



MAPLES
GROUP

進化する日本の投資環境を探る： 欧州のファンド組成オプション

2025年1月

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

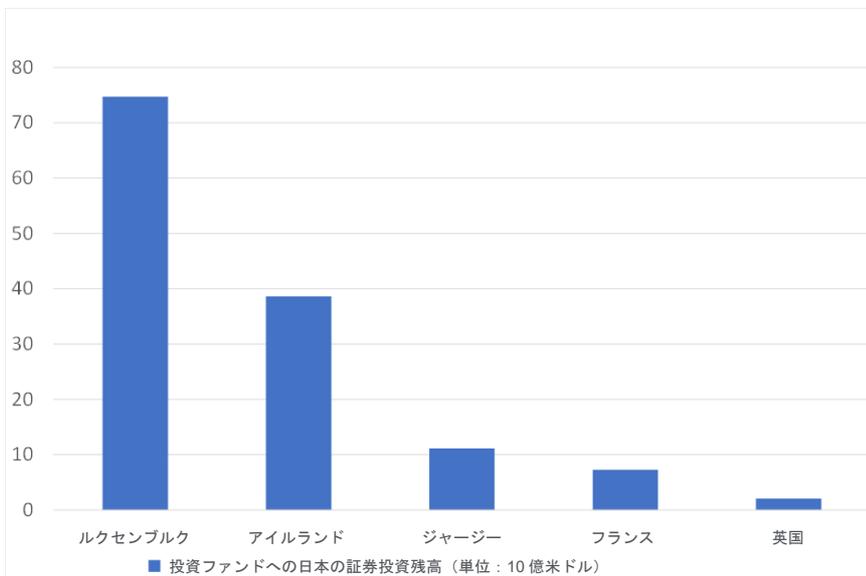
進化する日本の投資環境を探る： 欧州のファンド組成オプション

本稿は、資産運用会社や投資家が日本で得られる機会について考察するシリーズ記事の一部です。本稿では、アイルランドとルクセンブルクにおいてファンドを組成する主な利点に焦点を当てるとともに、これらの法域が提供する様々なファンド組成のオプションについても検討します。

日本の投資家は、プライベート・エクイティ、インフラストラクチャー、不動産、その他のオルタナティブ資産クラスへのエクスポージャーを徐々に拡大させています。このオルタナティブ投資への動きには、日本におけるインフレの再燃、より高い利回りの追求、人口減少の影響など様々な要因が複合的に影響しています¹。

欧州でオルタナティブ資産への投資を模索する際、日本の機関投資家はアイルランドとルクセンブルクに様々なファンド組成のオプションを求めるようになってきました。アイルランドとルクセンブルクは欧州連合（EU）の2大ファンド・ドミサイル（籍）であり、日本の機関投資家はEU域内市場にアクセスすることが可能です。

投資ファンドへの日本の証券投資残高（欧州）
（単位：10億米ドル）



（出所：財務省 証券投資残高地域別統計（2022年末））

¹ [進化する日本の投資環境を探る：資産運用会社に訪れた好機](#)

アイルランドとルクセンブルクでのファンド組成—主な利点

アイルランドとルクセンブルクはEUにおける投資ファンド業界の最前線にあり、以下のような数多くのメリットを備えています。

- 投資家のなじみ—資金調達の際には欠かせない考慮事項です。両法域のファンド組成には過去30年の実績があり、日本の投資家はアイルランドとルクセンブルクのファンドに数十年にわたって投資をしています。
- 柔軟性—アイルランドとルクセンブルクには、可能な限り幅広い国際ファンドを組成するノウハウがあり、資産運用会社は自社や顧客のニーズを参考に商品ラインナップを設計できます。
- 国際的に認知された、オープンで税効率の高い法域。
- オルタナティブ投資ファンド（AIF）の欧州経済領域全体での自由な販売が可能となる AIFMD マーケティング・パスポートへのアクセスを含む、欧州への完全な市場アクセス。さらに、アイルランドとルクセンブルクに籍のある AIF はグローバルに流通でき、現地のマーケティング要件を満たせば、アジア太平洋地域の主要市場へのアクセスにも利用可能です。
- 投資ファンド分野に精通した経験豊富な専門的サービス・プロバイダー。
- 革新的な商品とテクノロジー。アイルランドとルクセンブルクの資産運用業界はともに、欧州の投資ファンド業界の最前線であり続けるためのキーはテクノロジーであると認識しています。
- 主要なファンド・ドミサイルとしての長い伝統を持つ、商業的で柔軟な法規制。アイルランドとルクセンブルクの投資ファンドに関する規制環境は、公開性、透明性、投資家保護の原則に基づいており、両国とも主要なファンド・ドミサイルとして認められています。
- 十分に確立され、尊重され、洗練された法制度。

