

米投信イノベーション！ 個人向け投信に成功報酬復活へ、 クローズドエンドファンド(プライベートクレジットファンド中心)改革 ～世界の成功報酬/パフォーマンスフィー採用ファンド～

三菱UFJアセットマネジメント株式会社 経営企画部 松尾 健治(シニアリサーチアナリスト)

窪田 真美(シニアリサーチアナリスト)

※三菱UFJアセットマネジメントがお届けする、内外の資産運用に関連する情報を発信するコラムです。

●米個人向け投信に成功報酬復活を提案、クローズドエンドファンド(プライベートクレジットファンド中心)改革、SECは1人でも採決・承認の出来る「王様」に

2026年9月30日に米国SECが「**個人投資家の選択肢拡大と投信(登録ファンド)の制度・商品設計におけるイノベーション促進**」/Expanding Retail Investor Choice and Promoting Innovation in Regulated Fund Structures」を目的とする2つの規則改正案を公表した(下記)。両案は2026年10月5日、6日に官報/Federal Register 掲載、パブリックコメント/Public Commentを募集している。コメント期限は、パフォーマンスフィーに関する規則案が2026年12月7日、クローズドエンドファンド等に関する規則案が同12月4日となっている(2026年9月30日付SEC.gov「SEC Proposes Amendments to Expand Responsible Retailization of Private Markets」～

<https://www.sec.gov/newsroom/press-releases/2026-94-sec-proposes-amendments-expand-responsible-retailization-private-markets>、同「Expanding Retail Investor Choice and Promoting Innovation in Regulated Fund Structures」～ <https://www.sec.gov/files/73-11443-fact-sheet.pdf>)o

その2026年9月30日には「定足数要件/Commission Quorum Requirement」に関する最終規則も採択され、パブリックコメントを経ずに、翌々日の10月2日から発効した(後述※1参照)。これにより、特定案件について審議から関与を禁じられ、参加可能な委員が**1人となった場合も、定足数を満たし、採決できることになった**(後述※1参照)。

2026年9月30日付米国SEC「個人投資家の選択肢拡大と投信(登録ファンド)の革新促進 /Expanding Retail Investor Choice and Promoting Innovation in Regulated Fund Structures」を目的とした2つの案



● パフォーマンスフィー近代化

/Investment Adviser Performance-Based Compensation Modernization

FACT SHEET

Expanding Retail Investor Choice
and Promoting Innovation
in Regulated Fund Structures

➤ 登録投資顧問業者が投信(登録ファンド)でパフォーマンス連動型報酬

/Expand the ability of registered investment advisers to receive performance-based compensation from certain clients, including regulated fundso

一般の投信(登録ファンド/regulated funds、取締役会の無いユニットインベストメントトラストを除く)の登録投資顧問業者に、

純利益(実現利益と未実現利益から実現損失と未実現損失を差し引いた純利益)の20%以下のパフォーマンスフィー

/performance fees(performance-based compensation)を可能にする(BDCは実現キャピタルゲイン20%以下のパフォーマンスフィー可から未実現利益を含む超過収益の

20%のパフォーマンスフィーが可能になる。2026年10月8日付SEC.gov「Investment Adviser Performance-Based Compensation Modernization」～ <https://www.sec.gov/rules-regulations/2026/98/47-2026-29>、2026年10月6日付

Federal Register「Investment Adviser Performance-Based Compensation Modernization」～ <https://www.federalregister.gov/documents/2026/10/06/2026-20474/investment-adviser-performance-based-compensation-modernization>)o

重要な事として、独立取締役が過半数で独立法的顧問のいる**取締役会/board of directorsが毎年「成功報酬は最善の利益/Best Interestsになる」と言う書面承認**をして(成功報酬が見合っているか、ハードルレート/Hurdle Rateやハイウォーターマーク/High Water Markなどの投資家保護機能が適切に組み込まれているか、厳格な時価評価プロセスかなど～)、**パフォーマンスフィーを完全独立項目として個別開示する事が必要。**



投信(登録ファンド/regulated funds)は米国の登録投資会社/Registered Investment Companies/RIC の事

(2026年4月27日付 Investment Company Institute「2026 Investment Company Fact Book」～ <https://iicfactbook.org/pdf/2026-Factbook.pdf> の p.58～p.68)○ 下記の通り。

I. オープンエンドファンド/open-end funds(1. ミューチュアルファンド/mutual funds, 2. ETF/exchange-traded funds)

II. ユニティインベストメントトラスト/unit investment trusts/UIT(取締役会が無い契約型で～パフォーマンスフィー不可～

固定有価証券ポートフォリオを一定期間保有、SPDRs 等一部の ETF がグラントートラスト/Grantor Trust と言う UIT)

III. クローズドエンドファンド/closed-end funds/CEF(1. トラディショナルクローズドエンドファンド/traditional CEFs,

2. インターバルファンド/interval funds ～*, 3. テンダーオファーファンド/tender offer funds ～*, 4. BDC ～**)

*インターバルファンドは一定間隔で解約を受け付け、テンダーオファーファンドは独自裁量で公開買付をして解約を受け付ける(2021年

12月27日付投信調査コラム No.348「プライベートはオープンよりクローズ? ～世界で急成長するプライベート・マーケットへの投資はオープンエンド・ファンドよりクローズドエンドファンド/CEF? 米国では上場 PE ファ

ンドの SPAC や機関投資家が関心を持つ CEF、英国ではインベストメントトラストや LTAF(オープンエンド・ファンドだが CEF に近い)、EU ではクローズドエンド型 ELTIF ～ <https://www.ammf.eu/text/whitewash-211227-2.pdf>、

2024年7月8日付投信調査コラム No.405「非上場 REIT・BDC・インターバルファンドの組入投信～茂木自民幹事長「新 NISA バージョンアップ」、スタートアップ支援「非上場株投信」で、NISA が参考とする英国で

は ISA 改革を支持しそうな労働党政権が誕生～」～ <https://www.ammf.eu/report/investigate/column/240708.pdf>)○

**BDC/Business Development Companies/事業開発会社…1980年10月21日成立「1980年中小企業投資奨励法/Small Business Investment Incentive Act of

1980」で創設。総収入の90%以上が投資収益、純利益(課税所得)の90%以上を配当等として投資家に分配、総資産の70%以上を米

国の非上場・小規模上場企業(適格資産)に投資、総資産の3分の2まで借入/レバレッジ可(2018年3月23日から総資産に占める借入れ上限が2分の1から3

分の2に拡大。上場 BDC は SEC の Investor.gov「Publicly Traded Business Development Companies (BDCs): Investor Bulletin」～ <https://www.investor.gov/introduction-investing/general-resources/news-alerts/alerts-bulletins/investor-bulletins/publicly-traded-business-development-companies-bdc-investor-bulletin>、非上場 BDC は SEC の Investor.gov「Non-Publicly Traded Business Development Companies (BDCs): Investor Bulletin」～ <https://www.investor.gov/introduction-investing/general-resources/news-alerts/alerts-bulletins/investor-bulletins/non-publicly-traded-business-development-companies-bdc-investor-bulletin>)○

米国におけるパフォーマンスフィーは下記の通り。欧州におけるパフォーマンスフィーは後述の※2「欧州の成功報酬(パフォーマンスフィー)型ファンド」を参照。

1. 1940年8月22日成立「1940年投資顧問業法/Investment Advisers Act of 1940」第205条では一般顧客に成功報酬/performance-based compensation を禁止していたが、投信(登録ファンド/regulated funds ～前頁)の投資顧問契約は除外で、投信の投資顧問業者は値上がり時のみの非対称型成功報酬/asymmetric performance fee が合法だった(2026年9月30日付 SEC.gov「Proposed Rule: Investment Adviser Performance」～ <https://www.sec.gov/files/rules/proposed/2026/33-11443.pdf>、2004年7月 ScienceDirect「Performance fee contract change and mutual fund risk」～ <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0304405304000903>)○

2. 1960年代にフィデリティ/Fidelity などが非対称型成功報酬を積極採用、投資顧問業者が過度なリスクを取るなど弊害も生まれ、1970年12月14日成立(1971年12月14日施行)「1970年投資会社改正法/Investment Company Amendments Act of 1970」で投信も値上がり時のみ非対称型成功報酬を禁止し、上下対称型報酬のフルクラムフィー/fulcrum fee だけ合法とした(Under the new fulcrum fee exception, 2026年

