

プライベートアセットのクロスオーバー投信と(ファンド・オブ・)クローズド エンド・ファンド投信！～米国のインターバルファンド、欧州の エバーグリーンファンド、英国のインベストメントトラストとLTAF～

※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。

●日本でプライベートアセットが拡大する兆し！ スタートアップ育成5か年計画は今？ ～クロスオーバー投信と(ファンド・オブ・)クローズドエンド・ファンド投信～

日本でもプライベートアセットへの投資が個人投資家にも拡大する兆しがある。「**未上場資産(プライベートアセット)への投資が足元で広がつつある**。きっかけは政府が22年に発表した、**ユニコーン社数を100社に増やす『スタートアップ育成5カ年計画』**だ。…(略)…。24年には投資信託を通じた小口投資が可能になり、門戸が一段と広がった。**(2024年)2月に上場株と未上場株の両方を組み入れる公募投信『クロスオーバー投信』が解禁**され、(2024年)8月にレオス・キャピタルワークスが100円から購入可能な『ひふみクロスオーバーpro』の募集を始めた。」(強調下線は当コラム筆者、2025年2月16日付日経ヴェリタス&2025年2月16日付日本経済新聞「未上場資産、投資信託が開く扉、『クロスオーバー』続々 成長企業を先回り買い」～<https://www.asahi.com/article/DCX2024110612W1106C25A3000061>)という報道のほか、2025年2月14日に投資信託協会会長が「**プライベート・アセットなどオルタナティブ資産を組入れる商品は、今後も増えていくと考えている**。…(略)…。インデックス型が伸びる傾向は今後も続くと思うが、このような状況下では資産運用会社は、収益機会をアクティブ型に求めることになる。その一つとしてこれからは、**プライベート・アセットを中心としたアクティブ型投信を市場に提供していきたい**、と画策していることが想定できる。ここに外資系会社へその組成を委ねる動きが出てくることも、自然な流れだろう。公募投信に組入れるための条件緩和もしているので、今後は目立った動きが見られるのではないか。…(略)…。所定の要件を満たす**『未上場株式等』の組入比率が原則15%を超えない範囲で許容**された。」(強調下線は当コラム筆者、2025年2月20日公表の投資信託協会「会長談話・定例会見」～<https://www.jiast.or.jp/press/20250220>)と話している。

岸田前政権が NISA 抜本的拡充・恒久化等「資産所得倍増プラン(現在は「資産運用立国実現プラン」の一つ)」と共に決めた「スタートアップ育成 5 か年計画」は石破現政権が継承している。(2023 年 1 月 30 日付投資調査コラム No.373「スタートアップ育成計画と資産所得倍増プラン 米国では流動

性リスク管理規制強化でETFやインターバル・ファンドへ、非上場REIT不安で上場REITへ？ 欧州ではELTIF人気、英国ではLTAFを個人に解放する案！」～ https://www.am.mof.go.jp/text/oshirase/230130_3.pdf、2024年10月15日付投信調査コラムNo.411「石

破権権は新しい資本主義を加速、資産運用立国を引き継ぎ発展、投資大国日本を実現～林芳正内閣官房長官と加藤勝信財務相兼金融担当相と赤沢亮正経済再生担当相、金融行政方針も継承～」https://www.asmf.jp/report/investigate/column_241015.pdf)。



✓スタートアップ育成5か年計画

スタートアップへの投資額年 0.8 兆円→年 10 兆円～5 年間(2027 年に)で 10 倍～、2024 年 0.8 兆円
スタートアップ 10 万社創出、ユニコーン 100 社創出～将来～、ユニコーン 2024 年 8 社

✓資産所得倍増プラン(現在は「資産運用立国実現プラン」の一つ)

投資の倍増/NISA 買付額 28 兆円→56 兆円～5 年間で(2027 年に)2 倍～、2024 年末 52.7 兆円
投資経験者の倍増/NISA 総口座数 1,700 万→3,400 万～5 年間で(2027 年に)2 倍～、2024 年末 2,560 万

「スタートアップ育成 5 か年計画」を受け、15%以内の非上場株式組み入れを可能とする公募投資信託は出来たものの、「スタートアップ育成 5 か年計画」で「個人から上場ベンチャーファンドへの投資を促進するスキーム(日本版 VCT・FCPI)」は先送りされた様である(2025 年 1 月 14 日付経済産業省「スタートアップ育成 5 か年計画」の進捗状況について)～ https://www.sma.go.jp/contents/press/2025/01/14/250114_01.pdf、英国の VCT…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.am-mufg.jp/text/oshirase/230522_2.pdf フランスの FCPI…2023 年 5 月 22 日付投信調査コラム No.380「日米首脳会談や G7 サミットに登場するイノベーション、その為の投信！ 銀行は投信販売に特化？～フランスのイノベーションの為の投資信託/FCPI、フランス版 NISA の PEA、米国のミューチュアル・ファンド・バンキング～」(https://www.am-mufg.jp/text/oshirase/230522_2.pdf)。 2025(令和 7)年度税制改正要望において全国銀行協会と信託協会は「**英国の VCT 税制なども参考に、上場ベンチャーファンドに対する個人等の投資に関して、税制優遇措置が設けられるべきである。**」としていた(https://www.am-mufg.jp/text/oshirase/230522_2.pdf、 <https://www.shintaku-kyokai.or.jp/archives/015/202409/20240918.pdf>)。



スタートアップ育成 5 か年計画

- ✓15%以内の非上場株式組み入れを可能とする公募投資信託(米国を参考)
- ✓個人から上場ベンチャーファンドへの投資を促進するスキーム(英国を参考)

実は「個人から上場ベンチャーファンドへの投資を促進するスキーム」は 2001 年に出来ており、国内未公開株等への投資額比率が 70%以上の上場クローズドエンド型ベンチャーファンド投資法人などもあった(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、エバークグリーン)～」～

https://www.am-mufg.jp/text/oshirase/210830_2.pdf 2022 年 7 月 25 日付投信調査コラム No.361「新しい資本主義における長期運用資金のベンチャー投資には日本版 LTAF、日本版 VCT の道も～英国の LTAF(長期資産ファンド)と VCT(ベンチャー・キャピタル・トラスト)～」(https://www.am-mufg.jp/text/oshirase/220725_2.pdf)。 この時の経験を参考にし、今後、日本版 VCT(フランスの FCPI、欧州の EuVECA、欧州の EuSEF、米国の BDC～後述 p.7)の検討再開が期待される。

また、日本のプライベートアセットへの投資とは限らないものの、**外国投資法人や外国投資証券の組入れにより**

15%を超える未上場株式等組入れが可能である(さらに日本では私募投信や有限責任組合/リミテッド・パートナーシップ/LPS を利用したプライベート・エクイティ/Private Equity/PE 等オルタ

ナティブ投資も以前より可能～2017 年 6 月 26 日付投信調査コラム[特別号]/月刊「投資信託事情」2017 年 6 月号「Strategic Vistas」 「私募投信(プロ私募)と ETF が急増中!日米で市場の環境や金融の規制・制度が大きく変わる中、投信も大きく変

化!!～日米投信の投資主体別動向と日米私募投信の最新動向～」～ <https://www.am-mufg.jp/text/oshirase/170626.pdf>)。 2025 年 2 月 14 日開催の投資信託協会記者会見で「**昨年(2024**

年)の自主規制規則の改正で、未上場株式等の組入比率が 15%までと決まったと思うが、今年(2025 年)野村アセット

マネジメントが組成したファンド・オブ・ファンズ(FoFs)型の公募投信では、非上場資産を主要投資対象とするファンド

(外国投資法人)が組み入れられており、FoFs における実質的な組入比率は 15%を大きく上回っている。FoFs 形式

であることが、15%超の組み入れを可能とすることと関連しているのだろうか。」という質問に対し投資信託協会会

長が「ご認識の通りと思う。今般の規則改正では、所定の要件を満たす『未上場株式等』の組入比率が原則 15%

を超えない範囲で許容された。一方で、外国籍の投信は当該国で承認を得たものは、組み入れ比率にかかわら

ず、一定の要件のもと販売できる。」(強調下線は当コラム筆者、2025 年 2 月 20 日公表の投資信託協会「会長談話・定例会見」～ <https://www.tosho.or.jp/profile/chairman/>)と回答したもの。

これを(ファンド・オブ・クローズドエンド・ファンド/fund of closed-end fund 投信と呼び、下記に主なものをまとめた(最後に参考としてプライベートアセット投資の投資事業有限責任組合を載せてある)。