アイルランド

アイルランドには、ユニット・トラスト、アイルランド集団資産運用ビークル（ICAV）、投資事業有限責任組合（ILP）、コモン・コントラクチュアル・ファンド（CCF）など、投資ファンドの組成に利用できる様々なビークルがあります。日本のプロモーターがアイルランドで選択する法的形態は、伝統的に日本の国内投資信託と性質のよく似たユニット・トラストでした。ICAVやILPを選択する日本のプロモーターの数も増えています。

上述のアイルランドの各ファンド・ストラクチャーは、オルタナティブ投資ファンド運用会社指令（AIFMD）に従い、適格投資家向けオルタナティブ投資ファンド（QIAIF）としてアイルランド中央銀行の認可を得られる可能性があります。QIAIFは通常、規制上、投資上または借入上の制約を受けず、最も幅広い投資戦略の実施が可能となります。

以下の各オプションにおいて、オルタナティブ投資ファンド運用会社（AIFM）は、一定の要件に従うことを条件に、規制対象の海外（日本を含む）の資産運用会社にポートフォリオの一任運用を委任することができます。

ユニット・トラスト

日本の機関投資家は、QIAIFとして組成されたアイルランドのユニット・トラストが、彼らが資金を振り向けようとしている様々なオルタナティブ投資に対応できることを認識しています。

ユニット・トラストは、運用会社（QIAIFとしてのユニット・トラストの場合）、AIFMおよび受託者の役割を果たすアイルランドで認可された預託機関の間で締結される信託証書によって設定されます。ユニット・トラストは、アイルランドの法律上、独立した法人格がなく、その代わりに、ユニット・トラストに関する契約は、そのAIFMまたは特定の場合その預託機関によって締結されます。信託の権限を受託者のみに与え

る従来の信託ストラクチャーとは異なり、アイルランドのユニット・トラストの権限はAIFMと預託機関の間で分けられ、最終的な運用権限はAIFMの取締役会が持ちます。

アイルランド籍の特別目的会社（SPV）を設立し、そのSPVを通じてアイルランドのユニット・トラストが投資を行うことは、日本の投資家にとって有益な場合があります。このようなSPVの設立には様々なオプションがあります。一般的に、非公開有限責任会社または特定活動会社として設立され、AIFMの法的責任を限定するため、ユニット・トラストと投資対象の間に別法人を置くことで「責任を遮断する」役割を果たすよう、税効率の高い方法で組成することができます。ユニット・トラストが欧州のオルタナティブ資産へのエクスポージャーを得るために私募ファンドに投資をする場合、このことは重要となります²。

SPVを通じて投資するQIAIFのユニット・トラストのストラクチャーは、グローバルにオルタナティブ資産へのエクスポージャーを求める日本の投資家の間で非常に人気があり、試行錯誤を経たケイマン諸島のストラクチャーである「PE型ユニット・トラスト」とその性質がよく似ています³。

ICAV

ICAVはアイルランドの投資ファンドに特化したコーポレート・ビークルで、アイルランド中央銀行の登録と認可を受けて設立されます。コーポレート・ビークルとして、ICAVは個別かつ独立した法人格を有します（例：自ら契約を締結し、財産を所有できるなど）。ICAVはすべての主要な投資戦略に合うよう組成でき、伝統的な投資方針だけでなくオルタナティブな投資方針にも対応できます。また流動性オプション一式を利用できるため、ヘッジファンド、不動産ファンド、インフラ戦略ファンド、レンディング・ビークル、プライベート・エクイティ・ファンド、マネージド・アカウント、ハイブリッド・ファンドに適しています。ICAVはまた、グローバル・マスター・フィーダー、共同投資、ジョイントベンチャーの仕組みの一部として設立することができ、あらゆる種類のSPVや子会社を投資対象として利用することができます。

ICAVは、米国連邦税法上のパススルー事業体として扱われることを「選択」することもできます。

ILP

アイルランドのリミテッド・パートナーシップ（ILP）は、規制されたコモン・ローのパートナーシップです。ILPは投資ファンドとして利用されるアイルランドの主要パートナーシップ・ビークルであり、通常、不動産、プライベート・エクイティ、クレジット、インフラストラクチャー、サステナブル・ファイナンス、および関連する資産クラスのカローズドエンド型戦略を利用する運用会社によって選択されます。ILPは、すべての収益、利益、損失に関して、税務上透明性の高いビークルです。ILPのすべての資産と負債は、パートナーシップ契約において合意された割合でパートナーに共同で帰属します。同様に、利益は、これもパートナーシップ契約において合意された割合で、パートナーに直接帰属します。