10月6日付 GovInfo「Federal Register, Volume 91 Issue 192」～ https://www.govinfo.gov/content/pkg/FR-2026-10-06/html/2026-20474.htm?utm_source=chattgpt、2018年9月18日付投信調査コラム No.237「日本のラップ口座/SMA

が8兆円と大幅増! 米国のラップ口座/SMAを含むマネージドアカウントは655兆円、UMA が規模も大きく伸びも高く101兆円、5年で4.4倍(フィーは年1.5～2.5%)」～ <https://www.ammf.eu/text/whitewash-180918-1.pdf>)○

非対称型成功報酬は投資顧問業者がリスクを取り過ぎる懸念、ギャンブルをし超過収益を上回るとボーナスを得る一方、パフォーマンスが劣ってもほとんどペナルティを払わず、投資家はより

下方リスクを負うと言われた(2004年7月 ScienceDirect「Performance fee contract change and mutual fund risk」～ <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0304405304000903>)○

3. 1980年10月21日成立「1980年中小企業投資奨励法/Small Business Investment Incentive Act of 1980」で創設された BDC にのみ実現(未実現利益は含まない)キャピタルゲイン 20%以下/does not exceed 20 per centum of the realized capital gains のパフォーマンスフィーを認めた(1980年10月21日付 Congress.gov「Small Business Investment Incentive Act of 1980」～ https://www.congress.gov/96/statute/STATUTE-94/STATUTE-94-Pg2275.pdf?utm_source=chattgpt 「94 Stat. 2290」の下から9行上)○

4. 1985年11月14日に登録投資顧問業者に適格顧客(後述)に対してパフォーマンスもしくはインセンティブフィーを認めた/permit registered investment advisers to charge certain clients performance or incentive fees(1985年11月26日付 Federal Register「17CFR/Code of Federal Regulations/連邦規則集」～ https://www.govinfo.gov/content/pkg/FR-1985-11-26/pdf/FR-1985-11-26.pdf?utm_source=chattgpt の 48357 の左上1～5行目)○



● インターバルファンド近代化とクローズドエンドファンドのマルチシェアクラス

/Interval Fund Modernization and Multiple Share Class Expansion to Closed-End Funds

➤ インターバルファンドの解約の初回を延長(クローズド期間延長)、解約頻度増加、流動性 100%要件撤廃

/Modernize the interval fund framework, including by allowing interval funds to schedule repurchases at certain times that better match the liquidity profile of their portfolio○

解約の初回を 6 か月から最大 2 年に延長、1 か月間隔解約も可能にし(3・6・12 か月だけでなく)、通知送付からの流動性 100%以上確保を ポートフォリオ全体の流動性管理(キャッシュフローや信用枠利用)にする(2026 年 10 月

8 日付 SEC.gov「Interval Fund Modernization: Expansion of Multiple Share Class to Registered Closed-End Management Investment Companies and Business Development Companies」～ <https://www.sec.gov/rules-regulations/2026/09/s1-2026-34>、2026 年 10 月 5 日付 Federal Register「Interval Fund Modernization: Expansion of Multiple Share Class to Registered Closed-End Management Investment Companies and Business Development Companies」～ <https://www.federalregister.gov/documents/2026/10/05/2026-20560/interval-fund-modernization-expansion-of-multiple-share-class-to-registered-closed-end-management-investment-companies-and-business-development-companies>、<https://www.sec.gov/files/rules/proposed/2026/33-1144.pdf>)○

➤ クローズドエンドファンドのマルチシェアクラス

/Replace individual exemptive orders with a rules-based framework for regulated closed-end funds to issue multiple share classes○

非上場のクローズドエンドファンドと非上場の BDC に対し SEC の個別承認でなく、一定の条件を満たせばマルチシェアクラスを設定出来る様にし、単一ファンドで、違うフィー/different fee structures、違う販売手数料/sales loads、違う販売体制/distribution arrangements を可能にする(2026 年 10 月 8 日付 SEC～ <https://www.sec.gov/files/rules/proposed/2026/33-1144.pdf>、

2026 年 10 月 5 日付 Federal Register～ <https://www.federalregister.gov/documents/2026/10/05/2026-20360/interval-fund-modernization-expansion-of-multiple-share-class-to-registered-closed-end-management-investment-companies-and-business-development-companies>)○

【当コラム筆者より】

オープンエンドファンド/open-end funds のミューチュアルファンド/mutual funds は 1995 年 3 月 2 日に個別承認/exemptive relief 無しにマルチシェアクラスが設定出来る様になっているが、ETF のマルチシェアクラスは個別承認が必要(2025 年 11 月 17 日以降は迅速かつ多々承認、2025 年 12 月 8 日付投信調査コラム No.434「2026 年は米国で ETF(シェア)クラス設定ブームもあり ETF 好調継続へ!～ETF 革新の‘第三の波’として暗号資産や DC での ETF クラス活用へ、日本の種類受益権とファミリーファンド方式～」～ <https://www.ammf.jp/report/investigate/column/251208.pdf>)。なお、民主党のアーサー・レビット/Arthur Levitt 元 SEC 委員長(1993 年～2001 年)は「**ブローカー経由の高い販売手数料と高い信託報酬の個人投資家向け低手数料クラス/one with high fees for retail investors who come in by way of high-load, high-fee brokers と年金基金・大学基金・超富裕層向け低手数料クラス/one with low fees for deep-pocketed pension funds, university endowments and ultra-wealthy individuals などになるだろう。**」と言っている(2026 年 10 月 16

日付 Bloomberg「The SEC Should Protect Investors, Not Private Funds」～ <https://www.bloomberg.com/opinion/articles/2026-10-16/the-sec-should-protect-investors-not-private-funds>)○

● 適格顧客の定義変更で、より小口のラップ口座/SMA などにもパフォーマンスフィーの徴収可能

/revise the qualified client definition to include investors that meet the accredited investor definition

➤ (プライベートアセットで一般的な)パフォーマンス連動型成功時のみ報酬を原則禁じられてきた投資顧問業者が例外的に徴収出来る適格顧客の定義を変え、新しい認定投資家(レギュレーション D に基づくプライベートアセットの募集に参加出来る投資家)を加える

/revise the qualified client definition to include investors that meet the accredited investor definition in Regulation D under the Securities Act○

証券会社や投資顧問会社に勤務している人以外の多くの個人にもプライベートアセットの投資機会を与える為、認定投資家の基準の一つに**公認会計士/CPA、認定証券アナリスト/CFA、認定ファイナンシャルプランナー/CFP、新しい金融取引業規制機構資格の認定投資家試験/Accredited Investor Exam to Be Developed by FINRA の合格者**を加える(Accredited Investor Exam…18 歳以上、100 万ドルの受検料、対面試験会場受験、証券基本知識・投資リスク・開示・財務諸表・利益相反・コーポレー

トガバナンス等から 65～85 問、2 時間の試験、10 年有効。2026 年 10 月 5 日付 Federal Register「Potential Designation of Passage of an Accredited Investor Exam to Be Developed by FINRA as Qualifying

Natural Persons for Accredited Investor Status」～ https://www.sec.gov/files/rules/other/2026/33-11445.pdf?utm_source=chatgpt.com)○

また FINRA の資格である シリーズ 79/Series 79(2009 年導入の投資銀行業務外務員)、シリーズ 86/Series 86(2005 年本格導入の企業リサーチアナリスト)、シリーズ 87/Series 87(2005 年本格導入の規制リサーチアナリスト)も加える。

【当コラム筆者より】

FINRA 資格の シリーズ 7/Series 7(1976 年導入の証券会社勤務の一般証券登録外務員)もしくはシリーズ 65/Series 65(2000 年導入の投資顧問業勤務の統一投資顧問法資格保有者)もしくはシリーズ 82/Series 82(2001 年導入の証券会社勤務の私募証券外務員)保有者は既に認定投資家