日本の主な(ファンド・オブ・クローズドエンド・ファンド/(fund of)closed-end fund 投信(設定日の古い順)

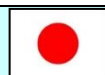
1. 三菱 UFJ アセットマネジメント「ペイリー・ギフォード世界成長企業戦略/SMT.LN 外国投資証券ファンド(愛称:クロスオーバー・グロース)」

上場外国投資証券(2024 年末 25.6%の未上場株式を含む世界の株式等に投資する英国籍 Investment trusts「SMT/Scottish Mortgage Ord」)に投資する日本籍投信

～設定日: 2021 年 9 月 13 日、実質的な信託報酬税込み 1.653%程度、**信託財産留保額 0.3%～**

※投資先外国投資証券の流動性低下等で基準価額へマイナスの影響を及ぼす可能性があるほか、換金の申込み受付を中止する事がある(後述 p.9&10 の英国インベスメントトラスト/Investment trusts 参照、投資先外国投資証券「SMT/Scottish Mortgage Ord」については 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、エバークグリーン)～」～ https://www.am-mufg.jp/text/oshirase/210830_2.pdf)

(出所: <https://www.am-mufg.jp/fund/254292.html>)



2. 野村アセットマネジメント「ブラックストーン米国不動産インカム投信米ドル建て」(申込単位: 5,000 口以上)

非上場外国投資法人(主に米国の不動産、不動産債権に投資する米国籍非上場 REIT「BREIT」)に投資するケイマン籍投信
～設定日: 2022 年 3 月 31 日、実質的な信託報酬税込み 1.25%程度+成功報酬、信託財産留保額 0.3%、
換金申込みは毎月(基本 15 日～最終ファンド営業日)でその翌々月以降に支払い(※)

※投資先外国投資証券は毎月純資産の 2%、四半期毎に純資産の 5%と言う解約制限等があり、解約注文不成立等の場合がある。

なお、BREIT は 2022 年 11 月から 2024 年 2 月まで 1 年 4 か月間、2024 年 4 月に解約制限(2024 年 3 月 1 日付 Blackstone/Blackstone Real Estate Income Trust/BREIT ~ <https://www.breit.com/wp-content/uploads/sites/73/Blackstone-secure/Notice-to-Stockholders-March-1-2024.pdf>)、「プライベート投資の多くは流動性が低く、資金を長期間拘束される。解約制限もあり、実際に 2022 年にブラックストーンの個人向け不動産ファンドで同様の問題が発生した。退職後の生活資金として定期的な引き出しが必要な投資家にとって は、特に問題となる可能性がある。」(2025 年 2 月 6 日付 Barron's「Private Equity Is Booming. Does It Live Up to the Hype?」~ <https://www.barrons.com/articles/private-equity-booming-hype-refinement-3578318>)と報じられていた (2023 年 1 月 30 日付投信調査コラム No.373「スタートアップ育成計画と資産所得倍増プラン 米国では流動性リスク管理規制強化で ETF やインターバル・ファンドへ、非上場 REIT 不安で上場 REIT へ? 欧州では ELTIF 人気、英国では LTAF を個人に解放する案!」~ https://www.am-am.co.jp/text/enhance/20130_3.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.am-am.co.jp/report/enhance/volume_201705.pdf)
(出所: https://advance.quote.nomura.co.jp/meigara/nomura2/qsearch.exe?F=users/nomura/gaikoku_detail1&KEY13=X1160&sc_evid=lp_start2023_link_03)

3. 大和アセットマネジメント「ダイワ・ブラックストーン・プライベート・クレジット・ファンド(米ドル建て)」(申込単位: 5 万 ¥ 以上)

非上場外国投資法人(主に米国のプライベート・クレジット等に投資する米国籍非上場 BDC「BCRED」)に投資するケイマン籍投信
～設定日: 2023 年 5 月 31 日、実質的な信託報酬税込み 2.665%程度+成功報酬、信託財産留保額 0.3%、
換金申込みは 2・5・8・11 月(基本 1～20 日)でその 3 か月後の 5・8・11・翌年 2 月以降に支払い
外国投資法人の解約注文不成立等で換金申込み受付を中止する事がある(※)～

※投資先外国投資法人は四半期毎に解約申込みを受付けるが、純資産の 5%を上限とする、解約注文不成立等の場合がある

(BCRED…2023 年 1 月 30 日付投信調査コラム No.373「スタートアップ育成計画と資産所得倍増プラン 米国では流動性リスク管理規制強化で ETF やインターバル・ファンドへ、非上場 REIT 不安で上場 REIT へ? 欧州では ELTIF 人気、英国では LTAF を個人に解放する案!」~ https://www.am-am.co.jp/text/enhance/20130_3.pdf)
(出所: <https://www.daiwa.jp/content/dam/daiwasecurities/products/fund/include/0/0876/10876.pdf>)

4. 野村アセットマネジメント「ノムラ・プライベート・シリーズ・カーライル・ジャパン・パートナーズ V・

日本 PE フィーダーファンド」(特定投資家向け～適格機関投資家や上場会社等に加え、金融リテラシーや金融資産規模など一定の基準を満たした個人～)

日本の非上場株式(プライベート・エクイティ)を実質的な投資対象とする日本籍私募投信
～設定日: 2024 年 1 月 30 日、手数料不明、換金申込み受け等情報も不明。

(出所: <https://www.nomuraholdings.com/jp/news/nr/nsc/20240524/20240524.html>)

5. 野村アセットマネジメント「ブラックストーン・プライベート・エクイティ・ストラテジーズ投信米ドル建て」(申込単位: 5 万 ¥ 以上)

非上場外国投資法人(世界のプライベート・エクイティ市場等に投資するケイマン籍リミテッド・パートナーシップ)に投資するケイマン籍投信
～設定日: 2024 年 2 月 29 日、実質的な信託報酬税込み 2.85%程度+成功報酬、信託財産留保額 0.3%、
換金申込みは 1・4・7・10 月(基本 1～20 日)でその 4 か月後の 5・8・11・翌年 2 月以降に支払い
外国投資法人の解約注文不成立等で換金申込み受付を中止する事がある(※)～

※投資先外国投資法人は四半期毎に解約申込みを受付けるが、純資産の 5%を上限とする解約制限等あり、解約注文不成立等の場合がある。

(出所: https://www.daiwa.jp/content/dam/daiwasecurities/products/fund/include/1/1864/11864.pdf?_ga=2.264187275.640249023.1739759459-707859190.1734327680)

6. 野村アセットマネジメント「野村マッコーリー・プライベート・インフラ・ファンド」(申込単位: 500 万円以上)

非上場外国投資法人(世界の非上場インフラ企業株式に投資するルクセンブルク籍変動資本証券投資信託(SICAV)に投資する日本籍投信
～設定日: 2025 年 2 月 21 日、実質的な信託報酬税込み 2.68%程度+成功報酬、信託財産留保額 0.3%、
換金申込みは 1・4・7・10 月でその 4 か月 5・8・11・翌年 2 月以降に支払い、
外国投資法人解約注文不成立等で換金申込み受付を中止する事がある(※)～

※投資先外国投資法人は四半期毎に解約申込みを受付けるが、純資産の 5%を上限とする解約制限等あり、解約注文不成立等の場合がある。

(出所: https://www.nomura-am.co.jp/fund/pros_gen/Y1180382.pdf)

7. 大和アセットマネジメント「ダイワ・ブラックストーン・インフラストラクチャー・ファンド(米ドル建て)」(申込単位: 5 万 ¥ 以上)

外国投資法人(世界のインフラ企業株式に投資する米国籍投資事業有限責任組合持分/LPS)に投資するケイマン籍投信
～設定日: 2025 年 2 月 28 日、実質的な信託報酬税込み 2.74%程度+成功報酬、信託財産留保額 0.3%、
換金申込みは 1・4・7・10 月(基本 1～20 日)でその 4 か月後の 5・8・11・翌年 2 月以降に支払い
外国投資法人の解約注文不成立等で換金申込み受付を中止する事がある(※)～

※投資先外国投資法人は四半期毎に解約申込みを受付けるが、純資産の 3%を上限とする解約制限等あり、解約注文不成立等の場合がある。

(出所: <https://www.daiwa.jp/content/dam/daiwasecurities/products/fund/include/1/1865/11865.pdf#page=28>)

参考：プライベートアセット投資の投資事業有限責任組合

・三菱UFJ信託銀行「ジャパンプライベートアセット EMP1 号投資事業有限責任組合」

日本の新興運用事業が運用する日本の未上場企業に投資する日本籍投資事業有限責任組合

～設立日：2024 年 8 月 23 日、手数料不明、**換金申込み受付等情報も不明。**

(出所：https://www.tr.mufg.jp/ippan/release/pdf_mutb/240823_1.pdf)

