

「投資信託等の運用に関する規則」等の一部改正等に係る意見募集の結果について

令和6年9月19日
一般社団法人 投資信託協会

(ご意見等の状況) 法人6社・16件 個人3名・10件

項番	該当箇所	意見の概要	考え方
投資信託等の運用に関する規則			
1	第12条第4項第2号	専門委員会で議論された通り、国内公募投資信託が投資する外国籍ファンドまたは当該ファンドが更に投資を行うファンドが、金融商品取引法第二条一項で規定される投資信託証券・投資法人に該当しない限り(例えば、リミテッドパートナーシップやLLCなど)、国内公募投資信託が投資する外国籍ファンドはファンド・オブ・ファンズとはみなされることはないため、第12条第4項第2号の規定に接触することはないという理解で良いか。	個別具体的には、各社において判断すべきものと考えますが、一般的にはLPやLLCは投資信託及び外国投資信託の受益証券並びに投資法人及び外国投資法人の投資証券には該当しないことから、これらを組み入れた外国籍投信を国内籍投信が組み入れることは、ファンド・オブ・ファンズへの投資には該当しないと考えます。
2	第12条第4項第2号	ファンド・オブ・ファンズは投資信託ではありませんが、投資対象ではないと考えます(第2条3項及び金商法2条1項10号参照)。因って、「への投資」を「の受益証券への投資」に変更すべきではないでしょうか。	貴重なご意見ありがとうございます。 ご指摘の点は、今回の規則改正と直接的に関連するものではなく、改正に伴い別途議論が必要となることから、今回は存置とさせていただきます。
3	第22条第1項第5号	①運用規則第12条4項によりファンド・オブ・ファンズの受益証券への投資は不可能とされており、かつ国内ルールが適用されていることから、「当該ファンド・オブ・ファンズ及び」は、削除してもよいのではないかと考えます。	①この場合の「当該ファンド・オブ・ファンズ」は、規則第22条の柱書に定める公募のファンド・オブ・ファンズであり、公募のファンド・オブ・ファンズとして開示すべき事項を定めた条文を当該規則が参照していることから、原案の通りとさせていただきます。

項番	該当箇所	意見の概要	考え方
		<p>②概要、費用は投資信託証券そのものの概要、費用ではなく、投資信託又は投資証券に係るものであると思われ、また組入れる投資信託証券の「組入れる」と投資される投資信託等の「投資される」はダブっているものと考えられますので、「組入れる投資信託証券に係る概要、費用、保有有価証券その他の資産の明細等について」としてはとを考えます。</p>	<p>②本規則案において「概要、費用」は当該ファンド・オブ・ファンズ及び組入れる投資信託証券に係る事項である一方、「保有している有価証券その他の資産の明細等」はファンド・オブ・ファンズの投資対象となっている投資信託証券が組入れる有価証券等を指しております。ご指摘の内容を踏まえ、第5号の記載を「当該ファンド・オブ・ファンズ及び組入れる投資信託証券の概要・費用、組入れる投資信託等が保有している有価証券その他の資産の明細等について」と改めております。</p>
4	第22条第1項第5号	<p>参照する交付目論見書の作成に関する規則第4条第1項第1号で求められているのは「投資先のファンド、又は投資予定のファンドの一覧や当該ファンドの概要（主な投資対象や投資地域等）の内容」なので、本件改正後も交付目論見書の追加的記載事項においてはこの内容を記載すれば良い、との理解でよろしいでしょうか。</p>	<p>本規則改正は、各社における開示内容の変更を求める趣旨ではないことから、開示書類については従前の運用に鑑みて作成いただければと考えます。</p>
5	第22条第2項第4号	<p>22条2項に4号を新設されています。その内容は「第1号から第3号の要件に関わらず、自主規制委員会が別に指定する不動産投資信託証券及びインフラ投資信託証券」となっておりますが、柱書を見ますと「次に掲げる要件を満たすもの」とありますので、掲げるべきは「要件」であるはずであるところ、有価証券を掲げる改正となっております。条文上の整合性を確保するためには、例えば「自主規制委員会が別に指定する不動産投資信託証券及びインフラ投資信託証券に該当するものであるこ</p>	<p>ご指摘の前半については、貴見の通りと考えます。一方で、第4号は、第1号から第3号の要件を満たさずとも例外的に適用できる要件として新たに設けた経緯を踏まえ、第4号の「第1号から第3号の要件に関わらず」の記載は存置させていただきます。以上を踏まえ、第4号の記載は「第1号から第3号の要件に関わらず自主規制委員会が別に指定する不動産投資信託証券及びインフラ投資信託証券</p>