(2020 年 8 月 26 日付 SEC.gov「Amendments to Accredited Investor Definition」～ <https://www.sec.gov/resources-small-businesses/small-business-compliance-guides/amendments-accredited-investor-definition>、2020 年 12 月 17 日付投信調査コラム No.324「米国のフィデューシャリー・デューティ・ルールや ESG ルール、最善の利益規制/Reg BI やフォーム CRS(日本の金融庁が「重要情報シート」で参考)、私募ファンド・ルールが破棄される? (ミッドナイト・レギュレーション?)」～ <https://www.am.mufg.jp/text/obirase/202117.pdf>、2021 年 8 月 30 日付投信調査コラム No.340「投資ビッグバン! 欧米で長期の VC・PE 投資信託を設定活用)、未公開企業の成長を促して、個人(年金)へ高リターンを提供へ!」～英国の LTAF、EU の ELTIF(RAIF、SCSp)、米国の新型 CEF(DST、インターバル、エバグリーン)～」～ https://www.am.mufg.jp/text/obirase/210830_2.pdf)

➤ 適格顧客の定義から純資産基準や運用資産基準を削除する

/remove the separate net worth test and assets under management test from the qualified client definition

1985 年 11 月 14 日に登録投資顧問業者が適格顧客に対して(成功時のみの)パフォーマンスもしくはインセンティブフィーを認められたが、その適格顧客には現在 純資産 270 万ドル超(主たる居住用住宅を含む)もしくは 運用資産(投資顧問業者運用資産)140 万ドル以上のどちらかを持つ個人が含まれており

(2026 年 9 月 30 日付 SEC.gov「Performance Interval:

Statement on Proposals to Facilitate Retail Investor Access to Private Investments」～

<https://www.sec.gov/newsroom/speeches-statements/peirce-performance-interval-statement-on-proposals-to-facilitate-retail-investor-access-to-private-investments-083026>)、今回の提案では、これらの基準を削除する。

Accredited Investor vs. Qualified Client Key Regulatory Thresholds & Performance-Fee Eligibility	
Accredited Investor	Qualified Client
net worth above \$1 million excluding primary residence	at least \$1.4 million managed by adviser
income above \$200,000 individually	net worth above \$2.7 million
income above \$300,000 jointly	effective June 29, 2026
Accredited status may not satisfy performance-fee requirements.	
vjmglobal.com - VJM Global	

(出所: VJM Global「California Investment Adviser Registration Exemptions Explained」)

【当コラム筆者より】

適格顧客は現在純資産 270 万ドル超(主たる居住用住宅を含む)もしくは運用資産(投資顧問業者運用資産)140 万ドル以上のどちらかを持つ個人が含まれるが、この額はドッド・フランク法で 5 年毎にインフレ調整を求められている為に 2026 年 6 月 29 日、純資産を 220 万ドルから 270 万ドル、運用資産を 110 万ドルから 140 万ドルへ引き上げたばかりである(<https://www.sec.gov/files/rules/ia/2026/ia-6961.pdf>)。

2025 年 8 月 15 日に SEC が個人投資家向けに販売されるクローズドエンドファンド/closed-end funds/CEFs のプライベートファンド比率を純資産の 15%以下に制限するよう求めるガイダンスを撤回したが

(2025 年 8 月 15 日付 SEC.gov「ADI 2025-16 - Registered Closed-End Funds of Private Funds」～ <https://www.sec.gov/about/divisions-offices/division-investment-management/fund-disclosure-glance/accounting-disclosure-information/ad-2025-16-registered-closed-end-funds-private-funds>)、

それまでプライベートファンド比率 15%以上の CEFs やインターバルファンドおよびテンダーオファーフ

ファンドは、(認定投資家基準の一つである) 純資産 100 万ドル超(单身または配偶者との合算、主たる居住用住宅を原則として除く)を持つ個人、もしくは、過去 2 年と当年見込み年収が単身で 20 万ドル超を稼ぐ個人、もしくは、配偶者等との合算で 30 万ドル超を稼ぐ個人が可能で

(その他、先述のシリーズ 7 もしくはシリーズ 65 もしくはシリーズ 82 など～(2020 年 8 月 26 日付 SEC.gov「Amendments to Accredited Investor Definition」～ <https://www.sec.gov/resources-small-businesses/small-business-compliance-guides/amendments-accredited-investor-definition>)、2 万 5,000 ドル以上投資をする必要があった

(2025 年 9 月 29 日付投信調査コラム No.430「オルタナティブ資産～プライベート、不動産、暗号資産、金、インフラ、ライフタイムインカム～を米国では(トランプ政権が)確定拠出年金に! 非上場 15%超クローズドエンド(インターバル)とセカンダリーも!!」～ <https://www.am.mufg.jp/report/investigate/column/250929.pdf>)。 2025 年 8 月 15 日以降、以上の制限が無くなり、認定投資家で

ない個人の機会が広がっている。

(出所: 2026 年 9 月 30 日付 SEC.gov「FACT SHEET: Expanding Retail Investor Choice and Promoting Innovation in Regulated Fund Structures」～ <https://www.sec.gov/files/33-11443-fact-sheet.pdf>)

●プライベートクレジットファンド

(インターバルファンド、テンダーオファーファンド、テンダーオファー方式 BDC)

2026 年 9 月 30 日に米国 SEC が承認した「個人投資家の選択肢拡大と投信(登録ファンド)の制度・商品設計におけるイノベーション促進」案は、**これまで機関投資家や富裕層に限定されてきたプライベートアセット投資を一般個人にも提供しやすくするもの**。プライベートアセット投資で一般的な値上がり時のみの成功報酬(欧州の投信でも使われている～後述※2 参照)を米国の投信でも認めるのはその為(米国では BDC を除いて上下対称型報酬のフルクラムフィーだけとなっている～前述)。

米国 SEC 案は**プライベートクレジットファンド/private credit funds(インターバルファンド/interval funds、テンダーオファーファンド/tender offer funds、テンダーオファー方式 BDC/BDCs utilizing a tender offer structure など)を中心**としている。米 SEC によるとプライベートクレジット投資は 2020 年以降、約 60%増加し、2020 年 12 月の 1,700 億ドルから 2025 年 12 月には 2,700 億ドルにまで拡大している(2026 年 9 月 29 日付 Bloomberg「SEC Sends 'Critical' Reminder on Hard-to-Value Private Assets」～ <https://www.bloomberg.com/news/articles/2026-09-29/sec-sends-critical-reminder-on-hard-to-value-private-assets>)。

一方、「プライベートクレジットの運用会社は、絶え間ない解約請求に直面しており、年央時点で 10 数本のファンドに 145 億ドルを超える解約が滞留している。…(略)…。SEC は『公正価値評価の複雑さと判断に基づく性質、経営者の偏りの影響を受けやすい為、監査人が職業的懐疑心を発揮する事の重要性を高めている。』と言う。」(2026 年 9 月 29 日付

Bloomberg「SEC Sends 'Critical' Reminder on Hard-to-Value Private Assets」～ <https://www.bloomberg.com/news/articles/2026-09-29/sec-sends-critical-reminder-on-hard-to-value-private-assets>)。こうしたことから米国 SEC 案には「ここ数か月、多くのインターバルファンドは、既存投資家からの解約請求が急増している事を考えると、個人投資家をさらにさらすのは、今が適切な時期とは到底思えない。」と言う意見もある(非営利団体ベターマーケットズ/Better Markets のベンジャミン・シフリン/Benjamin Schiffrin 氏

の発言、2026 年 10 月 1 日付 Bloomberg「SEC Proposes Expanding Retail Investor Access to Private Equity and Startups」～ <https://www.bloomberg.com/news/articles/2026-09-30/wall-street-regulator-moves-to-expand-access-to-private-funds>)。ただ、投資信託協会/Investment Company Institute/ICI(日本の資産運用業協会に相当)社長兼 CEO であるエリック・パン/Eric Pan 氏は「プライベートクレジットファンドは長期投資を目的にしており、それに合わせ解約を制限している。これらの制限はストレスの兆候ではなく、投資家を保護する為の手段であり、最初にファンドを購入した際に開示されている。当局の規制対象となっているプライベートクレジットファンド、特にインターバルファンド、テンダーオファーファンド、テンダーオファー方式 BDC は、独立した取締役会、SEC への報告義務、レバレッジ制限など保護措置が組み込まれている。」と言っている(2026 年 4 月 27 日付 Investment Company Institute「Private Credit Funds Are Working Precisely As Designed To」～ <https://www.ici.org/opinions/private-credit-funds-are-working-precisely-as-designed-to>)。