ILPには法的なリスク分散義務が課されないため、単一資産のファンドやポジションの非常に集中したファンドにとってとても有用です。ILP、その子会社、またはその代替投資ビークルによる資金調達の利用には制限がなく、マスター・フィーダー・ストラクチャーにおける契約上のコール権を含め、すべての資産に対して完全な担保パッケージを利用することができます。ILPは、サブスクリプション・ファイナンス、マージン・レンディング、NAV、およびトータル・リターン・スワップやほかのデリバティブ取引を含むその他の種類のファシリティを利用できる十分な柔軟性を有しています。

ILPは、流動性オプション一式を利用することができるため、オープンエンド型、流動性制限型、またはカローズドエンド型のスキームとして組成することができ、解約制限、繰延償還、ホールドバック、現物償還、サイドポケットなどすべてが容易になります。

² [日本人投資家のための欧州オルタナティブ投資－アイルランドのユニット・トラスト－Maplesグループ（European Alternative Investments for Japanese Investors - The Irish Unit Trust - Maples Group）](#)

³ [進化する日本の投資環境を探る：資産運用会社に訪れた好機](#)

CCF

コモン・コントラクト・ファンド（CCF）は、投資家の利益のために運用される規制されたファンド・ビークルに資産をプールし、各投資家が引き受けた資産またはキャッシュに応じた割合で、共同所有者としてファンドの財産を共有することを可能とする、税務上透明性のある契約上の取り決めです。アイルランドの法律上、CCFは非法人組織であり、独立した法人格を有しません。その代わりに、ユニット・トラストとは異なり、CCFはアイルランドに籍を置き、規制を受ける運用会社とアイルランドに籍を置き、規制を受ける預託機関の間で締結される設立証書によって設立されます。

ルクセンブルク

ファンド組成の柔軟性で広く知られるルクセンブルクの規制枠組みには、投資家や運用者の多様なニーズに対応できるAIF向けの幅広い法的形態が用意されています。AIFは法人、パートナーシップ、コモン・コントラクト・ファンド（FCP）の形態で設立することができ、個々の運用会社や、その顧客・投資家の特定の要件に基づいて、リザーブド・オルタナティブ投資ファンド（RAIF）や特別投資ファンド（SIF）など、多くの異なるプロダクト・ラベル（または規制制度）の1つを利用することができます。

選択された規制制度によって、AIFは、ルクセンブルクの金融監督機関である金融監督委員会（*Commission de Surveillance du Secteur Financier*（CSSF））による直接の監督・認可を受けることもあれば、あるいは、規制を受けないことも、認可を受けたAIFMを通じて間接的に規制を受けることもあります。

以下の各オプションにおいて、AIFMは、一定の要件に従うことを条件として、規制された海外（日本を含む）の資産運用会社にポートフォリオの一任運用を委任することができます。

A) 法的および組織的形態

リミテッド・パートナーシップ

ルクセンブルクのリミテッド・パートナーシップは無責任を負う1名（または複数名）のゼネラル・パートナーと有限責任を負う1名（または複数名）のリミテッド・パートナーによって設立され、その組成の柔軟性と契約上の自由度の高さが特徴です。

ルクセンブルクでは、一般リミテッド・パートナーシップ（*société en commandite simple*（SCS））、特別リミテッド・パートナーシップ（*société en commandite spéciale*（SCSp））および株式発行型パートナーシップ法人（*société en commandite par actions*（SCA））の3種類のパートナーシップを設立することができます。

SCSとSCSpは、英米のアングロサクソン型リミテッド・パートナーシップの制度をモデルとしており、クローズドエンド型のオルタナティブ投資戦略に多く用いられています。対照的に、SCAは法人とパートナーシップの多くの特徴を併せ持つハイブリッドなエンティティです。リミテッド・パートナーシップ間の主な違いは、SCAとSCSpがそれぞれ個別の法人格を持つのに対し、SCSpは個別の法人格を持たないこと、また、SCSとSCSpが税務上の透明性があると見なされているのに対し、SCAは税務上不透明なビークルであることです。

リミテッド・パートナーシップは通常、単独のストラクチャーとして設立されます。しかし、リミテッド・パートナーシップが、RAIF、SIF、あるいはSICARのようなルクセンブルクのいわゆるプロダクト・ラベルの1つを選択した場合、リミテッド・パートナーシップはコンパートメントで構成され、アンブレラ・ファンドの形態をとることもあります。

