理ツールの内容と発動条件
- ELTIFの管理会社は以下を考慮して解約方針を定める必要がある。
 - ポートフォリオの構成
 - 存続期間、最低保有期間
 - 流動性プロファイル
 - 資産評価の方法および文書化されたプロセス
 - 市況や重要事象（解約方針の実行可能性に影響し得るもの）
 - スト레스テスト

- 解約頻度が四半期より多い場合には、ELTIFの管理会社は、解約頻度の適切性、ELTIF固有の特徴との整合性を、規制当局に正当化する必要がある。

流動性に充当できる資産

ELTIFの解約に充当できる資産は以下の2つから構成され、その合計額に解約割合を乗じて計算する。

- 解約日時点のUCITS適格投資資産
- 12カ月の予測キャッシュフロー（新規の設定を含まない）

最大解約割合は以下のいずれかの方法で設定する。

- 解約頻度と通知期間に基づく方法
- 解約頻度とUCITS適格投資資産の最低割合に基づく方法

ELTIF：組成・運用に係る規制（8/10）

ELTIF規制は、オープンエンド型ELTIFに対して、解約頻度、通知期間などに応じた最大解約割合の算定方法を定めている

最大解約割合の算定方法① （解約頻度と通知期間に基づく方法）

解約頻度	通知期間 なし	2週間	1カ月	3カ月	6カ月	9カ月	12カ月
12カ月	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
6カ月	50.0%	52.2%	54.5%	66.7%	100.0%	100.0%	100.0%
3カ月	25.0%	26.1%	27.3%	33.3%	50.0%	100.0%	100.0%
2カ月	16.7%	17.4%	18.2%	22.2%	33.3%	66.7%	100.0%
1カ月	8.3%	8.7%	9.1%	11.1%	16.7%	33.3%	100.0%
2週間	4.2%	4.3%	4.5%	5.6%	8.3%	16.7%	100.0%
1週間	1.9%	2.0%	2.1%	2.6%	3.8%	7.7%	100.0%

（例）ELTIF純資産総額 100百万ユーロ、うちUCITS適格投資資産 20百万ユーロ

解約頻度：四半期

通知期間：3カ月

最大解約割合：33.3%（表より）

解約に充当できる資産：20 x 33.3% = 6.6百万ユーロ

最大解約割合の算定方法② （解約頻度とUCITS適格投資資産の最低割合に基づく方法）

解約頻度	UCITS適格投資資産 の最低割合	最大解約割合
12カ月以上	10%	100%
6カ月	15%	67%
3カ月	20%	50%
1カ月または それ以上短い頻度	25%	20% （月次の合算ベースで適用）

（例）ELTIF純資産総額 100百万ユーロ、うちUCITS適格投資資産 20百万ユーロ

解約頻度：四半期

UCITS適格投資資産の最低割合：20%

最大解約割合：50%（表より）

解約に充当できる資産：20 x 50% = 10百万ユーロ

ELTIF：組成・運用に係る規制(9/10)

ELTIFが存続期間中に解約を認める場合、ELTIFの管理会社は、ELTIFの認可時および運用期間中において、以下のすべての情報を規制当局に提供しなければならない

報告項目	報告内容
解約方針	- 解約の周期および解約期間 - 利用可能な流動性管理ツールおよび発動条件 - 解約請求の条件および処理手続
解約プロセス	解約プロセスの管理主体および解約がどのように文書化されるか
解約処理	解約請求に対応するために、ELTIFの資産および負債をどのように管理するか
希薄化防止	解約に伴う投資家の希薄化を防止するための手続(該当する場合)
評価手続	評価および純資産総額の算定頻度、純資産総額の算定方法、資産の評価頻度(オープンエンド型の場合)
流動性ストレステスト	- 深刻だが想定可能なシナリオにおいて、ELTIFが償還請求に対応できるか - 上記を実証するための流動性ストレステストの結果、仮定、入力値
流動性プロファイル	通常時およびストレス時の双方における、投資家に提供される流動性および資産の流動性プロファイル
流動性管理ツール	流動性管理ツールの適用状況

報告項目	報告内容
解約方針に含めるべき要素	解約を認める条件、期間、頻度・周期など
解約割合	最大解約割合の決定方法
その他の情報	解約方針および流動性管理ツールがELTIF規制の要件を満たしているかを評価するために、規制当局が関連すると判断したその他の情報
変更があった場合の報告(変更報告)	解約方針、解約割合の決定方法等の重要な要素を変更する場合には、原則として当該変更の少なくとも1カ月前までに、その内容
運用期間中の報告事項(随時報告)	- 解約請求に対応するために、流動性管理ツールを発動または使用したか否か、発動または使用した際の状況 - 例外時およびストレス時に実施した流動性ストレステストの最新結果、使用した仮定および入力値 - 当局報告後に、重要な変更が生じた場合には最新状況

ELTIF：組成・運用に係る規制（10/10）

ELTIFを終了するにあたり、どのように保有資産を売却するか事前に当局へ通知する必要がある

資産売却に関する事前通知義務

- ファンド存続期間の終了後に投資家へ返却するための資産処分について、遅くともELTIF終了日の1年前（期限）までに、当局に以下を通知する必要がある。
 - 潜在的な買手市場の評価
 - 想定される売却価格の評価・比較
 - 処分対象資産の評価
 - 資産処分のタイムフレーム
- 売却時の資産評価について、期限の6カ月前までに完了する必要がある。

潜在的な買手市場の評価において確認が要求される事項

- 市場に一人または複数の潜在的な買手がいるか否か
- 潜在的な買手が関連する資産の購入に際して、第三者からの資金調達に依存しているか否か
- 資産の潜在的な買手がない場合、潜在的な一人または複数の買手を見つけるために必要な期間
- 資産に関する特定の満期日
- 潜在的な買手の市場に影響を与える規制変更リスク
- 潜在的な買手の市場に影響を与える政治リスク
- 潜在的な買手の存在は、資産に関連する市場の経済環境に不利に影響を与えるか否か

ELTIF: 行為規制(1/3)

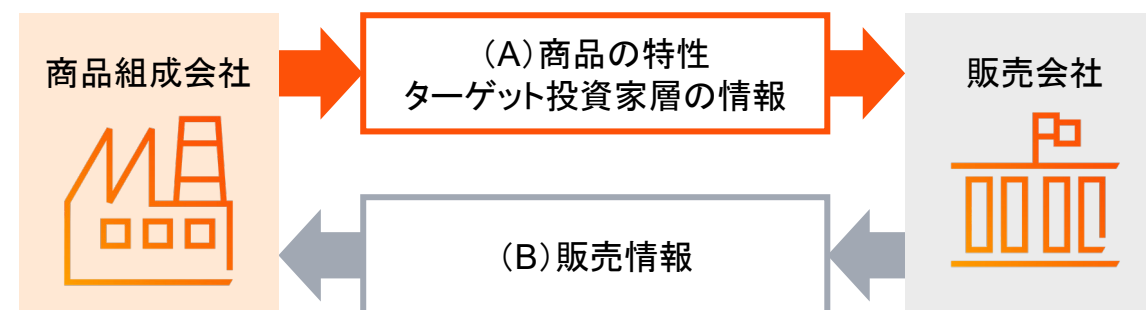
ELTIFをリテール投資家に販売する場合、管理会社(商品組成会社)と販売会社はプロダクトガバナンス態勢を構築する必要がある

利益相反

- 自己取引
 - ❑ ELTIFの管理会社が直接または間接に利害関係を有する適格投資資産に投資することが禁止されている。
 - ❑ ELTIFの管理会社が運用するELTIF、EuSEF、EuVECA、UCITSまたはEU AIFの持分の取得は例外として認められる。
- グループ会社における共同投資
 - ❑ ELTIFの管理会社、その管理会社と同一グループに属する企業および役職員は、次の条件をすべて満たす場合に限り、当該ELTIFに共同投資することまたは当該ELTIFと同一の資産に共同投資することができる。
 - ◆ ELTIFの管理会社が、利益相反を特定、防止、管理、監視するための組織上および管理上の体制を整備していること
 - ◆ 利益相反を適切に開示すること

※ELTIF規制は、MiFID規制に基づく行為規制に上乗せして適用される。

(参考) MiFID規制におけるプロダクトガバナンス態勢



(A) 販売に必要なすべての情報を販売会社へ提出

- ❑ 適切な販売チャネルの情報
- ❑ 商品承認プロセス
- ❑ ターゲット投資家層の分析結果
- ❑ 商品のサステナビリティ要因

(B) 事後分析に必要な情報を商品組成会社へ提供

- ❑ 当初想定していなかった投資家への販売情報
- ❑ 実際に商品を購入した投資家層のタイプ
- ❑ 購入した投資家からの苦情、質問、フィードバックのサマリー

ELTIF: 行為規制(2/3)

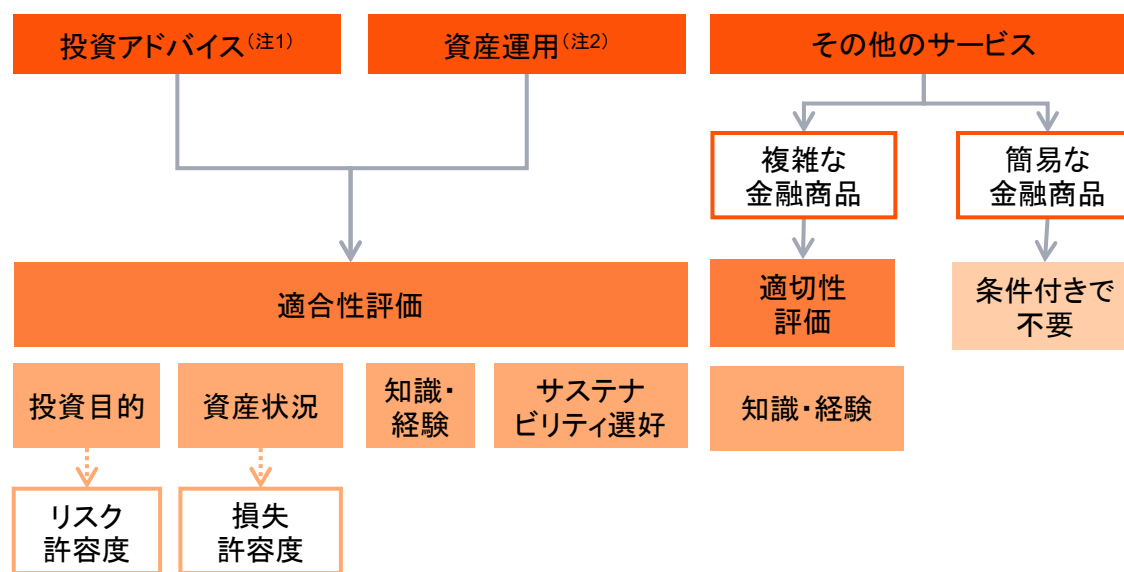
ELTIFをリテール投資家に販売する場合、投資家の知識・経験、財務状況、投資目的などを踏まえ、ELTIF規制に従って適合性評価を行う必要がある

ELTIF規制における追加の要求事項

- 同意書: 以下の全ての状況を満たす場合には、投資家がELTIFへの投資に伴うリスクを理解していることを示す同意書を取得する必要がある(適合性評価の結果、適合しないと判断された場合に追加で要求される)。
 - 適合性の分析が投資アドバイスの文脈で提供されていない(当該取引は投資アドバイスを伴わない)。
 - 上記に基づき行われた適合性の分析の結果、当該ELTIFがリテール投資家に適合しないと判断されている。
 - 当該リテール投資家が、当該ELTIFが自らに適合しないと判断されたにもかかわらず、取引を進めることを希望している。
- 警告文書: ELTIFの販売会社または管理会社は、リテール投資家へELTIFを販売する際には、(適合性評価の結果にかかわらず)以下を書面で伝える必要がある。
 - 存続期間が10年超の場合には、長期、非流動性の拘束に耐えられない投資家には当該ELTIFは不適切となり得る旨
 - マッチング機能があっても退出、解約を保証しない旨

※ELTIF規制は、MiFID規制に基づく行為規制に上乗せして適用される。

(参考) MiFID規制における適合性評価と適切性評価



(注1) 適合性報告書

金融機関は投資アドバイスを提供する際には、取引前に提供しようとする投資サービスの内容がどのように投資家の選好、目的、その他の特徴に適合しているかをまとめ、報告書としてリテール投資家に提出しなければならない。

(注2) 適合性継続診断書

金融機関は資産運用を提供する際には、継続的に投資がどのように投資家の選好、目的、その他の特徴に適合しているかをまとめ、報告書としてリテール投資家に提出しなければならない。

ELTIF: 行為規制(3/3)

ELTIFの規制当局は、ELTIFの管理会社がELTIF規制を遵守しなくなった場合には、「ELTIF」または「European long-term investment fund」という呼称の使用を禁止しなければならない

クーリングオフ

- **クーリングオフ:** リテール投資家は、募集期間中およびELTIF持分に関する申込契約に署名した日から起算して2週間以内に、いかなる違約金等も被ることなく、申込を撤回し、払込金額の返還を受けることができる。
- **苦情処理:** リテール投資家向けELTIFの管理会社は、リテール投資家からの苦情に対応するための適切な手続および体制を整備しなければならない。

(参考) MiFID規制における投資家区分

- **プロ投資家(実質プロ):** ①金融市場における各種認可企業(信用機関、投資会社、その他認可金融機関、保険会社、ファンドとその管理会社、年金ファンドとその管理会社など)、②貸借対照表総額、純売上高、資本などが一定の条件を満たす大企業、③政府、地方自治体、中央銀行、国際機関など、③金融商品投資を主に営む機関投資家
- **プロ投資家(プロ成り):** 次のテストのうち最低二つの条件を満たし、プロ投資家として取り扱われたい投資家(①関連する市場において、直近4四半期に平均で10件は取引していること、②金融商品の規模が50万ユーロを超えていること、③プロフェッショナルとして金融セクターで少なくとも1年は就労していること)
- **リテール投資家:** プロ投資家以外の投資家

違反時の責任

- **管理会社の責任:** ELTIFの管理会社は、ELTIF規制を遵守する責任を負う。また、ELTIF規制の違反については、AIFM指令に従い責任を負う。さらに、ELTIFの管理会社は、ELTIF規制の不遵守に起因して生じた損失または損害について責任を負う。
- **監督:** ELTIFの規制当局は、ファンドのELTIF規制の遵守について監督を行う責任を負う。また、ELTIFの管理会社の規制当局は、管理会社のELTIF規制の遵守について監督する責任を負う。ELTIFの規制当局は、ELTIF規制に遵守していないにも関わらず「ELTIF」の呼称を使用していないか監視する。
- **是正措置:** ELTIFの規制当局は、ELTIFの管理会社がELTIF規則を遵守しなくなった場合には、「ELTIF」または「European long-term investment fund」という呼称の使用を禁止しなければならない。

ELTIF：開示に係る規制(1/3)

欧州におけるファンドの開示で必要となる書類は、投資判断前の目論見書、KID(リテール投資家のみ)、継続開示書類としての年次報告書である

開示規制の概要

● 投資判断前の開示

- ❑ UCITSファンド、AIF、ELTIFともに、目論見書の開示が必要である。
- ❑ ELTIFをリテール投資家に販売する場合には、UCITSファンドと同様に事前にKID(重要情報文書)の開示が必要である。
- ❑ ELTIFの目論見書には、投資家が提案された投資および付随するリスクを十分に評価できるように必要な情報を含める必要がある。
- ❑ ELTIFの目論見書には、純資産総額に対する総費用比率を開示しなければならない。

● 継続開示

- ❑ UCITSファンド、AIF、ELTIFともに、監査済み年次報告書の開示が必要である。
- ❑ ELTIFの年次報告書には、キャッシュフロー計算書や投資資産の価値等特有の開示項目を追加する必要がある。

(参考)KID

- Key Information Document(以下、KID)とは、パッケージ型リテール投資および保険商品(Packaged Retail and Insurance-based Investment Products)で、契約締結前に無料で投資家に配布することが要求されている重要情報文書である。
- 投資家がより容易に投資商品の比較および理解をできるようにすることを目的としている。A4サイズかつ最大3ページで、販売資料と完全に独立した資料である。
- KIDにおいて開示が要求される項目
 - ❑ KID発行者の基本情報
 - ❑ 商品特性
 - ❑ リスクおよびリターンのプロファイル^(注1)
 - ❑ 損害賠償請求方法
 - ❑ 費用項目
 - ❑ 推奨される最低保有期間
 - ❑ 苦情の申し立て方法
 - ❑ その他関連情報

(注1)4つのシナリオ(ストレスシナリオ、望ましくないシナリオ、普通のシナリオ、望ましいシナリオ)を利用することが求められる。

ELTIF：開示に係る規制(2/3)

ELTIFへの投資は、投資家の全体的な投資ポートフォリオのうち、限られた割合にとどめるべきである旨を目論見書で注意喚起する必要がある

目論見書

開示項目	開示内容
一般的なファンドに要求される主な開示項目	委託機能、評価手続、流動性リスク管理、解約の権利(正常時と異常時)、どのように投資家を公平に扱っているか
長期性に関する説明	投資目的、投資戦略が、ファンドを長期性のあるものとして位置づける理由
投資可能資産	投資できる資産カテゴリー
投資可能法域	投資できる法域
存続期間、延長	存続期間、延長オプションおよびその条件
リテール向け販売	リテール投資家に販売する意図があるか否か
解約	法令および規約に基づく解約の権利
分配	存続期間中の分配の頻度とタイミング
注意喚起	ELTIFへの投資は、投資家の全体的な投資ポートフォリオのうち限られた割合にとどめるべきであるという助言
ヘッジ方針	デリバティブはヘッジ目的に限られること、その利用がリスクプロファイルに与え得る影響
実物資産	実物資産、インフラ資産への投資に関するリスク

目論見書(フィーダーファンドのケース)

開示項目	開示内容
フィーダー宣言	フィーダーファンドであること、恒久的に資産の85%以上をマスターELTIFに投資する旨
投資目的、投資方針	- フィーダーファンドの投資目的、投資方針、リスクプロファイル - フィーダーとマスターのパフォーマンスが同一か、異なる場合はその程度と理由
マスターファンドの概要	- マスターファンドの構造、投資目的、投資方針、リスクプロファイル - 目論見書の入手方法
契約	- フィーダーファンドとマスターファンド間で締結された契約書の要約 - リクエストがあればいつでもマスターファンドに関する必要な書類や情報を入手できる旨
マスターファンドの追加情報	投資家がマスターファンドの追加情報およびフィーダーファンドとマスターファンド間の契約書を入手する方法
手数料	- マスターファンドへの投資によりフィーダーファンドが負担または返還する費用 - フィーダーファンドとマスターファンドの総費用

ELTIF：開示に係る規制(3/3)

投資判断時および運用期間を通じて、投資家が十分かつ適切な理解に基づき判断できるように、長期・非流動性商品という特性を前提とした開示が必要となる

年次報告書

要求事項	開示内容
一般的なファンドに要求される継続開示項目	- 貸借対照表 - 損益計算書 - 活動報告 - 目論見書からの重要な変更 - 関連するメンバーの報酬 - ファンドから支払われたキャリドインタレスト(もしあれば)
ELTIFに追加で要求される継続開示項目	- キャッシュフロー計算書 - EU予算資金に関連した投資へ参加状況 - 各適格ポートフォリオ企業の価値、その他投資資産の価値、デリバティブの価値 - ELTIFの資産が所在する法域
リテール投資家向けに販売されるフィーダーELTIFに要求される継続開示項目	- フィーダーファンドとマスターファンドの総費用 - マスターファンドの年次報告書の入手方法

その他の開示項目

- リスク管理に関する追加開示
 - リテール投資家から請求があった場合には、リスク管理で適用している定量制限、採用した方法、資産カテゴリーごとの主要なリスクおよびリターンの推移に関する情報を提供する必要がある。
- 費用に関する開示
 - ①設立費用、②資産の取得に要した費用、③運用およびパフォーマンス報酬、④販売費用、⑤アドミニストレーター、規制当局、デポジタリー、カストディ、専門家、監査人に対する費用などを開示する必要がある。
 - 目論見書にはELTIFの純資産総額に対する総費用比率を開示しなければならない。

ELTIF：見直しの変遷

当初のELTIF規制は、制度の複雑さ、過度に厳格な投資制限（投資比率、分散、借入）およびリテール投資家向け販売に対する参入障壁が課題として認識され、当該課題に対応するための改正が行われた

改正の背景と概要

- 対象資産が限定的、実務で一般的な投資構造（FoF、少数持分での共同投資等）が利用できない等の制約が強く、投資家、資産運用会社ともに実用性が低かったため、实体经济向けの長期投資に資するように投資対象の範囲を拡大している。
- 投資比率、分散、借入に関する規制等が、長期・非流動性資産への投資を前提とする実務に適していなかったため、資金運用と投資戦略の柔軟性を高めた。
- 出口設計（原則クローズドエンド型）や最低投資額（10,000ユーロ）かつ最大投資額（全財産の10%まで）の制約により、リテール投資家にとって参入障壁が高かったため、リテール投資家のアクセスの見直しにより投資機会の裾野を広げた。

項目	ELTIF1.0	ELTIF2.0（リテール向け）	ELTIF2.0（プロ向け）
適格投資資産	非上場株式、小規模な上場株式、債券、ローン、実物資産	非上場株式、小規模な上場株式、債券、ローン、実物資産、ファンド、証券化商品	非上場株式、小規模な上場株式、債券、ローン、実物資産、ファンド、証券化商品
（適格投資資産としての）上場企業投資	時価総額5億ユーロ未満は可	時価総額15億ユーロ未満は可	時価総額15億ユーロ未満は可
適格投資資産への投資比率	資本の70%以上	資本の55%以上	資本の55%以上
単一資産への投資上限	資本の10%	資本の20%	なし
証券化商品への投資上限	認められない	資本の10%	なし
単一カウンターパーティへのデリバ上限	資本の5%	資本の10%	なし
借入上限	資本の30%	純資産総額の50%	純資産総額の100%
解約構造	クローズドエンド	原則クローズドエンド型 オープンエンド型も可（解約頻度は四半期以上を想定。最大解約割合の制限）	原則クローズドエンド型 オープンエンド型も可（解約頻度は四半期以上を想定。最大解約割合の制限）
リテール投資家の最低投資額	10,000ユーロ。最大投資額の制限あり（ELTIFへの投資は全財産の10%まで）	なし（最低投資額の制限撤廃）	-

LTAF: 枠組み

英国においては、EU離脱後に、UCITS規制、AIFM規制をベースとした国内法制を維持しつつ、ELTIF規制を置き換える形で、英国独自の長期性資産ファンド(Long-Term Asset Fund)規制が発展した

LTAF (Long-Term Asset Fund)

- 概要: 確定拠出年金(DC年金)など一部の投資家は、長期投資目的を有しているにもかかわらず、長期資産への投資ができない状況にある。LTAFは、長期・非流動性資産へ効率的に投資することを目的として設計された、新しいオープンエンド型ファンドである。
- 発効: 2021年11月発効。改正版が2024年12月発効(一定の条件下でリテール投資家へ拡大)
- 認可: LTAFの認可申込を規制当局へ行う必要がある。
- 規制対象: UK認可投AIFM(以下、管理会社)
- 投資家: プロ投資家、リテール投資家(条件あり)
- 適格投資資産: 非上場株式、プライベートデット、不動産、インフラ等の長期・低流動性資産
- ファンドの法形態(ビークル): 契約型、会社型、組合型
- 名称: LTAFとして認可を受けるファンドはその名称にlong-term asset fundまたはLTAFを含める必要がある。

LTAFとELTIFに関する規制のハイレベルな比較

	LTAF	ELTIF2.0
組成・運用	適格投資資産、投資制限、借入制限、リスク管理、解約方針、解約頻度、解約通知期間	適格投資資産、投資制限、借入制限、リスク管理、解約方針、解約頻度、最大解約割合
行為	利益相反、再委託、プロダクトガバナンス態勢、コンシューマーデューティー、適合性、適切性、投資家区分	利益相反、再委託、プロダクトガバナンス態勢、適合性、適切性、投資家区分
開示	目論見書、KID、年次報告、四半期報告、バリュート	目論見書、KID、年次報告

- 条文のリンク: [PS21/14: A new authorised fund regime for investing in LTAF](#)
- 改正版のリンク: [PS23/7: Broadening retail access to the LTAF](#)
- 主な英国金融行為規制機構(FCA)ハンドブックのリンク:

[COLL 15 Long-term asset funds](#)
[COBS 4 Communicating with clients, including financial promotions](#)
[COBS 10 Appropriateness for non-advised services](#)

LTAF: 組成・運用に係る規制

長期・非流動性資産を中心に幅広い投資を認める一方、慎重な分散、評価、解約などのガバナンス強化を前提に柔軟な設計を可能としている

投資対象資産・投資制限

- 適切なセーフガードを設けた上で、長期・非流動性資産に投資することができるオープンエンド型ファンドが英国には存在しなかった。
- 英国でELTIFの立上申請自体もなかったことから^(注1)、投資対象資産、投資制限を柔軟化する形でLTAF規制が成立した(表を参照)。

解約請求

- ファンドの投資戦略、流動性プロファイルおよび解約方針が相互に整合してなければならない。
- 解約頻度: 解約頻度は月1回を超えてはならない。
- 解約通知期間: 少なくとも90日以上でなければならない。
- 解約価額: 一定の評価時点において算定された純資産総額に基づき決定されなければならない。

(参考)英国における上場投資信託との比較^(注2)

英国にはLTAF以前から非流動性資産に投資するクローズドエンド型の上場投資信託が存在する。上場投資信託は、セカンダリーマーケットで他の投資家に売買できるという利点もある。他方、投資家が上場投資信託の持分を売却する際の価格は需給によって決定される。このため、上場投資信託の持分は上場投資信託の純資産総額に対してプレミアムまたはディスカウントで取引される場合がある。

(注1) FCA DP18/10 Patient Capital and Authorised Funds. 4.12.
<https://www.fca.org.uk/publication/discussion/dp18-10.pdf>

(注2) FCA DP18/10 Patient Capital and Authorised Funds. 2.16

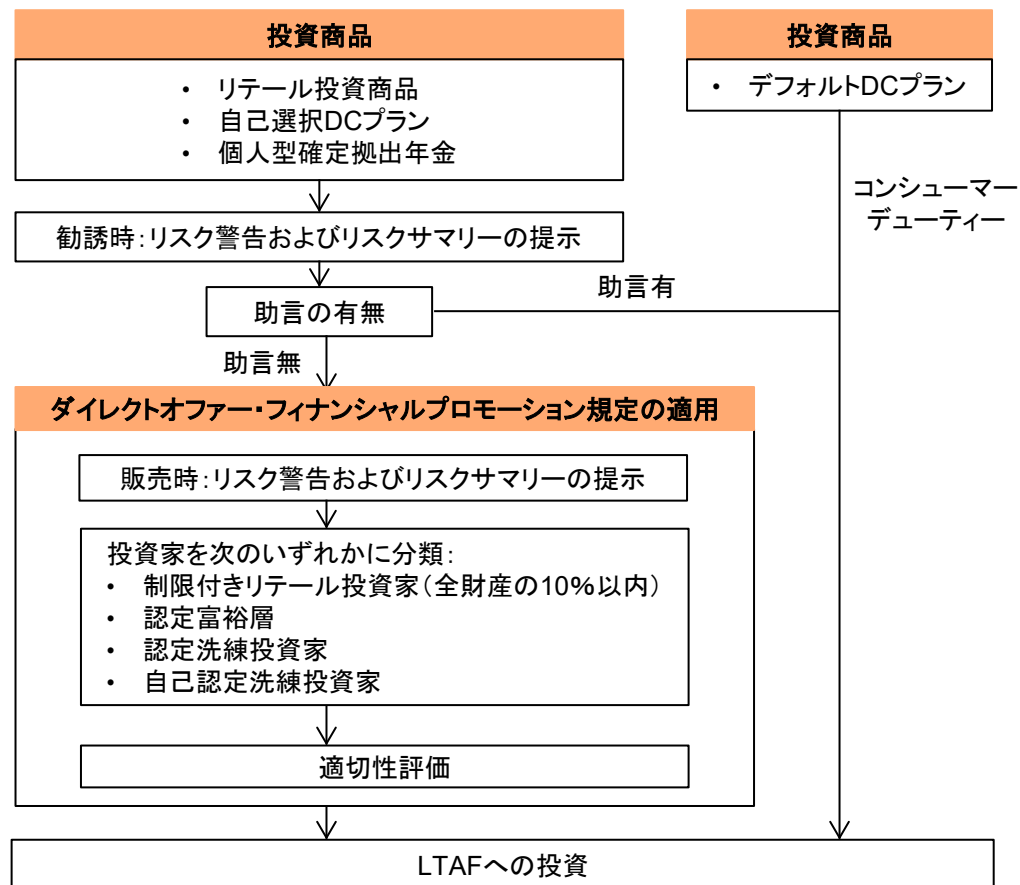
LTAFとELTIFの組成・運用に関するハイレベルな比較

	LTAF	ELTIF2.0
適格投資資産	非上場証券、ローン、実物資産等	非上場証券、ローン、実物資産等
ポートフォリオの構成要件	純資産総額の50%以上を適格投資資産へ投資する	資本(総資本および未使用コミットメントの合計)の55%以上を適格投資資産へ投資する
分散制限	プリンシプルベース(LTAFの投資戦略に即した慎重なリスク分散の確保)	同一発行体への投資は資本の20%まで(プロ向けELTIFは制限なし)
借入制限	純資産総額の30%まで	純資産総額の50%まで(プロ向けELTIFは100%まで)
FoF	投資可能。投資先ファンドの他ファンドへの投資比率は15%まで(LTAFへの投資を除く) ^(注3)	投資可能。投資先ファンドの他ファンドへの投資比率は10%まで
デリバティブ	デリバティブのエクスポージャーの総額は純資産総額まで	店頭デリバティブのエクスポージャーは資本の10%まで(プロ向けELTIFは制限なし)

(注3) LTAFは特別目的事業体(SPV)等を通じて投資することが多く、その最終投資先の性質から、循環投資リスクは限定的である。そこで投資先ファンドが投資している他ファンドがLTAFの場合には、15%の制限を適用しない改正が行われた。

LTAF: 行為規制(1/4)

助言を伴わないでリテール投資家にLTAFを販売する場合、金融機関は申立書を入手した上で、適切性の評価を行う必要があり、助言を伴って販売する場合には、コンシューマーデューティーを果たす必要がある



主な内容

- 助言を伴ってLTAFをリテール投資家に販売する場合、金融機関はコンシューマーデューティーを果たす必要がある^(P33参照)。
- 助言を伴わないでLTAFをリテール投資家に販売する場合、金融機関はリスク警告とリスクサマリーを表示すること^(P34参照)、投資家区分に必要な所定の申立書を入手すること^(P35参照)、適切性評価を実施することが必要である。

(参考) 英国の自動加入制度とデフォルトアレンジメント

- 自動加入制度: 英国では2008年の年金法改正により、企業の雇用主に対し、従業員を企業型DCに自動加入させることを義務付けた。
- デフォルトアレンジメント: 英国では企業型DCに対して、デフォルトアレンジメント(何も選ばなかった人のための標準の投資の枠組み)を設定することを義務付けている。
- 2023年の職域年金法改正により、デフォルトアレンジメントの投資原則として非流動性資産に投資するか否かを検討する必要がある。非流動性資産に投資する場合には直接投資かファンドを通じた投資か、投資しない場合にはその理由を投資原則に記載する必要がある。

(出典) PS23/7: Broadening retail access to the long-term asset fund.
<https://www.fca.org.uk/publications/policy-statements/ps23-7-broadening-retail-access-long-term-asset-fund>

LTAF: 行為規制(2/4)

金融機関は、リテール投資家により成果をもたらすために行動しなければならないというコンシューマーデューティーを果たす必要がある

金融機関はFCAが定める最上位の行為原則を遵守する必要がある。2022年7月にFCAは、新原則コンシューマーデューティー(A new Consumer Duty)に関する規則とガイダンスを公表した。金融機関はリテール投資家に対して、①忠実に対応すること、②予見される害を避けること、③金融目的の追求を可能にし、サポートすることが必要である。

アウトカム	主な要求事項(PS22/9)	LTAFにおける留意事項(PS23/7)
商品とサービス	- 商品組成会社は、商品のターゲット投資家層を十分な粒度で特定し、定期的に見直すこと - 販売会社は、商品ごとのターゲット投資家層に応じた販売方針を取りまとめ、定期的に見直すこと - 商品組成会社は適時に適切な情報を販売会社へ提供し、販売会社は適切な販売情報を商品組成会社の求めに応じて提供すること	- 投資家区分プロセスの遵守 - 制限付きリテール投資家に対する10%ルールの適用 - 年金投資家に対する過度なエクスポージャー防止措置 - 適切性および適合性原則の適用 - 個人型確定拠出年金における非標準資産としての分類
価格と価値	- 商品組成会社は、リテール投資家へ公正な価値(fair value)が提供されることを確かめ、定期的に分析すること - 販売会社は、リテール投資家に公正な価値を提供できる取り決めを設けない限り、その商品を販売してはならない	- LTAFの販売会社は、ファンド運営に係るコストが、リテール投資家に対して公正な価値を提供する商品であることと整合しているかどうかを検討 - LTAFの運用会社は、ファンドから支払われるコストが、リテール投資家に提供される全体としての価値に照らして正当化できるか少なくとも年1回評価を実施
投資家の理解	- 金融機関は、リテール投資家のニーズに合致し、リテール投資家に理解され、リテール投資家の効果的、適時かつ適切な意思決定を可能にするようなコミュニケーションを実践すること - 金融機関は、リテール投資家の最良のアウトカムをサポートしているか確認するために、リテール投資家とコミュニケーションする前にコミュニケーションを分析し、コミュニケーションした後にコミュニケーションのインパクトを定期的にモニタリングすること	- 明確かつ正確なリスク警告 - 適切性評価 - LTAFの年金投資家が退職時期に近づく中での非流動性通知
投資家へのサポート	- 金融機関は、リテール投資家のニーズに合致し、リテール投資家が商品合理的に予想できるようにサポートすること - 金融機関は、リテール投資家が製品やサービスのライフサイクル中に不当な障壁(不当な追加費用を含む)に直面しないようにすること	- LTAFには、商品ライフサイクルの特定の段階において投資家行動を必要とする複雑な特徴を含んでいる場合がある - LTAFの解約を希望する投資家に対して、取引プロセスを十分に理解できるよう支援することが重要である

LTAF:行為規制(3/4)

LTAFをリテール投資家へ販売するためには、リスク警告およびリスクサマリーを示す必要がある

リテール投資家への販売

LTAFを販売するには、FCAが定めた定型文言のリスク警告とリスクサマリーを必ず示す必要がある。

(参考)リスク警告レビュー報告書

- 概要: 英国投資協会が主導して、リスク警告文言およびリスクサマリーを実証分析した結果を取りまとめている。
- 公表: 2026年4月公表
- 主要な発見事項: 現行の標準化されたリスク警告は、初心者層を誤解させ投資意欲を萎縮させる一方で、経験者層には無視されがちである。
- 推奨事項: ①リスク開示は文脈を踏まえたものであり、かつバランスの取れたものであるべき、②消費者とのすべてのコミュニケーションは、明確で分かりやすい言葉とすべき、③消費者とのコミュニケーションにおける記載内容はメリハリがあり、信頼性が高く、かつ実効性があるべき、④リスクメッセージは、消費者の投資判断プロセス(カスタマージャーニー)に沿って適切に組み込まれるべき

(出典) The Investment Association. Supporting a New Retail Investment Culture. 2026年4月.
[Risk Warnings Review Report.pdf](#)

リスク警告文言

『これは高リスク投資であり、資産の売買に長期間かかる場合があります。資金が戻るまでに(場合によっては数年)待てる場合にのみ投資してください。運用成績が悪くても保護は受けられません。』

リスクサマリーのテンプレート(抜粋)

『想定読了時間: 約2分』

本投資は、損失が生じる可能性があるため、FCAは高リスク投資であると考えています。

主なリスクは何ですか？

1. 長期投資を前提とする必要があります
2. 早期に解約する場合、資金はすぐに戻りません
- 本LTAFは、受益権の解約申請は月1回のみ受け付けることができ、さらに、解約価額が確定し資金を受け取るまでに90日の通知期間があります
3. 利益を得るまでに長期間を要します
4. 分散投資を行ってください
- 一般的な目安として、高リスク投資への投資額は全資産の10%を超えないことが望ましいとされています
5. 問題が生じた場合でも十分な保護を受けられない可能性があります』

LTAF: 行為規制(4/4)

LTAF販売にあたり、リテール投資家を一般リテール投資家、制限付きリテール投資家、認定富裕層、認定洗練投資家、自己認定洗練投資家に細かく区分している

LTAFの商品カテゴリー

- FCAは金融商品を以下の表にある3つのカテゴリーに分類している。下段にいくほど販売制限が強まっていく。
- LTAF規制導入時において、LTAFをNMMIとして分類していた。2024年改正時にLTAFをRMMIへ分類を変更したことにより、一般リテール投資家、制限付きリテール投資家への販売が可能となった。

カテゴリー	概要および該当例	販売制限
容易に換金可能な証券 Readily Realisable Securities (RRS)	・ 上場証券(ロンドン証券取引所に上場されている株式や債券) ・ UCITSファンド	販売制限はない
制限付きマスマーケット投資 Restricted Mass Market Investment (RMMI)	・ 容易に換金不能な証券(証券取引所に上場されていない株式や債券) ・ ピア・ツー・ピア(P2P)契約 ・ 暗号資産 ・ LTAF	特定の制限下で、リテール投資家に対する販売が可能である
非マスマーケット投資 Non-Mass Market Investment (NMMI)	・ メインストリームではないファンド(未認可ファンド) ・ 投機的非流動証券(投機的ミニ債券)	リテール投資家に対する販売は禁止されている

(出典) PS23/7: Broadening retail access to the long-term asset fund.
<https://www.fca.org.uk/publications/policy-statements/ps23-7-broadening-retail-access-long-term-asset-fund>

LTAF販売における投資家区分	定義	LTAF販売可否
一般リテール投資家	プロ投資家、制限付きリテール投資家、認定富裕層、認定洗練投資家、自己認定洗練投資家に分類されない投資家	助言を伴えば可
制限付きリテール投資家	所定の「制限投資家申立書」により、高リスク投資への投資額を全財産(自宅・年金除く)の10%以内に抑える等の制限を受け入れる投資家	可
認定富裕層	直近12カ月以内に所定の「富裕層申立書」により、年収100,000ポンド以上または全財産(自宅・年金除く)が250,000ポンド以上を満たすことを示した投資家	可
認定洗練投資家	過去36カ月以内に十分な知識を有すると認定を受け、かつ直近12カ月以内に所定の「洗練投資家申立書」により、当該基準を満たすことを示した投資家	可
自己認定洗練投資家	直近12カ月以内に所定の「洗練投資家申立書」により、プライベートエクイティ会社での就業実績や複数の非上場株式への投資実績などの基準を満たすことを示した投資家	可
プロ投資家	投資判断を行い、当該投資に伴うリスクを適切に評価するのに十分な経験、知識および専門性を有する事実上のプロ投資家またはプロ成り投資家	可

LTAF：開示に係る規制

LTAFは他の英国リテール投資家向けファンドと同様に、バリュートレポートを毎年公表する必要がある

開示書類

- 事前開示書類
 - 目論見書：ファンド概要、投資目的、投資対象資産、リスク、関係者の役割と義務、評価、報酬、設定解約などを含んでいる必要がある。
 - 重要情報文書：リテール投資家に販売する場合には、重要情報文書(KID)を発行しなければならない。
- 定期開示書類
 - 管理会社は、LTAFの年次報告書、半期報告書、四半期報告書を作成する必要がある。
- 特徴的な開示項目は以下の通りである。
 - コストが提供価値に見合うかの結論と是正措置(バリュートレポート)
 - 資産の評価、デューデリジェンス、利益相反、流動性管理を含む年次レビューの結果(管理会社による年次レビュー)
 - 四半期報告期間中に実行され、LTAFが保有する結果となった取引の概要(四半期報告のみ)

(参考)バリュートレポート(Value Assessment Report)

管理会社に対して、ファンドへの報酬に見合った価値を提供しているか年次で評価、報告する義務を課している。具体的には、下記の7項目にしたがって投資家に対して報酬に見合った総合的な価値を提供しているか評価する必要がある。

項目	内容
サービスの質	・ 投資家に提供されたサービスの範囲と品質
パフォーマンス	・ 目論見書に記載された全ての費用控除後のパフォーマンスを評価 ・ パフォーマンスは投資目的、方針および戦略に応じた適切な期間に基づき評価
ファンドのコスト	・ 管理会社に支払われる報酬について、それらの報酬に関連するサービスを提供するために必要なコスト ・ 関連会社または第三者に直接支払われるコストに関して、当該支払額がサービス提供のコストとなる
規模の経済	・ 資産運用に関する直接および間接コストについて規模の経済を考慮して節約、便益を獲得できているか ・ 規模の経済はファンドの価値、持分の購入または償還に伴うサイズの拡大または縮小を考慮
比較可能な市場報酬率	・ 管理会社によって提供されたサービス(管理会社以外の者が提供したサービスも含む)について比較可能な市場報酬率
比較可能なサービス	・ 管理会社(関連会社含む)が投資家へ提供する他の比較可能な報酬とサービス ・ 比較可能な規模および類似した投資目的と方針を持つ機関投資家向けサービスを含む
シェアクラス	・ 類似する権利を有する他のシェアクラスよりも高い報酬率が課されるシェアクラスを投資家が保有することの合理性

LTAF:見直しの変遷

LTAFを通じてリテール投資家へ長期の非流動性資産への投資機会を拡大した

見直しの背景(CP22/14からの抜粋)

- 長期の非流動性資産には、ベンチャーキャピタル、プライベートエクイティ、プライベートデット、不動産およびインフラストラクチャーが含まれる。これらの資産は、投資に伴うリスクを負担できる投資家にとって、有用な代替的な投資機会を提供し得るものである。また、適切に設計・運用された投資ビークルを通じて長期の非流動性資産に投資できることは、経済成長の支援や低炭素経済への移行を促進する上でも重要である。これらの投資は、上場株式や債券から成る分散ポートフォリオと比べて損失リスクが高い場合があるが、即時の流動性が限定されることの対価として、より高い長期的リターンをもたらす可能性がある。
- 当初、LTAFの販売は、プロ投資家、洗練された投資家、富裕層に限定されていた。これらの投資家は、投資提案が自らに適しているかどうかを判断することができる。
- 一部のリテール投資家は、分散投資の追求またはより高いリターンを求めて、非伝統的な投資を志向する場合がある。LTAFは、高度な運用基準の下で管理される分散型の投資提案を可能にするものとなり得る。
- したがって、追加的な投資家保護措置を講じつつ、LTAFの販売をより多様なリテール投資家のカテゴリーへ拡大することとした。

主な見直し箇所

- **商品カテゴリー**:LTAFの受益権を、非マスマーケット投資(Non-Mass Market Investment:NMMI)から、制限付きマスマーケット投資(Restricted Mass Market Investment:RMMI)へと再分類する。これにより、マスマーケットのリテール投資家に加え、自己選択型の確定拠出年金(DC年金)および個人型確定拠出年金も、LTAFに投資することが可能となった。
- **リスク警告、リスクサマリー**:RMMIへの再分類に伴い、リテール投資家に対してLTAFをマーケティングする金融機関は、リスク警告およびリスクサマリーの提供を行う必要がある。
- **適切性評価**:LTAFを販売する金融機関は、LTAFへの投資を希望するすべてのリテール投資家に対して、適切性評価を実施しなければならない。
- **10%テスト**:助言を伴わないリテール投資家に対して、LTAFを含む非制限付きマスマーケット投資へのエクスポージャーが、投資可能資産の10%以内に抑えられていることを確認する必要がある。
- **コンシューマーデューティー**:金融機関は、リテール投資家への対応方針を策定するにあたり、コンシューマーデューティーの規則およびガイダンスについても考慮すべきである。

ELTIFとLTAFの比較

厳格な投資制限とリテール投資家向け参入障壁を取り除くために、リテール向けELTIFとプロ向けELTIFへ改正したLTAFはプロ投資家向けに発展したのちに、販売規制を改正することでリテール投資家へアクセスを拡大した

項目	ELTIF2.0(リテール向け)	ELTIF2.0(プロ向け)	LTAF
適格投資資産	非上場株式、小規模な上場株式、債券、ローン、実物資産、ファンド、証券化商品	非上場株式、小規模な上場株式、債券、ローン、実物資産、ファンド、証券化商品	非上場証券、ローン、実物資産等
(適格投資資産としての)上場企業投資	時価総額15億ユーロ未満は可	時価総額15億ユーロ未満は可	なし
適格投資資産への投資比率	資本の55%以上	資本の55%以上	純資産総額の50%以上
単一資産への投資上限	資本の20%	なし	プリンシプルベース(慎重なリスク分散)
証券化商品への投資上限	資本の10%	なし	プリンシプルベース(慎重なリスク分散)
単一カウンターパーティへのデリバ上限	資本の10%	なし	純資産総額
借入上限	純資産総額の50%	純資産総額の100%	純資産総額の30%
解約構造	原則クローズドエンド型。オープンエンド型も可(解約頻度は四半期以上を想定。最大解約割合の制限)	原則クローズドエンド型。オープンエンド型も可(解約頻度は四半期以上を想定。最大解約割合の制限)	オープンエンド型を前提(解約頻度は1カ月以上。最低90日の解約通知期間)
リテール投資家の最低投資額	なし(最低投資額の制限撤廃)	-	なし

ELTIF、LTAF：当局における枠組みのレビュー

EUおよび英国では、制度の運用状況や成果について、レビューの視点および評価項目が具体的に示されている

ELTIF

- 2030年4月までに欧州委員会は、長期資金がEUの実体経済に供給されるというELTIFの目的を果たしているか規制の適用状況を分析し、ESMAと協議の上で、欧州議会および欧州理事会に報告書を提出する。
- 主な検証項目
 - ELTIF がEU域内においてどの程度販売されているか
 - ELTIF認可に関する規定の適用状況
 - 適格投資資産および投資対象の一覧、ポートフォリオ構成および分散要件、集中制限、借入金の上限について、更新の必要性
 - 適格投資資産に関する投資比率制限の適用が、資産分散に与える影響
 - 利益相反に関する規定の更新の必要性
 - 解約に関する規定の適用状況、その適用がELTIFの解約方針および存続期間に与える影響
 - 開示要件が適切か否か
 - ELTIFの持分の販売に関する規定が適切であり、リテール投資家を含む投資家を十分に保護しているか

LTAF

英国においては、EUのELTIF規則のように、制度ごとの適用状況や成果を一定期限までにレビューすることを法的に義務付けた条文は存在しない。一方で、政策文書において、何をもって制度上の成功と考えるか、継続的なレビュー項目および評価指標が示されている。

- 成功の定義：一定数のLTAFが組成され、当該投資が適切であるリテール投資家の幅広い層に対して提供されていること
- 継続的なレビュー項目：LTAFの組成状況、販売状況、認可LTAFの主要な特徴（投資戦略、流動性および解約プロファイル、ターゲット市場等）
- 評価指標（例）：リスク警告およびリスクサマリーに関する規定、制限付きリテール投資家がLTAFへの投資を投資可能資産の10%以内に抑えることについて同意している旨の証跡等、販売プロセスに関する規定の遵守状況

EuVECAおよびEuSEFの枠組み

EUには小規模AIFMのためのスタートアップに対する資金供給として、欧州ベンチャーキャピタルファンド、欧州社会的起業ファンドの枠組みがある

EuVECA (European Venture Capital Funds)

- 概要: EuVECA規制は、中小企業(SMEs)を含むEU域内の企業の成長およびイノベーションを促進することを目的とした制度である。この制度は、EuVECAとしても知られる欧州ベンチャーキャピタルファンドのラベルを導入するとともに、EU単一の規則書に基づいて、管理会社がEU全域でファンドを設立・販売できるようにするための措置を定めている。
- 発効: 2013年5月発効
- 規制対象: 運用資産が5億ユーロを超えないEU域内AIFM(以下、管理会社)
- 投資家: プロ投資家(最低10万ユーロの投資)
- 適格投資資産: 499人以下の非上場企業が発行する株式等
- ファンドの法形態(ビークル): 契約型、会社型、組合理
- 条文のリンク: [Regulation 2013/345-EuVECA-EUR-Lex](#)
- 英国版のリンク: [The Venture Capital Funds \(Amendment\) \(EU Exit\) Regulations 2019](#)