2026 年 9 月終わりに米国ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント/Goldman Sachs Asset Management/GSAM の非上場 BDC「ゴールドマン・サックス・プライベート・クレジット・コープ(GS クレジット)/Goldman Sachs Private Credit Corp(GS Credit)の **2026 年 7～9 月解約請求額が純資産の 2%にとどまり(4～6 月 3.2%から低下)、大手プライベートクレジットファンド(非上場 BDC/non-traded BDCs)の 2026 年 7～9 月解約請求額の水準は高いものの、多くが低下している**と言う(2026 年 9 月 29 日付 Reuters

「Goldman private credit fund defies industry elevated withdrawal trend yet again」～

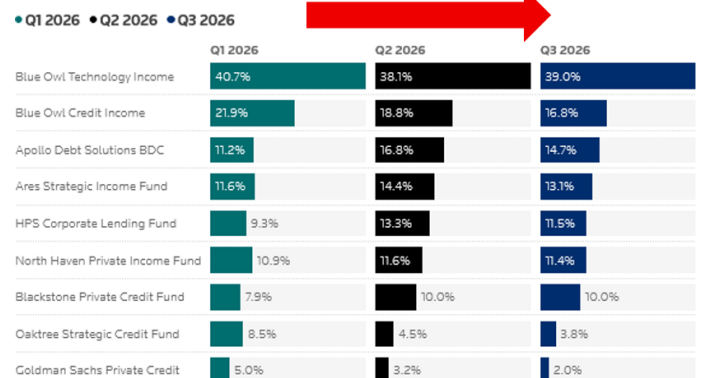
<https://www.reuters.com/legal/transactional/goldman-private-credit-fund-defies-industry-elevated-withdrawal-trend-yet-again-yet-2026-09-29/>、

<https://www.reuters.com/markets/japan/KTBREY2NC50WSP20GQJPT47-2026-09-30/>)。非上場 BDC「GS クレジット」～設立: 2022 年、基本報酬/management fee: 年 1.25%、成功報酬

/incentive fee: ハードルレート四半期 1.25%の 12.5%、換金: 取締役会裁量の四半期テンダーオファー(解約請求)/tender offer 上限 5%～」は、同じ会社の上場 BDC「ゴールドマン・サックス BDC/Goldman Sachs BDC」～設立: 2012 年、基本報酬: 年 1.00%、成功報酬: ハードルレート四半期 1.75%の 17.5%、換金: 取引所～」と共に運用されている(https://www.goldmansachs.com/content/gsam/us/en/bdc/investorresources/factsheet?utm_source=chatgpt)。



Redemption requests across major non-traded private credit BDCs



Source: SEC Filings | Not an exhaustive list



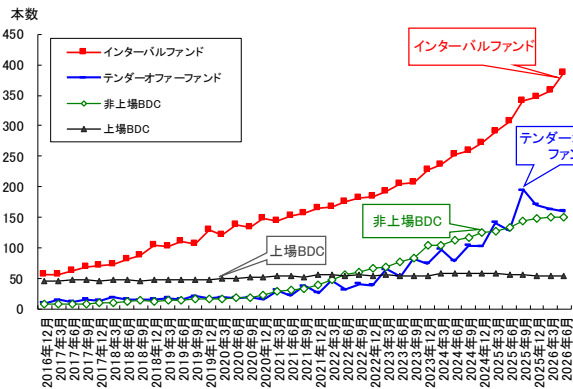
(国旗と赤い矢印は当コラム筆者、出所: 2026 年 10 月 2 日付 Reuters「Blue Owl flagship fund withdrawal

requests slow as private credit turmoil eases」～ <https://www.reuters.com/markets/private-credit/blue-owl-flagship-fund-withdrawal-requests-slow-as-private-credit-turmoil-eases-2026-10-02/>)

モーニングスター・ダイレクト/Morningstar Direct のデータで確認した所、2026 年 6 月末に米国のインターバルファンドは 386 本/純資産合計 1,250 億ドル/約 20 兆円、テンダーオファーフンドは 160 本/純資産合計 1,115 億ドル/約 18 兆円、非上場 BDC は 151 本/純資産合計 2,005 億ドル/約 33 兆円あり拡大している(本数はシェアクラス)。参考までに上場 BDC は 53 本/時価総額合計 670 億ドル/約 11 兆円である。

米国インターバルファンドとテンダーオファーフンドとBDCの本数の推移(シェアクラス)

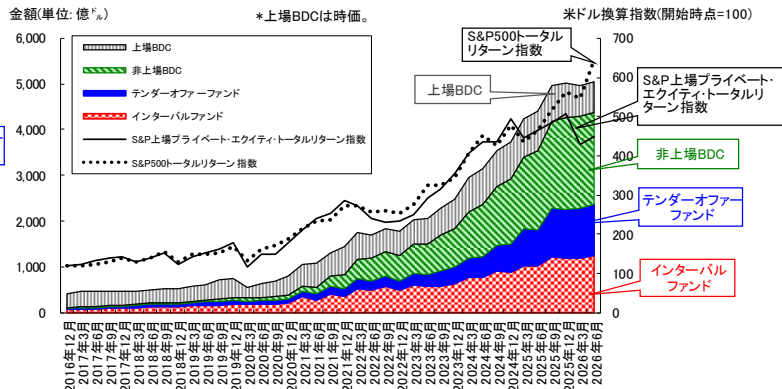
2016年12月30日 ~ 2026年6月30日



(出所: Morningstar Directより三菱UFJアセットマネジメント経営企画部が推計・作成)

米国インターバルファンドとテンダーオファーフンドとBDCの純資産(推計)の推移

2016年12月30日 ~ 2026年6月30日、四半期ベース



(出所: Bloomberg, Morningstar Directより三菱UFJアセットマネジメント経営企画部が推計・作成)

プライベートクレジットファンド、非上場 BDC 最大は「ブラックストーン・プライベート・クレジット(BCRED)」で、

①「Blackstone Private Credit I~設立: 2021 年、基本報酬:

年 1.25%、成功報酬: ハードルレート年 5.00%の 12.5%、Upfront

Placement Fee 無し、Distribution & servicing fee 無し(100 万ドル以上でアドバイ

ザー口座と機関投資家)、換金: 裁量の四半期テンダーオファーフンド上限 5%~、

②「同 S~Upfront Placement Fee 最大 3.5%で Distribution & servicing fee 年 0.85%以外は上記 I と同じ(2,500 万ドル以上でプロペラレッジ口座)~、

③「同 D~Upfront Placement Fee 最大 1.5%で Distribution & servicing fee 年 0.25%以外は上記 I と同じ(2,500 万ドル以上でアドバイザー口座)~、

と言うシェアクラスがあり、2026 年 6 月末の純資産が

①(I クラス)292 億ドル/約 4.7 兆円、

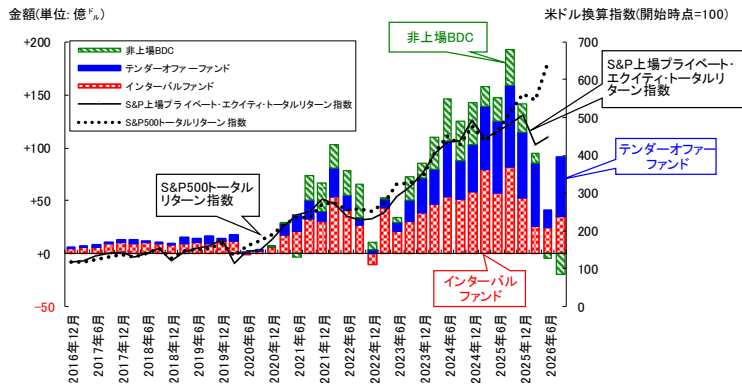
②(S クラス)132 億ドル/約 2.1 兆円、

③(D クラス)4 億ドル/約 600 億円となっている(Blackstone Offering

Terms - BCRED | Blackstone Private Credit Fund)~ https://www.bcred.com/offering-terms/?utm_source=chatgpt)