・野村アセットマネジメント「UntroD 野村クロスオーバーインパクトファンド投資事業有限責任組合」(機関投資家向けファンド)

最大 8 年間(最大 2 年の延長可能性あり)、日本のスタートアップ企業に投資する日本籍投資事業有限責任組合

～運用開始日：2024 年 12 月 13 日、手数料入手出来ず(同組合と類似の組合では「管理報酬：事業年度毎に出資約束金額の 2.0%から 2.5%、その他、組合財産から支払われる費用」などとある)～

※換金申込み受付等情報も入手できず。同組合と類似の組合では「任意の脱退及び組合員たる地位の譲渡については制限がある。」などとある。

(出所：<https://www.nomuraholdings.com/jp/news/nr/etc/20241213/nam20241213.html>)

以上の(ファンド・オブ・クローズドエンド・ファンド/fund of closed-end fund 投信、つまり、外国投資法人や外国投資証券の組入れによる 15%を超える未上場株式等組入れについては次の課題がある。**投資先外国投資証券が上場している場合は「(取引価額-基準価額)÷基準価額」で出される乖離率(プラスをプレミアム、マイナスをディスカウント)が大きくなって投資家の大きな不利・有利になる場合(後述 p.9&10 の英国インベストメントトラスト/Investment trusts 参照)があるほか、換金の申込み受付を中止する事がある**(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、エバークグリーン)～」https://www.am.mfg.jp/text/oshirase/210830_2.pdf)。投資先外国投資証券が上場していない(非上場の場

合は解約が毎月もしくは四半期ごとに一部などという解約条項/liquidity windows やインターバルファンド構造/interval funds structure があるほか、換金の申込み受付を中止する事がある(下記参照)。これについては米モーニングスター

のシニアマネジャーリサーチアナリストであるジャック・シャノン/Jack Shannon 氏が 2024 年 10 月 8 日に「**インターバルファンドは四半期で 5%などという解約には応じるが、それを超える場合、投資家は希望する解約が出来ない。**

上場クローズドエンド型ファンド/Exchange-traded closed-end funds は日々の流動性を提供するが、基準価額で取引されないリスクも投資家に負わせる。スケーラビリティ/scalability(解約が大きくなった時に流動性を維持出来る能力)が疑問。」(強調下線は当コラム

筆者、2024 年 10 月 8 日付 Morningstar「Mutual Funds & Unicorns」～<https://www.morningstar.com/articles/513994/mutual-funds-unicorns>)
と言っている事や米バロンズ/Barron's が 2025 年 2 月 6 日に「**プライベート投資の多くは流動性が低く、資金を長期間拘束される。解約制限もあり、実際に 2022 年にブラックストーンの個人向け不動産ファンド(米国籍非上場 REIT「BREIT」)で同様の問題が発生した。退職後の生活資金として定期的な引き出しが必要な投資家にとっては、特に問題となる可能性がある。…(略)…**プライベート投資を検討する際には、流動性条項(解約にどれくらい時間がかかるのか)、手数料(かなり高額になる事もある)、ファンドマネジャーの実績、そして、プライベートクレジットの場合は原資産の信用リスクを十分に理解する事が重要だ。」(強調下線は当コラム筆者、2025 年 2 月 6 日付 Barron's「Private Equity Is Booming, Does It Live Up to the Hype?」～<https://www.barrons.com/articles/private-equity-booming-hype-reframed-35783184>)

と言っている事に通じる。

解約が殺到した時、プライベートアセットに投資しているファンドをどうするか、ここが何より重要なのである(2016 年 7 月 25 日

付投信調査コラム No.150「英国の EU 離脱ショックで英国不動産ファンドに解約停止が続出! 5 月に過去最大の純流入で 6 月は過去最大の純流出、7 月は…。」～<https://www.am.mfg.jp/text/oshirase/160725.pdf> 、2023 年 2 月 27 日付投信調査コラム No.375「世界のファンド(含む MMF)流動性管理 米国の投信改革案も英国の資産運用制度改革案も スウィング・プライシング! 非上場株/VC-PE 投資は流動性管理と共に」～https://www.am.mfg.jp/text/oshirase/230227_2.pdf)。日本でも「(2025 年内

に開始される投資信託の販売会社と運用会社の情報連携/プロダクトガバナンスの強化の対象となるファンドとして)**未上場株式(PE)は組み入れ資産の 3 割を超えるようなファンドを念頭に置いており、15%に上限が設定されている国内 PE のみを組み入れる商品は対象外とした。**」(強調下線は当コラム筆者、2024 年 12 月 20 日付日本経済新聞「R&I ファンド情報 2024 年 12 月 9 日号」投信販売会社と運用会社の情報連携で指針案 投信協会)～<https://www.asahi.com/economy/news/20241220011120442000000/>

となっている(プロダクトガバナンス…2020 年 6 月 22 日付投信調査コラム No.309「日本版資産運用業高度化の道～日本の金融庁が参考にする英国 VFM(AOV)評価と欧州 MiFID II プロダ

クトガバナンス規制の概要と影響-課題～」～<https://www.am.mfg.jp/text/oshirase/200622.pdf> 、2023 年 2 月 13 日付投信調査コラム No.374「投資信託への非上場株式組入れと認定アドバイザーが新しい資本主義の残る課題! 英国の(日本の NISA が手本とする)

株式型 ISA 限定アドバイザーはプロダクトガバナンス遵守!」～https://www.am.mfg.jp/text/oshirase/230213_2.pdf)。世界の金融規制当局は、今、トランプ政権により米国を中心に流動性規制などの緩和が進む為、一層流動性リスクに注視する必要があるとも言える(2024 年 11 月 25 日付投信調査コラム No.414「SEC 委員

長退任で投信改革・私募ファンド・暗号規制は? トリプルレッドを歓迎するバンクローンやプライベートアセット、歓迎しない ESG、警戒するインデックスファンドと ETF!」～<https://www.am.mfg.jp/report/investigate/column/241125.pdf>)

●米国ではオープンエンドファンドの非上場株比率が 0.3%で、クローズドエンドファンドは全体の 0.7%？ インターバルファンド(とテンダー・オファー・ファンド)に期待

日本でプライベートアセットへの投資が個人投資家にも拡大する兆しがあるが、これは議員や政府も含め先行する欧米でのプライベートアセット拡大を受けたものである(2022年7月11日付投信調査コラム No.360「資産所得倍増プランだけではなくスタートアップも！ 日本版インターバル・ファンド、日

本版 BDC の道～米国 SEC プライベート・ファンド・アドバイザー・ルール～」～ https://www.am.mufg.jp/text/colomac/220711_2.pdf、2024年7月29日付投信調査コラム No.406「英国版・EU 版・韓国版の新 ISA は国内投資型？ NISA 元祖英国で抜本的 ISA 改革、成長ビッグバン・年金改革！～DCにプライベート、5%非上場株へ、バリュエーション・マネー～」～ <https://www.am.mufg.jp/report/investigate/colomac/240729.pdf>)o

欧米ではプライベートアセットがパブリックアセットより増え、プライベートアセットへの投資ニーズも高まっている。「プライベート市場は急成長している。S&P グローバルによると、2021 年の 10 兆ドルから **2025 年に 15 兆ドルを超える**と見込まれている。その内、**プライベートエクイティ/PE が全体の半分以上を占めるが、プライベートクレジットやプライベートデット、および実物資産(商業ビルや電力設備)も急速に拡大**している。…(略)…これまで PE 投資は超富裕層の投資手段とされてきたが、状況は徐々に変わりつつある。一部のプライベート投資は、SEC が定める所得・資産基準を満たす『適格投資家』のみに限定されているものの、最近では『ボンドブロックス・プライベート・クレジット CLO/BondBloxx Private Credit CLO(PCMM)』の様な新しい ETF を通じて、一般投資家でもプライベートクレジットに投資出来る。PE 企業も 9 兆ドル規模の 401k 市場への参入を目指している。」(強調下線は当コラム筆者、2025年2月6日付 Barron's「Private Equity Is Booming. Does It Live Up to the Hype?」～ <https://www.barrons.com/articles/private-equity-booming-hype-retirement-35783184>)などと言う報道もある。