EuSEF (European Social Entrepreneurship Funds)

- 概要: この規制は、欧州の社会的企業に焦点を当てたファンドを識別するための欧州社会的起業ファンド(EuSEF)というラベルを導入する制度である。これにより欧州社会的起業ファンドが投資を呼び込みやすくすることを目的としている。
- 発効: 2013年5月発効
- 規制対象: 運用資産が5億ユーロを超えないEU域内AIFM(以下、管理会社)
- 投資家: プロ投資家(最低10万ユーロの投資)
- 適格投資資産: 非上場で社会的貢献を事業目的としており、利益を主としてその目的を達成するために使用することを定款に明記している企業が発行する株式等
- ファンドの法形態(ビークル): 契約型、会社型、組合理
- 条文のリンク: [Regulation 2013/346-EuSEF-EUR-Lex](#)
- 英国版のリンク: [The Social Entrepreneurship Funds \(Amendment\) \(EU Exit\) Regulations 2019](#)

EuVECA: 組成・運用に係る規制(1/2)

運用者は規制の要件を満たすことで、「EuVECA」ラベルでEU域内でファンドをマーケティングすることができる

組成

- **規制対象会社**: ①運用資産総額が5億ユーロを超えていないこと、②EU域内で設立されていること、③EU域内の規制当局にAIFMとして登録されていること、④適格ベンチャーキャピタルファンドのポートフォリオを運用していること、という全ての条件を満たしたファンドの管理会社が本規制の対象になる。
- **資格 (designation)**: 規制の要件を満たすファンドの管理会社は、EU域内で適格なベンチャーキャピタルファンドをマーケティングするにあたり、「EuVECA」というラベルを使用する権利を有している。管理会社はファンドのマーケティングに「EuVECA」の名称を使用する意図がある場合、加盟国の管轄当局に通知し、管理会社、ファンド、マーケットする国の情報等を提供しなければならない。
- **投資家**: プロ投資家、最低10万ユーロの投資を約束し、かつ、投資に関する契約とは別に投資に伴うリスクを認識していることを書面で明記したリテール投資家

適格投資資産、組入れ比率

- **適格ベンチャーキャピタルファンド**: ①総資本および未使用コミットメントの少なくとも70%を適格投資資産に投資する意向を示していること、②総資本および未使用コミットメントの30%を超えて、適格投資以外の資産取得に使用しないこと
- **適格投資資産**: 以下のいずれかの金融商品を指す
 - 適格ポートフォリオ企業 (①その株式が取引所に上場されてなく、かつ、従業員が499人以下の企業、あるいは、②該当企業が中小企業であり、中小企業成長市場に上場されている) によって発行された株式
 - 既に適格ベンチャーキャピタルファンドが投資している適格ポートフォリオ企業に対して提供している担保付きまたは無担保のローン
 - 既存株主から取得する適格ポートフォリオ企業の株式
 - 適格ベンチャーキャピタルファンドの持分

EuVECA: 組成・運用に係る規制(2/2)

健全かつ透明な評価プロセスをファンドの設立規則に定め、少なくとも年次で資産を評価する必要がある

運営

- **業務体制**: 管理会社は、常に十分な自己資本(当初最低資本は5万ユーロ)を有し、ファンドの適切な管理のために必要とされる適格な人員および技術的資源を有している必要がある。
- **業務運営**: 管理会社は、運用する適格ベンチャーキャピタルファンドに関して、①誠実、公正かつ適切なスキル、注意をもって活動を行うこと、②投資家および適格ポートフォリオ企業の利益に合理的に影響を与えると予想される不正行為を防ぐための適切な方針および手続を構築すること、③運用するファンドと投資家の最善の利益、市場における誠実性を促進するように事業を行うこと、④投資の選定および継続的なモニタリングに相当な注意義務を払うこと、⑤投資する企業に関する十分な知識と理解を持つこと、⑥投資家を公正に扱うこと、⑦ファンドの設立規則等に優遇措置が記載されていない限り、特定の投資家のみが優遇を受けることがないようにすることが必要である。

利益相反、再委託、評価

- **利益相反**: 管理会社は、利益相反を特定したうえで、回避しなければならない。もし利益相反を回避できない場合には、利益相反を管理・監視し、迅速に開示し、ファンドおよびその投資家の利益に悪影響を及ぼさないようにし、管理するファンドが公正に扱われることを確保しなければならない。
- **再委託**: 管理会社は、第三者へ権限を委託しても、管理会社のファンドまたは投資家に対する責任は免れない。管理会社は、適格ベンチャーキャピタルファンドの管理会社とみなされなくなり、いわゆるレターボックス・エンティティとなるほど権限を委託してはならない。
- **評価**: 評価規定は、ファンドの設立規則等に定められ、健全かつ透明な評価プロセスを確保する必要がある。また、資産の評価が適切に行われ、少なくとも年次で評価されることを確保する必要がある。

EuVECA：開示に係る規制

ファンドの投資戦略やリスクプロファイルを投資家に事前に開示する必要がある

開示・監査

- **投資家開示**: 管理会社は、投資決定前に投資家に対し、右記の項目を明確かつ理解しやすい形で通知しなければならない。管理会社は投資家の求めに応じて、以下の年次報告書を投資家へ提供しなければならない。
- **当局報告**: 管理会社は、会計年度終了後 6 カ月以内に、管理する各適格ベンチャーキャピタルファンドの年次報告書を規制当局に提出しなければならない。年次報告書には、ファンドのポートフォリオ構成、活動、ファンドの監査済み財務書類、ファンド終了時に得た利益、ファンド存続期間中に分配した利益（該当がある場合）を記載しなければならない。
- **監査**: ファンドは少なくとも年に1回監査を受けなければならない。

開示項目	開示内容
管理会社	概要およびその他業務提供会社の概要
自己資本	管理会社の自己資本額
投資戦略	投資を意図している企業の種類、投資を意図している他の適格ベンチャーキャピタルファンドおよびその投資先企業の種類、非適格投資、採用しようとしている投資方法、投資制限
リスク	ファンドのリスクプロファイル、ファンドが投資する資産や運用手法に関連するリスク
評価	ファンドの評価手続、資産評価のための価格設定方法、投資先企業の評価に用いる手法
報酬	管理会社の報酬の算出方法
費用	関連する費用とその最大額
パフォーマンス	過去の適格ベンチャーキャピタルファンドのパフォーマンス（もしあれば）
その他業務	投資先企業における事業の開発、成長、またはその他の継続的な運営を促進するために、管理会社が提供する事業支援サービスおよびその他支援活動（特に支援しない場合にはその説明）
変更	ファンドが投資戦略または投資方針またはその両方を変更する手続の説明

EuVECA、EuSEF、ELTIFの比較

EuVECA規制、EuSEF規制は、AIFMD規制の全面適用を免除されている小規模管理会社が投資を呼び込みやすくすることを目的としている

- EuVECA規制とEuSEF規制は運用資産が5億ユーロを超えないAIFMD規制の全面適用を免除されているEU域内AIFM(小規模登録AIFM)を対象とする。ELTIF規制はEU当局に認可されたAIFMを対象とする。
- EUのファンドはEuVECA規制、EuSEF規制、ELTIF規制を遵守することで、EuVECA、EuSEF、ELTIFとそれぞれ名乗ることができる。

項目	EuVECA	EuSEF	ELTIF2.0(リテール向け)
適格投資資産	非上場株式、中小企業成長市場に上場している中小企業	測定可能でポジティブな社会的インパクト達成を目的とする非上場株式	非上場株式、小規模な上場株式、債券、ローン、実物資産、ファンド、証券化商品
(適格投資資産としての)上場企業投資	中小企業成長市場に上場している中小企業は可	特になし	時価総額15億ユーロ未満は可
適格投資資産への投資比率	資本の70%以上	資本の70%以上	資本の55%以上
単一資産への投資上限	特になし	特になし	資本の20%
証券化商品への投資上限	(適格投資資産以外への投資上限は)資本の30%	(適格投資資産以外への投資上限は)資本の30%	資本の10%
単一カウンターパーティへのデリバ上限	特になし	特になし	資本の10%
借入上限	特になし	特になし	純資産総額の50%
解約構造	クローズドエンド型 オープンエンド型	クローズドエンド型 オープンエンド型	原則クローズドエンド型 オープンエンド型も可(解約頻度は四半期以上を想定。最大解約割合の制限)
リテール投資家の最低投資額	100,000ユーロ	100,000ユーロ	なし(最低投資額の制限撤廃)

ルクセンブルクのELTIFにおける税制(1/3)

ルクセンブルクのELTIFは一般に、ルクセンブルクのSICAV SCAとして設立され、UCI法Part IIを遵守することでPart II ファンドとしてリテール投資家に販売される

ルクセンブルクにおけるELITFの概要

ELTIFは一般に、ルクセンブルクのSICAV SCA(株式合資会社による有限責任組合: partnership limited by shares)として設立される。2010年12月17日ルクセンブルク法(集合投資制度に関する法律)Part IIの適用を受ける。

(参考)ルクセンブルクにおける主なファンドの枠組み(ラベル)

	UCI Part I	UCI Part II	SIF	RAIF
EU法	UCITS	AIF	AIF	AIF
ルクセンブルク法	UCI法	UCI法	SIF法	RAIF法
CSSF監督	有	有	有	無(AIFMを監督)
投資家	制限なし	制限なし	プロのみ	プロのみ
法形態 (ビークル)	契約型 会社型	契約型 会社型	契約型 会社型 組合理	契約型 会社型 組合理

(ルクセンブルク法)

UCI法: Law of 17 December 2010 concerning undertakings for collective investment

SIF法: Law of 13 February 2007 on specialized investments funds

RAIF法: Law of 23 July 2016 on reserved alternative investment funds

ルクセンブルクにおけるビークルの概要

ルクセンブルクでは、ELTIFはSICAV SCAの法形式が一般的であるものの、以下の法的形態でも設立されうる。

- 会社型: SICAV/SICAF (SA、SCA、Sàrl)
 - SCA : Société en Commandite par Actions (株式合資会社)
 - SA : Société Anonyme (公開有限責任会社)
 - Sàrl : Société à responsabilité limitée (私的有限責任会社)

(注)

- ◆ SICAV : Société d'Investissement à Capital Variable (可変資本投資会社)
- ◆ SICAF : Société d'Investissement à Capital Fixe (固定資本投資会社)

- 契約型: Fonds Commun de Placement (FCP)
- 組合理: SCSp、SCS、SNC
 - SCSp : Société en commandite spéciale (特別リミテッドパートナーシップ)
 - SCS : Société en commandite simple (普通合資会社)
 - SNC : Société en Nom Collectif (一般パートナーシップ)

ルクセンブルクのELTIFにおける税制(2/3)

ビークル単位での課税はなく、投資家レベルにおいて、会社型の場合にはその分配・譲渡時に、契約型・組合型の場合にはパススルー(組合で生じた損益を投資家に帰属させる)として課税される

会社型ビークル(例:SICAV SCA)の課税概要

- 課税方法:
 - 規制対象の投資ファンド(例:UCI/SIF/RAIF)として組成される場合、ファンドレベルで課税なし
 - 投資家レベルで分配金・キャピタルゲインに対して課税(個人:最高45.78%、法人:23.87%)
- 報告義務:FATCA(Foreign Account Tax Compliance Act)/CRS (Common Reporting Standard)報告(口座情報を自国の税務当局に報告する制度)、DAC(Directive on Administrative Cooperation)6報告(租税回避スキームの報告義務)

契約型ビークル(FCP)の課税概要

- 課税方法:
 - ファンドレベルで課税なし(パススルー)
 - 投資家レベルでパススルー課税
- 報告義務:FATCA/CRS報告、DAC6報告

組合型ビークル(SCSp、SCS、SNC)の課税概要

- 課税方法:
 - ファンドレベルで課税なし(パススルー)
 - 投資家レベルでパススルー課税
- 報告義務:FATCA/CRS報告、DAC6報告

ルクセンブルクのELTIFにおける税制(3/3)

規制対象の投資ファンド(例:UCI/SIF/RAIF)として組成される場合、一般に法人税、事業税、富裕税、キャピタルゲイン課税は免除される。適格ELTIFの場合、サブスクリプション税も免税の対象となる

ELTIFの課税上の恩典

- 規制対象の投資ファンド(例:UCI/SIF/RAIF)として組成される場合、一般に法人税、事業税、富裕税、キャピタルゲイン課税は免除される。
- 適格ELTIF(※)の場合、サブスクリプション税(純資産総額に対して四半期ごとに一定率で課税する制度)も免税の対象となる。

(※)ELTIF規則の要件(AIF該当性、EU認可を受けた管理会社であるAIFMによる運用、プロダクト要件の遵守および必要なELTIF認可の取得(CSSF(The Commission de Surveillance du Secteur Financier。ルクセンブルクの規制当局)への質問票提出等を含む))を満たすことが前提となる。

ELTIFの課税の変遷

- 規制対象の投資ファンドに対する、法人税、事業税、富裕税、キャピタルゲイン課税についての免税措置は従来から規定されていた。
- ルクセンブルグにおけるELTIFの税制について規定されたのは2023年7月の適格ELTIFに対するサブスクリプション税(純資産総額に対して四半期ごとに一定率で課税する制度)の免除措置であり、他の税制優遇措置はない。
- 将来の税制の展望等については、現時点で公表されていない。

英国のLTAFにおける税制(1/3)

英国のLTAFは一般に、OEIC(オープンエンド型投資法人)として設立される。投資家レベルにおいて、会社型・信託型の場合には分配・譲渡時に、組合型の場合にはパススルー(組合で生じた損益を投資家に帰属させる)として課税される

ビークルの概要

- LTAFは一般に、OEICとして設立されることが一般的である。
- LTAFは次の法的形態で設立されうる:
 - 信託型: Authorised Unit Trust(AUT)
 - 会社型: Open-ended Investment Company(OEIC) (別名 Investment Company with Variable Capital(ICVC))
 - 組合型: Authorised Contractual Scheme(ACS)。原則として、ACSはリミテッドパートナーシップとして組成、または契約スキーム(投資家(ユニットホルダー)、運用会社(オペレーター)、保管者)として組成される(一般的)。

会社型ビークル(信託型ビークルも同様)

- 課税方法:
 - ファンドレベルで法人税が課されるが、利息分配(債券運用中心のファンドの分配)については費用扱いであり、株式配当・キャピタルゲインがファンドで課税されないことから実質的に課税なし
 - 投資家レベルで分配金・キャピタルゲインに対して課税
 - ◆ 個人: 利息分配で最高45%、配当分配(利息分配以外のファンドの分配)で最高39.35%、キャピタルゲインに最高24%
 - ◆ 法人: 25%
- 報告義務: ファンドレベルで税務申告および投資家への通知義務

組合型ビークル

- 代表的なビークル: ACS
- 課税方法:
 - ファンドレベルで課税はなく、投資家レベルでパススルー課税
- 報告義務: 当局への報告義務はないものの投資家の課税所得を通知する義務

英国のLTAFにおける税制(2/3)

実質的に多数に所有されている一定の要件を満たすOEICおよびAUTはファンドレベルでLTAFの課税上の恩典を受ける

LTAFの課税上の恩典

実質的に多数に所有されていること(Genuine Diversity of Ownership: GDO) として一定の要件(※)を満たすLTAFに該当するOEICおよびAUTは以下の課税上の恩典を受ける。

- 法人税の特別税率: 20% (通常の法人税率25%)
- キャピタルゲイン: 免税

(※)GDOの要件

1. 原則

会計期間中に次の3つをすべて満たすこと。

- 文書上の要件: ファンドの目論見書に以下が含まれていること
 - ファンド持分は広く入手可能である旨の記述
 - 想定される投資家カテゴリーの明記
 - マネージャーはマーケティング条件の要件に従い、持分を市場に提供しなければならないことの明記
- 制限の禁止: 想定される投資家のカテゴリー指定やファンド参加を制限・阻害するような条項が存在していないこと

iii. 実務上のマーケティング要件: 以下を満たすこと

- ファンドについて想定投資家に十分広く認知されるようマーケティングされていること
- 想定される投資家に該当する者がマネージャーに連絡することで、ファンドの情報を入手し持分を購入できること

2. 例外(簡便的方法)

LTAFの目論見書が2021年12月9日以前に公開されている場合、またはLTAFの株式または持分の少なくとも70%が、「関連投資家」またはマネージャー(マネージャーの役割として)によって保有されている場合、GDO条件を満たしたとみなされる。

「関連投資家」には以下の者が含まれる。

- GDO条件を満たした認可ユニットトラストの受託者またはマネージャー
- 自身がGDO条件を満たすオープンエンド型投資会社(OEIC)
- FSMA 2000 (Financial Services and Markets Act 2000。英国の金融サービスおよび金融市場の規制について定める法律)の認可を受けた長期保険業を営む者(法人の場合はクロスカンパニー(5人以下または取締役である持分保有者に支配される法人)でないもの)
- 主権免除により法人税や所得税が課されない者
- 投資規制を受けない年金スキームの受託者、マネージャーまたは管理者

英国のLTAFにおける税制(3/3)

投資家レベルの恩典として2026年4月からLTAFは株式型ISAの対象となる

LTAFの課税上の恩典(続き)

LTAFは、2026年4月からStocks & Shares(株式型)ISAの対象商品となり、ISA(個人貯蓄口座)内で保有されている場合、投資家はこれらの投資から発生するすべての所得、分配金、および譲渡益に対し所得税およびキャピタルゲイン税が免除され、投資家はこれらの所得や利益をHMRC(His Majesty's Revenue and Customs。英国における税と社会保障の歳入等を所管する当局)に報告する義務を負わない。なお、ISAで保管するためには、年齢や居住要件、年間拠出限度額(現在20,000ポンド)の要件があり、また、ISA対象商品である必要がある。

LTAFの課税の変遷

- LTAFとして独自の税制はなく、認可投資ファンド(AIF)の税制が適用される。
- 2022年からLTAF(OEIC、AUT)はTax Elected Fund(TEF)制度の選択を可能とすることでファンドレベルでの課税を軽減し、実質的に投資家に課税することが可能となった。
- 2026年4月6日以降、LTAFは株式型ISAへ組み入れが可能になった。
- 将来の税制の展望等については、現時点で公表されていない。

ルクセンブルクにおけるELTIFにおける税制の詳細(1/3)

会社型ビークルにおける主な課税制度

項目	
ビークルの種類	• Société en Commandite par Actions (株式合資会社。SCA) : パートナースhipと株式会社のハイブリッド型で最も代表的なビークル • Société Anonyme (公開有限責任会社。SA) • Société à responsabilité limitée (私的有限責任会社。Sàrl) : 非公開の有限責任会社形態
上場/非上場	非上場が一般的
ファンドレベルの課税	規制対象の投資ビークル(例: UCITS/SIF/RAIF)として組成される場合、免税(法人税、利子・配当・キャピタルゲインなど)サブスクリプション税(純資産総額に対して四半期ごとに一定率で課税する制度)については、ELTIF認可を条件に免税
税務上の透明性	不透明(opaque)
ルクセンブルク居住の個人投資家への課税	分配金は課税所得が高くなるほど税率が高くなる累進税率を採用し、最高45.78%(源泉税はなし) 持分譲渡によるキャピタルゲインについては取得後6カ月以内の譲渡の場合、短期キャピタルゲインとして累進税率により課税(最高45.78%)、6カ月超保有後の譲渡の場合、原則非課税
ルクセンブルク居住の法人投資家への課税	通常の法人税制で課税(地方税込みで23.87%)(源泉税はなし) 資本参加免税(一定の子会社株式からの配当・譲渡益に対する免税措置)は、非課税規制ファンドには一般に不適用
二重課税排除	ファンドレベルで非課税であるため、ファンドレベルで租税条約適用による税の減免の適用は原則不可(外国で発生した源泉税はコストとなる)
税務報告義務	• サブスクリプション税に対する四半期報告(免除措置あり) • FATCA/CRS報告(口座情報を自国の税務当局に報告する制度) • DAC6報告(租税回避スキームの報告義務)など

ルクセンブルクにおけるELTIFにおける税制の詳細(2/3)

契約型ビークルにおける主な課税制度

項目	
ビークルの種類	Fonds Commun de Placement(共有型投資ファンド。FCP)
上場/非上場	非上場が一般的
ファンドレベルの課税	原則パススルー(ただし国際課税ルールであるリバースハイブリッドルールの適用あり) サブスクリプション税(ただし、ELTIF認可を条件に免税)
税務上の透明性	パススルー扱い(ファンドで生じた収益・費用は投資家で直接生じたものとして課税)
ルクセンブルク居住の個人投資家への課税	投資家でパススルー課税(ファンドで生じた収益・費用は投資家で直接生じたものとして課税) (配当については累進税率(最高45.78%)、キャピタルゲインについては6カ月超保有は原則非課税)
ルクセンブルク居住の法人投資家への課税	投資家でパススルー課税(ファンドで生じた収益・費用は投資家で直接生じたものとして課税) (原則、通常の法人税制(23.87%)、一定の子会社株式からの配当およびキャピタルゲインは一定の場合資本参加免税)
二重課税排除	パススルー扱いのため、ファンドレベルで二重課税排除はない(投資家レベルで租税条約の適否を判断)
税務報告義務	会社型と同様

ルクセンブルクにおけるELTIFにおける税制の詳細(3/3)

組合型ビークルにおける主な課税制度

項目	
ビークルの種類	• Société en commandite spéciale (特別リミテッドパートナーシップ。SCSp) • Société en commandite simple (普通合資会社。SCS) • Société en Nom Collectif (一般パートナーシップ。SNC)
上場/非上場	非上場が一般的
ファンドレベルの課税	原則パススルー(ただし国際課税ルールであるリバースハイブリッドルールの適用あり) サブスクリプション税(ただし、ELTIF認可を条件に免税)
税務上の透明性	パススルー扱い(ファンドで生じた収益・費用は投資家で直接生じたものとして課税)
ルクセンブルク居住の個人投資家への課税	投資家でパススルー課税(ファンドで生じた収益・費用は投資家で直接生じたものとして課税) (配当については累進税率(最高45.78%)、キャピタルゲインについては6カ月超保有は原則非課税)
ルクセンブルク居住の法人投資家への課税	投資家でパススルー課税(ファンドで生じた収益・費用は投資家で直接生じたものとして課税) (原則、通常の法人税制(23.87%)、一定の子会社株式からの配当およびキャピタルゲインは一定の場合資本参加免税)
二重課税排除	パススルー扱いのため、ファンドレベルで二重課税排除はない(投資家レベルで租税条約の適否を判断)
税務報告義務	会社型と同様

英国におけるLTAFにおける税制の詳細(1/3)

会社型ビークルにおける主な課税制度

項目	
ビークルの種類	Open-Ended Investment Company(オープンエンド型投資会社。OEIC)
上場/非上場	非上場が一般的
ファンドレベルの課税	原則としてファンドレベルで法人税が20%課される。 ・ポートフォリオ収益の60%以上を利息収入で占めるファンド(債券ファンド)は、投資家への分配(利息分配)が費用認識されるため、実質的に法人税を負担しない。利息分配以外の分配(配当分配)については、費用認識できない。 ・配当については太宗が非課税であり、株式や不動産の譲渡益についても非課税のため、株式のみを運用するファンドは実質的に法人税を負担しない。 ・株式や債券の混合ポートフォリオについて、その収益に占める利息収入の割合が60%未満の場合、利息分配が費用にならないため、法人税が課される。 Tax Elected Fund(TEF)制度(所得を投資家にストリームすることによりファンドレベルの課税なし)の選択も可。
税務上の透明性	不透明(Opaque)
英国居住の個人投資家への課税	インカムゲインについては、分配金受け取り時に所得税課税される(利息分配の場合、最高税率45%。配当分配の場合、最高税率39.35%)。 Unitの売却にかかるキャピタルゲインは最高税率24%
英国居住の法人投資家への課税	配当分配はファンドが得た所得の性質を維持したまま投資家に帰属させるコーポレートストリーミングルールにより課税部分と非課税部分に分けられる。利息分配は法人税課税対象となる。課税部分について、法人税25%が課される。
二重課税排除	ファンドレベルで外国税額控除の適用が可能(租税条約の適用も可能)
税務報告義務	ファンドレベルで税務申告義務あり。分配の際、投資家が税務申告のために必要な情報を提供する義務あり