米国インターバルファンドとテンダーオファーフンドとBDCの純設定(推計)の推移

2016年12月 ~ 2026年6月、四半期ベース



(出所: Bloomberg, Morningstar Directより三菱UFJアセットマネジメント経営企画部が推計・作成)

●世界の成功報酬

/パフォーマンスフィー採用ファンド

最後に世界の成功報酬(実績報酬)/パフォーマンスフィーを採用するアクティブ株式ファンドを見る。

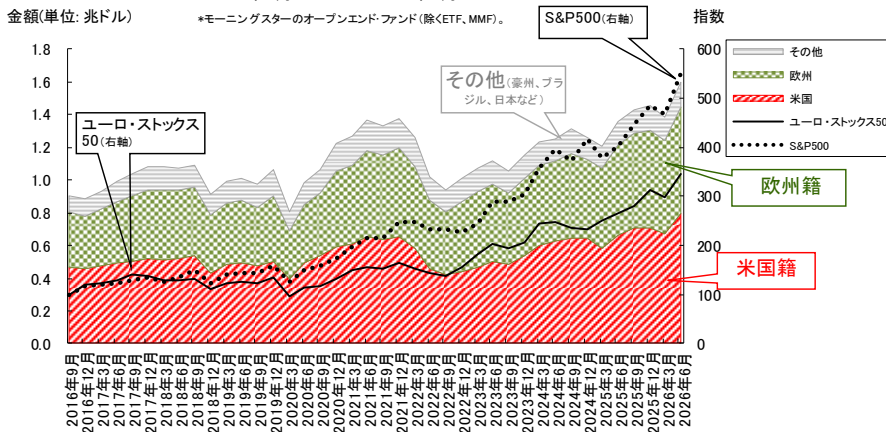
右グラフの通り、2026 年 6 月末に 10,382 本、純資産 1.6 兆ドル/約 260 兆円となっている。



世界の成功報酬(実績報酬)/パフォーマンスフィーを採用するアクティブ株式ファンドの国籍・地域別純資産の推移

2016年7月29日 ~ 2026年6月30日

*モーニングスターのオープンエンド・ファンド(除くETF、MMF)。



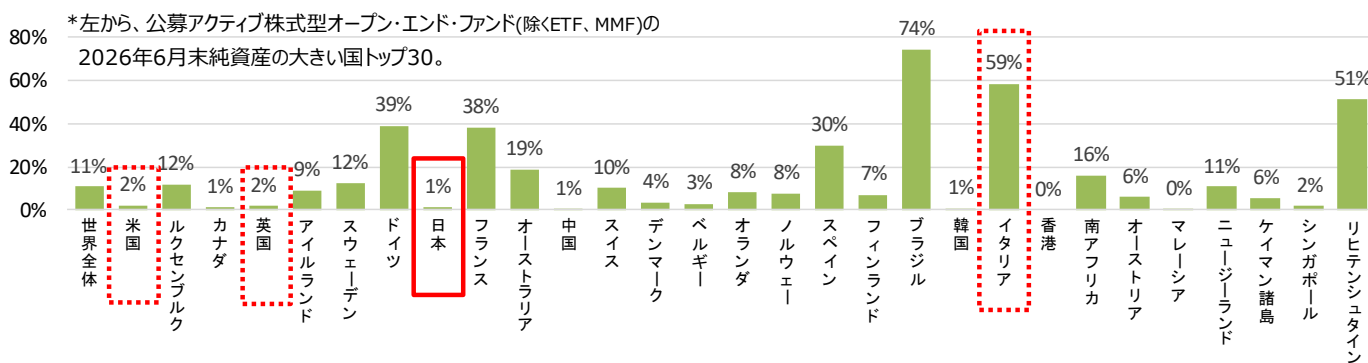
(出所: ブルームバーグ、Morningstar Directより三菱UFJアセットマネジメント経営企画部が推計・作成)

下記グラフは左から、米国、ルクセンブルク、カナダ、英国、アイルランドなど、公募アクティブ株式ファンドの純資産が大きい国の順に並べている(データ欠落の国は対象外)。上段はファンド(シェアクラス)本数比率で下段は純資産比率である(モーニングスター・ダイレクト/Morningstar Direct の「Performance Fee」関連属性にデータが収録されたファンドを対象としている為、運用実績に応じて信託報酬率そのものが変動する一部のファンドなど含まれていない場合がある)。

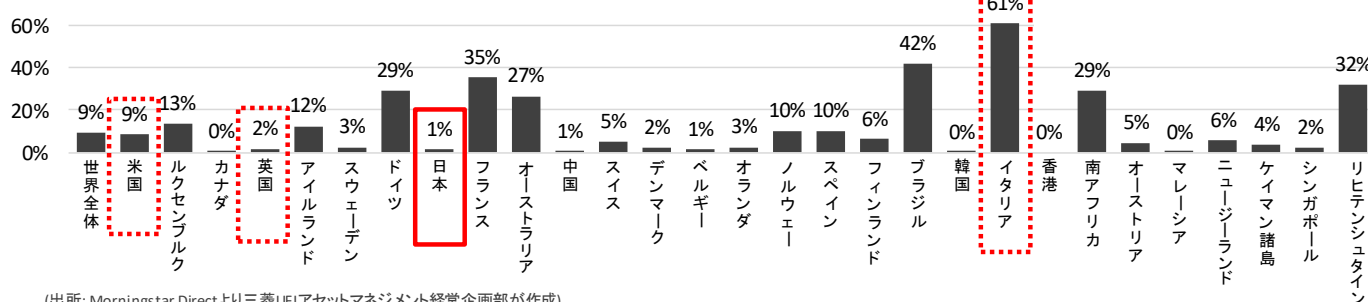


世界の公募アクティブ株式ファンドにおける成功報酬(実績報酬)/パフォーマンスフィー採用ファンドの比率

<本数ベース・国籍別>



<純資産ベース・国籍別>



(出所: Morningstar Directより三菱UFJアセットマネジメント経営企画部が作成)

米国は本数比率が2%と世界全体(11%)を下回る一方、純資産比率は9%と世界全体と同程度である。SECは2026年10月2日に、「規制対象ファンドの運用会社には、対称的なパフォーマンスフィー(フルグラム・フィー)が認められているものの、近年、その利用は限定的」と指摘、SECの推計では、「少なくとも85本のアクティブ型ミューチュアルファンドがフルグラムフィーを採用している。通常、これは基本運用報酬に対するパフォーマンス調整として報告され、ファンドの純資産に対する比率(例:運用期間中の平均純資産の±0.20%)で表される。」と言う(2026年10月2日)

付SEC「Investment Adviser Performance-Based Compensation Modernization」～ <https://www.sec.gov/rules/regulations/2026/09/s7-2026-28>)

欧州では国による差が大きく、イタリアが60%前後と高く、フランス、ドイツが30～40%程度で続く一方、ルクセンブルクやアイルランドは10%前後となっている。モーニングスター/Morningstarは、2025年の欧州投信のフィー分析で、「欧州のアクティブファンドには、ベンチマーク超過収益に対してパフォーマンスフィーを徴収するものがある。通常、その報酬率は超過収益の15%(シェアクラスベースの中央値)。国による差も大きく、個人投資家の比重が大きいイタリアでは広く受け入れられている一方、英国ではニッチな商品特性とみなされ、より予測しやすい手数料体系が好まれる。」と言っている(2025年9月付Morningstar「European Fund Fee Study 2025」～ https://www.morningstar.com/content/cn-assets/v3/assets/b08415eacfee4157833/b08415eacfee4157833e/68cfe14be635bde9333ac29/European_Fee_Study.pdf、欧州については後述※)

2「欧州の成功報酬/パフォーマンスフィー採用ファンド」も参照)



