

ヘッジファンドを模倣するファミリーオフィスと投信

～アルケゴスの様なレバレッジをかけるオルタナティブ投信(LJMやインフィニティQ)!
アルケゴスの使ったトータル・リターン・スワップ/CFD等デリバティブは投信でも使え、
手数料はエクスペンスレシオ/経費率の「その他費用」に入らない!!～

三菱UFJ国際投信株式会社 商品マーケティング企画部 松尾 健治

※三菱UFJ国際投信がお届けする、日本版ISAに関する情報を発信するコラムです。

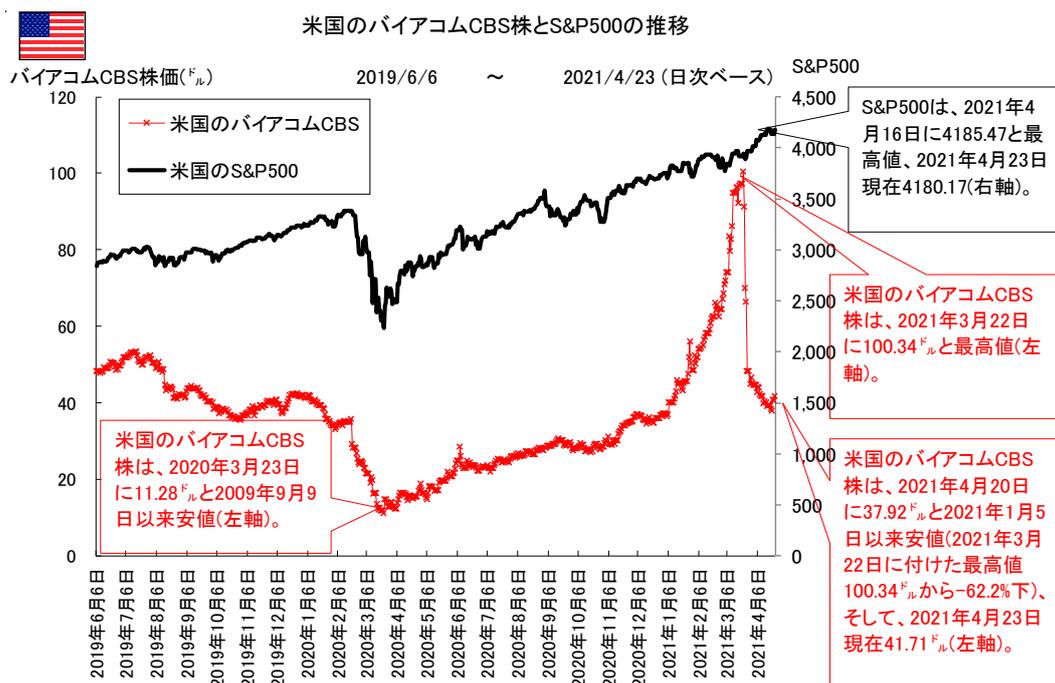
窪田 真美

●アルケゴスショック/アルケゴス問題を受けて金融規制当局が対応を急ぐ

アルケゴスショック/アルケゴス問題は発生して1カ月経過、今も話題だ。米アルケゴス・キャピタル・マネジメント(後述※1参照)の保有する米バイアコム CBS/ViacomCBS 株(ティッカー: VIAC)が2021年3月22日(月)に100.34ドルと最高値更新。3月22日(月)にバイアコム CBSは30億ドル/約3200億円の増資発表。増資を嫌気しバイアコム CBS 株価は3月23日(火)・24日(水)だけで-30.1%の70.10と暴落。

2021年3月25日(木)にアルケゴスと(同社に信用供与をしている)投資銀行(証券会社)との話し合いが持たれたが、アルケゴスは追加の保証金差し入れが出来ず、話し合いも決着が付かず、投資銀行(証券会社)の内の2社が3月26日(金)に200億ドル/約2兆2000億円の株を市場外取引/ブロックトレードで強制売却。