英国におけるLTAFにおける税制の詳細(2/3)

信託型ビークルにおける主な課税制度

項目	
ビークルの種類	Authorised Unit Trust (AUT)。2026年4月30日時点で英国FCA規制によりLTAFのAUTは存在しない
上場/非上場	非上場が一般的
ファンドレベルの課税	会社型と同様
税務上の透明性	会社型と同様
英国居住の個人投資家への課税	会社型と同様
英国居住の法人投資家への課税	会社型と同様
二重課税排除	会社型と同様
税務報告義務	会社型と同様

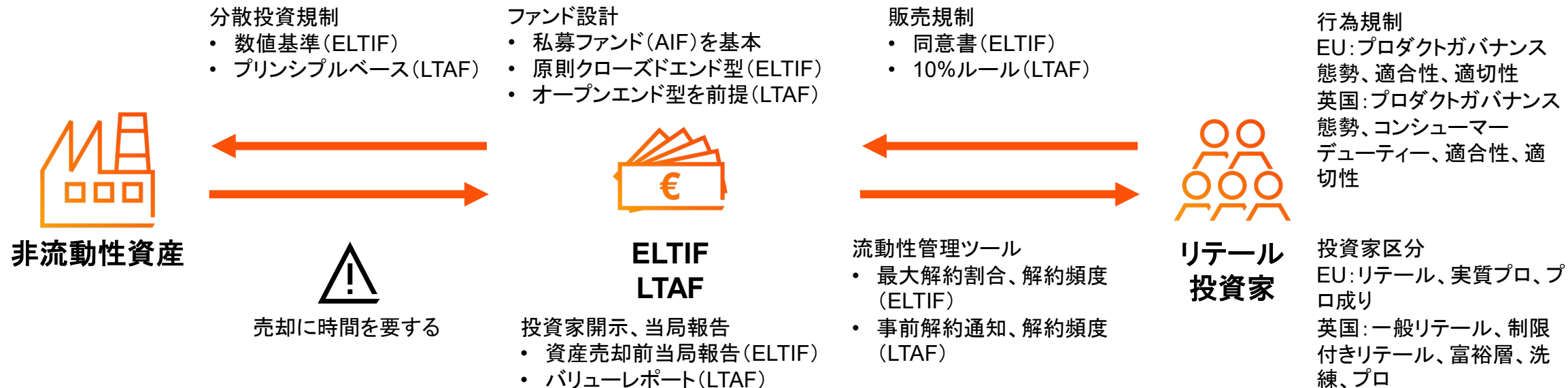
英国におけるLTAFにおける税制の詳細(3/3)

組合型ビークルにおける主な課税制度

項目	
ビークルの種類	Authorised Contractual Scheme(認可契約スキーム。ACS) ACSのうち、English Limited Partnership(リミテッドパートナーシップ。ELP)とCo-ownership ACS(共有所有スキーム)がある。 ACSは機関投資家向けに設計(100万ポンドの最低投資額等の規制あり)
上場/非上場	非上場が一般的
ファンドレベルの課税	なし(原則としてパススルー課税。ただしCo-ownership ACSのキャピタルゲインについては不透明)
税務上の透明性	パススルー扱い(ファンドで生じた収益・費用は投資家で直接生じたものとして課税。Co-ownership ACSはキャピタルゲインについて不透明である点でELPと差異あり)
英国居住の個人投資家への課税	インカムについては投資家でパススルー課税(ファンドで生じた収益・費用は投資家で直接生じたものとして課税) キャピタルゲインは、ELPの場合パススルー認識だが、Co-ownership ACSの場合は持分の売却時に認識
英国居住の法人投資家への課税	同上
二重課税排除	パススルー扱いのため、ファンドレベルで二重課税排除はない(投資家レベルで判断)
税務報告義務	パートナーシップとして課税所得を計算してパートナーに通知する義務

欧州ファンドの規制体系(まとめ)

ELTIF・LTAFにおける主な投資家保護の規制



EUのファンドはELTIF規制を遵守することでELTIFと名乗ることができる。また、英国のファンドはLTAF規制を遵守して当局認可を取得した場合にはLTAFと名乗らなければならない。したがって、ELTIF、LTAFともにファンドラベルの規制とも言える。

ELTIF規制、LTAF規制ともに私募ファンド規制をベースに、リテール投資家への販売を認めている。非流動性資産に投資するELTIF、LTAFをリテール投資家に販売するにあたっては、投資家区分に応じた販売規制がある。特に助言を伴わないでLTAFをリテール投資家に販売する場合に、投資家に全財産の10%までしか投資できないと宣誓させるLTAF規制は特徴的である。

ファンドをオープンエンド型にした場合、リテール投資家からの解約請求に応じるため、流動性ミスマッチを回避することが重要になる。流動性ミスマッチを回避する流動性管理ツールとして、ELTIF規制は四半期以上の解約を想定し、最大解約割合を規制している。LTAF規制は90日の事前解約通知と1か月以上の解約頻度を要求することで、投資家保護を図っている。

2

欧州ファンドの市場 動向と実務

2章の概要

2章では、ELTIF・LTAFの市場動向、サンプルファンドの概要、確定拠出年金(DC年金)からLTAFへの投資実務、オペレーション上の課題を取り上げる。

まずELTIF・LTAFの市場動向について、EUにおけるUCITS・AIFのファンド市場、ELTIF・LTAFの年度別推移、ELTIFの投資家属性について取り上げる。2024年1月から適用されたELTIF2.0を契機として、ELTIFの本数が増加している。また、ELTIFの多くはプライベートデット、インフラストラクチャー、プライベートエクイティに多く投資していて、スタートアップ企業への投資はわずかである。

次にサンプルファンド3本(ELTIF2本、LTAF1本)について、目論見書からファンドの概要、解約条件等をまとめ、年次報告書や月次報告書などからファンドが投資しているポートフォリオの状況をまとめる。欧州投資基金がEuVECAに出資しているため、投資の概要をまとめる。直近でELTIFのゲート発動事例について、ファンドの概要とゲート発動の背景を取りまとめる。

英国では官民グループのプロダクティブファイナンス・ワーキンググループ(以下、PFWG)がLTAF投資を促進するために、様々なガイダンスを公表している。その中から伝統資産のポートフォリオに非流動性資産を組み入れた場合の仮想ポートフォリオ分析、DC年金からLTAFへ投資する際における流動性管理ガイドブックの内容を取り上げる。当該ガイドブックには、DC年金から流動性の低い資産へ投資するストラクチャー例、アセットクラスごとの流動性の低い資産を流動化させるために要する平均時間が掲載されている。また、DC年金から非流動性資産への投資を促すためのオープンエンド型ファンドとしてLTAFが導入されたことから、英国で自動加入制度が導入された以降に設立された中小企業向けDC年金であるNESTの概要とポートフォリオの状況をまとめる。

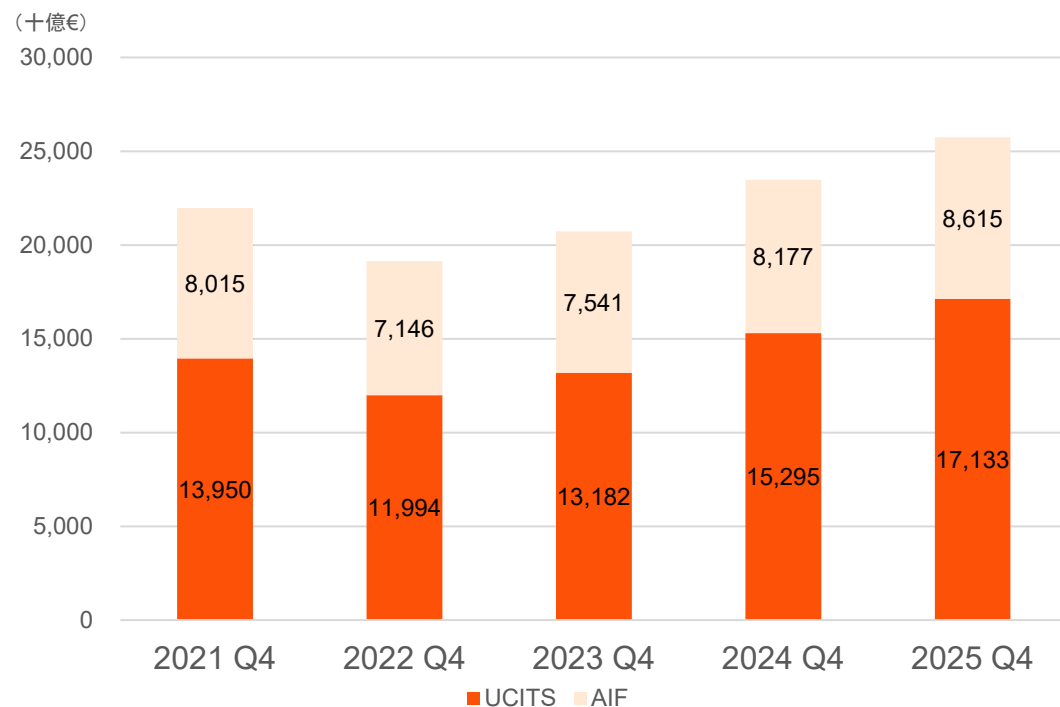
さらに非流動性資産の評価に関して、規制当局からの評価原則、業界団体の評価ガイドライン、実務者ヒアリングから留意事項をまとめる。

最後にオペレーション上の課題について、2025年にPwCルクセンブルク法人が公表した報告書、2025年に欧州委員会が公表した委託研究報告書、規制当局、業界団体、実務者に対して行ったヒアリング結果からオペレーション上の課題を取り上げている。

EUのファンド市場

EUのファンド市場は、2025年Q3末のAUMが24.5兆ユーロに達し、2030年までの年平均成長率を5.6%と予測している

UCITSおよびAIFのAUM推移(年度別推移) (注1)



EUにおけるファンドの市場動向

- UCITS(主に公募ファンド)およびAIF(主に私募ファンド)の合計運用資産残高(AUM)は2022年に市場価格の下落により、一時下落したものの、2024年末には約23.4兆ユーロ(UCITS:約15.3兆ユーロ、AIF:約8.2兆ユーロ)へ拡大し、過去最高を更新している。さらに2025年Q4末に合計AUMは約25.7兆ユーロ(約30.3兆米ドル)に達し、拡大基調が続いている。
- 2025年Q3末の米国の合計AUMは約47.2兆米ドル、日本の合計AUMは約2.7兆米ドルである(注2)。
- PwCは、2030年までににおける全世界合計AUMの年平均成長率を6.2%、欧州を5.6%と予測している(注3)。

(出典) 注1: EFAMA. Asset Management Monthly Fact Sheet (2022, 2023, 2024, 2025). 閲覧日: 2026年4月30日 <https://www.efama.org/previous-monthly-and-quarterly-statistics>

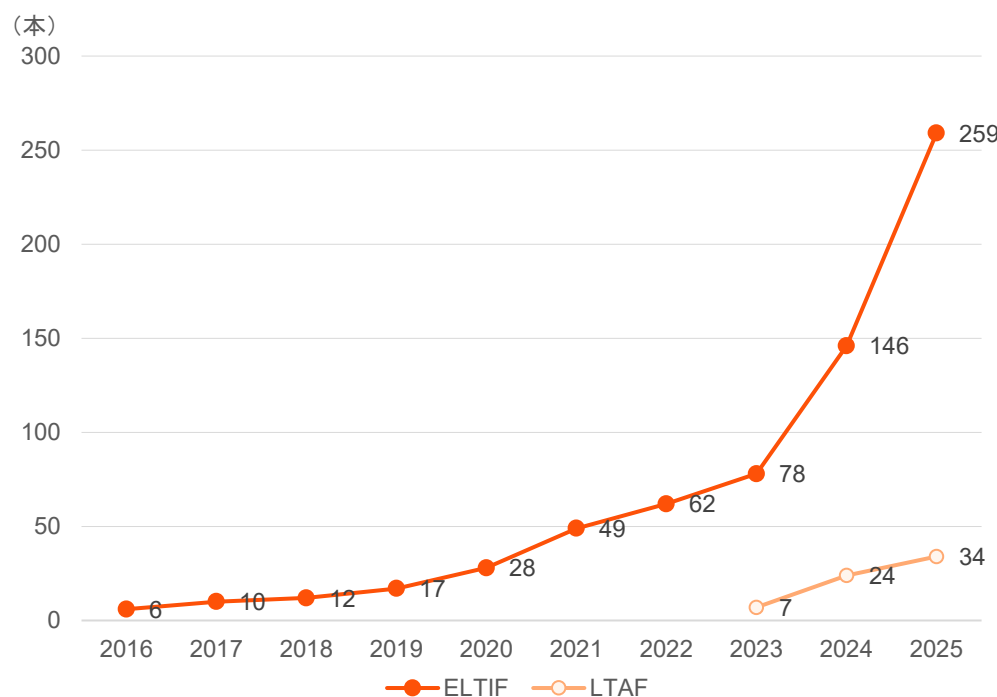
注2: IIFA. Industry Statistics. 閲覧日: 2026年4月30日 https://iifa.ca/page/industry_statistics

注3: PwC. AWM Revolution 2025. <https://www.pwc.com/gx/en/issues/transformation/asset-and-wealth-management-revolution.html>

ELTIF、LTAFの年度別推移(数)

EUおよび英国市場における長期・非流動資産ファンドについて、制度改革を背景としてファンド本数が増加傾向にある

ELTIFおよびLTAFのファンド累積登録本数(年度別推移) (注1,2)



(出典) 注1: ESMA. Register of authorised European long-term investment funds. 閲覧日: 2026年4月30日 <https://www.esma.europa.eu/document/register-authorised-european-long-term-investment-funds-eltifs>

注2: FCA. Fund Search. 閲覧日: 2026年4月30日 <https://register.fca.org.uk/s/fund-search?q=LTAF&type=product>

注3: IIFA. Industry Statistics. 閲覧日: 2026年4月30日 https://iifa.ca/page/industry_statistics

注4: ESMA. List of Registers - AIF/EuSEF/EuVECA funds. 閲覧日: 2026年3月31日 https://registers.esma.europa.eu/publication/searchRegister?core=esma_registers_funds

注5: FCA. Other registers - Venture Capital Funds (RVECA). 閲覧日: 2026年3月31日 <https://register.fca.org.uk/s/resources>

EUおよび英国市場における長期・非流動資産ファンドの状況

- 2025年Q3末のオープンエンドのファンド本数は、EU市場で60,757本^(注3)、英国市場で3,071本^(注3)である。また、2025年末のELTIFのファンド数は259本、LTAFは34本である。2024年1月から適用されたELTIF2.0を契機として、ELTIFの本数が増加している。
- ベンチャーキャピタルファンド枠組みの利用状況について、欧州では、EuVECAファンドが2026年3月末時点で910本、EuSEFが24本^(注4)、英国ではRVECAファンド(英国版EuVECAであるRegistered Venture Capital Fund)が77本^(注5)となっている。

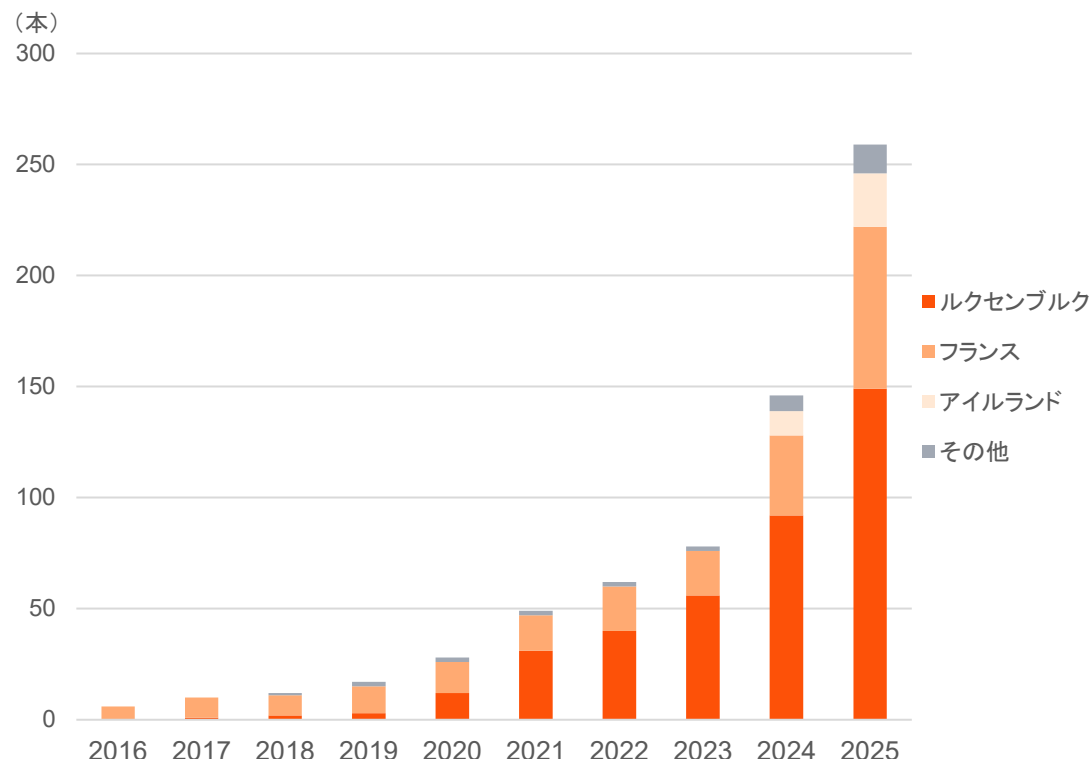
(データの集計方法)

- 欧州証券市場監督局(ESMA)のELTIFファンド一覧、FCAのLTAFファンド一覧の情報にもとづいて、ファンドの設定日から年度別推移を作成した(承認日データがないイタリア籍ELTIF(13本)を除く)。

ELTIFの年度別推移(国籍)

オルタナティブ資産を扱うアドミニストレーターが多いルクセンブルクと税制優遇があるフランスで多くのELTIFが組成されている

各国の年度別のELTIFファンドの推移(注1)



(出典) 注1: ESMA. Register of authorised European long-term investment funds (ELTIFs). 閲覧日: 2026年4月30日 <https://www.esma.europa.eu/document/register-authorised-european-long-term-investment-funds-eltifs>
注2: European Commission. Study of barriers to, and drivers of, the scaling-up of funds investing in innovative and growth companies. 閲覧日: 2026年4月30日
<https://op.europa.eu/en/publication-detail/-/publication/6531d67f-a978-11f0-89c6-01aa75ed71a1/language-en>

EUにおける国別比較

- 2025年末におけるELTIFファンド総数(256本)のうち、ルクセンブルク籍ELTIFは150本、フランス籍ELTIFは73本、アイルランド籍ELTIFは23本である。ファンド設立国としてファンド管理会社、ファンドアドミニストレーターが多いルクセンブルク籍ELTIFとアイルランド籍ELTIFが多いのが特徴である。実務者ヒアリングによると、税制上の優遇措置によりフランス籍ELTIFがフランスで普及している。
- 欧州委員会の調査報告書によると(注2)、EuVECAの管理会社は、ドイツにおける私募ファンドの管理会社169社のうち30社、フランスは137社のうち1社、オランダは101社のうち17社である。

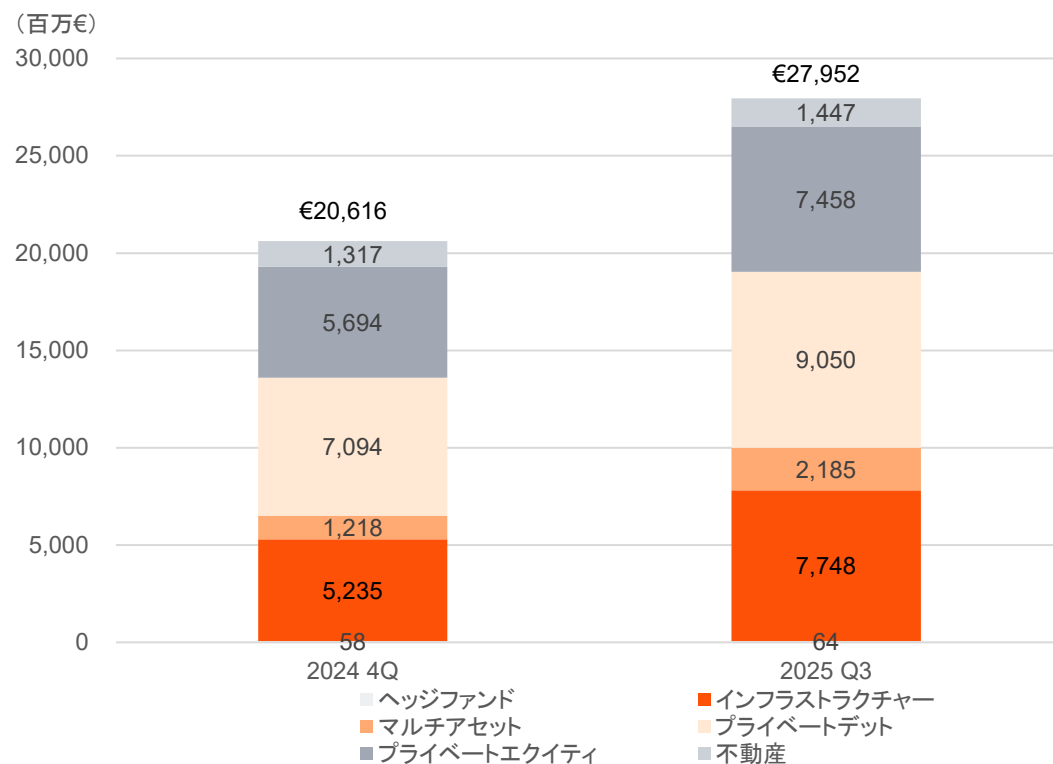
(データの集計方法)

- ESMAのELTIFファンド一覧の情報にもとづいて、ファンドの国籍から年度別推移を作成した(承認日データがないイタリア籍ELTIF(13本)を除く)。

ELTIFのAUM推移(アセットクラス別)

ELTIFで残高が多いアセットクラスは、プライベートデット、インフラストラクチャー、プライベートエクイティである

ELTIFのAUM推移(アセットクラス別) (注2)



(出典) 注1: ESMA. Costs and Performance of EU Retail Investment Products 2025. https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2026-03/ESMA50-1949966494-4065_Market_Report_-_Costs_and_Performance_of_EU_Retail_Investment_Products.pdf

注2: EFAMA. Asset Management In Europe. December 2025. <https://www.efama.org/sites/default/files/files/asset-management-report-2025-v2.pdf>