※1: 米国 SEC は 1 人でも採決・承認の出来る「王様」に…

2026 年 10 月 2 日に米国証券取引委員会/Securities and Exchange Commission/SEC(定数 5 人)のヘスター・ピアース/Hester M. Peirce 委員が退任、(定数 5 人の)SEC の委員はポール・アトキンス/Paul S. Atkins 委員長とマーク・ウエダ/Mark T. Uyeda の 2 人(委員長を含む)となり、**SEC は 3 人未満となった**(SEC は委員長を含め委員は 2 人…2026 年 10 月 3 日付 SEC.gov「SEC Commissioners」～ <https://www.sec.gov/about/sec-commissioners>)。通常の定足数/Quorum(採決に必要な委員の最低人数)は 5 人のうち 3 人だが、在任委員が 3 人未満の場合は、その在任委員の数(現在なら 2 人)が定足数で(クリントン民主党大統領が空席の補充に消極的だった際に SEC は 2 名での定足数ルール採用、1995 年 5 月 5 日発効 200.41 条委員会定足数/§ 200.41 Quorum of the Commission…Federal Register「Quorum of the Commission」… <https://www.ecfr.gov/current/title-17/chapter-II/part-200/subpart-B/section-200.41>)、1 人が元顧客や家族などの関係で利益相反の可能性がある場合、その案件の審議・採決から外れ(回避)、定足数 2 人割れとなり採決が出来なかった(これまで 1995 年 7 月 15 日～1996 年 2 月 13 日の 7 か月間、アーサー・レビット/Arthur Levitt 民主党委員長とスティーブン・ウォールマン/Steven Wallman 民主党委員の 2 人だけの体制が一度だけあって、この期間は 1 人に利益相反の可能性がある場合、その案件は最初から採決の議題に仕なかつた。SEC.gov「SEC Historical Summary of Chairmen and Commissioners」～ <https://www.sec.gov/about/sec-commissioners/sec-historical-summary-chairmen-commissioners>)。

しかし **2026 年 9 月 30 日に新しい「定足数要件/Commission Quorum Requirement」を採択・賛成・承認、パブリックコメント無しで 2026 年 10 月 2 日以降、他の全委員が特定案件への関与を禁じられている場合、残る 1 人がその案件に限り定足数を構成出来るとした**(事前の意見募集とコメント機会が適用されない規則と言う事でパブリックコメントは無くこれで決定となる…2026 年 9 月 30 日付 SEC.gov「Commission Quorum Requirement」～ https://www.sec.gov/rules-regulations/2026/09/30-106537.htm_source=clatgsl.com、当然反対意見もある…2026 年 10 月 5 日付 SEC.gov「Comments on Rulemaking Petition 4-938」～ https://www.sec.gov/rules-regulations/public-comments/4-938.htm_source=clatgsl.com)。

「トランプ政権は、SEC の様な政府機関に対して**「統一行政/unitary executive」**と言うアプローチを採用している。…(略)…規制当局は、議会が意図した超党派の機関ではなく、政権を握る大統領にとってより従順な道具となる。**審議を経る事なく、規則の採択や廃止、執行訴訟の提起や和解が可能になる。**」(強調下線は当コラム筆者、2026 年 10 月 13 日付

Barron's「SEC Clears Way for Speedy Actions by Reducing Its Quorum Requirement」～ <https://www.barrons.com/articles/sec-trump-stocks-quorum-commissioners-39e8a922>)。

2026 年 6 月 29 日に米国最高裁(共和党大統領指名 6 人、民主党大統領指名 3 人の計 9 名で 6 対 3)が 91 年前の判例(1935 年 5 月 27 日に最高裁がルーズベルト大統領の連邦取引委員会/FTC 委員更迭は正当な理由が無ければ出来ないとした例)を覆しており、その後大統領は正当な理由無く独立機関委員を解任出来る様になった。コロンビア大学ロースクール/Columbia Law School のジョン・コーヒー/John Coffee 教授は「トランプ大統領はアトキンス委員長に電話をかけ、やりたい事を伝えれば、アトキンスはそのルールに基づき即座に行動出来る。たとえ後に民主党委員が加わったとしても、SEC は完全にトランプ氏の支配下に入る。しかし裁判所がこれを黙って受け入れるとは限らない。」と言っている(2026 年 10 月 13 日付

Barron's「SEC Clears Way for Speedy Actions by Reducing Its Quorum Requirement」～ <https://www.barrons.com/articles/sec-trump-stocks-quorum-commissioners-39e8a922>)。

なお、SEC の委員は大統領が指名して上院本会議過半数で承認されれば決まるが、**与党(現在は共和党)の委員は 3 人まで可能**で、現在の大統領は与党委員をあと 1 人指名出来る。**上院(定数 100 人)は共和党 53 人と民主党 45 人と無所属 2 人(バーニー・サンダース/Bernie Sanders 氏とアンガス・キング/Angus King 氏で 2 人とも民主党会派)で、与党過半数となっている為、与党委員が決まる可能性は高い。**ただ、2026 年 11 月 3 日の中間選挙で上院は補欠選挙 2 人を含む 35 人の改選があつて、もし野党(民主党)が過半数となれば、大統領の指名する委員の承認可能性はかなり低くなる。こうした可能性、2 人だけの SEC が長期化する事も予想、そこで審議や採決が出来なくなるおそれを防ぐべく、2026 年 9 月 30 日に与党 SEC は新しい「定足数要件」を強行的に承認した可能性が高い。

米国上院銀行住宅都市委員会少数党筆頭委員/Senate Banking ranking member のエリザベス・ウォーレン/Elizabeth Warren 氏上院議員(民主党)はトランプ政権に抗議するデモ「ノー・キングス/NO KINGS(王様はいらない)」にひっかけて「**SEC は民主党を完全に排除、まさに王様/one person is king だ。** SEC はドナルド・トランプ/Donald Trump を模倣している。」と言っている(強調下線は当コラム筆者、2026 年 10 月 20 日付 Bloomberg Law「SEC's 'One Person Is King' Approach Leaves Wall Street Uncertain」～ https://www.bloomberglaw.com/en/sec-one-person-is-king-approach-leaves-wall-street-uncertain.htm_source=clatgsl.com)。

また「SEC の不利な措置に直面している人が裁判所で定足数変更異議を唱える可能性がある

/Defendants facing adverse SEC action might challenge the quorum change in court。」(2026 年 10 月 20 日付 Bloomberg Law「SEC's 'One Person Is King' Approach Leaves Wall Street Uncertain」～ https://www.bloomberglaw.com/en/sec-one-person-is-king-approach-leaves-wall-street-uncertain.htm_source=clatgsl.com)。

「2 人の民主党委員は、トランプ大統領の 2024 年の当選から約 1 年以内に辞任したが、大統領は後任として民主党員を 1 人も任命していない。**『政権は空席を埋める事に急いでいる様には見えない』**為、この状況はしばらく続く可能性がある。」と、ホランド・アンド・ナイト法律事務所のアリソン・カーニスキ氏は言う。」(強調下線は当コラム筆者、2026 年 10 月 13 日付 Barron's「SEC Clears Way for Speedy Actions by Reducing Its Quorum Requirement」～ <https://www.barrons.com/articles/sec-trump-stocks-quorum-commissioners-39e8a922>)

と言われている。



〈欧州の成功報酬(パフォーマンスフィー)型ファンドの実態〉

2025 年に EU と英国のクロスボーダーファンドの 11%がパフォーマンスフィーを採用しており、2026 年にパフォーマンスフィー・シェアクラス/Performance Fee share class はマネジメントフィー/Average Management Fee 0.86%および経費率/Average Ongoing Charges 1.24%となっている。(パフォーマンスフィー・シェアクラスと同じ商品・運用戦略で報酬体系だけが異なる)非パフォーマンスフィー・シェアクラス/Non-Performance Fee Twin(non-performance fee counterparts のマネジメントフィー1.05%および経費率 1.29%より**パフォーマンスフィー・シェアクラスが 2 年連続で低い**と言う(フィッツ・パートナーズ/Fitz Partners の「European & UK Fund Fees & Expenses Dashboard」~ <https://www.fitzpartners.com/products/other-research/>、<https://www.fitzpartners.com/wp-content/uploads/2025/11/FITZ-Partners-2025-Dashboard.pdf>、<https://www.fitzpartners.com/wp-content/uploads/2025/09/FITZ-Performance-Fee-and-Twin-Share-Class-Benchmarking.pdf>、2021 年 6 月 25 日付 Investment Week「Performance fee rules across Europe lacking harmony」~ <https://www.investmentweek.co.uk/news/4033403/performance-fee-rules-europe-lacking-harmony>)o