株式会社

株式会社（*société anonyme*（SA））は、通常の会社法、およびその会社が選択したプロダクト・ラベルの規則に従います。複数のコンパートメントを有するアンブレラ・ファンドとして組成されることもあり、

AIFがセミプロや個人投資家向けに販売される場合に適することが多いです。SAIは、1名の創業株主によって設立することができ、その責任は出資額に限定され、株主とは別個の法人格を有します。

SARL

非公開有限責任会社 (*société à responsabilité limitée* (SARL)) は、通常会社法、およびその会社が選択したプロダクト・ラベルの規則に従うコーポレート・ビークルです。SARLは、タックス・ブロッカーやコーポレート・ファンドの必要性がある場合や、法律でSARLの出資者数が100名以下に制限されているため、出資者数が限られておりファンドの証券取引所への上場が予定されていない場合に適しています。

FCP

コモン・コントラクト・ファンド (*fonds commun de placement* (FCP)) は、契約証書によって設けられる契約上の取り決めです。ルクセンブルクの法律では、FCPは独立した法人格を有しない非法人組織で、税務上の透明性があります。FCPは、ユニットホルダーのために自己の名で行動する運用会社を通じて行動します。これは資産の未分割共有持分で、特定の会社法上の要件に従うものではなく、その設立関連書類、管理規則、および2010年12月17日付のルクセンブルク法第2編 (リテールおよび準リテール・ファンドに適用される制度)、あるいは適格投資家層を対象とするオルタナティブ投資ファンドのRAIFまたはSIF制度など、その選択するプロダクト・ラベルに適用される法令に従って管理されます。

SICAV/SICAF

SA、SCA、SCS、SARL、株式会社 (SCOP) として組織化された協同会社、あるいはSCSpなどのコーポレート・ビークルは、SICAVまたはSICAFの形態をとることができます。SICAVは集団投資ファンド (オープンエンド型とクローズドエンド型の両方) の分野で最も頻繁に利用されています。SICAVとは、変動資本投資会社 (*société d'investissement à capital variable* (SICAV)) のことで、資本金が純資産と (常に) 等しく (すなわち、SICAVの資本金は、加入や償還、純資産総額の変動により自動的に増減する)、独自の法人格を有します。固定資本投資会社 (*société d'investissement à capital fixe* (SICAF)) は、資本が固定しており、独自の法人格を有する会社です。資本金の変動は可能ですが、資本金を変動させるためにはルクセンブルクの会社法に準拠した手続きが必要となります。

B) 規制または「プロダクト」制度

ルクセンブルクでは、ファンドの法的形態が選択されると、ファンドの組成者は、補完的な便益をもたらすプロダクト・ラベルを追加したり、ストラクチャーをさらに明確にしたりすることができます。

リザーブド・オルタナティブ投資ファンド (RAIF)

RAIFは、ルクセンブルクでのファンド募集を強化するために2013年に導入されました。RAIFの最大の利点はAIFMDに完全に準拠している一方、CSSFの認可を取得する必要がなく、新規のRAIF (または新規のRAIFコンパートメント) の市場投入までの時間が非常に効率的である ((直接的に) 規制を受ける同種のファンドと比べて短い) ということです。投資家は、各RAIFが完全に認可されたAIFMを任命しなければならないという要件により、AIFMと認可を受けた預託機関のレベルで間接的なレベルの監督を確保し、ファンド資産の保管を確保することができ、安心を得ることができます。RAIFは、不動産、インフラストラクチャー、プライベート・エクイティ、プライベート・デット、その他の様々な戦略を含む、数多くの投資戦略に適しています。RAIFは、SIFに適用されるリスク分散制度に従うか、あるいは、SICARに適用されるのと同じ基準 (下記参照) で、リスク分散義務の対象とならず、リスクキャピタルとして適格な資産にのみ投資できるリスクキャピタル制度の適用を受けます。

RAIFはSICAVまたはSICAFとして設立することができ、どちらも幅広い企業形態を含みます (上記参照)。さらに、RAIF (リスクキャピタル制度の適用を受けるRAIFを除く) はFCPとしても設立することもでき、これは上述の通り、日本の投資家市場がよく知っている契約上の取り決めです。