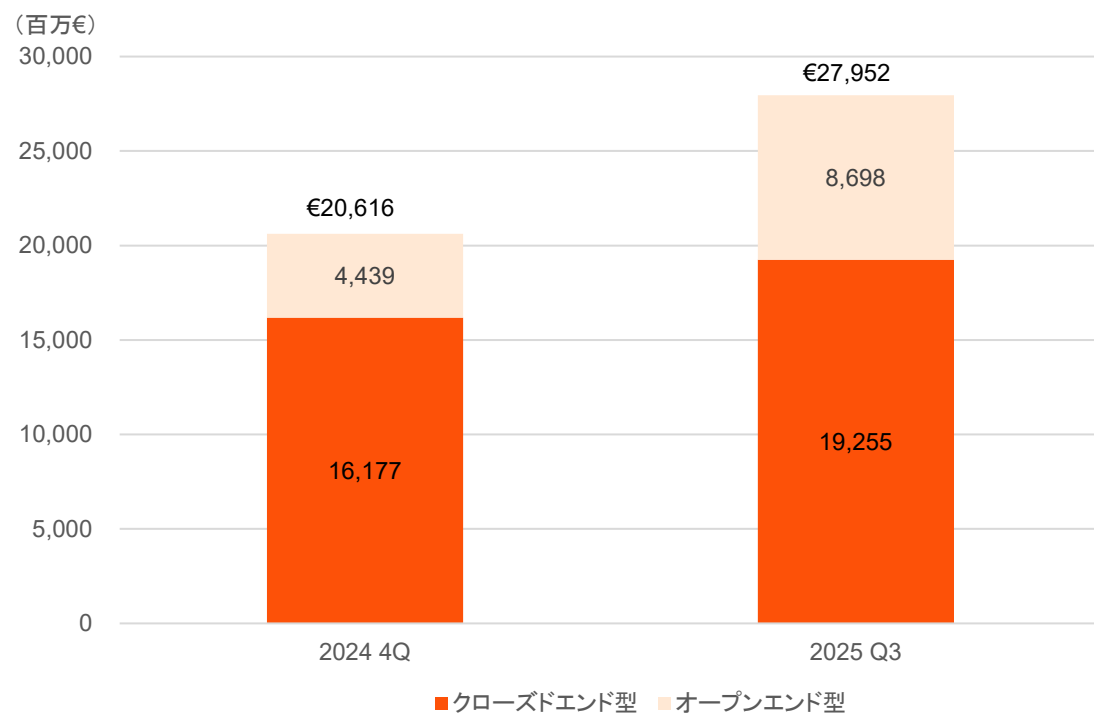
ELTIFの市場動向

- 欧州証券市場監督局(ESMA)のレポートによると(注1)、ELTIFの新規設定は近年急増しており、ELTIF規制の適用開始後の新規設定ファンドのうち、62%が2024年または2025年に設定されたものである。プライベートエクイティに分類されるELTIFは、2024年において最も高いリターン(10%)を報告した。
- 欧州投資信託協会(EFAMA)のレポートによると(注2)、2024年第4四半期から2025年第3四半期にかけて、マルチアセット型ELTIFは79%と最も高い成長率を示し、これに続いてインフラストラクチャー(+48%)、プライベートエクイティ(+31%)が続いた。プライベートデットも28%と顕著な成長を記録した。これは、マルチアセット戦略およびインフラ戦略が成長を牽引する形で、幅広い分野にわたる拡大が進んでいることを示している。
- ELTIF市場で活動する管理会社の大半は、これまでに1本以上のELTIFの設定実績がある。今後さらに多くのELTIFが市場に参入すると見込まれており、直近の四半期では、プライベートエクイティ運用会社が、この分野への展開を拡大している(注2)。

ELTIFのAUM推移(オープンエンド型・クローズドエンド型)

クローズドエンド型ELTIFの残高が大半だが、オープンエンド型ELTIFの残高が急増している

ELTIFのAUM推移(オープンエンド型・クローズドエンド型) (注1)



(出典) 注1: EFAMA. Asset Management In Europe. December 2025.
<https://www.efama.org/sites/default/files/files/asset-management-report-2025-v2.pdf>

ELTIFの市場動向

- 欧州投資信託協会(EFAMA)のレポートによると(注1)、近年の新規設定においては、オープンエンド型ELTIFが引き続き主流となっているが(2025年に設定された82本のELTIFのうち45本がオープンエンド型)、クローズドエンド型ELTIFも相当数市場に参入している。
- オープンエンド型ELTIFは、ELTIF 2.0により(2024年1月適用)リテール投資家のアクセスが拡大したこと、オープンエンド型の設計が可能となったことで、リテール資金の流入が拡大したため残高が急増している。クローズドエンド型ELTIFは、投資成果の実現に時間がかかるインパクト投資、サステナブル投資戦略、プライベートエクイティおよびグロース戦略において、より採用されている。

オープンエンド型とクローズドエンド型

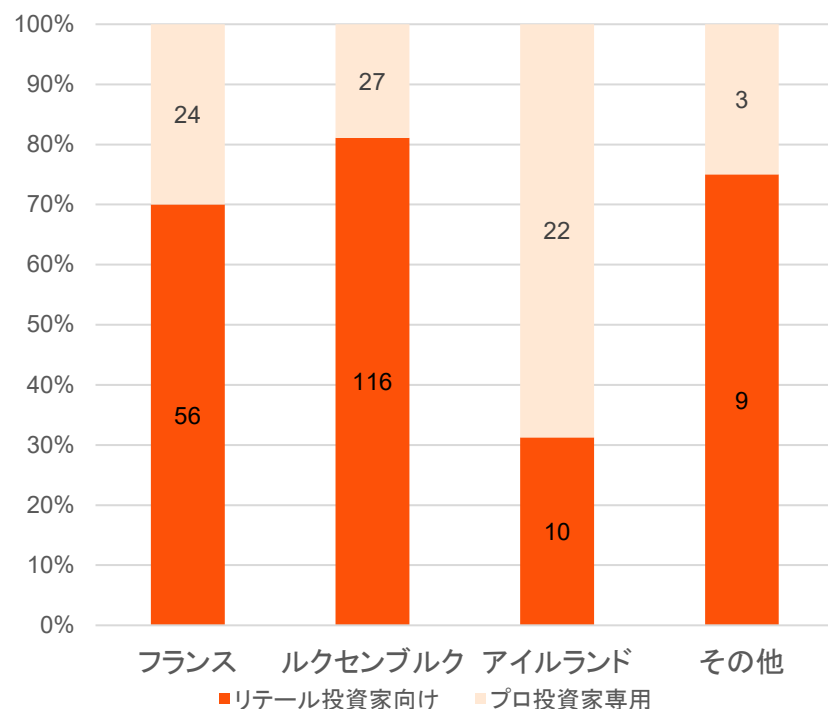
- オープンエンド型とは、原則的に運用期間中、解約請求に応じるファンドである。
- クローズドエンド型とは、運用期間中、解約請求に応じないファンドである。
- セミリキッド・オープンエンド型(エバーグリーン型)とは、運用期間中の一定時点でしか解約請求に応じないファンドである。

なお、本報告書において紹介するオープンエンド型ELTIFは一定時点でしか解約請求に応じず、LTAFも最大でも1か月に1回しか解約請求に応じないため、本来であれば「セミリキッド・オープンエンド型」であるが、読みやすさを優先して「オープンエンド型」で用語を統一している。

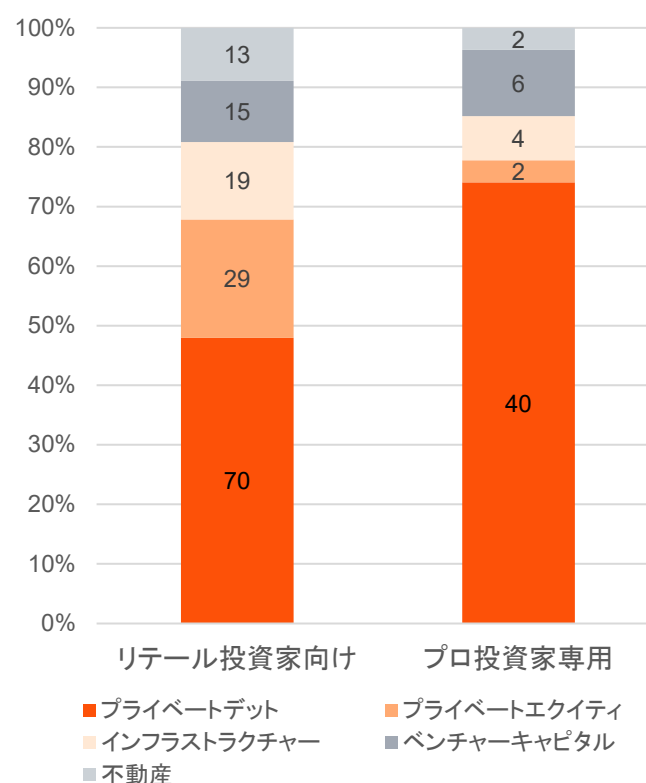
ELTIFの投資家属性

ELTIFの大半はリテール投資家向けであり、最も数が多いアセットクラスはプライベートデットである

国別投資家属性(本数)



投資家属性別アセットクラス内訳(本数)



投資家属性

- ルクセンブルク籍ELTIFとフランス籍ELTIFはリテール投資家向けELTIFが大半である。
- リテール投資家向けELTIFの代表的なアセットクラスは、プライベートデット、プライベートエクイティ、インフラである。

(データの集計方法)

- ESMAのELTIFファンド一覧の情報にもとづいて、国籍別、投資戦略別の投資家属性を作成した(データがないファンドは集計から除いた)。リテール投資家とプロ投資家の両方に販売できるELTIFはリテール投資家向けとしてファンド本数を集計した。

(出典) ESMA. Register of authorised European long-term investment funds (ELTIFs). 閲覧日: 2026年4月30日 <https://www.esma.europa.eu/document/register-authorised-european-long-term-investment-funds-eltifs>

サンプルAファンド(ELTIF)の実例(1/2)

オープンエンド型ELTIFで、解約は四半期ごと、通知期間は30日、解約上限は直前3カ月の月末純資産総額平均の3%という解約条件となっている

サンプルファンドの概要

- ファンド設計:
 - ルクセンブルク籍アンブレラ型AIFのサブファンド。サブファンド3つのうちの1つがELTIF
 - オープンエンド型ファンド
 - 想定投資家、最低投資額、シェアクラス毎の管理報酬の負担額等が異なるシェアクラスが複数設定(リテール投資家向けシェアクラスの最低投資額:5百万ユーロ、金融仲介業者向けシェアクラスの最低投資額:1万ユーロ)
- 投資家層:リテール投資家、プロ投資家
- 投資戦略:プライベートマーケットファンドへの投資および共同投資
- 投資対象:ELTIF規制上の適格投資資産および流動性目的のUCITS適格投資資産。ファンドおよび共同投資を通じて投資を行う設計
- 借入制限:純資産総額の50%

解約条件等

- 追加:月次で追加設定可能であり、発行価額は評価基準日(前月末)に算定された純資産総額に基づき算定する。
- 解約方針(流動性管理):
 - 解約は四半期ごとに可能であり、解約価額は評価基準日(各四半期末)の純資産総額に基づき算定する。
 - 通知期間は30日、解約上限は直前3カ月の月末純資産総額平均の3%とする。
 - シェアクラスに応じて解約控除やロックアップが適用されている。
 - 現物による解約が行われる可能性がある。
 - 市場の重大な混乱時には純資産総額の算定および追加解約が一時停止される可能性がある。
- クーリングオフ:14日間(リテール投資家のみ)
- 純資産総額算定頻度:月次
- 評価手法:原則として投資先ファンドから提供される純資産総額を利用する。評価基準日以降に重要な事象が発生した場合等には、合理的かつ一貫した方法に基づく評価調整を実施する。

サンプルAファンド(ELTIF)の実例(2/2)

ファンドからの投資先数は30であるが(ファンド投資)、最終投資先は137ある(共同投資中心)

直近の状況

- シェアクラス: 目論見書で設定されているシェアクラスのうち、2025年12月31日時点で稼働しているシェアクラスは3つある。ファンドの管理会社メンバーや関連会社等を想定投資家とするシェアクラスが残高の過半を占めている。
- 総資産額: 315,476千ユーロ(2025年12月31日時点)
- 流動性資産の比率: 9.1%
- 借入: なし
- 最大銘柄の保有割合: 16.2%

シェアクラス

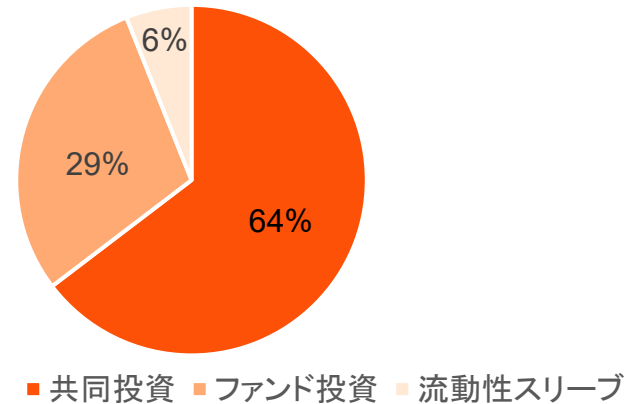
- シェアクラスとは、同一のファンドに対して、手数料体系、通貨、分配方法、投資家区分などを変えて発行されるファンド持分の種類を指す。多様な投資家ニーズに1つのファンドで対応するために設けられている。
- すべてのシェアクラスは共通の投資目的および投資方針を有する必要がある、投資戦略や投資対象が異なる場合は、別ファンドとして設定される。

投資ポートフォリオ: 投資戦略別の内訳

投資戦略	投資先数	時価評価額 (千ユーロ)	構成比率
アーリーステージ投資	5	25,383	9.5%
ミッドバイアウト投資	4	19,332	7.3%
ラージバイアウト投資	18	210,473	79.0%
マチュアバイアウト投資	2	9,757	3.7%
グロース投資	1	1,324	0.5%

(2025年12月31日付財務諸表に基づく)

投資ポートフォリオ: 投資形態別の内訳



(2026年1月度月次報告書に基づく)

サンプルBファンド(ELTIF)の実例(1/2)

オープンエンド型ELTIFで、解約は四半期ごと、通知期間は1カ月、解約上限は純資産総額の5%という解約条件となっている

サンプルファンドの概要

- ファンド概要:
 - ルクセンブルク籍アンブレラ型AIFのサブファンド。2つのサブファンドはELTIFとして設計
 - オープンエンド型ファンド
 - 想定投資家、最低投資額、為替ヘッジの有無および管理報酬水準等が異なる複数のシェアクラスを設定(最低投資額が定められていないシェアクラスから25百万ユーロのシェアクラスまで)
- 投資家層:リテール投資家、プロ投資家
- 投資戦略:直接および間接プライベートエクイティ投資
- 投資対象:ELTIF規制上の適格投資資産
- 分散:ELTIF規制に追加して、単一プライベートエクイティファンドへの投資上限を40%とする制限あり
- 借入上限:純資産総額の50%

解約条件等

- 追加:月次で追加設定可能であり、発行価額は評価基準日(前月末)の基準価額に基づき算定する。
- 解約方針(流動性管理):
 - ロックアップ期間は2年間。例外的な状況において純資産総額の0.5%までの解約が認められる。
 - 解約頻度は四半期。解約価額は四半期末の純資産に基づいて計算する。
 - 通知期間:1カ月
 - 最大解約割合(解約日時点のUCITS適格投資資産と12カ月の予測キャッシュフローに対する割合):27.3%
 - 四半期ごとの解約上限:純資産総額の5%
 - 市場環境やファンド状況により、解約の按分、解約の繰延、一時的な解約停止が行われる可能性がある。
 - 現物による解約が行われる可能性がある。
- 基準価額算定頻度:月次
- 評価:間接投資は原則として投資先ファンドから提供される評価額を利用し、直接投資は公正価値で評価する。

サンプルBファンド(ELTIF)の実例(2/2)

ファンドからのプライベートエクイティ投資は非上場株式への直接投資とファンドを通じた間接投資である

直近の状況

- シェアクラス:2025年6月30日時点ではファンドの立上期に行うシード投資用のシェアクラスが残高の9割を占めている。
- 総資産額:82,158千ユーロ(2025年6月30日時点)
- 適格投資資産(流動資産を除く)の比率:80%
- 借入:なし

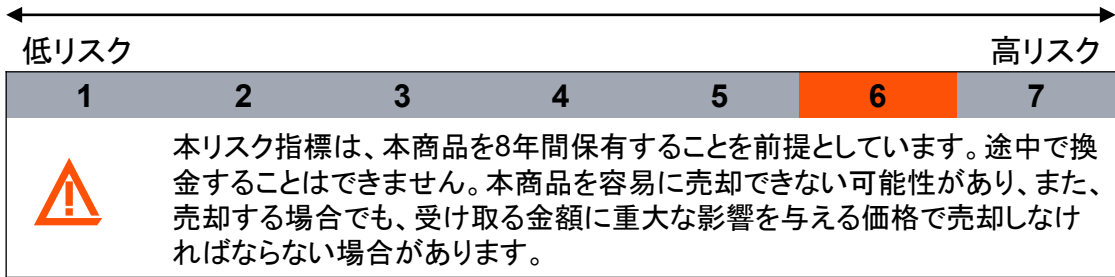
投資ポートフォリオ:保有資産種別の内訳

保有資産種別	時価評価額 (千ユーロ)	構成比率
現預金	1,338	1.6%
MMF	14,202	17.4%
PE投資	66,311	81.0%

(2025年6月30日付の中間財務諸表に基づく)

その他開示項目

KID(重要情報文書)におけるリスク指標



ウェブサイトにおけるシナリオ開示

推奨保有期間:5年
想定投資額: 10,000ユーロ

2026年2月28日時点

シナリオ		1年後に解約した場合	5年後に解約した場合
最低保証	最低保証リターンはありません。投資元本の一部又は全部を失う可能性があります。		
深刻な市場ストレス下	費用控除後に受け取る可能性のある金額	7,830ユーロ	6,320ユーロ
	各年の平均リターン	-21.70%	-8.80%
不利な市場環境下	費用控除後に受け取る可能性のある金額	8,930ユーロ	9,640ユーロ
	各年の平均リターン	-10.70%	-0.70%
標準的な市場環境下	費用控除後に受け取る可能性のある金額	10,390ユーロ	16,390ユーロ
	各年の平均リターン	3.90%	10.40%
良好な市場環境下	費用控除後に受け取る可能性のある金額	14,090ユーロ	19,910ユーロ
	各年の平均リターン	40.90%	14.80%

サンプルCファンド(LTAF)の実例(1/2)

オープンエンド型LTAFで、解約は四半期ごと、通知期間は90日、解約上限は純資産総額の5%という解約条件となっている。また純資産総額の少なくとも85%を英国の企業または不動産に投資することになっている。

サンプルファンドの概要

- ファンド設計:
 - アンブレラ型LTAFのサブファンド
 - オープンエンド型ファンド
 - 想定投資家、管理報酬の負担額等が異なるシェアクラスを複数設定(最低投資額は5百万ポンド)
- 投資家層:適格投資家(年金、生命保険会社、FCA認可の集団投資スキーム等。リテール投資家を含まない)
- 設定日:2024年11月
- 投資戦略:主に英国拠点の低流動性資産への投資
- 投資対象:プライベートエクイティ、不動産およびプライベートクレジット。純資産総額の少なくとも85%を英国の企業または不動産に投資。ファンドへの投資を主要手段としつつ直接投資・共同投資を補完的に行う。
- 分散:単一ファンド(10%)、単一直接投資・共同投資案件(5%)、単一運用者(30%)ごとに分散制限
- 借入制限:純資産総額の30%

解約条件等

- 追加:四半期ごとに追加設定可能であり、発行価額は評価基準日(各四半期末)に算定された純資産総額に基づき算定する。
- 解約方針(流動性管理):
 - 解約頻度:四半期
 - 解約価額は評価基準日(各四半期末)の純資産総額に基づき算定する。
 - 通知期間:90日
 - 解約上限:評価基準日における純資産総額の5%
 - ロックアップ期間:3年
 - 現物による解約が行われる可能性がある。
 - 市場の重大な混乱時には、解約が一時的に停止される可能性がある。
- 基準価額算定頻度:四半期ごと
- 評価:ファンド持分は直近のファンド純資産総額、直接投資分は公正価値で評価する。資産価値に重大な影響を与える事象が発生した場合は管理会社が調整する。

サンプルCファンド(LTAF)の実例(2/2)

ファンドの大半はマネーマーケットファンドへの投資であるが、残りはプライベートクレジットとPE・VCファンド投資である

直近の状況^(注1)

- 流動性資産の比率: 約74.9%
- 総資産額: 380,913千ポンド(2025年9月30日時点)
- 借入: なし

投資ポートフォリオ: 投資資産別の内訳

投資資産	投資先数	時価評価額 (千ポンド)	構成比率
MMF	5	182,908	48.1%
同一グループ運営のPEファンド	1	10,205	2.7%
同一アンブレラファンドのVC型LTAF	1	41,648	10.9%
プライベートクレジット	2	43,675	11.5%
その他資産		102,132	26.8%

(注1) 2025年9月30日付の中間財務諸表より

(注2) 2025年4月バリュレポートより。採点は3段階評価で、点数が高い方がよい。

バリュレポート(Value Assessment Report)の抜粋^(注2)

7つのすべての分野を総合的に考慮した結果、当ファンドは全体として投資家に価値を提供していると考えています。各分野に関する評価の要点は以下のとおりです。

項目	採点	内容
サービスの質	3	当社の業務運営、投資プロセス、投資家体験に関連する主要なサービス分野について評価を行いました。流動性管理プロセスに加え、ファンドに関する苦情や規則違反の内容についても該当する範囲で検証しました。これらすべての指標を通じて、当社は質の高いサービスを通じて投資家に価値を提供しており、ファンドの監督およびリスク報告に関して成熟した有効なフレームワークを備えているとの結論に至りました。
パフォーマンス	1	当ファンドの運用実績は12カ月未満であるため、現時点ではパフォーマンスを十分に評価・格付けすることはできません。ただし、ファンドのパフォーマンスは、当社のプロダクトガバナンス監督フレームワークに基づき、継続的にモニタリングされています。
ファンドのコスト	3	当社が受領する報酬および提供しているサービスの双方を考慮して、本ファンドにおいて発生しているコストをシェアクラス別にレビューしました。分析結果に基づき、当社のコストは妥当であると結論付けています。
規模の経済	3	現在、ファンドの運用資産残高は10億ポンド未満であり、規模の経済による実質的なコスト削減を実現できる水準に達していないため、スケールディスカウントは適用されていません。
比較可能な市場報酬率	1	当ファンドはその特有の性質により、格付会社の分類上で他ファンドと比較可能ではなく、手数料を比較するための適切な同種のグループが存在しません。
比較可能なサービス	1	当ファンドの特性上、直接的な比較対象となる社内サービスも存在しません。
シェアクラス	3	利用可能なすべてのシェアクラスについて包括的なレビューを実施した結果、投資家はそれぞれの投資方法および求める機能に照らして、利用可能な中で最も低コストのシェアクラスに投資しているとの結論に至りました。

サンプルDファンド(EuVECA)の実例

欧州投資基金がアンカー投資家としてEuVECAファンドに出資することで、民間投資家によるEuVECAへの投資を促進する取り組みがある

取り組みの概要

- 公表: 2026年3月に欧州投資基金(European Investment Fund, EIF)は、アンカー投資家としてDファンドに対して最大20百万ユーロの出資コミットメントを行うことを公表
- 目的: イタリアの中小、中堅企業の競争力強化
- Dファンドの概要
 - EuVECA(European Venture Capital Funds Regulation)ファンドの枠組みを採用
 - 目標ファンドサイズ: 80百万ユーロ(上限100百万ユーロ)
 - イタリアの成長期企業(主にデジタルテクノロジー、産業技術、ライフサイエンス・ヘルスケアセクター)を投資対象とする小型グロースキャピタル戦略

本取り組みを支える制度

- InvestEUのプログラムの予算とESCALAR制度を利用して、EIFはEuVECAへ投資する。
- InvestEUは、多額の民間資金および公的資金を活用することにより、EUに長期的な資金供給を行い、持続可能な復興を可能にするプログラムである。InvestEUファンドは、262億ユーロのEU予算保証を用いてプロジェクトへの投資を行う。
- EIFは、欧州投資銀行(European Investment Bank)グループのEU機関である。1994年以降中小企業向けの欧州連合の資金供給機関としての役割を担ってきた。
- ESCALAR(European Scale-up Action for Risk Capital)は、欧州委員会が立ち上げ、EIFが運営するパイロットプログラムである。欧州投資計画の資源を活用して、高成長を遂げる欧州企業が直面する資金調達ギャップの解消を目的としている。

サンプルEファンド(ELTIF)のゲート発動実例

ELTIFにおいて複数の要因が重なり、流動性管理ツールとしてゲートが発動された事例がある

ファンドの概要

- 形態: オープンエンド型ELTIF(2024年にELTIF化)
- ルクセンブルク籍
- 投資対象: ドイツの食品小売(スーパーマーケット)不動産
- 運用総資産: 804百万ユーロ(2023年12月末)
- ポートフォリオの特徴: 54のグループ会社に対する貸付投資および81件のドイツ国内の不動産投資によって構成(2023年12月末)。流動性資産の比率は10.3%
- 流動性設計:
 - クラス別に最低保有期間が1年から5年の期間で定められている。
 - 解約頻度: 四半期
 - 解約価額は四半期末の純資産総額に基づいて計算する。
 - 通知期間: 約3カ月
 - 四半期ごとの解約上限: 純資産総額の10%