& Expenses Dashboard」~ <https://www.fitzpartners.com/products/other-research/>、<https://www.fitzpartners.com/wp-content/uploads/2025/11/FITZ-Partners-2025-Dashboard.pdf>、<https://www.fitzpartners.com/wp-content/uploads/2025/09/FITZ-Performance-Fee-and-Twin-Share-Class-Benchmarking.pdf>、2021 年 6 月 25 日付 Investment Week「Performance fee rules across Europe lacking harmony」~ <https://www.investmentweek.co.uk/news/4033403/performance-fee-rules-europe-lacking-harmony>)o



Key Insights from 2026 Research

Any Share Class & Asset Class	Average Management Fee	Average Ongoing Charges Figure
Performance Fee Twin	0.86%	1.24% (including performance fee)
Non Performance Fee Twin	1.05%	1.29%

(出所: Fitz Partners の「European & UK Fund Fees & Expenses Dashboard」)

パフォーマンスフィー・シェアクラスはマネジメントフィー(固定部分の信託報酬/基本報酬)を低く設定する事が一般的なので、非パフォーマンスフィー・シェアクラスのマネジメントフィーより 0.19%ポイント低いのは自然であるが、成功報酬を含む経費率が 0.05%ポイント低いと言うのは、パフォーマンスフィー・シェアクラスの獲得した成功報酬つまり超過収益が投資顧問業者の期待以上とならなかった可能性が高いと言える。

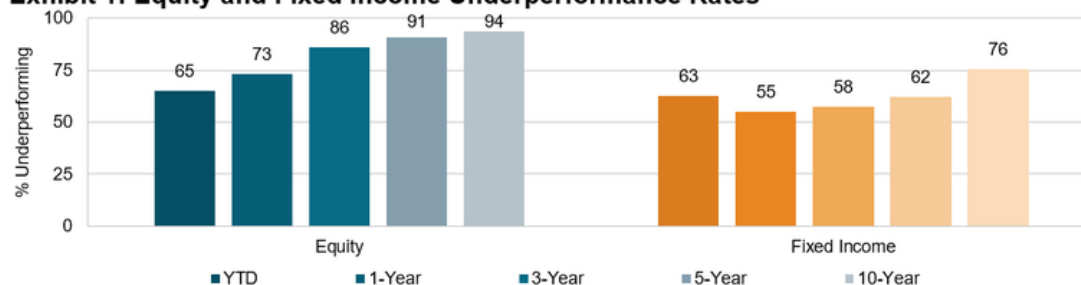
〈成功報酬(パフォーマンスフィー)型ファンドはオープンエンドファンドよりクローズドエンドファンド〉

パフォーマンスフィー型ファンドの成否は超過収益にあるが、その超過収益を獲得する事は難しく、S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス/S&P Dow Jones Indices によると、2026 年 6 月 30 日までの**欧州のアクティブ株式ファンド全体のアンダーパフォーマンスは半年 65%、1 年 73%、3 年 86%、5 年 91%、10 年 94%と厳しい結果**となっている

(**米国も厳しい結果だが、日本は健闘している**…2026 年 10 月 13 日付 S&P Dow Jones Indices「SPIVA Europe Mid-Year 2026」~ <https://www.spglobal.com/spdji/en/spiva/article/spiva-europe/>)o



Exhibit 1: Equity and Fixed Income Underperformance Rates



Source: S&P Dow Jones Indices LLC, Morningstar, Bloomberg LLC. Data as of June 30, 2026. The S&P World (EUR) and S&P World (GBP) were launched on May 20, 2020. All data prior to such date is back-tested hypothetical data. Performance based on cross-category, equal fund-weighted averages. See Report 1a, Report 2, Report 6a and Report 7 for further details of the categories, benchmarks and sample sizes used. Past performance is no guarantee of future results. Chart is provided for illustrative purposes and reflects hypothetical historical performance. Please see the Performance Disclosure at the end of this document for more information regarding the inherent limitations associated with back-tested performance.

(出所: S&P Dow Jones Indices「SPIVA Europe Mid-Year 2026」)

ただ、以上の検証結果は基本オープンエンドファンド/open-end funds(1. ミューチュアルファンド/mutual funds、2. ETF/exchange-traded funds)で、クローズドエンドファンド/closed-end funds ではないだろう。

そのクローズドエンドファンド(英国ではインベストメントトラスト/investment trusts と言う)を代表する英国の団体である投資会社協会/Association of Investment Companies/AIC によると、2026 年 9 月 30 日現在、**英国のインベストメントトラストの 10 本中 9 本(90%)は、全ての内部手数料/all internal fees を差し引いた後の 10 年間の運用成績において、オープンエンド‘姉妹ファンド’/open-ended ‘sister funds’(OEIC やユニットトラストなどを上回っている事がわかった**(姉妹ファンド…少なくとも 1 人の運用担当者がインベ

ストメントトラストと共通しかつ同様の運用方針を持つファンド、2026 年 10 月 20 日付 The AIC「Investment trusts outperform funds run by same manager」～ <https://www.theaic.co.uk/aic/news/press-releases/investment-trusts-outperform-funds-run-by-same-manager>)o

AIC によると、過去 10 年間でこの様なケースは 32 件あり、そのうち 28 件でインベストメントトラストが市場平均を上回った(モーニングスター/Morningstar のデータ使用)。1 年と 3 年で 83%、5 年で 73%、10 年で 88%のインベストメントトラストがオープンエンドファンドより優れた運用成績を上げ、年率で+4.4%、+3.3%、+1.3%、+1.7%ポイント上回った。



Investment trusts versus open-ended sister funds

	1 year	3 years	5 years	10 years
No. of sister pairs in which investment trust outperformed open-ended fund over the period	34 out of 41	33 out of 40	29 out of 40	28 out of 32
% of sister pairs in which investment trust outperformed open-ended fund over the period	83%	83%	73%	88%
Average investment trust outperformance (additional £ generated by investment trust per £100 invested in sister fund)	£4	£12	£8	£37
Average investment trust outperformance (% p.a.)	4.4%	3.3%	1.3%	1.7%

Source: theaic.co.uk / Morningstar (based on share price total returns to 30/09/26, see notes for details).

(出所: 2026 年 10 月 20 日付 The AIC「Investment trusts outperform funds run by same manager」)

AIC のリサーチディレクターであるニック・ブリットン/Nick Britton 氏は「インベストメントトラストが持つ本来の利点が、過去 10 年間にわたって運用担当者の優れた業績に貢献してきた。**レバレッジを効かせる事が出来る事、流動性の低い資産に投資出来る事が有利である。インベストメントトラストは運用担当者が売買タイミングを自由に選ぶ事が出来るが、資金流入/投資 flows の影響を受けるオープンエンドファンドでは必ずしもそれが可能とは限らない。インベストメントトラストを無視する長期投資家は機会を逃している可能性がある。**」と言う(強調下線は当コラ

ム筆者、2026 年 10 月 20 日付 The AIC「Investment trusts outperform funds run by same manager」～ <https://www.theaic.co.uk/aic/news/press-releases/investment-trusts-outperform-funds-run-by-same-manager> 、2026 年 10 月 20 日付 Investment Week「AIC says nine in 10 trusts outperformed open-ended ‘sister funds’」～ <https://www.investmentweek.co.uk/news/4337372/aic-trusts-outperformed-open-sister-funds>)o

<欧州の成功報酬(パフォーマンスフィー)型ファンドのガイドライン>

欧州証券市場監督機構/European Securities and Markets Authority/ESMA の「UCITS(EU の ETF を含む公募投信)と一定のリテール向け AIF(オルタナティブ投資ファンド)のパフォーマンスフィーのガイドライン/Guidelines on performance fees in UCITS and certain types of AIFs」によると下記の通り(一定のリテール向け AIF でないファンド…クローズドエンド AIF やプライベートエクイティ AIF 等、

2020 年 11 月 5 日付 ESMA「Guidelines on performance fees in UCITS and certain types of AIFs」～ https://www.esma.europa.eu/document/guidelines-performance-fees-in-ucits-and-certain-types-aifs?utm_source=chatgpt.com 、

英語… https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma34-39-992_guidelines_on_performance_fees_en.pdf)o



- **確定/crystallisation**

ファンドから運用会社へ支払う(確定させる)確定頻度は原則年 1 回を超えてはならない/The crystallisation frequency should not be more than once a year。つまり年1回は良いが、年 2 回/半年毎や年 4 回/四半期毎、年 12 回/毎月は不可。ただ、下記のハイウォーターマーク方式/High-Water Mark model/HWM model、ハイオンハイ方式/High-on-High model/HoH model、フルクラムフィー/fulcrum fee は例外となる。