だが途中換金を受け付けず上場していない為に自ずとその流動性の低さ(無さ)が投資における大きな問題となる。当初の資金提供も 3～4 年で数回、投資家が求められる「キャピタルコール/capital call(」方式が多い(トリガーファンド /trigger funds もしくはドローダウンファンド/drawdown funds という～drawdown には「高値からの損失率」という意味があるほか「資本の支払い」という意味がある)。投資先企業への資金提供も、投資先企業からの資金回収もすぐに出来るものではない。

こうなると、換金の無いクローズドエンドファンド/closed-end funds/CEFs(英国の場合、インベストメントトラスト/Investment trusts)という形がプライベート・マーケット/private markets で最も広く行き渡っている投資手段となる(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.am.mufg.jp/text/colomac/211227_2.pdf)o



プライベートアセット

/Private Assets(未公開/未上場/非上場資産)

- プライベートエクイティ/Private Equity/PE
(主に成熟期の未公開/未上場企業、PE ファンドはバイアウト/企業買収投資中心)
- プライベートデット(プライベートクレジット)/Private Debt(Private Credit)
(ノンバンクまたはファンドによるダイレクトレンディング～銀行によるバンクローン /レバレッジドローンよりダイレクトレンディングは高利回り・高リスク・低流動性・小口～)
- (プライベート)インフラ(ストラクチャー)/(Private)Infra(structure)
(データセンター/Data Center/DC などのデジタル・インフラ、エネルギー・インフラ、運輸)
- (プライベート)リアルエステート/(Private)Real Estate
(私募ファンドや私募 REIT 等の実物不動産)

ステージ/Stage		シード/Seed もしくはエンジェル/angel (起業前)	アーリー/Early (起業後、赤字で資金不足の “死の谷”も) シリーズA	ミドル/Middle もしくはエクспанション/Expansion (累積赤字、単年度黒字化) シリーズB	レイター/Later (安定的成長・収益、成長ステージの最終段階) シリーズC、シリーズD	エグジット/Exit(資金回収、出口) *新規株式公開/Initial Public Offering/IPOで 上場企業に、もしくは、M&A等でその他企業に。
企業		未上場企業/Private Company/Unlisted Company(※1) スタートアップ/Start-up(※2) ユニコーン/Unicorn Company(※1)				上場企業/Public Company/Publicly Listed Company
資金提供者 /Fund Provider	初期 投資家	自己、FFF(※3)				
		エンジェル投資家/Angel investors(※4)				
		ベンチャー・キャピタル/Venture Capital/VC(※5)				
		PEファンド/Private Equity Fund(バイアウト/Buyout～※1) プライベート・デット/Private Debtもしくはプライベート・クレジット/Private Credit(※6)				
	レイター以降 投資家	グロース・キャピタル/Growth Capital(※7)				
		事業会社(コーポレート・ベンチャー・キャピタル/Corporate Venture Capital/CVC～※5) 個人投資家の株式投資型クラウドファンディング(※8)				
	ノンバンク、銀行等	クロスオーバー投資家/Crossover Investors(年金や投信など個人金融資産を含む)(※9) 機関投資家/Institutional Investors(年金や投信など個人金融資産を含む) 個人投資家/Individual Investors(年金や投信など個人金融資産を含む)				
	銀行等	ベンチャー・デット/Venture Debt/VD(※10) 制度金融				
米国		BDC(※11)				
EU/欧州連合		EuVECA&EuSEF(※12)				
英国		VCT、EIS、SEIS(※13)				
時価総額		「米国では上場までの平均期間が長期化し(注)上場前に大きく成長する企業が増える中、 ミューチュアルファンド等が企業の上場前の成長収益を得る目的等で非上場株式にも投資しており、クロスオーバー投資が増加。 (注)VCからの初回の出資からIPOによるエグジットまでの平均期間: 5.2年(2004年)～6.3年(2020年)。 スタートアップの成長イメージ 日本では 投資信託協会は2023年12月21日(2024年2月15日実施)で、「公正価値測定を用いて時価で評価する」などの下、公募投資信託に米国と同じ15%以内の非上場株式組み入れを可能とする自主規制ルール改正を行った。 (2023年12月21日付投資信託協会「投資信託等の運用に関する運用指針」の一面改定について) https://www.koshin.or.jp/statis/publiccomment/ishin/224480/				

※1: プライベート・エクイティ/Private Equity/PE「未上場企業」と言う意味がある(広義のPE)。この場合、VCを含む。ただ、PEの投資戦略に、企業の経営権を握り企業価値向上をするバイアウト・ファンド/Buyout Fundをプライベート・エクイティ/PEファンド/Private Equity Fundと言う事がある(狭義のPE)。この場合、VCを含まない。バイアウト・ファンドは上場企業に投資して非上場化を促す事もある。

※2: スタートアップ/Start-up「創業したばかりの」と言う意味だが、ここでは「イノベーションを起こし、起業後数年は赤字となるもののその後急成長する企業」を言う。主な目的はエグジット/Exitで株式を売却し資金を回収する事(ユニコーン、デカコーンとなる事)。設立10年以内、企業評価額10億「以上」、テクノロジー企業、スタートアップ(未上場)「ユニコーン/Unicorn company」と言う(ユニコーンは一角獣でめったにないもののため)。ちなみに、100億「以上」を「デカコーン/Decacorn company」と言う(10)を意味する接頭辞deca)。

※3: FFF…家族・友人・目のない人 / Family, Friends, Fools。※4: エンジェル投資家/Angel investors…富裕層個人投資家など。

※5: ベンチャー・キャピタル/Venture Capital/VC…ゼネラル・パートナー/General Partner/GP(日本では無限責任組合員)となり、ファンドの組成や投資実行、分配や回収などの管理運営をして運用管理報酬や成功報酬をファンドから受領。GPであるVCが複数のリミテッド・パートナー/Limited Partner/LP(日本では有限責任組合員)となる投資家を募り、ファンドに出資。VCは上場後もスタートアップの株式を保有し続ける事もある。なお、VCが事業会社と共同出資して作るVCもあり、その場合、コーポレート・ベンチャー・キャピタル/Corporate Venture Capital/CVCと言う。

※6: プライベート・デット/Private Debtもしくはプライベート・クレジット/Private Credit…ノンバンク/ファンドの未上場企業融資、証券化商品投資。中小企業等を主に対象とする場合、ダイレクト・レンディング/Direct Lendingとも言う。

※7: グロース・キャピタル/Growth Capital…主にレイターのスタートアップに投資して上場後も投資する。

※8: 株式投資型クラウドファンディング…寄付型、購入型、融資型、株式投資型、ファンド型(匿名組合投資など)、ふるさと納税型の6種類がある。2015年5月29日に創設された株式投資型未上場企業への投資が出来るが、企業は年1億円未満、投資家は1社につき年50万円まで。

※9: クロスオーバー投資家/Crossover Investors…従来未上場企業投資だったが、レイターの未上場企業投資もするようになった投資家でヘッジファンド、年金や投信など。ベンチャー・キャピタルなどから受け継ぐ事もある。

※10: ベンチャー・デット/Venture Debt/VD…ベンチャー・キャピタルと伝統的銀行融資の間を埋める資金提供。ハイブリッドファンド/Hybrid Fundsと言う事もある。

※11: 米国のBDCはBusiness Development Companyの事で、1980年から開始。米国の未公開企業もしくは時価総額2億5,000万「未満」の公開企業の資産に少なくとも70%投資する。BDCの時価総額最大級のエイレス・キャピタル/Ares Capital Corporation(ティッカー: ARCC)は2022年12月末現在、時価総額が586億万「米ドル」。インターバル・ファンド/Interval fundsは3月、6月、12か月に1回などの契約が出来る(当該期間の総口数の5%～25%)。2022年7月11日付日本版ISAの道、その360「資産所得倍増プラン」だけでなくスタートアップも! 日本版インターバル・ファンド、日本版BDCの道→米国SECプライベート・ファンド・アドバイザールールへ! https://www.am.mufg.jp/text/oshirase/220711_2.pdf。2022年7月25日付日本版ISAの道、その361「新しい資本主義における長期運用資金のベンチャー投資には日本版LTAf、日本版VCTの道も」英国のLTAf、日本版VCTの道も→英国のLTAf(長期資産運用)とVCT(ベンチャー・キャピタル・トラスト)へ! https://www.am.mufg.jp/text/oshirase/220725_2.pdf。2023年1月30日付日本版ISAの道、その373「スタートアップ育成計画と資産所得倍増プラン」米国では流動性リスク管理規制強化でETFやインターバル・ファンドへ、非上場REIT不安で上場REITへ? 欧州ではELTIF人気、英国ではLTAfを個人に解放する案! https://www.am.mufg.jp/text/oshirase/230130_3.pdf。)