ゲートの発動の詳細

- 発動の経緯
 - 2025年第3四半期において、約37百万ユーロの解約請求があった。直前の数四半期における累計の解約請求額が純資産総額の10%を超過し、流動性リザーブで対応可能な水準を上回るものとなった。
 - この状況を受け、2025年12月において一部の解約請求の支払を繰り延べるとともに、解約処理を一時的に停止した。
- 発動後の対応
 - 14物件、約220百万ユーロ相当の不動産を売却対象とした。
 - 解約停止期間は最低12カ月間継続し、既存の解約請求の履行と流動性リザーブ要件が充足された時点で、解約制限が解除される予定である。

英国プロダクティブファイナンス・ワーキンググループの取り組み

官民グループが流動性の低い資産への投資を阻害する障壁に対する実務的な解決策を公表している

プロダクティブファイナンス・ワーキンググループの概況

- 設立の背景: 英国投資協会は、DC年金制度の加入者が退職後の資産形成目標を達成できる最大限の機会を確保するため、DCスキームが幅広い投資機会にアクセスできることを重視してきた。この課題の重要性を踏まえ、Productive Finance Working Group (以下、PFWG) が、流動性の低い資産への投資を阻害する障壁に対する実務的解決策を策定することを目的として設立された。
- 主な参加メンバー: 資産運用会社、英国投資協会、年金ライフタイム貯蓄協会、ロンドン市、ロンドン証券取引所、弁護士など
- ステアリングコミッティー共同委員長: イングランド銀行総裁、財務大臣、金融行為監督機構(FCA) CEO
- 公表した主なガイダンス
 - 2021年9月: [Roadmap for Increasing Productive Finance Investment](#)
 - 2022年11月: [PFWG Guides – Investing in Less Liquid Assets](#)

伝統資産のポートフォリオに非流動性資産を組み入れた場合の仮想ポートフォリオ分析(2004年～2018年)

	比率	リターン	ボラティリティ	シャープレシオ
株式・債券	60/40	6.7%	8.58%	0.62
プライベートエクイティ(PE)	55/35/10	7.5%	8.55%	0.72
	50/30/20	8.2%	8.56%	0.80
プライベートデット(PD)	55/35/10	7.1%	8.09%	0.71
	50/30/20	7.4%	7.62%	0.80
私募不動産	55/35/10	6.8%	7.99%	0.68
	50/30/20	6.8%	7.43%	0.74
プライベート資産複合ポートフォリオ (PE/PD/不動産)	55/35/10	7.1%	8.21%	0.70
	50/30/20	7.5%	7.85%	0.78

PFWGが公表した報告書によると、流動性の低い資産への配分は、分散効果という利点をもたらし、運用リスクの管理、ボラティリティの低減ならびにリターンの向上に寄与し得る。例えば、株式60%・債券40%から構成される仮想ポートフォリオに流動性の低い資産を組み入れた場合、2004年から2018年にかけて、リターンが大幅に向上し、ボラティリティが低下したことが示されている。

なお、シャープレシオとは、資産の超過リターン(無リスク利率を上回る部分)を、超過リターンの標準偏差で割ったものである。一般に、この値が高いほどリスク調整後リターンがより魅力的であることを示している。

本データはあくまで説明目的のものであり、特定の投資を示唆するものではない。

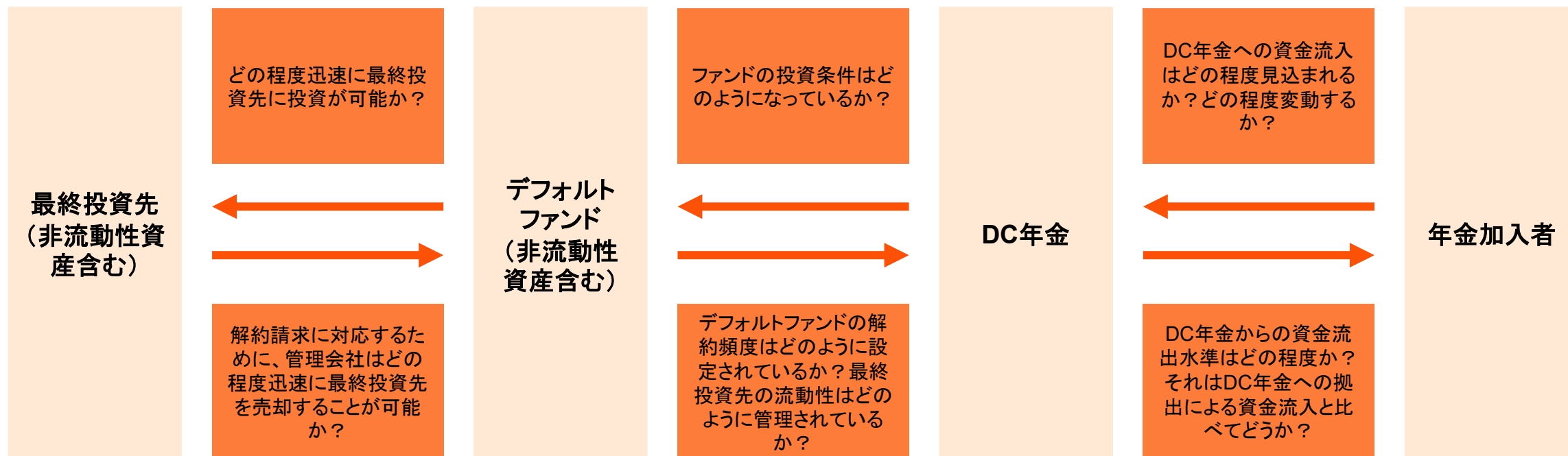
(出典)PFWG. "Roadmap for Increasing Productive Finance Investment. September 2021. [Roadmap for Increasing Productive Finance Investment](#)

PFWG: DC年金からLTAFへの投資ガイドブック(1/3)

DC年金が流動性の低い資産に投資すると同時に加入者からの流動性要求に応えるために、DC年金レベルの流動性管理とファンドレベルの流動性管理が重要となる

流動性の低い資産に投資するDC年金における流動性管理フレームワーク

DC年金の受託者(トラスティ)は、年金加入者が投資を決定する段階から最終投資先となる非流動性資産へ実際に投資するまでの「流動性ジャーニー」の各段階、逆に加入者が退職または資産移換を行う際に再びその非流動性資産が換金される段階に至るまですべてのプロセスにおける流動性を理解し、運営する必要がある。本投資ガイドブックは、これら各段階を網羅し、受託者がこれを達成するためのフレームワークを提供している。

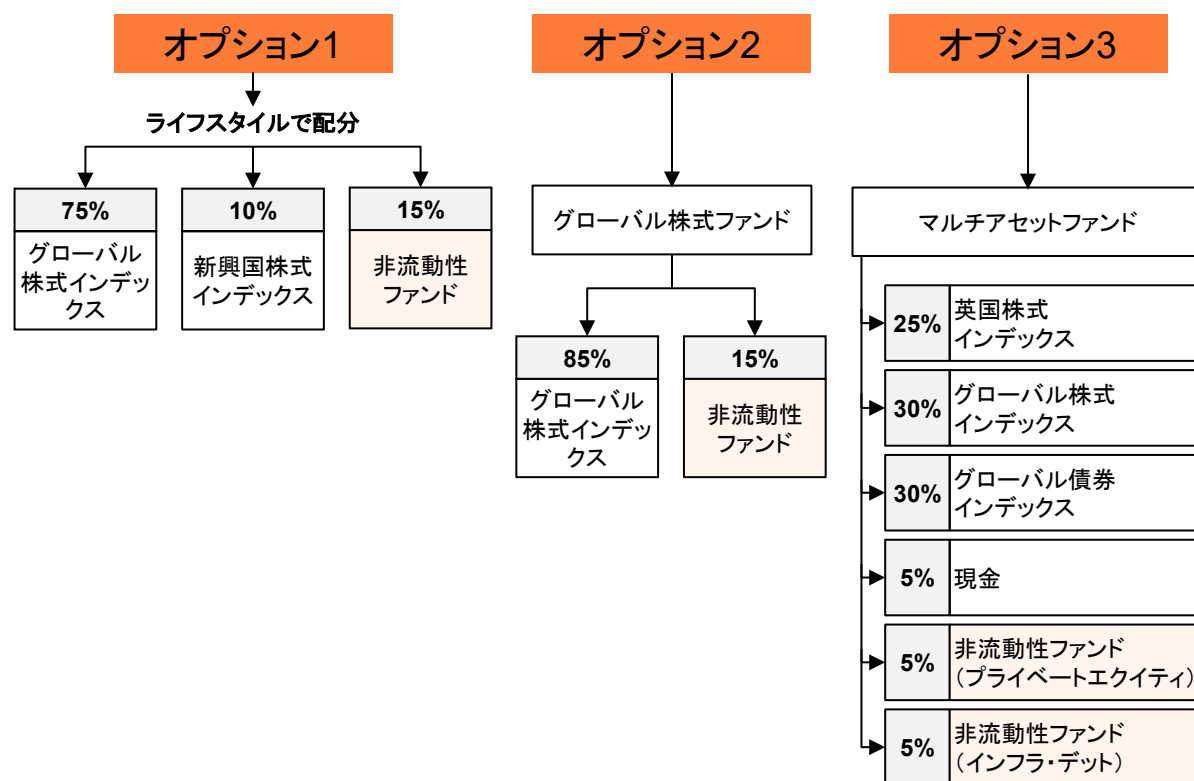


(出典) PFWG. PFWG Guides – Investing in Less Liquid Assets. November 2022. [PFWG Guides – Investing in Less Liquid Assets.pdf](#)

PFWG: DC年金からLTAFへの投資ガイドブック(2/3)

DC年金から流動性の低い資産へ投資するストラクチャーとして、非流動性ファンドへの投資が例示としてとりあげられている

DC年金から流動性の低い資産へ投資するストラクチャー(例)



DC年金レベルの流動性管理

- DC年金の意思決定者は、デフォルトファンドにおいて流動性の低い資産への配分が適切であると結論づけた後に、どの程度まで流動性の低い資産へ配分することが可能なか検討する必要がある。
- 検討すべき主な要因は、DC年金の規模、将来のキャッシュフローの見通し、投資プラットフォームの運営能力、デフォルトファンドの流動性、シナリオ分析およびストレステスト、DC年金の条項(コベナント)が挙げられる。
- 流動性の低い資産を保有するファンドを組み込む方法として、①複数ファンドの一つとして直接保有する方法、②幅広いアセットクラスのエクスポートを提供する単一ファンドを通じた方法、③複数ファンドに投資するマルチアセット型ファンドによる方法が考えられる。
- オプション1は流動性の低い資産へのエクスポージャーを年金加入者が直接負う構造であり、当該アロケーション部分について日次解約は不可能となる。このオプションでは流動性ミスマッチの管理に高度なガバナンスを要する。オプション2と3は流動性の低い資産を流動性の高い資産と併せて分散ポートフォリオの一部として投資する構造である。上位ファンドの運用者は、戦略的資産配分を維持しながら、投資目的とリスク管理を遵守していることを確かめる必要がある。

(出典) Productive Finance Working Group. PFWG Guides – Investing in Less Liquid Assets. November 2022. [PFWG Guides – Investing in Less Liquid Assets.pdf](#)

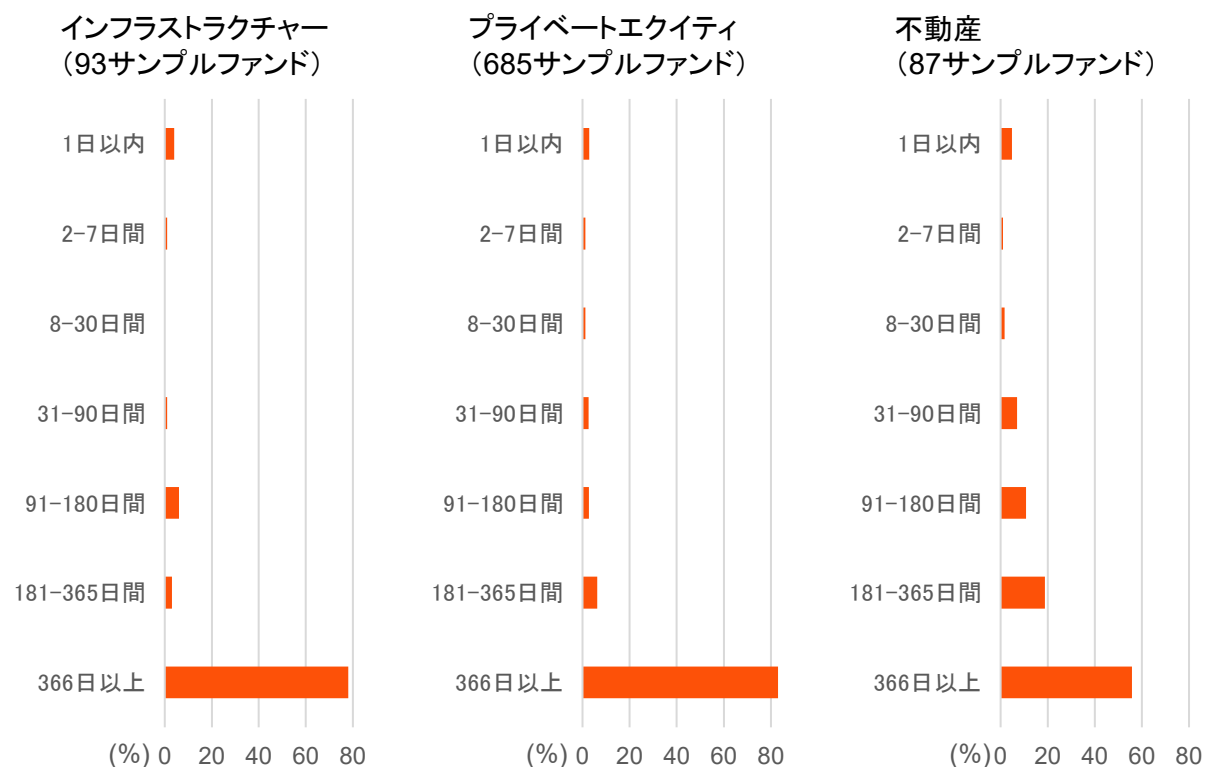
PFWG: DC年金からLTAFへの投資ガイドブック(3/3)

流動性の低い資産に投資するファンドを設計する際には、ファンドの解約方針と投資戦略および最終投資先の流動性プロフィールが整合している必要がある

事前通知期間と流動性の低い資産を流動化させるための時間

- LTAF規制では、90日間の最低解約通知期間を求めている。この90日という期間は絶対的な下限であり、FCAは、多くのLTAFにおいて、これを大幅に上回る通知期間が設定されることを想定している。
- 非上場資産の売却に要する期間と適切な解約通知期間は、資産の種類ごとに異なる。売却に要する時間は、例えばアセットクラス、売却対象となる個別資産の特性、最終投資先へのエクスポージャーの形態(直接保有かファンド保有か)、市場環境、資産規模、地域等複数の要因に依存する。
- FCAが一部の英国籍ファンドを分析したところ、インフラストラクチャー、プライベートエクイティおよび不動産に投資されている資産の大部分が、換金までに365日超を要する可能性があることが示されている(右図)。
- 流動性の低い資産を売却するプロセスは、複数の段階がある。まず、資産を処分する意思決定を行った後、法務・税務のストラクチャリングに関する初期段階がある。その準備作業を経て、通常は潜在的な買手による入札およびデューデリジェンスが行われる。売手と買手が合意に達した後も、取引条件の最終調整期間が設けられることが多く、その後に取引が完了する。
- したがって、流動性の低い資産に投資するファンドにおいて管理会社が流動性の仕組みを設計する際には、ファンドの解約方針が投資戦略および最終投資先の流動性プロフィールと整合していることを確保することにより、流動性ミスマッチを回避することが求められる。

アセットクラスごとの流動性の低い資産を流動化させるために要する平均時間



NEST実例

年金自動加入制度の受け皿となるNEST加入者の大多数は、デフォルトアレンジメントとしてターゲットデートファンドへ投資し、ターゲットデートファンドはプライベートアセットへ一部投資している

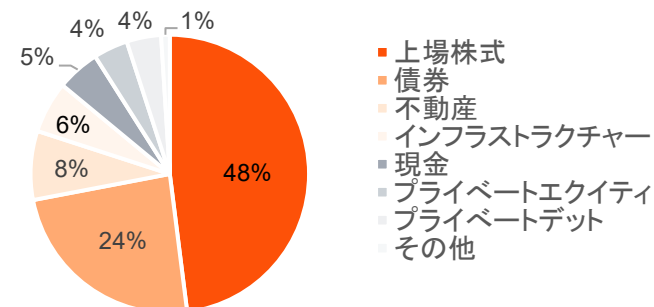
NEST (National Employment Savings Trust) の概要

- 概要: 年金自動加入制度の導入を支援する目的で、2008年年金法に基づき設立された複数雇用主型の職域年金(DC)スキームである。
- 主な目的:
 - 規模・業種を問わず、自動加入制度の対象となり、本スキームの利用を希望するすべての雇用主を受け入れる義務を負う。
 - 低中所得者層を含む広範な労働者の退職貯蓄の形成を支援する。
- デフォルト戦略:
 - 加入者の想定退職年に応じて、リスク・リターン水準と資産配分を自動調整するターゲットデートファンドをデフォルトアレンジメントとして採用する。
 - 加入者が明示的に投資判断を行わない場合には、このターゲットデートファンドに自動的に投資される。

直近の状況

- 加入者: 1,380万人、運用資産残高: 497億ポンド
- 主な投資先: 加入者の大多数(約99%)がターゲットデートファンドへ投資
- ターゲットデートファンド: 4段階のライフステージに応じた資産配分や流動性・非流動性資産の比率の調整により構築
 - 基盤フェーズ: 長期投資への信頼を形成。通常2~5年
 - 成長フェーズ: 成長資産と非流動性資産の組入による長期リターン追求
 - 強化フェーズ: 退職に向け流動性の確保およびリスクの段階的抑制
 - 退職後収入フェーズ: 退職後もNESTに資産を残す加入者向け

(参考) Nest 2045 Retirement Date Fund (成長フェーズ) の資産配分



(出典) Nest. Corporate & Scheme Annual Report 2024/25.
<https://www.nestpensions.org.uk/schemeweb/nest/nestcorporation/library.html>

評価ガイドライン(1/2)

IOSCO評価原則は、純資産総額の計算頻度が設定解約の頻度と資産評価の頻度と整合していることを要求している

IOSCO「集団投資スキームの評価」(市中協議文書)

- 2025年11月に証券監督者国際機構(以下、IOSCO)は、「集団投資スキームの評価」に関する市中協議文書を公表した。集団投資スキームによるプライベート資産を含む低流動性資産や非流動資産への投資の増加やそのようなスキームへのリテール投資家からの投資が拡大しているという市場環境の変化を踏まえたことが改正の背景にある。
- 評価方針の策定とガイダンス:本原則は、評価機能の効果的で独立した監視体制の構築を新たに要求している。評価機能のメンバーはポートフォリオ運用機能のメンバーから不当な影響を受けないことが求められている。
- 評価メソドロジー:本原則は、ファンド資産を公正価値で評価することを要求している。公正価値は各法域での会計基準に基づき評価されることが求められている。また、評価方法の適切性と正確性を確かめるために、バックテスト(評価の事後検証)やキャリブレーション(初期取引価格に合わせたパラメータ調整)が重要なツールとして紹介されている。
- タイムリーな評価:本原則は、評価が陳腐化していないこと(ステールプライスへ対応すること)を要求している。具体的には、純資産総額の計算頻度が設定解約の頻度と資産評価の頻度と整合していることを確かめる必要がある。FoFについては、ファンドの計算頻度と投資先ファンドの計算頻度を考慮し、投資先ファンドの純資産総額に調整が必要ないか確かめることが求められている。

(参考)米国ICIガイドライン

- 2026年4月に米国投資会社協会(ICI)は、「登録ファンドにおけるプライベートクレジット資産の評価ガバナンス」を公表した。
- プライベート資産に投資している米国ファンド形態別の評価頻度(例)
 - インターバルファンド(日次の追加設定。定期的な解約請求):月次評価＋日次モニタリング
 - 上場BDC(クローズドエンド型):四半期評価
 - ミューチュアルファンド:組入比率が小さい場合、純資産総額への影響度合いに応じて評価を簡素化

(出典)ICI. Valuation Governance Considerations for Private Credit Assets in Regulated Funds. 2026年4月. [26-ppr-valuation-governance-for-private-credit-assets.pdf](#)



ELTIF
実務者
ヒアリング

月次でポートフォリオを評価するケースの場合、以下のようなケースがよく見られる。

- 年に1回、外部のベンダーや内部の専門家を使って、評価を行う(フルバリュエーション)。
- 四半期ごとに、デスクトップレビューで評価を行う(デスクトップレビュー)。
- 月次で、四半期の評価をベースに、大きなイベントを反映する必要があるか基礎データをレビューする(ロールフォワードモデル)。

評価ガイドライン(2/2)

プライベートエクイティやベンチャーキャピタル投資の公正価値評価を行うに当たり、資産運用会社の多くが参照しているのがIPEVガイドラインである

IPEVガイドライン

- プライベートエクイティやベンチャーキャピタル投資の公正価値評価を行うに当たり、資産運用会社の多くが参照しているのがIPEVガイドライン(International Private Equity and Venture Capital Guidelines)である。
- IPEVメンバーの目的は、プライベートエクイティおよびベンチャーキャピタルの実務者が会計上および規制上の要請を遵守することを支援するため、高品質で、統一性があり、グローバルに受け入れられる、ベストプラクティスとしての原則主義に基づく評価ガイドラインを提供することにある。
- IPEVガイドラインでは、投資の性質や事実関係、状況などを勘案した上で、右の表から投資ごとに適切な単一または複数の評価技法を選択することを求めている。

評価技法		投資先の状況など
マーケット アプローチ	マルチプル法	継続的な利益または売上の傾向が見込まれ、それが持続可能と考えられる、事業基盤が確立している企業
	業界固有のベンチ マーク	投資家が売上高(収益)やマーケットシェアを重視しており、業界内での一般的な収益性に大差がないという前提に基づいている場合
	入手可能な市場価 格	相場価格のある投資
インカム アプローチ	(投資先企業の) ディスカウント キャッシュフロー	企業の活動が大きく変動する時期、例えばレスキューリファイナンス、企業再生(ターンアラウンド)、戦略的リポジショニング、赤字企業や立ち上げ直後の企業など
	(投資の)ディスカ ウントキャッシュフ ロー	負債やメザニンなど、エクイティ以外の投資
再調達原 価アプロー チ	純資産	資産保有企業や投資会社など利益よりは資産の公正価値を企業価値の源泉としている企業、十分な資産からのリターンを生み出していない企業や、会社清算や資産売却によって、より大きな価値が実現される可能性がある企業

オペレーションに関する課題(業界レポート)

伝統資産を運用する会社は非流動性資産の評価について、オルタナティブ資産を運用する会社はリテール投資家対応に特に留意する必要がある

評価

- 従来、ELTIFファンドの多くはクローズドエンド型であり、純資産総額は主として情報提供的な性格を有している。一方、オープンエンド型ELTIFでは、ELTIFの存続期間を通じて追加購入および解約が可能であり、評価は取引時点で利用可能な情報に基づいて行われる必要がある。
- 純資産総額の算定頻度は四半期ごと、場合によっては月次となることもある。年間を通じて頻繁に評価を行うことは、基礎情報(例:適時性、完全性、堅牢性)および評価や純資産総額の算定に必要な情報の配信面において、追加的なオペレーション上の課題となる。これらは従来のクローズドエンド型ファンドよりも厳格な時間的制約の下で実施される。
- 既存のオペレーションプロセス(例:情報の受領・評価・配分、人的・技術的リソース)については、目的適合性を確保するために、再検討が必要となり、多くの場合は再設計が求められる。

リテール投資家対応

- 従来型ファンドを取り扱ってきたトランスファーエージェント(以下、販売会社)は、異なるクローズドエンド型ファンドにおいて、比較的少数の機関投資家に対応することに慣れている。一方、リテール投資家向けELTIFにおいては、定期的な追加購入および解約など、オペレーション面での変化が想定される。
- ELTIFの流動性プロファイル(異なる販売チャネルによる投資家層の違い、例えばリテール投資家向けに設計されたプラットフォーム経由の販売)を考慮すると、販売チャネルにおける販売会社の役割の重要性を踏まえたELTIF特有の要件を検討する必要がある。これらの変更は、必ずしも法律上の義務ではない場合もあるが、その中核的役割から販売会社にはプロセスを合理化するための堅牢な業務プロセスおよび適切な技術的ソリューションの導入が期待される。
- ELTIFを運用する管理会社は、販売会社と連携し、適切な理解、システム、販売会社との連携を確保する必要がある。特に、ELTIFがリテール投資家を対象とする場合、より多くの投資家数、取引件数、照会・依頼に対応できる体制が求められる。