項番	該当箇所	意見の概要	考え方
		と」などとすべきではないかと思ひます。また、条文の構成からすると1号から4号はそれぞれ独立した要件ですので、「第1号から第3号の要件に関わらず」との表現は不要ではないかと思ひます。	に該当するものであること」と改めております。
6	第22条第4項	<p>現在、運用規則第22条第4項で“6ヵ月に1回の保有明細開示規定”がありますので、各委託会社は何らかの方法で6ヵ月に1回、投資先ファンドの保有明細を開示しているものと思料します。また、運用報告書規則第6条第3項では投資先ファンドの保有明細の開示は当該投資先ファンドの直近開示されている計算期間の末日とされており、運用報告書委員会決議においては、投資先ファンドの半期決算のものでも差支えがない、と規定されていますので、運用報告書全体版では、運用報告書規則に基づき、投資先ファンドの直近開示されている計算期間の末日の保有明細を開示しています。運用報告書委員会決議の半期決算分での開示は任意との認識です。今般、運用規則第22条第4項は削除が予定されていますが、運用報告書規則、運用報告書委員会決議の改定は予定されていないと認識しています。運用規則第22条第4項が削除された場合、同条項に基づいて6ヵ月に1回行っていた投資先ファンドの保有明細の開示を停止し、かつ運用報告書全体版での投資先ファンドの保有明細の開示は当該投資先ファンドの計算期間末日のものを開示することを継続することで問題がないとの認識ですが、この認識で相違ないでしょうか？</p>	<p>本件につきましては、年1回の決算においてご指摘の様な内容で運用報告書の作成を行うファンドにおいては、ご認識の通りと存じます。</p> <p>従来の開示を継続するのか、法定開示資料の作成タイミングにあわせるかは、最終的には各社でご判断いただくものと考えます。</p>

項番	該当箇所	意見の概要	考え方
投資信託等の運用に関する規則に関する細則			
7		<p>現細則第 3 条 (2) の「へ」を考慮すると投資信託等の運用に関する委員会決議または投資信託等の運用に関する委員会決議 4 及び 5 に定める留意事項において、特定の企業の議決権の 50% 超を直接的に保有する外国籍ファンドへの投資は不可であるが、しかしながら当該外国籍ファンドが LP に出資し、当該 LP が特定の企業の 50% 超を保有するようなケース (=外国籍ファンドからみると別ビークルを間に挟んだ間接的な議決権保有) であれば、現細則第 3 条 (2) の「へ」および投信法 9 条に抵触しないという認識でよいか。</p>	<p>本件につきましては、本意見募集の対象の範囲ではございませんので、回答を差し控えさせていただきます。</p> <p>個別具体的な対応につきましては、各社でご判断いただきたく存じます。</p>
投資信託等の運用に関する委員会決議			
8	4	<p>今回の改正で</p> <p>4 規則第 22 条第 2 項第 4 号で自主規制委員会が別に指定する不動産投資信託証券及びインフラ投資信託証券については、次に掲げる (1) ~ (3) の要件を全て満たした上で、公募のファンド・オブ・ファンズが別に定める留意事項を遵守して組入れるものとする。</p> <p>を加えられています。</p> <p>しかしながら規則の構造上、規則 22 条 2 項 4 号に掲げる要件を満たすのであれば、組入れてよいとしているにもかかわらず、なぜ規則外の委員会決議でこのような留保条項を設けているのでしょうか。</p> <p>想像するに、これらの要素は 4 号として新設された自主規制委員会が適合する有価証券を指定する際</p>	<p>本留意事項は、「オルタナティブ投資を行うファンドの要件だけでなく、それらを組み入れる側である国内籍投資信託についても枠組みを整備すべきではないか。」との指摘があり、当該指摘を踏まえた検討の結果、規則等で定める要件とは別に、組入れ対象となる投資信託が国内籍投資信託に与える影響を考慮し、各社で検討いただくことが望ましい事項を列記したものであり、留意すべき事項として取りまとめたものでございます。</p> <p>また、「投資信託等の運用に関する委員会決議」及び「投資信託等の運用に関する委員会決議 4 及び 5 に定める留意事項」は規則の位置付けとなっております。</p>