※12: EUのEuVECA(ユーベッカ)/European Venture Capital funds/欧州ベンチャー・キャピタル・ファンドとEuSEF(ユーセフ)/European Social Entrepreneurship Funds/欧州社会起業家ファンドは2018年3月1日から可能(2013年7月22日公布)で初期最小購入単位/Minimum Initialは10万ユーロ。適格投資資産/eligible investment assets比率70%で適格投資資産はEuVECAが従業員250名以下の非上場会社で年間売上高5,000万ユーロ以下もしくは(年間貸借対照表合計4,300万ユーロ以下等の事業体株式等、EuSEFが非上場かつ社会的目的に合う等の要件を充足する事業体により発行された株式等)。ELTIF(エルティフ)/European Long-Term Investment Funds/欧州長期投資ファンドは2015年12月9日から可能(2015年6月8日に発効)。2023年3月13日付日本版ISAの道、その376「欧州長期投資ファンドから考える日本版ELTIFの道→スタートアップ株式を含む非上場株式組入れ投信(エルティフ)の大幅改善案「ELTIF 2.0」を欧州投資信託協会と欧州委員会が通る欧州議会が可決!」https://www.am.mufg.jp/text/oshirase/230313_2.pdf。2023年6月5日付日本版ISAの道、その381「資産運用業高度化でプログレスレポートEUバージョン、欧州の資産運用業抜本的改革(貯蓄から投資へ)?～資本市場同盟行動計画/CMUアクション・プラン「個人投資総合対策」、欧州・米国・日本の投信コスト総経費率等」へ! https://www.am.mufg.jp/text/oshirase/230605_3.pdf。)

※13: 英国のVCTはVenture Capital Trustsの事で、1995年から開始、ファンド経由の間接投資。80%以上が非上場会社、最低保有5年、上場20万英ポンドの税制優遇がある英国のクローズドエンド会社型ファンド。EISはEnterprise Investment SchemeでSEISはSeed Enterprise Investment Schemeの事で税制優遇制度のある個別銘柄投資(2023年9月25日付投信調査コラムNo.387「資産運用立国へ、資産運用特区とEMP」)。VCTとインターバル・ファンドも!～その他、投信基準価額の二重計算見直し・一者計算実現等へ! https://www.am.mufg.jp/report/investigate/_icsFiles/afilefile/2023/09/25/oshirase_230925_2.pdf。LTAf(エルタフ)/Long-Term Asset Fund/長期資産運用ファンドは2021年11月15日から開始、VC、PE、PD、不動産、インフラストラクチャーなど長期の非流動性資産投資を可能にするオープンエンド・ファンド。2021年8月30日付日本版ISAの道、その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OEF(インターバル・エバークリナー)へ! https://www.am.mufg.jp/text/oshirase/210830_2.pdf。2022年7月25日付日本版ISAの道、その361「新しい資本主義における長期運用資金のベンチャー投資には日本版LTAf、日本版VCTの道も」英国のLTAf(長期資産運用)とVCT(ベンチャー・キャピタル・トラスト)へ! https://www.am.mufg.jp/text/oshirase/220725_2.pdf。2023年1月30日付日本版ISAの道、その373「スタートアップ育成計画と資産所得倍増プラン」米国では流動性リスク管理規制強化でETFやインターバル・ファンドへ、非上場REIT不安で上場REITへ? 欧州ではELTIF人気、英国ではLTAfを個人に解放する案! https://www.am.mufg.jp/text/oshirase/230130_3.pdf。2023年9月25日付日本版ISAの道、その387「資産運用立国へ、資産運用特区とEMP」)。VCTとインターバル・ファンドも!～その他、投信基準価額の二重計算見直し・一者計算実現等へ! https://www.am.mufg.jp/report/investigate/_icsFiles/afilefile/2023/09/25/oshirase_230925_2.pdf。)

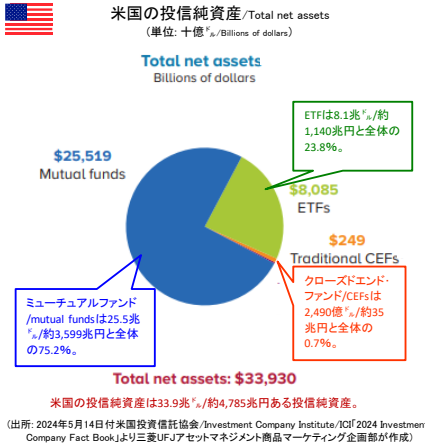
(出所: 金融庁および経済産業省の資料などより三菱UFJアセットマネジメント商品マーケティング企画部が作成)

ただ、そうは言ってもクローズドエンド・ファンドは流動性の低さ(無き)が問題となり、拡大せず、流動性の高いオープンエンド・ファンド/open-end funds(米国などの場合、ミューチュアルファンド/mutual funds)やETFに資金は向かう。投資信託の超大国である米国でも33.9兆「米ドル」/約4,785兆円ある投信純資産の内に、クローズドエンド・ファンド/CEFsは2,490億「米ドル」/約35兆円と全体の0.7%しかない(2023年末現在)

在のミューチュアルファンド/mutual fundsは25.5兆「米ドル」/約3,599兆円と全体の75.2%ありETFは8.1兆「米ドル」/約1,140兆円と全体の23.8%～2024年5月14日付米国

投資信託協会/Investment Company Institute/ICI「2024 Investment Company Fact Book」へ! <https://www.iciinvestbook.org/>、<https://www.iciinvestbook.org/pdf/2024-factbook-r22.pdf>)

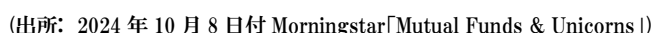
日本の投資信託協会が2023年12月21日(2024年2月15日実施)に15%以内の非上場株式組み入れを可能とする自主規制ルール改正しクロスオーバー投信/crossover fund(先述)が出来る事となったが、これは米国のオープンエンド・ファンドで15%以内の未公開資産/非上場資産組み入れを可能とする規制を範としている。



念も」～ <https://www.zdike.com/article/DG7X3Q08H30E2L3HQ5A210C7000000/>)o

2024年6月末現在の純資産を入手)。

ラム筆者、2024 年 10 月 8 日付 Morningstar「Mutual Funds & Unicorns」 <https://research.morningstar.com/articles/1245594/mutual-funds-unicorns>



述のICI「2024 Investment Company Fact Book」と同じ2023年末現在の純資産を入手)。

●欧州ではセミリキッドファンドのエバーグリーンファンドに期待

前頁までに米国のインターバルファンド/interval funds について書いたが、これを**欧州ではセミリキッドファンド/semi-liquid funds**もしくは**エバーグリーンファンド/evergreen funds**と呼ぶ(エバーグリーンファンド…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、エバーグリーン)~」~ <https://www.am.mufg.jp/text/ohiraee-210830-2.pdf>)o

「ここ数年、世界中のあらゆる規模の投資家がプライベート市場を追加・拡大している。…(略)…。クローズドエンド型とエバーグリーン型/evergreen and closed-ended structures の両方の構造が存在しているが、クローズドエンド型の長い契約期間、高い最低投資額、長いロックアップ/long lock-up period(売却不可)期間(10年など)が嫌気され、**富裕層や機関投資家(特に小規模な機関投資家)はエバーグリーン構造のセミリキッド型を志向**している/we're certainly seeing semi-liquid growing rapidly in popularity with the wealth audience and increasingly with institutional investors, especially on the smaller end。」(強調下線は当コラム筆者、2025年2

月19日付Funds Europe「Evergreen funds: the view from a large US-based private markets investment manager」~ <https://funds-europe.com/evergreen-funds-the-view-from-a-large-us-based-private-markets-investment-manager/>)と言う。

セミリキッドファンドもしくはエバーグリーンファンドは、プライベートアセットに投資するクローズドエンド・ファンドでは一般的なドローダウンファンド(トリガーファンド)より、投資単位が小さく、投資不可期間は無く(常緑/evergreen)、毎月もしくは四半期ごとに一部を換金出来る(解約条項/liquidity windows やインターバルファンド構造/interval funds structure、エバーグリーン構造/evergreen structure のある)小口・個人投資家向けクローズドエンドファンドである(欧州ではオープンエンドファンドの場合もある)。一点、セミリキッドファンド(エバーグリーンファンド)は投資しない部分があり、キャッシュ・ドラッグ/cash drag からドローダウンファンドよりもパフォーマンスが劣り(小口の為に)手数料の高い場合が多い。