ポートフォリオ管理

- 従来のクローズドエンド型ファンドでは、投資期間は通常2~4年であり、設計上、ポートフォリオ管理チームの関与は限定的である。一方、オープンエンド型ELTIFでは、追加購入および解約の可能性、ならびにELTIF規制による追加的な投資制限と連動した、流動資産と非流動資産の組み合わせが存在する。
- このような環境下では、ポートフォリオ管理チームの関与が増加し、流動資産・非流動資産の管理や、オープンエンド型ELTIFにおける全体的な流動性プロファイルの考慮に関する技術的課題が生じる。

オペレーションに関する課題(ヒアリングメモ)

ELTIF立上時にポートフォリオが完成するまで相応の時間を要すること、投資家が解約請求した場合に解約代金を受領するまで相応の時間を要することを、販売会社と投資家の両方に理解して貰うという投資家教育が重要である

非上場株式投資



ELTIF
実務者

- 非上場株式(スタートアップ)に投資するELTIFの数は多くない。投資家がELTIFの解約請求を行うと、解約代金を確保するために、保有している非上場株式を売却する必要がある。適切な価格で、適切なタイミングに、売却先を見つけるのが困難である。



LTAF
実務者

- スタートアップに特化したファンドはLTAFとあまり相性はよくないと考えている。安定的なキャッシュフローが生じない長期性資産の場合には、ファンドの流動性管理が困難となる。

流動性管理



ELTIF
実務者

- 解約請求に応じるために、ポートフォリオの一定割合を流動資産(UCITSの適格資産等)に投資しておく必要がある。



LTAF
実務者

- 流動性管理の仕組みが不況時にうまくいくかどうかはまだテストされていないため懸念がある。

投資家教育



ELTIF
実務者

- ELTIF立上時にポートフォリオが完成するまで相応の時間を要すること、投資家が解約請求した場合に解約代金を受領するまで相応の時間を要することを、販売会社と投資家の両方に理解して貰うことが重要である。



LTAF
実務者

- DC年金のプラットフォーマーが年金加入者と直接やり取りするので、プラットフォーマーに対する教育で改善の余地がある。

EuVECAおよびEuSEFの課題(研究報告)

ベンチャーキャピタルファンドが大きくなる原因として、小さなVCファンド市場、投資家の規制、投資家の選好とVCファンドの戦略間でのミスマッチが取り上げられている

研究報告

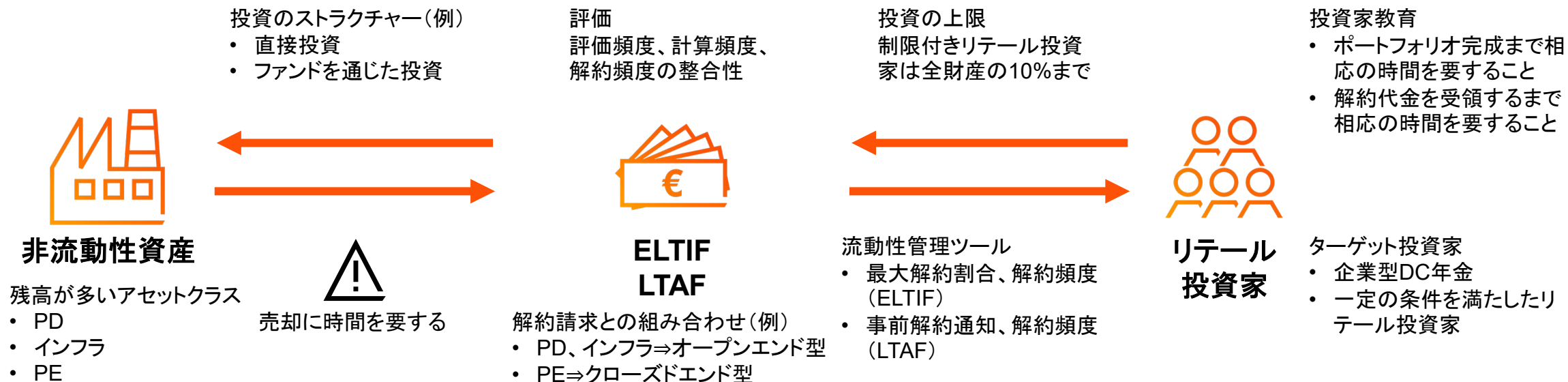
- 概要: 欧州委員会は「革新的かつ成長している企業への投資資金の拡大の障壁と推進要因の研究」と題した研究報告書を公表した。本報告書は、欧州委員会の金融安定・金融サービス・資本市場同盟総局を代表して、調査会社が実施した調査の結果を提示している。本調査は、ベンチャーキャピタルファンドに焦点を当て、EU全域におけるそれらの資金調達および投資のスケールアップを阻害する要因について分析を行っている。ベンチャーキャピタルのスケールアップを妨げるさまざまな障害は、管理会社および機関投資家の行動に影響を及ぼしている。
- 発表: 2025年10月
- 意見募集: 当該研究報告を受け、2026年1月に欧州委員会はEuVECA規制およびEuSEF規制の見直しを行っている。
- リンク: [Study on venture and growth capital funds - EC](#)

研究報告で取り上げられている障害

- **小さな市場規模**: 多くの機関投資家がEUのベンチャーキャピタルファンドに資本を投入しているが、その全体的なエクスポージャーは規模が限定的で、中規模ファンドに集中している。米国や英国のようなエコシステムと比べると、EU市場は依然として小さく、より分散しており、外部資本に依存している。
- **資金調達の障壁**: LP投資家と管理会社へインタビューした結果、資金調達における最も高い障壁は、年金基金、保険会社、銀行などの機関投資家に対する自己資本規制とキャピタルゲイン税制に関する不確実性の二つがあがっている。
- **戦略のミスマッチ**: ベンチャーキャピタルというアセットクラスの投資特性が、年金基金、保険会社、銀行などの機関投資家のポートフォリオ戦略と不一致となっている。特に、保有期間のミスマッチ、資産の流動性の低さ、チケットサイズのミスマッチという3つの懸念が浮き彫りになっている。

欧州ファンドの市場動向と実務(まとめ)

ELTIF・LTAFの流動性リスク管理



ELTIF・LTAFの市場動向を調査したところ、最終投資先として残高が多いアセットクラスは、プライベートデット、インフラストラクチャー、プライベートエクイティであった。PDとインフラは安定したキャッシュフローを生み出すため、オープンエンド型ELTIFやLTAFと相性がよい。他方、PEはキャッシュフローを生み出すために相応の時間がかかるため、クローズドエンド型ELTIFにせざるをえない。

LTAF規制策定当初のターゲット投資家は企業型DC年金で、LTAF改正後に一定の条件を満たしたリテール投資家までターゲットを広げた。LTAFの最終投資先は非流動性資産であり、解約まで相応の時間を要することから、LTAFへの投資を一定の比率に抑えるような仕組みが取られている。また、LTAFから非流動性資産への投資ストラクチャー案として、直接投資する以外にファンドを通じた間接投資(ファンドオブファンズ投資)が実務ガイダンスで紹介されている。

また、DC年金がデフォルトファンド(デフォルトアレンジメントの中で実際に資産が投資される標準ファンド)を通じて非流動性資産に投資するケースにおいては、年金加入者からの流動性要求に応えるために、DC年金レベルの流動性リスク管理とファンドレベルの流動性リスク管理の2段階の流動性リスク管理が重要となる。

3

投資促進策

3章の概要

3章では、EU、英国、米国におけるスタートアップへの成長資金・リスクマネーの供給を強化する投資促進策を取り上げる。

まずEU全域の企業を成長させるために貯蓄投資同盟の枠組みの下で、①年金制度改革、②EuVECA規制の見直し、③プライベートエクイティ投資家のエクジット支援、④機関投資家による株式投資の促進が検討されている。①年金制度改革において、ブルーデントパーソン原則（思慮深い投資家原則）の内容を明確化することで、年金における投資の柔軟性を促している。②前章で取り上げた欧州委員会が公表したベンチャーおよびグロースキャピタルファンドの研究報告を受けて、EuVECA規制の見直しが行われている。③プライベートエクイティ投資家のエクジット手段を確保するために、非上場株式セカンダリー取引のプラットフォーム構築が検討されている。④保険会社および銀行による株式投資を促進するために、株式への長期投資に有利な自己資本規制の取り扱いを明確にしている。

次に英国における年金投資レビューとリーズ改革を取り上げる。年金投資レビューにおいて、英国政府はDC年金提供社17社が、主要デフォルトファンドの10%をプライベートマーケットに投資し、そのうち5%を英国に投資することを約束したマンションハウス合意を強く支持している。またリーズ改革において、英国政府は2026年からLTAFを株式型ISAで保有可能としている。

米国は、確定拠出年金によるオルタナティブ資産への投資を可能とする改正案を公表し、資産の15%以上を私募ファンドへ投資するクローズドエンド型ファンドの販売制限を事実上撤回している。

最後にシンガポールもELTIF、LTAFと同様のリテール投資家向けにプライベートマーケット向けのファンドの枠組みの導入を検討しているため、ELTIF、LTAFと比較している。



EUの施策(貯蓄投資同盟)

貯蓄投資同盟の枠組みの下で、年金制度改革、EuVECAの見直し、プライベート企業のエグジット支援、機関投資家による株式投資の促進が検討されている

貯蓄投資同盟(Savings and Investment Union: SIU)の概要

- 目的: SIUは、EU市民に対してより良い金融上の機会を提供すると同時に、貯蓄を生産的な投資へ結び付ける金融システムの機能を強化することを目的としている。SIUにより、資産の増加を目指す家計にはより多くの選択肢が提供され、欧州全域の企業が成長することが可能となる。
- 公表: 2025年3月
- 分野: SIUには、①市民と貯蓄、②投資と資金調達、③EUの統合と規模、④EU単一市場における監督という4つの取り組み分野がある。
- 市民と貯蓄: 市民は、資本市場に投資することで大きな恩恵を受けることができる。貯蓄からより高いリターンを得ることが可能となり、家計資産の拡大や老後の経済的安定の向上につながる。
- 投資と資金調達: 企業および経済が成長し、イノベーションを促進し、雇用を創出するためには、より多くの資本と多様な資金調達手段が必要である。公的資金だけでは不十分であり、資本市場が重要な役割を果たす。
- リンク: [Savings and investments union - EC](#)

主な取り組み内容

- **年金制度改革**: 職業年金制度(IORP)および個人年金制度(PEPP)に関する既存の枠組みを見直し、家計の年金への参加を増やして退職後の十分な収入を確保し、年金基金が家計の貯蓄を生産的かつ革新的な投資に活用させることを目指している(2025年11月に改正案を公表)。
- **EuVECAの見直し**: 欧州ベンチャーキャピタルファンド(EuVECA)制度を見直し、このラベルをより魅力的にし、投資可能資産や戦略の範囲を拡大することを目指している(2026年1月に意見募集を開始)。
- **プライベート企業のエグジット支援**: プライベート企業の投資家によるエクジットを支援する措置を提案する。場合によっては多国間による非上場株式のセカンダリー取引を通じて実施できるようにする(2026年3月に意見募集を開始)。
- **機関投資家による株式投資促進**: 機関投資家による株式投資を促進する措置を講じる。保険会社および銀行による株式投資を促進するため、株式への長期投資に有利な自己資本規制の取り扱いを明確にする(2025年10月にガイダンスを公表。2026年2月に規則を公布)。



EU年金制度改革

ブルーデントパーソン「ルール」(事前に決められた正解)をブルーデントパーソン「原則」(目的志向・状況適応型判断)に置き換えることで、年金における投資の柔軟化を促している

EU年金制度改革

- 概要: 欧州委員会は、年金へのアクセスを改善し、より質が高く効果的な制度とすることにより、市民が退職後に十分な所得を確保できるよう支援するための一連の施策パッケージ(EU各国の投資制限に関する各国の裁量を縮小。年金ガバナンスの強化。バリューフォーマネーの導入)を採択した。
- ブルーデントパーソン原則(思慮深い投資家原則)の明確化: 現在、年金提供者が資産ポートフォリオをどのように投資・管理すべきかは、ブルーデントパーソンルールによって規律されている。しかしながら、このルールはEU加盟国ごとに解釈および運用が大きく異なってきた。その結果、年金制度が投資を分散し、株式に資産配分を行う能力が制約される場合が少なくなかった。職域年金制度および個人年金制度を改正する提案では、ブルーデントパーソン「ルール」をブルーデントパーソン「原則」に置き換えている。これにより、年金提供者は、関連するリスクを適切に特定、測定、監視、管理および報告できる限り、あらゆる種類の資産に自由に投資できるべきであることが明確化されている。
- 公表: 2025年11月に欧州委員会は職域年金制度と個人年金制度の改正案を採択した。
- リンク: [To help ensure adequate retirement income - EC](#)

ブルーデントパーソン原則の適用ガイダンス(抜粋)

- オルタナティブ資産への投資は、必要な専門性や規模を欠く小規模な年金提供者にとっては必ずしも実行可能ではない場合がある。しかしながら、そのような場合であっても、すべての年金提供者が分散投資の恩恵を受け、ポートフォリオに株式を組み入れることを検討することは重要である。
- 十分な規模およびリスク吸収能力を有する大規模年金ファンドは、より幅広い投資機会にアクセスすることができる。また、そのような大規模年金ファンドは、十分に分散された投資戦略の一環として、プライベートエクイティ、ベンチャーキャピタルおよびグロースエクイティファンドへの投資も検討すべきである。このような大規模な年金提供者は、小規模年金ファンドには容易に実現できない有利な条件で投資を行える可能性が高い。
- 仮にこうした提供者が、許容可能なリスク水準の範囲内でリターンを高め得る適切な株式やオルタナティブ資産への投資を検討しないとすれば、それは投資の収益性を確保し、資産を広範に分散するという受託者としての責務を怠ることになる。
- リンク: [EUR-Lex - 52025DC0839 - EN - EUR-Lex](#)



EuVECAおよびEuSEFに関する意見募集

ベンチャーキャピタルおよびグロースキャピタルファンドの研究報告を受けて、EuVECAおよびEuSEFの見直しが行われている

意見募集

- 概要: ベンチャーキャピタルおよびグロースキャピタルファンドは、イノベーションや戦略的分野を含むEU経済への資金供給において重要な役割を果たしている。これらのファンドは、企業の初期開発段階から成長の後期段階に至るまでを支援している。こうしたファンドのためのよりダイナミックで統合された欧州市場を構築することは、EUの成長潜在力を引き出し、グローバルな競争力を強化するために不可欠である。欧州委員会は、EUのベンチャーキャピタルおよびグロースキャピタルファンドが直面している障害ならびにそれらに対処するための可能な措置について、意見募集を行っている。
- 開始時期: 2026年1月
- 一般向けコンサルテーションのリンク: [Consultation EU venture and growth capital funds reform](#)
- ターゲット向けコンサルテーションのリンク: [Targeted Consultation EU venture and growth capital funds reform](#)

意見募集を求めている主な項目

- 資産運用会社がビジネスを展開するファンドのプロ投資家からの資金調達はどの程度難しいと感じるか
- EuVECAとEuSEFの主なコスト要因(法務、監査、預託、報告、監督手数料など)は何か
- EuVECAにおける適格投資資産の範囲は適切か
- EuVECAはスタートアップ向けの資金調達を増やすなど、現在のEUの政策目標と整合しているか
- EuVECAは、対象事業者に関連または所有する不動産、インフラ、特許、知的財産権、その他の資産に直接的または間接的に投資できるような柔軟性をもたせるべきか
- 適格投資資産に70%超投資しないといけない規定を緩めるべきか
- EuSEFの枠組みはその目的達成に成功しているか
- 利用されていないため、EuSEFの廃止を検討するのが適切か



EUプライベートエクイティ投資家のエグジット支援に関する意見募集

プライベートエクイティ投資家のエグジット手段を確保するために、非上場株式セカンダリー取引のプラットフォーム構築が検討されている

意見募集

- 概要: EUにおけるプライベートエクイティ投資家は、投資のエグジットを図る際に課題に直面している。例えば、キャピタルゲインを実現するために新規株式公開(IPO)まで待つことができない場合があるほか、非上場株式に対する信頼性の高い評価が欠如していることが取引の障害となる場合がある。本コンサルティングの目的は、EUにおけるプライベートエクイティ投資のエグジットに関する潜在的な障壁や課題、非上場株式セカンダリー取引のためのプラットフォームの有用性および考え得る設計上の特徴、さらに、新たな株式資本調達に向けた当該プラットフォームの利用拡大の有用性について、証拠や意見を収集することにある。
- 開始時期: 2026年3月
- リンク: [Targeted consultation on private equity exits](#)

意見募集で取り上げられている課題

- **企業による非上場の選択**: 欧州委員会は、企業がより長期間にわたり非上場の状態を維持する傾向が強まっていることを観察している。こうした傾向の理由は複数考えられるが、多くの企業は、自社の成長・発展に対する統制を維持することや、競争上その他の理由から情報開示を限定するために、非上場のままであることを選択している。
- **エグジット手段の不足**: プライベートエクイティ投資家は依然として一般に投資からのエグジットが困難であると感じている。この状況は、企業のスケールアップを制約するとともに、高成長型ビジネスモデルには必ずしも適さない銀行融資への依存を高める可能性がある。信頼できるエグジット手段が存在しない場合、ベンチャーキャピタルやプライベートエクイティに投資するファンドは、リミテッドパートナーへの返還期限までに持分を換金できなかったり、より低い評価額での売却を余儀なくされたりするおそれがある。
- **海外移転**: 流動性や市場活動の不足は、高成長企業(または高い成長可能性を有する企業)が資金調達を求めて海外に移転する誘因となる可能性がある。こうした企業が外国による買収の対象となりやすくなることで、経済安全保障上の懸念を生じさせる可能性もある。



EU機関投資家による株式投資促進

保険会社および銀行による株式投資を促進するため、株式への長期投資に有利な自己資本規制の取り扱いを明確にしている

自己資本規制の改正

- 概要：欧州委員会は、銀行や保険会社などの機関投資家がEU経済の資金供給において果たす重要な役割を支援するため、保険会社に対するソルベンシーII委任規則*、銀行による株式投資の健全性上の取扱いを改正した。これらの措置は、民間投資の促進、資本市場統合の改善、そして欧州の長期的な競争力強化というEUのより広範な目標に貢献するものである。これにより、EUの企業および家計に利益をもたらすことが期待されている。
- 銀行向けガイダンス(2025年10月公表)：
https://ec.europa.eu/finance/docs/law/251029-communication-crr-legislative-programmes_en.pdf
- 保険会社向け改正委任規則(2026年2月公布)：<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:32026R0269>
- リンク：https://finance.ec.europa.eu/publications/commission-advances-savings-and-investments-union-measures-mobilise-insurers-and-banks-capital_en

*ソルベンシー II 指令を補完し、保険会社に適用される資本規制等の詳細なルールを定めた欧州委員会委任規則(レベル2)

改正の内容

- **保険会社**：ソルベンシーII委任規則の改正は、保険会社の投資余力を高めることにより、長期投資を促進するものである。これにより、法的枠組みの堅牢性および保険契約者の保護を維持しつつ、実体経済の資金調達により多くの資本を配分することが可能となる。例えば、保険会社によるプライベートエクイティやベンチャーキャピタルを通じて、欧州企業の資金調達を促進し、安定的かつ長期的な資本へのアクセスを容易にしている。
- **銀行**：改正ガイダンスは、銀行が資本要件規則の下で、立法プログラムを通じた株式投資を行う場合に、より有利な健全性上の取扱いを受けることができる仕組みについて指針を示している。これらの仕組みは、保証や共同投資といった公的支援と、民間資金、さらに明確な監督体系を組み合わせている。これにより、クリーンテクノロジー、デジタルイノベーション、防衛といった、欧州の競争力および安全保障にとって重要な分野が支援される。

英国年金投資レビュー

英国政府はDC年金提供社17社が、主要デフォルトファンドの10%をプライベートマーケットに投資し、そのうち5%を英国に投資することを約束したマンションハウス合意を強く支持している

英国年金投資レビューの概要

- 概要: 英国国民は、年金加入者により高いリターンをもたらし、英国への投資を拡大する年金制度の中核として、より規模が大きく、より質の高い年金基金を必要としている。年金加入者は老後の安心を享受する権利がある一方で、15年近くに及ぶ経済停滞を経た後、成長する経済の中で生活する権利も有している。英国政府の年金改革レビューは、業界ですでに進行している変化を後押ししつつ、この両方を実現することを目的としている。
- 公表: 2025年5月
- リンク: <https://www.gov.uk/government/publications/pensions-investment-review-final-report/pensions-investment-review-final-report>

主な内容

- **バリュフォーマネーの導入**: 英国政府はすでに、今後提出される年金スキーム法において、確定拠出年金(DC)市場向けのValue for Money(VFM)フレームワークを法制化する計画を公表している。このフレームワークにより、継続した情報開示制度が初めて導入され、運用パフォーマンスやリターンの一貫性を含み、DC年金の質に関するさまざまなデータや指標が、時系列で一般に公開されることになる。これにより意思決定はコストのみに依拠するのではなく、より幅広い指標に基づいて行われることが可能となる。
- **マンションハウス合意の支持**: 英国政府はマンションハウス合意(Mansion House Accord)を強く支持している。これは、主要なDC年金提供社17社が、自主的な取り組みとして、主要デフォルトファンドの10%をプライベートマーケットに投資し、そのうち5%を英国に投資することを約束したものである。英国政府は、年金法に、必要と判断した場合に年金スキームが英国を含む幅広いプライベート資産へ投資するための定量的な最低目標を政府が設定できるようにする予備的権限を盛り込む予定である(2026年4月に改正済み)。法案に盛り込まれる予備的権限は、加入者の利益を保護するための規定およびセーフガードが含まれ、いかなる要件も受託者責任の原則と整合的なものとなる。

英国リーズ改革

2026年から株式型ISAを通じてLTAFへ投資可能となる

英国リーズ改革の概要

- 概要: リーズ改革は、「変革のための計画」を通じて、英国を2035年までに金融サービス業にとって世界最高の拠点とし、国外からの投資を呼び込み、英国全土で質の高い雇用を創出することを目的としている。リーズ改革は、現代版産業戦略の中核をなす初の「金融サービス成長・競争力セクター別計画」であり、英国の世界的な強みをさらに強化していくことになる。
- 公表: 2025年7月
- リンク: [Leeds Reforms to boost investment - GOV.UK](https://www.gov.uk/government/news/leeds-reforms-to-boost-investment)

主な内容

- **個人投資の活性化**: 英国政府は、現金貯蓄と投資との適切なバランスを実現するため、Individual Savings Account (ISA) や貯蓄制度に関する改革の検討を引き続き進めていく。その第一段階として、英国政府は2026年から、LTAFを株式型ISAで保有可能とする。これにより、より多くの個人が、革新的企業やインフラなど、英国の将来的な成功を支える資産に投資できるようになり、同時により高いリターンの獲得も期待される。
- **投資のための資本解放**: イングランド銀行による改革、バーゼル3.1に基づく新たな銀行規制、リテール銀行業務と投資銀行業務を分離するリングフェンシング制度の改革、金融政策委員会による銀行の自己資本規制に関する大規模なレビューが実施される。これらの結果は、国際的な金融安定性に不可欠な規制基準を維持しつつ、英国の銀行が国際的に競争力を保ち、実体経済への重要な投資を提供できるようにするための、政府およびイングランド銀行の今後の取り組みに反映される。



米国401kプランに対するオルタナティブ資産へのアクセスを民主化

トランプ大統領は、より高いリターンと分散効果を得るため、401kプランがオルタナティブ資産にアクセスできるようにする大統領令に署名した

大統領令の概要

- 概要: 本大統領令は、Employee Retirement Income Security Act of 1974 (1974年従業員退職所得保障法。以下、ERISA法)と内国歳入法401条(k)の適用を受ける確定拠出年金(以下、401kプラン)およびその他の確定拠出年金制度におけるオルタナティブ資産への投資に関する受託者義務(フィデューシャリーデューティー)について、労働省のガイダンスを再検証するよう、労働長官に指示した。
- 公表: 2025年8月
- 改正案: 労働省が改正案を公表(2026年3月)
- ファクトシート: <https://www.whitehouse.gov/fact-sheets>
- 大統領令: <https://www.whitehouse.gov/presidential-actions>