項番	該当箇所	意見の概要	考え方
		<p>に参照すべき基準を記載しているのではないかと 思われます。そうだとするならば、そのようなこと を定める委員会決議の建付けとすべきではないで しょうか。</p> <p>そうでないならば、規制体系の軽重からして、委員 会が規則 22 条 2 項 4 号に掲げる要件を満たすも のを指定する際の運用基準を別途示すべきではな いかと思います。</p>	
9	4 (1)	<p>「監督官庁」については、当該投資信託証券の設定 された地における監督官庁のことを意味している 解釈となる理解だが、文章上明確にして頂きたい。 (同決議 5 (2) と同じ趣旨の規程と理解していま す。)</p>	<p>監督官庁における承認及び監督という点において、 それぞれが意図することは同様であると考えられ ることから、委員会決議 4 (1) を「各国の現地の 監督官庁」と修正させていただきます。</p>
10	4 (2)	<p>本改正案 4 (2) の「価格の透明性が確保」されて いるか否かについて委託者が判断するにあたって は、「投資信託等の運用に関する規則に関する細 則」第 3 条 (2) トにおいて定める外国投資信託証 券の組入れ要件である「価格の透明性を確保する 方法」と同様、ファンドの運用会社が資産の価格評 価に関する社内規則を制定しており、これに基づ き当該運用会社又は価格算定業者が資産の価格評 価を行っていることを委託者がファンドの目論見 書等で確認する方法等が想定されるが、かかる理 解でよいか。</p>	<p>個別具体的には、各社において判断すべきものと考 えますが、一般的には価格の妥当性についての検証 が実行できることが重要であり、且つ当該価格が妥 当であると国内の委託会社が判断できることが重 要であると考えます。</p>
11	4 (3) 5 (5)	<p>「受益者間の平等性に配慮」と記載されていま すが、受益者は投資信託に係るものであるので、この 項については投資法人については、無関係と考 えてよいですか。</p>	<p>投資法人であっても、受益者間の平等性に配慮すべ き事象は発生し得ることから、無関係と判断するこ とはできないと考えます。</p>

項番	該当箇所	意見の概要	考え方
12	5	「公募の投資信託財産」と「公募のファンド・オブ・ファンズ」が併記されていますが、信託財産と投資信託とは異なる性質のものであり、「公募の投資信託（ファンド・オブ・ファンズを含む。）の信託財産」としてはと考えます。	貴重なご意見ありがとうございます。 本件につきましては、規則第 12 条第 1 項及び第 22 条第 1 項の柱書と平仄を合わせたものであり、規則全体の書きぶりは一貫していることから、原案の通りとさせていただきます。
13	5(1)	非流動性資産を主要投資対象とする投資信託のルールは製販一体で検討する必要があります。販売ルールが整うまで今次改正の実施は延期すべきと考えます。米国の FINRA 規則では Non-Traded BDC や Non-Traded Public REIT は換金性や価格透明性が低いとみなされる Direct Participation Program と同等のものとしてミューチュアルファンドよりも一段厳しい適合性チェックや記録保存を証券取引業者に求めています。また、Blue sky law と呼ばれる米国各州での不正証券販売取締法の規制対象でもあり、顧客の収入額、保有資産額、その流動性割合など NASAA のガイドラインに基づく適合性基準も課されます。ミューチュアルファンドにはこうした州法による規制はありません。同様に英国の LTAF も、FCA 規則により一般のユニットトラストとは異なる Restricted Mass Market Investment のカテゴリーに属する高リスク商品として、わが国の特定投資家に相当する者を対象とするか、一般投資家であれば非流動性資産の投資割合を保有資産の 10%までとするといった厳格な適合性基準が適用されます。こうした非流動性資産ファンドへの投資をこのまま認めると、リスク告知や開示、解約制限、当局の承認・監督といったことだけで一般投資家の保護が図られ	貴重なご意見ありがとうございます。 ご指摘の内容を踏まえ、留意事項の末尾の記載を移動した上で、留意事項の 1. 組入れに関する留意すべき事項に、新たに「(2) 顧客ニーズに沿った商品設計の検討」という項目を設け、「組入れ対象の投資信託も含め、組成する商品の複雑さやリスク等を十分に考慮しつつ、組入れ対象の投資信託の現地における適合性基準も加味しながら、販売対象として想定する顧客属性を特定し、それに応じた商品設計や販売会社との情報連携を行う。」旨を追記することとしております。 また、本会では「顧客本位の業務運営に関する原則」の改訂内容を踏まえ、組成会社と販売会社間での対応について検討を行う予定であり、引き続きそれらの動向も含め注視して参ります。