- **HWM、HoH、フルクラムフィー**

I. ハイウォーターマーク方式/High-Water Mark model/HWM model***

パフォーマンス参照期間中に新たな最高基準価額に達した時のみパフォーマンスフィーを払う

/a performance fee model whereby the performance fee may only be charged on the basis of achieving a new High-Water Mark during the performance reference period。

II. ハイオンハイ方式/High-on-High model/HoH model***

前回パフォーマンスフィーを確定した時の基準価額を上回った時のみパフォーマンスフィーを払う

/a performance fee model whereby the performance fee may only be charged if the NAV exceeds the NAV at which the performance fee was last crystallised。

III. フルクラムフィー/fulcrum fee***

適切な参照指標に対する一定期間の運用成績に応じて報酬水準が比例的に増減、基本報酬から控除されるマイナスの報酬も含む/a type of performance fee which provides for the level of the fee to increase or decrease

proportionately with the investment performance of the fund over a specified period of time in relation to the investment record of an appropriate reference indicator (including a negative fee deducted from the basic fee charged to the fund)。

- **過去のアンダーパフォーマンスと 5 年間の参照期間**

過去にアンダーパフォーマンスがある場合、それを回収するまで、原則パフォーマンスフィーを払えない。ハイウォーターマーク方式やハイオンハイ方式、ベンチマーク方式/benchmark model(only be charged on the basis of outperforming the reference benchmark)でパフォーマンス参照期間をファンド存続期間より短く設定する場合、その期間は少なくとも 5 年間。過去が無い場合は 5 年間を待つ必要は無く、運用開始 1 年経過して運用成績が良ければパフォーマンスフィーを支払える事もある。

- **HWM とベンチマーク方式における超過収益**

ハイウォーター方式、ベンチマークの超過収益にパフォーマンスフィーを課すベンチマーク方式の場合、過去にハイウォーターマークを上回っている事(過去最高基準価額を更新している事)またはベンチマークを上回っている事(過去にアンダーパフォーマンスがある場合、それを回収した上で超過パフォーマンスがある事)。

- **ベンチマークとハードルレート**

ベンチマークやハードルレート/hurdle rate(事前に決めた最低リターン/a predefined minimum fixed rate of return)はファンドの投資方針・戦略・リスク・リターン特性と一致している事。ベンチマーク型は原則運用上ベンチマークとフィー計算用ベンチマークを同じにするが、例外的に異なるベンチマークも認められる。

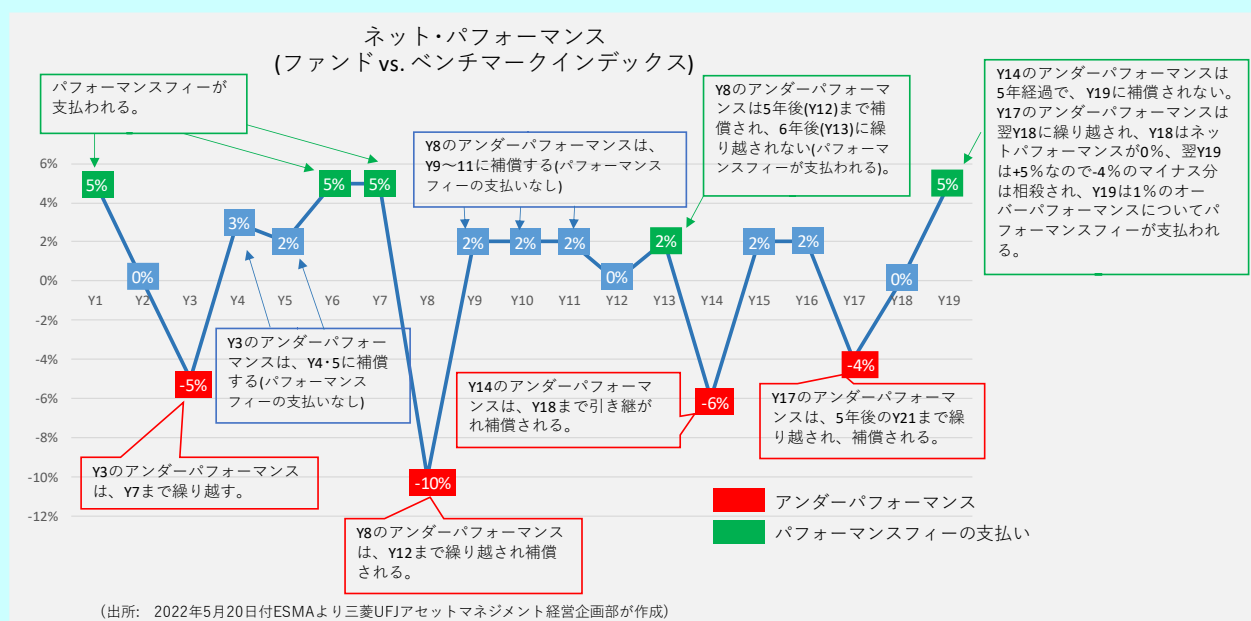
- **目論見書、KIID、PRIIPs KID による開示**

目論見書/Prospectus および重要情報シート/UCITS KIID/Key Investor Information Document はパフォーマンスフィーの存在、その計算方法等を明確に開示しなければならない(UCITS KIID は現在 PRIIPs KID/Key Information Document へ…

2021 年 3 月 22 日付投信調査コラム No.330『欧州資産運用業界最新動向』日本の金融庁『重要情報シート』が参考とする欧州の『PRIIPs KID』は欧州の投信協会やアナリスト協会等の反対を押し切り来年 2022 年から?~欧州の MiFIDII プロダクト・ガバナンス規制、英国のバリュー・アセスメント・レポート/AoV レポート(ハーグ・グループ・スタンダード)、クリーン・シェア(や ACS)の現況~」~ https://www.amf.cj.fr/text/coltrava_210322_2.pdf)o

● パフォーマンス不芳時の補償メカニズム

下記図表参照(2022年5月20日付ESMA「ESMA_QA_670」～ https://www.esma.europa.eu/publications-data/questions-answers/6706_fn1)



以 上

三菱 UFJ アセットマネジメント【投信調査コラム(日本版 ISA の道)】バックナンバー：
「 <https://www.am.mufg.jp/report/investigate/> 」。

三菱 UFJ アセットマネジメント株式会社 経営企画部シニアリサーチアナリスト
松尾 健治(kenji-matsuo@am.mufg.jp)、
窪田 真美(mami1-kubota@am.mufg.jp)。

本資料に関してご留意頂きたい事項

- 本資料は内外の資産運用に関する情報提供のために、三菱 UFJ アセットマネジメントが作成した資料であり、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。販売会社が投資勧誘に使用することを想定して作成したものではありません。投資信託をご購入の場合は、販売会社よりお渡しする最新の投資信託説明書（交付目論見書）の内容を必ずご確認のうえ、ご自身でご判断ください。
- 本資料の内容は作成時点のものであり、将来予告なく変更されることがあります。
- 本資料は信頼できると判断した情報等に基づき作成しておりますが、その正確性・完全性等を保証するものではありません。
- 本資料中の運用実績等に関するグラフ・数値等はあくまでも過去の実績であり、将来の運用成果を示唆あるいは保証するものではありません。また、税金、手数料等を考慮しておりませんので、投資者の皆様の実質的な投資成果を示すものではありません。市況の変動等により、方針通りの運用が行われない場合もあります。
- 本資料に示す意見等は、特に断りのない限り本資料作成日現在の筆者の見解です。
- 投資信託は、預金等や保険契約とは異なり、預金保険機構、保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。
- 投資信託は値動きのある有価証券を投資対象としているため、当該資産の価格変動や為替相場の変動等により基準価額は変動します。従って投資元本が保証されているわけではなく、基準価額の下落により損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。
- 投資信託は、販売会社がお申込みの取扱いを行い委託会社が運用を行います。



三菱UFJアセットマネジメント

三菱UFJアセットマネジメント株式会社
金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第404号
加入協会：一般社団法人資産運用業協会