特別投資ファンド（SIF）

SIFは2007年に導入され、プライベート・エクイティ、ベンチャー・キャピタル、プライベート・デット、ファンド・オブ・ファンズなど、様々なオルタナティブ投資戦略に使用される、よく知られた人気のあるプロダクト・ラベルです。SIFはCSSFによる監督を受けますが、運用者は許容資産や投資制限において、大きな自由を有しています。ただし、SIFはリスク分散の要件を遵守しないとはいけません。同じ発行体の同じ種類の投資へのエクスポージャーは、SIFの資産またはコミットメントの30%を超えてはいけない、ということです。SIFは単独のファンドとして設立される場合と、資産と負債が法律により分離されたアンブレラ・ストラクチャーとして設立される場合があります。結果として、投資家の信頼と運用者の高度な組織的自由を兼ね備えています。

RAIFの場合と同様、SIFはSICAV、SICAFまたはFCPとして設立することができます。

SICAR

リスクキャピタル投資会社（*société d'investissement en capital à risqué*（SICAR））は、アーリー・ステージのプライベート・エクイティおよびベンチャー・キャピタル・ファンドのための専用ビークルです。SICARはルクセンブルク法で定義されたリスクキャピタルとして適格な資産のみに投資することができ、CSSFの認可を受けなければなりません。SICARはリスク分散ルール of the 適用を受けず、リスクキャピタル投資からの収益および利益に対する優遇税制の恩恵を受けます。

上述のオプションに加えて、ルクセンブルクとアイルランドのファンドは、ELTIF（欧州長期投資ファンド）、EuVECA（欧州ベンチャー・キャピタル・ファンド）およびEuSEF（欧州社会的起業ファンド）のルールの適用が受けられます。

Maples グループ

Maplesグループは、本稿で言及されているあらゆるストラクチャーに対して、フィデューシャリー・サービス、ファンド・サービス、規制・コンプライアンスサービスを含む法的助言と付随サービスを提供しています。欧州の複数の地域に拠点を持つことで、欧州への比類のないゲートウェイを確保しています。アイルランドとルクセンブルクのファンド&資産運用専門チームに加え、ロンドンとケイマン諸島のオフィスにはパートナー主導の欧州ファンド&資産運用チームが、香港のオフィスにはアイルランド専門のファンド&資産運用チームがあり、アジアのタイムゾーンを含め、お客様のニーズに合ったタイムゾーンからサービスを提供することが可能です。さらに、フィデューシャリー・サービス、ファンド・サービス、規制・コンプライアンスサービスのトップクラスの独立プロバイダーとして、規制や投資家の要件を含め、幅広い投資ビークルやストラクチャーに関する深い知識を持ち、包括的な一連のサービスと運営サポートを提供しています。私たちの専門家チームと革新的なテクノロジーはお客様に質の高いサービスと価値を創造し、効果的な経営を強化する適応性のあるソリューションを提供します。

アイルランドやルクセンブルクにおける様々なファンド組成オプション、または本稿で言及されているその他の組成についてご質問がある場合は、以下に記載されている担当者、または通常のMaplesグループ担当者にお問い合わせください。

アイルランドおよび/またはルクセンブルクのファンド・ストラクチャーにご興味のある方は、Maplesグループの通常の担当者または本稿記載の担当者までお問い合わせください。

連絡先

リーガル・サービス

香港

Sharon Yap
sharon.yap@maples.com

Aidan O'Regan
aidan.oregan@maples.com

シンガポール

Nick Harrold
nick.harrold@maples.com

Costa Valtas
costa.valtas@maples.com

ケイマン諸島

Michael Richardson
michael.richardson@maples.com

Sheryl Dean
sheryl.dean@maples.com

ロンドン

Dan Beckett
dan.beckett@maples.com

ルクセンブルク

Johan Terblanche
johan.terblanche@maples.com

Michelle Barry
michelle.barry@maples.com

アイルランド

Ian Conlon
ian.conlon@maples.com

Caitriona Carty
caitriona.carty@maples.com

英領バージン諸島

Joanna Russell
joanna.russell@maples.com

ジャージー

Nick Evans
Nick.Evans@maples.com

フィデューシャリー・サービス、
ファンド・サービス

香港

Eastern Fong
eastern.fong@maples.com

ケイマン諸島

Abali Hoilett
abali.hoilett@maples.com

アイルランド

Christina McCarthy
christina.mccarthy@maples.com

Kieran Fox
kieran.fox@maples.com

ルクセンブルク

Jorge Perez
Jorge.Perez@maples.com

2025 年 1 月
© MAPLES GROUP

本書は、Maples Group のお客様や専門家の方々に一般的な情報のみを提供することを目的としています。本書の内容は、網羅的なものではなく、また法的な助言を行うものでもありません。