項番	該当箇所	意見の概要	考え方
		<p>るとは本国では考えられていないにもかかわらず、実質的にそれら一ファンドだけを組み入れた公募 FOF が、わが国では広く誰にでも販売されることになってしまいます。そのような投資家保護と内外規制の対称性の観点からは、まず投信協会が「店頭デリバティブ取引に類する複雑な投資信託」と並ぶ新たな商品類型を設定するとともに、金融庁、日証協と連携して適合性を中心とする勧誘基準を策定することが必須と思われます。欧州の ELTIF のように、有期限のクローズドエンド型で運用期間中は解約できないので資金が長期間固定されることが認識されやすく、またそうした仕様ゆえに投資家間の損益移転も起きないシンプルな仕組みであれば、既存業法の説明義務だけで対応可とする考え方も将来はあるかもしれません。しかし経験知のないわが国では、その ELTIF ですら最近まで適用されていた米国、英国型の追加的規制を採用したうえで非流動性資産ファンドの一般投資家への提供を解禁することが適切ではないでしょうか。すでに国内公募の外国投信 FOF は規制なく販売されてきましたが、国内投信となると販売会社と投資家のすそ野が格段に広がります。過去に銀行で起きた仕組み債ファンド販売の問題を振り返っても、インタバルやエバーグリーンといった構造の非流動性資産ファンドに投資する FOF をこれまで慣れ親しんだ追加型投信と同じものとする知識、経験のない販売員や投資家は少なくないだろうと感じます。それどころか先行した国内公募の外国投信 FOF の外観からす</p>	

項番	該当箇所	意見の概要	考え方
		<p>ると、信託期間 5 年で月 1 回解約可なので換金性が高く、基準価額の変動も緩やかな安定型商品であるとの投資先ファンドの監督当局であれば最も避けたいと考えるであろう誤認のもと、顧客財産と顧客意向にそぐわない販売が行われるおそれすらあります。</p>	
14	5 (3)	<p>組入れの対象とする外国投資信託証券にかかる規制等において、当該外国投資信託証券への投資適格が投資残高や純資産額等により一定の富裕層等に限定されている場合であっても、本邦において既に個人投資家等向けに公募の実績があるか、又は、委託者が当該外国投資信託証券にかかる規制等を勘案したうえで公募のファンド・オブ・ファンズの組入れの対象になり得ると判断する場合には「個人投資家を含む幅広い投資家層に提供されている、または提供できるものであること」という要件を満たしているという理解で良いか。</p>	<p>個別具体的には、各社において判断すべきものと考えますが、「本邦における公募での個人投資家向け販売実績がある」という点については、購入単位が高額に設定されているケースなど、一定の富裕層向けと考えられている提供があることや、例えば米国においては法律や自主規制規則が制定されている状況に鑑みて、当該外国投資信託証券の商品性が幅広い投資家向けと考えられるかどうかについての検証が必要なものと考えます。</p>
15	5(3)	<p>外国投資信託証券の投資適格要件が限定的で、当該外国投資信託単体で公募ファンドに組み入れる場合には、当該投資適格要件がルックスルーされることで当該公募ファンドの投資適格要件も限定的となり、個人投資家を含む幅広い投資家層に提供できるものではないと判断されるものであったとしても、当該外国投資信託証券にかかる規制等により、複数の組入れ対象とする外国投資信託証券の組入れ比率次第では、当該公募ファンドの投資家について外国投資信託証券に関する限定的な投資適格要件が要求されない場合には、「個人投資</p>	<p>ご記載の条件のみから、本件についての可否を判断することは困難であると考えます。</p>