プライベートアセットファンド/ Private Assets Fund (未公開/未上場/非上場資産投資ファンド)

➤ドローダウンファンド(トリガーファンド)

/drawdown funds(trigger funds)

(投資単位が大きく換金不可の期間が長い機関投資家向けクローズドエンドファンド)

➤セミリキッドファンド(米国インターバルファンド、欧州エバーグリーンファンド)

/semi-liquid funds (interval funds in U.S., evergreen funds in Europe)

(投資単位が小さく毎月や四半期ごとに一部を換金出来る小口・個人投資家向け)

●英国のインベストメントトラストとLTAF

投資(信託)の超大国である米国でもクローズドエンド・ファンド/CEFsは2,490億ドル/約35兆円と全体の0.7%しかないが(前述p.7)、**英国のクローズドエンドファンドである「インベストメントトラスト/Investment trusts」は2024年末現在で2,384億英ポンド/約47兆円もある。**英国のネット証券(英国では投資プラットフォーム)でISA/Individual Savings Accounts/個人貯蓄口座(株式型がNISAのモデル)でも人気である(2023年12月11日付投信調査コラムNo.392「新NISAは本家英国のビジネス投信評価等を参考に~英国ISAでは高いレーティングのアクティブファンドが

人気、ISA改革で複数販売会社と端株とインベティブ・ファイナンスISAの非上場株ファンドLTAF投資が可に~」~ <https://www.am.mufg.jp/report/investgate/ohiraee-211211.pdf>)o

ただ、前述p.5で述べた通り、**上場クローズドエンドファンドは「(取引価額-基準価額)÷基準価額」で出される乖離率(プラスをプレミアム、マイナスをディスカウント)」が大きくなり、パフォーマンスが大きく低下する時がある**(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、エバーグリーン)~」~

<https://www.am.mufg.jp/text/ohiraee-210830-2.pdf>)o

さらに、アクティビスト(物言う株主/投資家)として行動するヘッジファンドに狙われやすい。基準価額よりも低い取引価額の(ディスカウントの)クローズドエンド・ファンドにより大きなポジションを取り、その後、公開買付けを行って、クローズドエンドファンドをオープンエンドファンド(ミューチュアルファンド)に変換し基準価額に近い価格で株式を売却する、もしくは、クローズドエンドファンドを解散する行動を取る事がある(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、エバークリーン)~」~ https://www.am.mof.go.jp/text/oshirase/210830_2.pdf)。

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、エバークリーン)~」~ https://www.am.mof.go.jp/text/oshirase/210830_2.pdf)。

つい最近もそれが起き、英国のファンド業界で大きな話題となっていた。米国のサバ・キャピタル・マネジメント/Saba Capital Managementが英国インベストメントトラスト7本の各取締役が行ってきた自社株買いや合併、戦略見直しなどを評価せず、オープンエンドファンドへの転換/transition to comparable open-ended funds、大規模なオープンエンドファンドに組み入れる事を求め、取締役の交代を求めてきたのだ。

2025年2月14日の「Edinburgh Worldwide Trust/EWI」で取締役全交代案が63.8%(サバ・キャピタル・マネジメント以外98.4%)の反対により否決され(2025年2月14日付英国Morningstar「UK Investment Trust Industry Completes Clean Sweep Against Saba Capital」~ <https://www.morningstar.co.uk/uk/news/200925/uk-investment-trust-industry-completes-clean-sweep-against-saba-capital.aspx> など)、英国インベストメントトラスト7本全てでサバ・キャピタルの提案は却下されたが、英国のクローズドエンドファンドである「インベストメントトラスト/Investment trusts」にはこうした問題を抱えている。

サバ・キャピタル・マネジメントの創設者であるボアズ・ワインシュタイン/Boaz Weinstein氏は2025年2月10日に「**英国にインベストメントトラストは必要ない**」/we do not need investment trusts。より大規模なオープンエンド・ファンド/larger vehicle open-ended vehicleに組み入れるべき。サバのCEFS ETFの様なオープンエンドを強く推奨する。」(強調下線は当コラム筆者、

2025年2月11日付Investment Week「Saba Capital founder and CIO Boaz Weinstein: 'We do not need investment trusts' Trusts have 'failed the investor'」~ <https://www.investmentweek.co.uk/news/4109032/saba-capital-founder-boaz-weinstein-investment-trusts>)とも言っており、またチャンスがあればオープンエンド・ファンド化を求めてくる可能性が高い。ちなみに英国インベストメントトラストの2024年末現在ディスカウントは366本の単純平均で-15%となっており、アクティビスト・ファンドに狙われやすい状況にある。

サバ・キャピタル・マネジメントの英国クローズドエンドファンド提案否決歴(否決日の古い順)



Name of closed-end funds(Investment trusts)	Voting	Discount(2025年2月17日)
1. Herald Trust/HRI	1月23日	- 9.89%
2. Baillie Gifford US Growth Trust/USA	2月3日	-10.46%
3. Keystone Positive Change Trust/KPC	2月3日	- 5.00%
4. CQS Natural Resources Growth Income/CYN	2月4日	- 5.83%
5. Henderson Opportunities Trust/HOT	2月4日	- 3.65%
6. The European Smaller Companies Trust/ESCT	2月5日	-7.00%
7. Edinburgh Worldwide Trust/EWI	2月14日	- 5.04%

●英国のLTAF(エルタフ)/Long-Term Asset Fund/長期資産ファンド

最後に2024年12月25日付英フィナンシャル・タイムズ/Financial Timesが「LTAFの登場により、英国で初めて個人向けに(200万円程度で)プライベートアセットへの投資が可能となる。プライベートアセットに投資しながら、投資家に定期的な換金機会/periodic windows in which they can exitを与えるセミリキッドファンド構造/semi-liquid fund structuresを持つ。」(2024年12月25日付Financial Times「Long-term asset funds: a new route to private markets?」~ <https://www.ft.com/content/a474767c-6419-4989-a65c-d072e0b055c>)と報じる英国のLTAF(エルタフ)/

Long-Term Asset Fund/長期資産ファンドの最新動向を見る(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、エバークリーン)~」~ https://www.am.mof.go.jp/text/oshirase/210830_2.pdf 2022年7月25日付投信調査コラムNo.361

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、エバークリーン)~」~ https://www.am.mof.go.jp/text/oshirase/210830_2.pdf 2022年7月25日付投信調査コラムNo.361

「新しい資本主義における長期運用資金のベンチャー投資には日本版LTAF、日本版VCTの道も~英国のLTAF(長期資産ファンド)とVCT(ベンチャー・キャピタル・トラスト)~」~ https://www.am.mof.go.jp/text/oshirase/220725_2.pdf)o

英国の LTAF は 2021 年 11 月 15 日に確定拠出年金/Defined Contribution/DC 向けに、プライベートクレジット、ベンチャーキャピタル、プライベートエクイティ、不動産、インフラなどの長期かつ流動性の低い資産への投資を促進する目的で導入されたものである。主な特徴は、LTAF の投資戦略として、資産の少なくとも 50%を非上場証券やその他の長期資産に投資することが期待されており、ローンに投資することも可能で、一定の安全策を講じた上で他のファンドへの投資も許可されている。借入額は純資産の 30%。解約は月 1 度以上は行わず、最低 90 日間の通知期間を経た後にのみ行う必要がある。プロとリテールの両方に販売が出来る。

2023 年 7 月 3 日より、一部の個人投資家(mass market)、加入者自身が投資銘柄を選ぶ(self-select)DC 年金スキーム、自己投資型個人年金/SIPP (SIPP は 2024 年 2 月 13 日付投信調査コラム No.396「ファンドラップで新 NISA や iDeCo/イデコ? 英国ではラップ ISA&SIPP、ラップ・プラットフォーム! ~英資産運用最大手も変革する

消費者(リテール顧客)義務規制~」~ <https://www.fca.org.uk/consumers/long-term-asset-funds>)に開放された(年間収入が 10 万英ポンドを超える、または、住宅と年金を除く純資産が少なくとも 25 万英ポンド、高度な投資家/sophisticated investors、プロフェッショナルクライアント/ professional client)。特定の投資家は投資可能資産の最大 10%投資する事が出来るほか、アドバイスや推奨を受けている個人投資家は 10%を超えて投資出来る。個人投資家に LTAF を販売する会社はリスク警告(投資リスクよりも流動性リスクに重点を置くように調整)と概要テキストの記載が義務付けられている(2024 年 12 月 18 日更新の AIMA/Alternative Investment Management Association「LTAF」~ <https://www.aima.org/regulation/key-topics/long-term-fund-vehicles/uk-bud-aima>)。