大統領令の目的(抜粋)

- 多くの米国の富裕層や、公的年金制度に加入している政府職員は、さまざまなオルタナティブ資産に直接投資したり、そうした投資の受益者となったりすることができる。これに対し、9,000万人を超える米国人が雇用主提供の確定拠出年金制度に加入しているにもかかわらず、その大多数は、オルタナティブ投資に伴う潜在的な成長機会や分散効果に、直接的にも自らの退職年金プランを通じても参加する機会を有していない。
- 401kプランおよびその他の確定拠出型退職年金プランの受託者は、運用会社の能力、経験、オルタナティブ投資を管理する有効性を含む、私募投資のあらゆる側面を慎重に審査・検討する必要がある。これは、彼らが管理する退職口座の加入者を保護し、安全かつ慎重に投資を行うという受託者責任(フィデューシャリーデューティー)を果たすためである。
- 行き過ぎた規制と、訴訟を好機と捉える原告側弁護士による訴訟の助長が相まって、投資イノベーションは阻害され、401kプランおよびその他の確定拠出型退職年金制度の加入者は、公的年金や他の機関投資家が享受しているのと同様の長期的な純便益を欠く資産クラスに事実上押しとどめられてきた。
- 私の政権は、米国の労働者の退職資産が、尊厳があり快適な退職生活を確保するために必要な、競争力あるリターンおよび資産分散を達成することを妨げている規制上の負担と訴訟リスクを軽減する。

米国401kプランにおけるフィデューシャリーデューティー

労働省は、401kプランの投資選定に係るフィデューシャリーデューティーを明確化するための改正案を提示した

● 改正案の目的

401kプランを含む年金プランにおける投資選定に関し、ERISA法に基づく年金プラン運営者の慎重義務を明確化し、当該義務についてプロセスに基づくセーフハーバーを設けることにある。

● 公表: 2026年3月

● サマリー: Fiduciary Duties In Selecting Designated Investment Alternatives Proposed Rule

● プロセスに基づくセーフハーバー

年金プラン運営者が客観的、十分かつ分析的に検討し、判断を行うべき要素として、6つの要素を特定している。年金プラン運営者が、これら6つの要素のいずれかについても、ERISA法に定めるプロセスに従って検討および判断を行った場合には、ERISA法上に基づくフィデューシャリー義務を満たしたものと推定される。

- パフォーマンス: 合理的な範囲に類似する投資案と比較した上で、手数料等控除後のリスク調整後期待リターンが、適切な投資期間にわたって年金プランの目的(加入者のリスク調整後リターン最大化)に資することを確認する。
- 手数料: 類似代替案と比較した上で、当該投資に係る費用・報酬が適切であることを、リスク調整後期待リターンや、リターン以外の便益(機能・サービス等を含む価値)も踏まえて判断する。
- 流動性: 年金プランレベルおよび個人レベル双方で想定されるニーズ(引出し、配分変更、ローン等)に対応できるだけの十分な流動性を備えていることを確認する。
- 評価: 年金プランの必要性に照らして、資産を適時かつ正確に評価できるようにするための十分な措置を採用していることを判断する(特に市場価格が観察しにくい資産や利益相反があり得る場面を含む)。
- ベンチマーク: 意味のあるベンチマーク(同様のマンドート、戦略、目的、リスク等を持つ比較対象)を設定し、手数料控除後のリスク調整後期待リターンと比較する。
- 複雑性: 投資の複雑性を踏まえ、年金プラン運営者自身が義務履行に足る程度に理解できるだけの技能・知識・経験・体制を有するか、または適切な専門家の支援が必要かを確認する。



米国クローズドエンド型ファンドの販売制限撤廃

SECは、資産の15%以上を私募ファンドに投資するクローズドエンド型ファンドに課していた販売制限を事実上撤回した

概要

- 概要: 米国証券取引委員会 (SEC) は、資産の15%以上を私募ファンドに投資するクローズドエンド型ファンドに対して、適格投資家のみに募集を限定し、さらに最低当初投資額として少なくとも25,000米ドルを要求していた。SECによるファンドと資産運用会社に対する監督が大きく進展し、運営に関する市場慣行もここ20年で発展してきたため、資産の15%以上を私募ファンドに投資するクローズドエンド型ファンドに対して、適格投資家要件、最低投資額要件を求めないこととした。
- 公表: 2025年8月
- リンク: [SEC.gov | ADI 2025-16 - Registered Closed-End Funds of Private Funds](https://www.sec.gov/adi/2025-16-Registered-Closed-End-Funds-of-Private-Funds)

適格投資家の定義

- 有価証券の販売時点において、主に次のいずれかに該当する者、または発行者が合理的に該当すると判断する者をいう。
 - 銀行、貯蓄貸付組合、ブローカーディーラー、投資助言会社、保険会社、投資会社、ビジネスディベロップメントカンパニー、資産総額が500万ドルを超える年金プラン、一定の条件を満たす従業員給付プラン
 - 団体、法人、トラスト、パートナーシップまたは有限責任会社であって、総資産が500万ドルを超えるもの
 - 個人(配偶者等との合算)として純資産額が100万ドルを超える自然人
 - 直近2年間に於いて年間20万ドル超(配偶者等と合算の場合は30万ドル超)の所得を有し、かつ当該水準に到達する合理的見込みを有する自然人



シンガポールの長期資産ファンド(LIF)

ELTIF、LTAFのようにリテール投資家に長期・非流動性資産を提供する新たなファンドの枠組みを検討している

概要:2025年3月にシンガポール金融管理局(MAS)は、既存のファンド規制を基礎としつつ、プライベートマーケット投資ファンドの特性およびリテール投資家が投資する際のニーズに適合するよう調整された長期投資ファンド(Long-term Investment Fund。以下、LIF)の枠組みについて市中協議を行った。

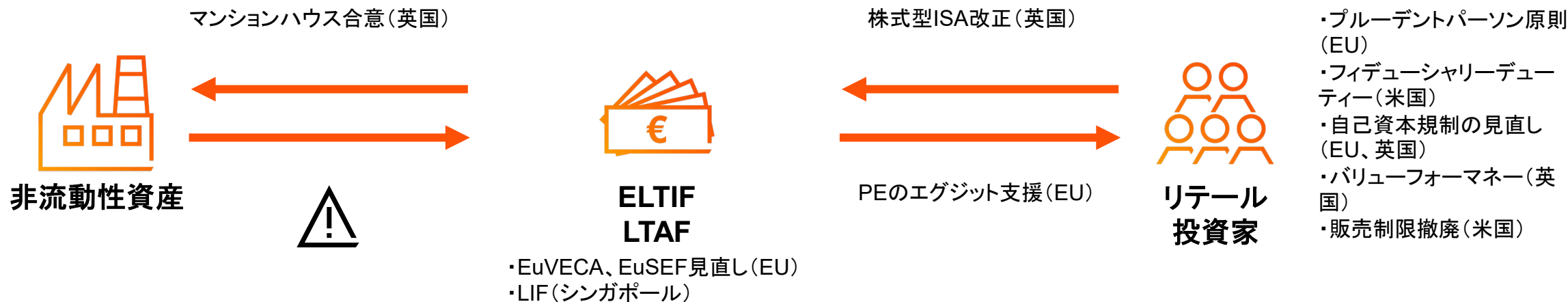
資格:LIF枠組みに基づき認可されたスキームについては、その名称に「LIF」または「Long-term Investment Fund」の文言を含めなければならない。

リンク:[consultation-paper-on-providing-retail-access-to-private-market-investment-funds.pdf](https://www.mas.gov.sg/consultation-paper-on-providing-retail-access-to-private-market-investment-funds.pdf)

項目	LIF	ELTIF2.0(リテール向け)	LTAF
適格投資資産	プライベートエクイティ、プライベートクレジット、不動産(FoFのみ)、インフラストラクチャー	非上場株式、小規模な上場株式、債券、ローン、実物資産、ファンド、証券化商品	非上場証券、ローン、実物資産等
(適格投資資産としての)上場企業投資	なし	時価総額15億ユーロ未満は可	なし
適格投資資産への投資比率	純資産総額の2/3以上	資本の55%以上	純資産総額の50%以上
単一資産への投資上限	直接投資は慎重なリスク分散。FoFは単一企業は純資産総額の5%、インフラ、不動産が20%	資本の20%	プリンシプルベース(慎重なリスク分散)
証券化商品への投資上限	なし	資本の10%	プリンシプルベース(慎重なリスク分散)
単一カウンターパーティへのデリバ上限	なし	資本の10%	純資産総額
借入上限	純資産総額の15%	純資産総額の50%	純資産総額の30%
解約構造	オープンエンド型が基本(総資産の10%までの解約を最低年1回)	原則クローズドエンド型。オープンエンド型も可(解約頻度は四半期以上を想定。最大解約割合の制限)	オープンエンド型を前提(解約頻度は1カ月以上。最低90日の解約通知期間)
リテール投資家の最低投資額	なし	なし	なし

投資促進策(まとめ)

各国の投資促進策



注目すべき投資促進策として、EUにおける別のファンドラベルであるEuVECAとEuSEFの見直しが行われている。EuVECAもEuSEFもいずれもスタートアップに対する資金供給として私募ファンド(AIF)を基礎としたファンドのラベルである。今後の改正の動きは日本の資産運用会社や販売会社へ示唆を与える可能性がある。

またシンガポールLIFのように、英国・EU以外の国においてもリテール投資家向けの新たなファンドのラベルを導入しようとしている国が出てきている。同じようなラベルにすることで、グローバル投資家によるファンド規格に対するデューデリジェンスの負担を軽減することができる。

さらに非流動性資産への投資は必要な専門性と規模を欠く小規模な年金提供者にとって実行可能でない場合がある。EUでは、プルーデントパーソン「ルール」(事前に決められた正解)をプルーデントパーソン「原則」(目的志向・状況適応型判断)に置き換えることで、年金における投資の柔軟化を促している。類似の投資促進策として、米国でも確定拠出年金制度におけるオルタナティブ資産への投資に関する受託者義務(フィデューシャリーデューティー)の見直しが行われている。

4

日本への示唆

4章の概要

4章では、日本において非流動性資産への投資に特化した新たなファンドの組成・販売の枠組みを実現（例えば、ELTIFやLTAF に類似する枠組みを導入）するに当たっての課題と必要な手当てをとりまとめる。

まず、日本とEU・英国の非流動性資産へ投資するファンドに関する制度と投資促進策を、ファンドの枠組み、投資家区分、確定拠出年金制度、税制優遇制度、市場という見地から比較してみる。

次に、日本の証券投資信託とELTIFを、組成、リスク管理、解約、運用会社の行為、販売会社の行為、開示の側面から比較してみる。非流動性資産への投資は直接投資とファンドを通じた間接投資（ファンドオブファンズ）があるので、それぞれについて比較してみる。ELTIFを比較対象にしているのは、ELTIFにはリテール投資家向けELTIFとプロ投資家向けELTIFが存在すること、LTAFに比してELTIFの投資制限がより詳細に定められていることが理由である。

さらに、日本と英国の投資家区分を、リスク要件、資産・取引要件、能力要件、勤務要件で比較してみる。英国を比較対象にしているのは、英国の投資家区分がより詳細に定められているからである。

最後に、日本において非流動性資産への投資に特化した新たなファンドの組成・販売の枠組みを実現するに当たって必要となる対応をまとめる。

日本と諸外国の制度・投資促進策の比較

比較の結果

ファンドの枠組みについて、日本においては証券投資信託から直接・間接に長期・非流動性資産へ投資することは可能だが、ELTIFやLTAFのようなラベルに関するルールがない。

投資家区分について、英国ではリテール投資家を細かく区分した上で、LTAF販売に必要な要件を定めている。

そもそも英国では企業の企業型確定拠出年金（企業型DC）への自動加入制度があり、デフォルトアレンジメントの設定が要求されている。日本では企業の企業型DCへの加入は任意であり、デフォルトアレンジメントの設定も要求されていない。

その他にも金融機関の自己資本規制における株式投資の取り扱いが見直されている。また、欧州には簡易な発行開示、流通開示を認める取引施設がある。

	日本	海外
ファンドの枠組み	・証券投資信託から直接・間接に長期・非流動性資産へ投資することは可能 ・ラベルに関するルールはない	・長期・非流動資産に投資するELTIF（EU）、LTAF（英）の枠組み ・ラベルに関するルールがある（EU、英）
投資家区分	一般投資家、特定投資家	一般リテール投資家、制限付きリテール投資家、認定富裕層、認定洗練投資家、プロ投資家（英）
個人型年金制度	日本版LTAFが存在しない	個人型DCがLTAFへ投資可能（英）
企業型年金制度	・企業型DCは任意導入。指定運用方法 ・日本版LTAFが存在しない	・企業型DCへの自動加入制度、デフォルトアレンジメントの設定が必須（英） ・企業型DCがLTAFへ投資可能（英）
税制優遇制度	日本版LTAFが存在しない	ISAにLTAFを組入可能（英）
機関投資家	資本規制の見直しは特に議論されていない	資本規制の見直し（EU）
市場	証券投資法人制度	簡易な開示制度（EU）

日本の投資信託とELTIF、LTAFの比較

比較の結果

ELTIFについて、ELTIF規制に従って認可を受けているファンドに限ってELTIFの名称を使用することができる。LTAFについて、LTAFとして認可を受けるファンドはその名称にlong-term asset fundまたはLTAFを含める必要がある。これに対して、日本には長期・非流動性資産投資に「特化」したファンドの枠組み(ラベル)がない。

右に日本の公募証券投資信託が非上場株式に投資するケースまたはファンドオブファンズ(FoF)を通じて非上場株式に投資するケースを想定して、ファンドの組成・運用に関する規制を比較している。

ELTIFは適格投資資産、投資制限、借入制限がない私募ファンドの規制(AIFMD規制)を基礎に、リテール投資家向けELTIF向けの規制を追加している。これにより、リテール投資家向けに非流動性資産への投資に「特化」するファンドを立ち上げることができる。

これに対して、日本は適格投資資産、投資制限、借入制限がある既存の公募証券投資信託に、非上場株式等への投資やオルタナティブ投資を行う外国籍ファンドの組み入れを認める規制の体系になっている。したがって、リテール投資家向けの公募証券投資信託に非流動性資産への投資を「容認」するような枠組みになっている。

	公募証券投資信託(直接投資)(日本)	リテール投資家向けELTIF(直接投資)(欧州)
組成	・適格投資資産(主に上場株式、債券など) ・投資制限(非上場株式投資は純資産総額の15%まで) ・借入制限(解約代金支払目的等に応じた限度額)	・適格投資資産(主に非上場株式、実物資産など) ・投資制限(単一企業への投資は資本の20%まで) ・借入制限(投資または流動性目的であれば資本の50%まで可)
	公募証券投資信託(FoF投資)(日本)	リテール投資家向けELTIF(間接投資)(欧州)
組成	・他ファンドへの投資は可能 ・投資制限(原則として複数ファンドへの投資) ・投資先ファンドにおける投資制限(投資する外国籍ファンドが規制当局に監督されていること、個人投資家を含む幅広い投資家層に提供されていること等) ・借入制限(解約代金支払目的等に応じた限度額)	・他ファンドへの投資は可能 ・投資制限(単一ファンドへの投資は資本の20%まで) ・投資先ファンドにおける投資制限(投資先ファンドの他ファンドへ投資する比率が10%を超えないこと等) ・借入制限(投資または流動性目的であれば資本の50%まで可)
	公募証券投資信託(オルタナ投資共通)(日本)	リテール投資家向けELTIF(オルタナ投資共通)(欧州)
流動性リスク管理	流動性リスク管理	流動性リスク管理、最大解約割合
解約	オープンエンド型、クローズドエンド型いずれも可	原則クローズドエンド型。オープンエンド型も可(解約頻度は四半期以上を想定。最大解約割合の制限)
行為(運用会社)	利益相反、再委託可能、プロダクトガバナンス態勢	利益相反、再委託可能、プロダクトガバナンス態勢
行為(販売会社)	適合性、プロダクトガバナンス態勢	適合性、適切性、プロダクトガバナンス態勢
開示	目論見書、重要情報シート、有価証券報告書	目論見書、KID(重要事項説明書)、年次報告書

日本と英国の投資家区分の比較

比較の結果

投資家区分について、英国ではリテール投資家を細かく区分した上で、LTAF販売に必要な要件を定めている。

リスク要件について、英国には所定の「制限投資家申立書」により、高リスク投資への投資額を全財産（自宅・年金除く）の10%以内に抑える等の制限を受け入れる制限付きリテール投資家という区分がある。

資産・収入要件について、日本の資産要件の金額は最低でも金融資産1億円以上が必要であり、英国の250,000ポンドに比べると高くなっている。

勤務要件について、日本は金融商品取引業、銀行業、保険業、信託業などと幅広いのに対して、英国はプライベートエクイティ会社と金融業界の中でも限定されている。

	日本	英国
一般リテール投資家	一般投資家：特定投資家として取り扱わない者	一般リテール投資家：プロ投資家、制限付きリテール投資家、認定富裕層、認定洗練投資家、自己認定洗練投資家に分類されない投資家
リスク要件	日本に全財産の10%以内に高リスク投資を抑えるような基準はない。	制限付きリテール投資家：所定の「制限投資家申立書」により、高リスク投資への投資額を全財産（自宅・年金除く）の10%以内に抑える等の制限を受け入れる投資家
資産・収入要件	一般投資家が資産要件（純資産5億円・3億円・1億円以上、金融資産5億円・3億円・1億円以上）、収入要件（1億円以上・1千万円以上）、取引頻度要件などにより定められている一定の要件を満たすことで、特定投資家へ移行することができる。	認定富裕層：直近12カ月以内に所定の「富裕層申立書」により、年収100,000ポンド以上または全財産（自宅・年金除く）が250,000ポンド以上を満たすことを示した投資家
能力要件	資産・収入要件で定める要件の一部では、当該要件に加えて、証券アナリストなど、特定の知識を有することも求められる。	認定洗練投資家：過去36カ月以内に十分な知識を有すると認定を受け、かつ直近12カ月以内に所定の「洗練投資家申立書」により、当該基準を満たすことを示した投資家
勤務要件	資産・収入要件で定める要件の一部では、当該要件に加えて、金融業界での勤務経験など、特定の経験を有することも求められる。	自己認定洗練投資家：直近12カ月以内に所定の「洗練投資家申立書」により、プライベートエクイティ会社での就業実績や複数の非上場株式への投資実績などの基準を満たすことを示した投資家
プロ投資家	特定投資家：知識・経験・財産の状況から金融取引に係る適切なリスク管理を行うことが可能な投資家	プロ投資家：投資判断を行い、当該投資に伴うリスクを適切に評価するのに十分な経験、知識および専門性を有する事実上のプロ投資家またはプロ成り投資家

調査報告書(まとめ)

新たなリテール投資家区分と新たなファンドラベルの新設

日本と諸外国の制度・投資促進策の比較、日本の投資信託とELTIF、LTAFの比較、日本と英国の投資家区分の比較を通じて、日本において非流動性資産への投資に特化した新たなファンドの組成・販売の枠組みを実現するに当たっての必要な手当てとして、以下を挙げることができる。

- **新たな投資家区分の新設**: 英国には所定の「制限投資家申立書」により、高リスク投資への投資額を全財産(自宅・年金除く)の10%以内に抑える等の制限を受け入れる「制限付きリテール投資家」という区分がある。英国はリテール投資家を細かく区分した上で、非流動性資産への投資に特化したファンド販売に必要な要件を定めることで、販売会社によるリテール投資家の区分・判定に係る負担を軽減することができる。また、全財産の10%以内に抑えることでリテール投資家の投資分散を図ることが可能となる。

もっとも、非流動性資産をファンドに組み入れる場合には、従来の公募投資信託とリスク特性が大きく異なるため、投資家区分の新設に加え、プロダクトガバナンスの徹底(商品組成段階)や適合性原則の厳格な適用(販売段階)など、投資家保護の枠組みの強化が不可欠となる。

- **新たなファンドラベルの新設**: 非流動性資産への投資に特化したファンドを新設することで、投資家によるファンド規格に対するデューデリジェンスの負担を軽減することができる。また、日本の証券投資信託は、高流動性資産に投資し、日々解約できるという枠組み(ラベル)の中でブランドが形成されているため、新たなファンドラベルを新設することで、リテール投資家が一般的に認識されている証券投資信託と誤認する可能性は低くなる。

なお、新たなファンドラベルの新設方法として、①既存の枠組みに新たなラベルを新設する方法(例: プライベートマーケット投資信託)、②新しいビークルにラベルを付す方法(例: 証券投資法人(Private Equity Investment Trust(PEIT))を利用する方法もあり得る)という二つの方法が考えられる。オープンエンド型の新ラベルを①、クローズドエンド型の新ラベルを②に分けることもできる。

上記以外に、非流動性資産への投資に特化した新たなファンドラベルの普及を促進するために、以下のような施策も考えられる。

- **DC年金の自動加入制度、デフォルトファンド導入**: 英国のように企業型DCへの自動加入制度を導入し、企業型DCからデフォルトファンドへの投資を必須とすることで、企業型DCから非流動性資産への投資に特化した新たなラベルのファンドへの資金流入を促すことも可能と考える。必要な専門性と規模を有する企業型DC年金であれば、非流動性資産への投資に特化するファンドへの投資を年金ポートフォリオ全体の中で一定の比率に抑えつつ分散投資を図ることが可能となる。

見直しが考えられる自主規制など

必要な手当て

新たなファンドラベルの新設方法として、①既存の枠組みに新たなラベルを新設する方法(例:プライベートマーケット投資信託)、②新しいビークルにラベルを付す方法(例:証券投資法人(Private Equity Investment Trust(PEIT))を利用する方法もあり得る)という二つの方法が考えられるが、自主規制を見直すことにより、既存の枠組みを利用して①の方法で迅速な新設が可能と考えられる。

見直しが考えられる自主規制	内容
資産運用業協会の自主規制	資産運用業協会の自主規制として「プライベートマーケット投資信託の運営に関する規則」を新設し(例:MRF及びMMFに関する規則、インフラ投資信託及びインフラ投資法人に関する規則)、以下の内容を規定する。 ・ 組成・運用に関する規制:適格投資資産の定義、分散制限、借入制限、時価評価、解約構造、流動性リスク管理 ・ 行為に関する規制:プロダクトガバナンス態勢 ・ 開示に関する規制:長期性に関する説明、投資対象、存続期間、評価手続、解約、流動性リスク管理
日本証券業協会の自主規制	日本証券業協会の自主規制として「プライベートマーケット投資信託の販売に関するガイドライン」を新設し、以下の内容を規定する。なお、「協会員の投資勧誘、顧客管理等に関する規則第3条第3項の考え方(合理的根拠適合性に係るガイドライン)」、「協会員の投資勧誘、顧客管理等に関する規則第5条の2の考え方(「重要な事項」の説明に係るガイドライン)」等が参考になり得る。 ・ 行為に関する規制:適合性、同意書、警告文書、リテール投資家への販売上限の設定、プロダクトガバナンス態勢

Thank you

pwc.com

© 2026 PwC. All rights reserved. PwC refers to the PwC network and/or one or more of its member firms, each of which is a separate legal entity. Please see www.pwc.com/structure for further details.

本報告書は、金融庁（以下、委託者という。）とPwC Japan有限責任監査法人（以下、当法人という。）との間で締結した令和8年2月25日付けの業務委託契約書に基づき、委託者の指示のもとで作成されたものです。本報告書は委託者に対してのみ提出したものであり、本委託業務以外の目的での本報告書の利用に対して、あるいは本報告書を閲覧した第三者の本報告書の利用に対して、当法人は何らの契約上またはその他の責任を負いません。当法人の作業は、本報告書に記載された特定の手続きや分析に限定されており、令和8年4月30日までに入手した情報にのみ基づき実施しております。従って、当該日以降に環境や状況の変化があったとしても、本報告書に記載されている内容には反映されておられません。当法人の業務は、公認会計士協会その他会計基準委員会によって制定された基準に従って監査、レビュー、証明、その他の保証をしたものではありません。