項番	該当箇所	意見の概要	考え方
		家を含む幅広い投資家層に提供されている、または提供できるものであること」という要件を満たしているという理解で良いか。	
16	5(5)	<p>委員会決議4及び5に定める留意事項1①でその抑止策として信託財産留保額を第一に例示しているように、「解約制限など」といった曖昧な記載ではなくスイング・プライシングのようなファーストムーバー・アドバンテージを排除する明確な仕組みがあることを条件にすべきです。昨年12月にIOSCOから発出されたオープンエンド型ファンドの流動性ミスマッチに対処するための最終ガイダンスは、まさに Non-Traded BDC や Non-Traded Public REIT のように非流動性資産に投資しながら投資家からの換金請求にも応じる仕組みの問題点に向けられたものです。そこでは、これらファンドのように流動性管理を解約制限だけに依存したものはファーストムーバー・アドバンテージを生じやすく残存投資家に不利益をもたらす可能性が指摘されており、そのリスクの低減策としてスイング・プライシングなどの希薄化防止ツールを併用することが提言されています。この国際的な規制合意をわが国の当局と投資運用業界がどのように受け止めるのかの結論を待たずに、これらファンドに投資する公募 FOF を認めるのはいかにも拙速です。「個人投資家含む幅広い投資家層」を条件にするということは、わが国の個人投資家と情報に精通した現地の機関投資家の相乗りを許容することも意味するので投資先ファンドでのファーストムーバー・アドバンテージの排除は重</p>	<p>貴重なご意見ありがとうございます。ご指摘の内容を踏まえ、委員会決議4(3)及び5(5)の記載を「信託財産留保額及び解約制限の設定など」と改めております。また、投資対象資産におけるスウィングプライシングを始めとした希釈化防止のための流動性管理ツールにつきましては、FSB/IOSCOの提言を踏まえ、現在協会にて国内籍投資信託における扱いについて検討を行っているところであり、引き続きその動向を注視して参ります。</p>

項番	該当箇所	意見の概要	考え方
		<p>要な課題となります。情報力に勝る法人の解約が先行し、残った個人が時価評価されていない資産の未実現損を被る構図自体は、わが国の投資運用業界が過去に MMF の元本割れ時に経験したもので同じ轍を踏むことは許されません。</p> <p>フェアバリュー評価といっても、評価ラグに加えて計算に用いる不動産の割引率や NOI 成長率、デットの信用リスク・プレミアムなどは主観的判断なので実際に売却して得られる額とのかい離が平常時でも生じます。Non-Traded Public REIT の NAV の不透明性については複数の米国大手紙の報道がありましたが、開示された割引率は保守的との主張がある一方、NOI 成長率と割引モデルの期間構造は開示されておらず疑念は解消されていません。こうしたフェアバリュー評価をする資産を借入れのレバレッジまでかけて高位に組み入れるこれらファンドでは、解約制限だけで MMF で起きたような問題を回避できるとは思われません。インタバルやエバーグリーンといった仕組みの非流動性資産ファンドは、市況が大きく悪化しているのになぜかあまり下落しない NAV を見た投資家からの解約が急増すると、余資や借入金、新たな投資家からの買付代金で解約資金を賄い、その後は受付制限を超えた解約拒絶額の次回繰越し請求に備えて保有資産の一部をなんとかして売却しようとしています。希薄化防止ツールは、こうした状況で必ず生じる投資家間の損益移転を緩和する唯一有効な手段です。事実、欧州当局は今後 ELTIF で例外的にオープンエンド型を認める場合は、よ</p>	

項番	該当箇所	意見の概要	考え方
		<p>り有効な措置を講じているといった説明がない限り希薄化防止ツール採用を RTS で条件とする考えのようです。また今回の協会規則改正で希薄化防止ツールを投資先ファンドの要件とはせず、一方では損益移転などは起きない公募国内投信に対しては今後義務化したりすると、規制のちぐはぐさが浮き立つこととなります。公募国内投信は、取引可能な市場価格を用いた基準価額の日々算定、大口の設定・解約ではバリュエーション・ポイントでの有価証券売買、流動性がやや劣る資産が投資対象であれば信託財産留保額の設定といった、非流動性資産ファンドがどれ一つ採用していないファーストムーバー・アドバンテージ抑止策のすべてを採用しているからです。</p>	
17	5(5)	<p>組入れ対象となる外国投資信託において、換金対応できるためのファンドサイズ、流動性資産保有状況等が管理されており、例えば、原則として四半期ごとに当該ファンドサイズに対する一定比率を乗じた額（以下「償還上限額」）以内の償還請求権が規定され、償還請求の総額が償還上限額を超過する場合には、各償還請求額に按分して減額して償還上限額内で償還に応じる措置を講ずることを以て、「流動性の確保が担保できる措置及び受益者間の平等性に配慮するための措置（解約制限など）が講じられている」という要件を満たしているという理解で良いか。</p>	<p>個別具体的には、各社において判断すべきものと考えます。 本件につきましては、平等性の確保という点で、投資対象となる外国籍投資信託の要件に鑑みた措置であったとしても、国内籍投資信託の受益者間の平等性を担保する必要があります。 また、償還上限額を超過した結果、自社で保有する外国投資信託証券の換金が予定通りに実施されないリスクも踏まえ、ポートフォリオを適切に管理することが重要であると考えます。</p>