英国 LTAF (Long-Term Asset Funds) 一覧		2025年2月17日時点						
FCA(英国金融監督庁)に登録承認を受けた順。設定日は最も古いシェアクラスのもの。残高はシェアクラス合計。		(トータルリターンは2025年1月末時点。その他一部データは入手できる最新)						
	ファンド名	承認日 (Effective Date)	設定日(最も古いシェアクラス)	残高(百万ポンド、ファンド)	残高基準日	設定来トータルリターン(年率、月末・ポンドベース)	トータルリターン1ヵ月(月末・ポンドベース)	トータルリターン1年(月末・ポンドベース)
1. Schroders Capital								
1	Schroders Capital Climate+ LTAF	2023年3月9日	2023年4月28日	139	2024年12月31日	7.97	—	—
2	Schroders Greencoat Global Renewables+ LTAF	2023年12月4日	2024年1月31日	61	2024年9月30日	1.12	—	—
3	Schroders Capital Global Private Equity LTAF	2024年9月23日	2024年10月31日	0.05	2024年12月31日	3.02	—	—
4	Schroders (Future Growth Capital) Global Private Assets LTAF	2024年10月17日	—	—	—	—	—	—
5	Schroders (Future Growth Capital) UK Private Assets LTAF	2024年10月17日	2024年11月8日	70	2024年12月31日	0.10	—	—
6	Schroders Capital UK Innovation LTAF	2024年11月14日	2024年11月22日	50	2024年12月31日	—	—	—
2. Aviva Investors								
1	Aviva Investors Real Estate Active LTAF	2023年3月17日	2023年4月28日	1,684	2025年2月19日	6.21	0.27	6.92
2	Aviva Investors Climate Transition Real Assets LTAF	2023年12月20日	2023年12月20日	568	2025年2月19日	-4.15	-1.22	—
3	Aviva Investors Multi-Sector Private Debt LTAF	2024年11月28日	2024年11月28日	958	2025年2月19日	—	—	—
4	Aviva Investors Venture & Growth Capital LTAF	2025年1月31日	2025年1月31日	150	2025年1月31日	—	—	—
3. BlackRock								
1	Diversified Alternative Strategies LTAF	2023年5月15日	—	—	—	—	—	—
2	Pension Growth Alternative Strategies LTAF	2024年7月11日	—	—	—	—	—	—
4. Fulcrum Asset Management and Waystone								
1	WS Fulcrum Diversified Private Markets (H) LTAF	2024年3月13日	—	—	—	—	—	—
2	WS Fulcrum Diversified Private Markets LTAF	2024年11月13日	—	—	—	—	—	—
5. Legal & General								
	Legal & General Private Markets LTAF	2024年5月15日	—	—	—	—	—	—
6. Carne Global Financial Services and Arcmont Asset Management								
	CG Arcmont Private Credit Europe LTAF	2024年6月11日	—	—	—	—	—	—
7. Fidelity								
	Fidelity Diversified Private Assets LTAF	2024年8月5日	—	—	—	—	—	—
8. Willis Towers Watson and Came Global Financial Services								
	CG WTW Private Equity Access LTAF	2024年10月8日	—	—	—	—	—	—
9. Partners Group								
	Partners Group Generations Private Credit LTAF	2025年1月27日	—	—	—	—	—	—

(出所: 英FCA、PitchBook、個別開示資料、Morningstar Directより三菱UFJアセットマネジメント商品マーケティング企画部が作成)

2023年3月9日に、英国金融監督庁(FCA)が承認した初のLTAFは、シュローダーキャピタルの「Schroders Capital Climate+ LTAF」であり、続いて2023年3月17日にアビバ・インベスターズの「Aviva Investors Real Estate Active LTAF」が承認された。**2023年5本、2024年12本、2025年に入り2本が承認されている。ブラックロックやリーガル&ジェネラル、ウィリス・タワーズワトソン、フィデリティなどもLTAFを立ち上げ、2025年2月17日時点で、LTAFは19ファンドとなっている**(設定から間もない事もあり十分なデータが得られず開示情報が限定的)。

英国初のLTAFとなる「Schroders Capital Climate+ LTAF」は、確定拠出年金基金を対象とし、気候テーマへの投資と社会的インパクト投資を通じて、年8~10%のリターンを目指している(5~7年の期間、手数料控除後)。確定拠出年金マスタートラスト大手のクシオン/Cushon Group(英金融大手ナットウエスト・グループ買収)がシード投資家となり、「**デフォルトファンドの15%をこのClimate+ LTAFに投資する予定だが、フルアロケーションに達するまでに最大3年かかる見込みだ。**」と言っていた(2023年3月29日付 corporate adviser「Cushon to be major investor in UK's first LTAF」~ <https://corporate-adviser.com/cushon-to-be-major-investor-in-uks-first-ltaf/>)。

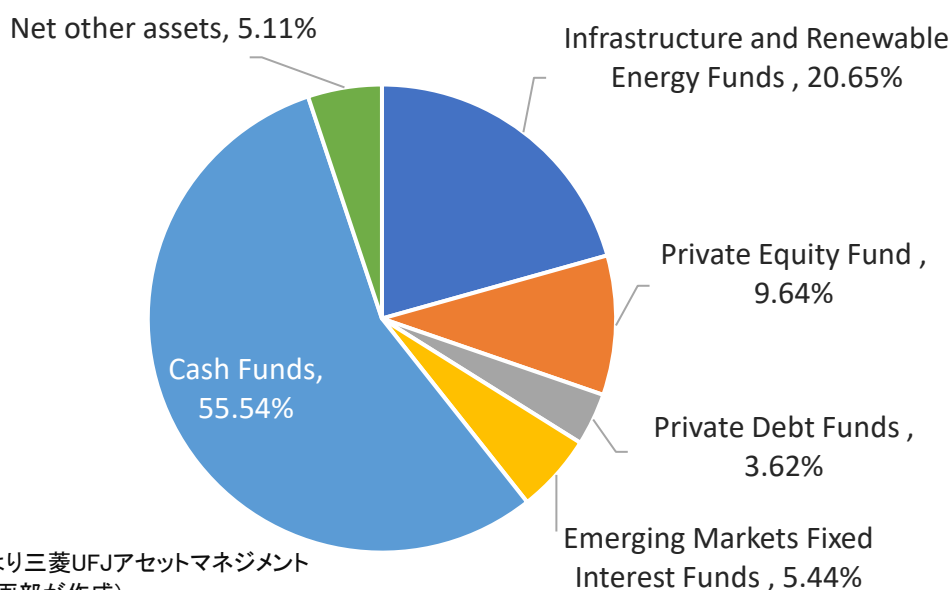
設定来トータルリターンは7.97%と目標8~10%に近い(年率、2025年1月末時点、英ボンドベース)。成功報酬はかからない。残高は2024年末時点で1.4億英ポンド/約274億円(Morningstar Directより)。

非流動性資産は迅速な売却や現金化が難しい資産である為、非流動資産に投資するLTAFの流動性をどの様に管理するかは重要である。このClimate+ LTAFについては、解約出来ないロックアップ期間は3年で、この期間を過ぎると、四半期毎(90日前通知)に、前四半期末(3・6・9・12月の最終営業日)のファンド純資産の最大5%を引き出す事が出来る(2024年10月1日付「Schroders Capital LTAF」prospectus)。

実際のポートフォリオを見ると、インフラファンド20.65%、プライベートエクイティファンド9.64%、プライベートデットファンド3.62%の投資で、インフラファンドはシュローダーの別のLTAF「Schroders Greencoat Global Renewables+ LTAF」となっている。



「Schroders Capital Climate+ LTAF」のポートフォリオ (2024年3月末)



(出所: Annual Reportより三菱UFJアセットマネジメント
商品マーケティング企画部が作成)