項番	該当箇所	意見の概要	考え方
投資信託等の運用に関する委員会決議4及び5に定める留意事項			
18	1. 組入れに関する留意すべき事項	「国内籍の投資信託の基準価額に相応の影響度を与える場合(例えば、純資産総額の15%を超えるような組入れを行う場合など)は」とありますが、この組み入れ15%部分は、組み入れる証券の価格変動制に応じて、各委託会社が判断するものという理解でよいか?それとも協会として15%が妥当な水準と考えているのか?	純資産総額の15%という閾値については、未上場株式の組入れに係る条文に設けられた基準に合わせた値となっております。 また、基準価額に与える影響度は個別の状況によって異なるものであることから、最終的には各社で判断いただくものと考えております。
19	1. 組入れに関する留意すべき事項	④に「国内籍の投資信託の基準価額への影響度が一定の範囲内に限定されていることを適切にモニタリングする」とあるが、「一定の範囲」については各委託会社が判断するという理解でよいか?また、「モニタリング」の結果、一定の範囲を超えた場合には、どのような対応をすることが期待されるのか?	個別具体的なモニタリングの方法や一定の範囲を超えた場合の方法については、各社において判断いただくものと考えておりますが、影響度が一定の範囲を超えた場合の対応につきましては、その範囲内に収まるように各社で修正いただくことが一般的な対応と考えます。
20	2. 開示に関する留意すべき事項	「国内籍投資信託においては、流動性の確保が担保できる措置及び受益者の平等性に配慮するための措置(解約制限など)について交付目論見書又は投資信託約款へ記載する」とあるが、「交付目論見書の作成に関する規則」について、その記載方法等の規則を定めることはしないのか?	本件については、1. 組入れに関する留意すべき事項に記載の通り、これらの措置の実施について各社で検討いただいた結果を踏まえて開示いただくものであることから、現時点では、「交付目論見書の作成に関する規則」等の規則を改正し、統一的な規制を設けることは考えておりませんが、当該規則改正の対応が必要な場合には別途検討させていただきます。
21	2. 開示に関する留意すべき事項 (2) 評価及び換金に関するリスク	運用中に解約・買付を受け付けるインタバルやエバーグリーンといった仕組みの非流動性資産ファンドでは投資家間の損益移転が避けられません。解約は受付数量制限があるので1回当りのインパクトは比較的小さく抑えられるでしょうが、制限	貴重なご意見ありがとうございます。 ご指摘の内容を踏まえ、留意事項2.(2)に「加えて、投資信託の1口当たり純資産価格の根拠となる組入れ資産の評価価格は公正価値に基づくものであり、実際の売買時の価格とは必ずしも一致しない

項番	該当箇所	意見の概要	考え方
		<p>のない買付ではたった1回でも大きな影響となり得ます。この損益移転は、市況が下落しても上昇してもフェアバリューは直ちに追随しないという傾向と、換金に迫られた非流動性資産の売却はファイヤーセールとなりやすいことから、多くの場合で継続保有者が犠牲となるファーストムーバー・アドバンテージとして作用することが予想されます。したがってスイング・プライシングなどの希薄化防止ツールを投資先ファンドが備えていないことを今次改正で仮に許容するのであれば、一般投資家にはやや難解ですが以下の開示と説明がないと自己責任は問えないと思います。</p> <p>「投資対象とする外国投資信託証券の1口当たり純資産価格は、専門家が推定した公正価値で主要組入資産を評価した額を基礎とする純資産総額を、元本口数で除した金額として算定されます。公正価値は、様々な要因により、1口当たり純資産価格の算定時点で実際に売却できる実勢価額とは大きく異なることがあります。</p> <p>実勢価額よりも高い公正価値で算定された1口当たり純資産価格で外国投資信託証券の解約が行われて元本口数が減少した場合、1口当たり純資産価格に反映されていない含み損に相当する実勢価額と公正価値の差額が、除数の元本口数が減少することで1口当たりでは増加することになるので、その後の1口当たり純資産価格の値下がり大きくする要因となります。また、実勢価額よりも低い公正価値で算定された1口当たり純資産価格</p>	<p>旨を記載するなど、評価及び換金に関するリスクについて記載する必要があると考えられる。」と追記させていただいております。</p>

項番	該当箇所	意見の概要	考え方
		<p>で外国投資信託証券の買付が行われて元本口数が増加した場合、1口当たり純資産価格に反映されていない含み益に相当する実勢価額と公正価値の差額が、除数の元本口数が増加することで1口当たりでは減少することになるので、その後の1口当たり純資産価格の値上がりを小さくさせる要因となります。</p> <p>このような解約・買付の影響により、外国投資信託証券への投資成果が損なわれることがあります。」</p>	
22		<p>本改正後の委員会決議5に定める各要件を満たすものとして列挙された各ファンドについて、これらはいくまで例示であり、これら以外のファンドについても、本改正後の委員会決議5が定める各要件を満たすものと委託会社が判断する場合は、公募のファンド・オブ・ファンズの組入れの対象とすることができるという理解で良いか。</p>	<p>貴見の通りと考えます。</p>
23		<p>SICAV や QIAIF も本改正後の委員会決議5に定める要件を満たす代表的なオルタナティブ資産に投資する外国籍投資証券と思われるが、今後留意事項に記載される例示を追加していくことを検討してほしい。</p>	<p>これらの例示については、制定時現在と記載されている通り、あくまでも現時点で考えられる事例であり、必ずしも将来に渡ってこれらに限定する意図はございません。今後は、ご要請に応じて専門委員会で検討を行うことを考えております。</p>
24		<p>50%を超えて取得が不可となる企業は、企業への投資が目的となっているファンド(プライベート・エクイティのバイアウト・ファンド戦略を活用するファンド)から投資される企業であり、企業への投資が目的ではないファンドが、最終投資対象に投資するために取得する企業は対象外(取得が可能)と言う理解で良いか。国内投資信託からの投資</p>	<p>本件につきましては、本意見募集の対象の範囲ではございませんので、回答を差し控えてさせていただきます。</p> <p>個別具体的な対応につきましては、各社でご判断いただきたく存じます。</p>

項番	該当箇所	意見の概要	考え方
		<p>対象先として例えば、インフラファンド(インフラ投資が目的)において、インフラ施設を保有したり、運営する operating company やそれら company を保有する holding company などに投資する場合や、不動産に投資するファンド(不動産投資が目的)において、不動産を所有する企業、物件の運営を行う Property Management Company、それら企業を保有する holding company などに投資する場合、そのオルタナティブ戦略で多用される中間ビークルに投資する場合は、運用細則第3条の「へ」および投信法9条に抵触しないという認識でよいか。</p>	
その他			
25	全般	<p>左記の規則、細則、決議、留意事項の全てに亘ってのご確認になります。</p> <p>当社 Group 外投には外国投資信託証券又は外国投資証券に該当するファンドが多くあり、この中に低流動性のプライベート・エクイティ(未上場株式)へ投資する UCI Part II 準拠ファンドがあります。</p> <p>そこで、委員会決議4及び5に定める留意事項に記載された ELTIF や UCI Part II 準拠ファンドであれば、投資対象資産が不動産やインフラ資産だけでなく『プライベート・エクイティ(未上場株)』のファンドも含まれている事を確認させて下さい。</p>	<p>本規則改正において、最終投資対象を不動産やインフラ資産に限定する意図はございません。</p> <p>また、個別具体的な内容については各社において判断いただくべきものと考えますが、一般的には貴見の通りと考えて差し支えないと思います。ただし、組入れ対象となる資産が未上場株式である場合は、運用規則第11条に準拠し、条文に定める規定に留意する必要があると考えます。</p>

項番	該当箇所	意見の概要	考え方
		<p>【上記確認の背景と詳細】</p> <p>今般の改正の主旨は、『プログレスレポート』や『資産運用立国実現プラン』を踏まえて投資対象の多様性を充実させることがその目的に含まれており、このために対象資産が流動性の低い資産であるものへの投資が出来るように規則の整備を行っていると理解しています。</p> <p>今般の、FoFに係る規則、細則、決議、留意事項の該当条文の適用の詳細は、上述した UCI Part II 準拠の当社 Group の Private Equity Fund が『外国投資証券』に該当する前提の場合、以下の①～④の確認を行うことで、当該 Group の Private Equity Fund を組入れる国内籍公募 FoF を設定することが、規則上可能である、との認識に間違いはないでしょうか。</p> <p>① 当該 Group の Private Equity Fund が運用規則第 12 条により『外国投資信託証券』に含められている。</p> <p>② 運用規則第 22 条により公募の FoF に組入れる外国投資信託証券の要件は細則 3 条に規定されるとされているところ、当該 Group の Private Equity Fund が細則 3 条第一項第二号ホ以外の要件を満たしている</p> <p>③ 委員会決議 5 の要件を満たしている</p> <p>④ 委員会決議 4 及び 5 に定める留意事項に示された『1. 組入れに関する留意すべき事項』及び『2. 開示に関する留意すべき事項』を満たしている。</p>	