Portfolio Statement

	Market Value £000's	% of net assets
Collective Investment Schemes 94.89%		
Cash Funds 55.54%		
Amundi Money Market Fund	3,137	
– Short Term USD1		
Goldman Sachs plc	11,932	
– Sterling Liquid Reserves Fund1		
HSBC Global Liquidity Funds plc	11,934	
– Sterling Liquidity Fund1		
JPM GBP Liquidity LVNAV G (acc.)1	11,938	
JPMorgan Liquidity Funds	3,137	
– USD Liquidity LVNAV Fund1		
Morgan Stanley Liquidity Funds	11,940	
–Sterling Liquidity Fund1		
	54,018	55.54
Emerging Markets Fixed Interest Funds 5.44%		
BlueOrchard Emerging Markets Climate Bond Fund Class E Accumulation GBP Hedged	5,289	
	5,289	5.44
Infrastructure and Renewable Energy Funds 20.65%		
Schroders Greencoat Global Renewables+ Long Term Asset Fund Q4 Accumulation GBP	20087	
	20,087	20.65
Private Debt Funds 3.62%		
Blue Orchard Sustainable Assets Fund SCSP– RAIF	3,526	
	3,526	3.62
Private Equity Fund 9.64%		
Insuresilience Investment Fund Private Equity II SCA RAIF	7,456	
Schroders Capital Private Equity C+ Solutions S.C.S	1,921	
	9,377	9.64
Collective Investment Schemes total	92,297	94.89
Portfolio of investments	9,377	9.64
Net other assets	4,974	5.11
Net assets attributable to unitholders	97,271	100.00

LTAf→

Schroders Capital Climate+ LTAF Annual Report and Accounts
31 March 2024 p.14

英 FCA が 2 番目に承認したアビバ・インベスターズの「Aviva Investors Real Estate Active LTAF」は英国の不動産資産への投資を通じ、年 6% のリターンを目指す(5 年ローリング)。 **残高は 2024 年末時点で 16.8 億 £ / 約 3,300 億円と LTAF 最大**(Morningstar Direct より)。 解約については、四半期毎(2・5・8・11 月)の最終営業日となる。 1 回の取引日において、投資家レベルで最大 10%、ファンドレベルで最大 15% まで解約出来る(2024 年 11 月 9 日付「Aviva Investors LTAF ACS」prospectus)。 実際のポートフォリオを見ると、直接不動産 52.2%、不動産ファンド(ユニットトラスト、リミテッドパートナーシップ)等 43.4%、キャッシュファンド 4.5% となっている(2024 年 6 月 30 日付「Aviva Investors LTAF ACS」Annual Report)。 トータルリターンは 1 年 6.92% と目標の 6% を上回った(年率、2025 年 1 月末時点、英ボンドベース)。



2025年2月25日作成

米国の非上場 REIT・BDC・インターバルファンド・テnder オファーファンド、欧州の ELTIF・VCT・LTAF

ファンドの種類		米国で一般的なオープンエンドファンド (ミューチュアルファンド)	米国非上場 REIT (BREIT等、下記※1参照)	米国非上場 BDC (プライベート・クレジットに投資するBCRED等、下記※1参照))	米国 インターバル ファンド (下記※2参照)	米国 テンダー オファー ファンド (下記※2参照)	EUのELTIF (エルティフ) /欧州長期投資ファンド (下記※3参照)	英国のLTAF (エルタフ) /長期資産 ファンド (下記※3参照)	
1	法的形態	オープンエンドファンド	クローズドエンドファンド(英国のインベストメントトラスト) ～借入の純資産倍率/レバレッジがオープンエンドファンドは低く、クローズドエンドファンドは高い、インターバルファンドは銀行借入が純資産の50%まで、優先株式が純資産の100%まで(日本版ISAの道 その360、欧州はその376)～						オープンエンドファンド
2	対象	低流動性資産は純資産の15%以内	不動産75%以上	米国未公開企業等 70%以上(日本版ISAの道その360)	解約の為に流動性確保(年最大20%)が必要	解約の為に流動性確保は不要(裁量あり)	非上場企業70%以上(1銘柄10%以下)	非流動性資産 (プライベート・エクイティやベンチャー・キャピタル、インフラや不動産等)	
3	設定の頻度	日次	月次	月次	日次、週次	月次	基準価額未満は要承認(日本版ISAの道その373)	月次	
4	解約の頻度と制限	日次	月次で純資産の2%、四半期で純資産の5%等	四半期で純資産の5%等	四半期で通知21～42日、純資産の5%がほとんど		運用期間中解約不可、期間前はセカンダリーマーケットで譲渡	月次より少ない頻度、通知90日以上、純資産の5%	
5	手数料	販売手数料は0～6%	販売手数料3～7%(0%もある、一般的に1年未満の解約への信託財産留保額あり)		販売手数料は0～6%	年1.36%、総経費率年3.19%等(2024年6月末現在の単純平均)	年1.73%、成功報酬0.82%、総経費率年2.57%等	年1.25%、成功報酬無し等(初のLTAF、2023年3月29日設定の英国確定拠出年金向け)	
6	成功報酬の制限	値上がり時だけは基本禁止(下記)	値上がり時だけでも可	値上がり時だけでも可	値上がり時だけでも可	値上がり時だけでも可	値上がり時だけでも可	値上がり時だけでも可	
7	投資家適合性 /想定顧客属性	制限無し	低流動性資産に15%超を投資する場合または値上がり時報酬を課す場合は公認投資家/accredited investorまたは適格購入者/qualified purchaser(日本版ISAの道その373の※2)				適格投資家 /Eligible investors	適格投資家 /Eligible investors	

※1: 非上場 REIT と非上場 BDC は 2022 年 1 月 31 日付日本版 ISA の道 その 350「アドバイスの付加価値～メルリリンチ 12-4-2 ルール(スーパーノヴァ・モデル)、アメリカのパーソナライズされたアドバイスの価値、フィッチ・イシューズ・バンガード・モーニングスター・エンベストメント・ラッセルの付加価値～」(https://www.am.mufjg.jp/text/oshirase_220131_2.pdf) および 2022 年 7 月 11 日付日本版 ISA の道 その 360「資産所得倍増プランだけではなくスタートアップも! 日本版インターバル・ファンド、日本版 BDC の道～米国 SEC プライベート・ファンド・アドバイザー・ルール～」(https://www.am.mufjg.jp/text/oshirase_220711_2.pdf) および 2022 年 7 月 25 日付日本版 ISA の道 その 361「新しい資本主義における長期運用資金のベンチャー投資には日本版 LTAF、日本版 VCT の道も～英国の LTAF(長期資産ファンド)と VCT(ベンチャー・キャピタル・トラスト)～」(https://www.am.mufjg.jp/text/oshirase_220725_2.pdf) および 2023 年 1 月 30 日付日本版 ISA の道 その 373「スタートアップ育成計画と資産所得倍増プラン 米国では流動性リスク管理規制強化で ETF やインターバル・ファンドへ、非上場 REIT 不安で上場 REIT へ? 欧州では ELTIF 人気、英国では LTAF を個人に解放する案! 」(https://www.am.mufjg.jp/text/oshirase_230130_3.pdf)。

※2: インターバルファンドとテnder オファーファンドは 2021 年 12 月 27 日付日本版 ISA の道 その 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.am.mufjg.jp/text/oshirase_211227_2.pdf) および 2022 年 7 月 11 日付日本版 ISA の道 その 360「資産所得倍増プランだけではなくスタートアップも! 日本版インターバル・ファンド、日本版 BDC の道～米国 SEC プライベート・ファンド・アドバイザー・ルール～」(https://www.am.mufjg.jp/text/oshirase_220711_2.pdf)。

※3: ELTIF と LTAF は 2021 年 8 月 30 日付日本版 ISA の道 その 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、エバーグリーン)～」(https://www.am.mufjg.jp/text/oshirase_210830_2.pdf) および 2022 年 7 月 25 日付日本版 ISA の道 その 361「新しい資本主義における長期運用資金のベンチャー投資には日本版 LTAF、日本版 VCT の道も～英国の LTAF(長期資産ファンド)と VCT(ベンチャー・キャピタル・トラスト)～」(https://www.am.mufjg.jp/text/oshirase_220725_2.pdf) および 2023 年 1 月 30 日付日本版 ISA の道 その 373「スタートアップ育成計画と資産所得倍増プラン 米国では流動性リスク管理規制強化で ETF やインターバル・ファンドへ、非上場 REIT 不安で上場 REIT へ? 欧州では ELTIF 人気、英国では LTAF を個人に解放する案! 」(https://www.am.mufjg.jp/text/oshirase_230130_3.pdf)、2023 年 3 月 13 日付日本版 ISA の道 その 376「欧州長期投資ファンドから考える日本版 ELTIF の道～スタートアップ株式を含む非上場株式組入れ投資『エルティフ』の大幅改善案『ELTIF 2.0』を欧州投資信託協会と欧州委員会が進め欧州議会が可決! ～」(https://www.am.mufjg.jp/text/oshirase_230313_2.pdf)。

(出所: モーニングスター/Morningstar 等より三菱 UFJ アセットマネジメント商品マーケティング企画部が作成)

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 商品マーケティング企画部
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：一般社団法人投資信託協会
一般社団法人日本投資顧問業協会