項番	該当箇所	意見の概要	考え方
26		<p>委員会決議4及び5に定める留意事項で例示されている米国非上場 REIT は、ポンジ・スキームなどと並んで NASAA が 2020 年に「投資家にとっての5大脅威」のひとつとして挙げた問題の多い金融商品です。過去に SEC や FINRA も同様の警告を発していますが、こうした米監督機関が問題視する非上場 REIT は、1933 年証券法の登録と 1934 年証券取引所法の開示を行い、NAV を頻繁に提示するものも含まれます。このような非上場 REIT に投資する FOF を組成する際は、公募されているから良質という軽率な判断ではなく、プロダクトガバナンスの見地からの特に十分な検証がなされるべきです。具体的には、米監督機関の警告公報の中でもよく比較されるように、上場 REIT に広く分散投資するファンドよりも一銘柄の非上場 REIT に投資するファンドの方が想定する顧客の真のニーズに合致し、商品の持続可能性や金融商品としての合理性に勝るという明確な理由が必要でしょう。それが償却後 NOI をはるかに上回る高い分配金や、投資家間の損益移転や非流動性と裏腹の関係にある人工的に算定された NAV の安定性といったことでは、米監督機関が一般投資家に対して注意喚起している欺罔的なセールスポイントと変わりません。また、このフェアバリュー評価に用いたレベル3インプットは FASB のルールに基づく開示でも余り公表されませんが、守秘契約でそれらを手に入れた賃料の過大な上昇見込みが前提となっていないか等、定期的に NAV の妥当性を検証し、商品提供者としての最低限のアカウン</p>	<p>貴重なご意見ありがとうございます。</p> <p>プロダクトガバナンスの観点につきましては、「顧客本位の業務運営に関する原則」の内容を踏まえ、引き続き金融当局及び関係者内で検討させていただきます。</p> <p>また、ご指摘の点につきましては、当局と連携し、引き続きの検討事項とさせていただきますが、ファンド・オブ・ファンズにおける投資対象資産の価格の妥当性の検証という点につきましては、投資信託証券の組入れに当たり遵守すべき事項などを定めた投資信託等の運用に関する規則第4条の3などにおいて、委託会社は組入れ対象とする投資信託証券を運用する会社の運用体制や内部管理体制などの適切性を確認することが求められていることから、今回の規則改正に際し特別な手当てを行うことは検討しておりません。</p> <p>一方で、顧客属性を踏まえた対応については、ご指摘の内容を加味し、留意事項の1. 組入れに関する留意すべき事項に、新たに「(2) 顧客ニーズに沿った商品設計の検討」という項目を設け、「組入れ対象の投資信託も含め、組成する商品の複雑さやリスク等を十分に考慮しつつ、組入れ対象の投資信託の現地における適合性基準も加味しながら、販売対象として想定する顧客属性を特定し、それに応じた商品設計や販売会社との情報連携を行う。」旨を追記することとしております。</p>

項番	該当箇所	意見の概要	考え方
		<p>タビリティは確保すべきですし、それが出来ないなら商品組成すべきではないでしょう。金融審議会での皮相的な議論をそのまま受け、こうしたことが捨象されている今回の規則改正で不用意に非流動性資産ファンドに投資する FOF が次々と組成され、米国のミューチャルファンドや欧州の UCITS と並ぶわが国の公募投資信託の信頼性と透明性が一気に失われることを強く懸念します。</p> <p>https://www.nasaa.org/3752/top-investor-threats/ https://www.sec.gov/resources-for-investors/investor-alerts-bulletins/ib_nontradedreits https://www.finra.org/media-center/news-releases/2011/finra-issues-investor-alert-public-non-traded-reits</p>	

貴重なご意見をいただき、ありがとうございました。