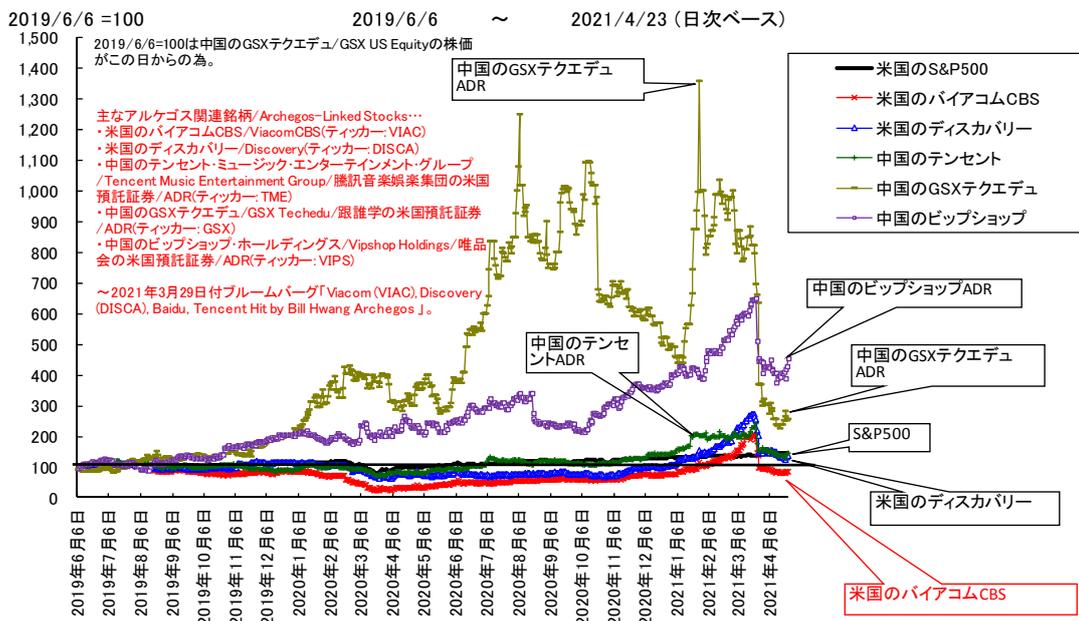
バイアコム CBS 株はさらに下落、3月29日(月)に45.01ドル(最高値100.34ドルの-55.1%下)まで下げ、4月20日(火)に37.92ドル(2021年3月22日に付けた最高値100.34ドルから-62.2%下)まで下げた。2021年1月5日以来安値である。先週末2021年4月23日現在41.71ドル(2021年3月22日に付けた最高値100.34ドルから-58.4%下)となっている。こうして、アルケゴス関連株を売らなかった投資銀行、バイアコム CBS 株など米中のアルケゴス関連株(次頁参照)を保有していた投資家が巨額損失を被ったのがアルケゴスショック/アルケゴス問題で、今、米
国金融規制当局が中心となって同ショック/同問題への対応を急いでいる。



(出所: ブルームバーグより三菱UFJ国際投信株式会社商品マーケティング企画部が作成)



米国のS&P500と主なアルケゴス関連銘柄の推移



主なアルケゴス関連銘柄/Archegos-Linked Stocks

- ・米国のバイアコム CBS/ViacomCBS(ティッカー: VIAC)
- ・米国のディスカバリー/Discovery(ティッカー: DISCA)
- ・中国のテンセント・ミュージック・エンターテインメント・グループ/Tencent Music Entertainment Group /騰訊音楽娯楽集団の米国預託証券/ADR(ティッカー: TME)
- ・中国のGSX テクエデュ/GSX Techedu/跟誰学の米国預託証券/ADR(ティッカー: GSX)
- ・中国のビップショップ・ホールディングス/Vipshop Holdings/唯品会の米国預託証券/ADR(ティッカー: VIPS)

2021年3月29日付ブルームバーグ「Viacom (VIAC), Discovery (DISCA), Baidu, Tencent Hit by Bill Hwang Archegos」～

<https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-03-29/archegos-linked-stocks-goldman-weighed-down-by-big-block-trades>)。

※1: アルケゴス・キャピタル・マネジメント…。



米アルケゴス・キャピタル・マネジメント/Archegos Capital Management は最大 100 億ドル/約 1 兆 1000 億円超 (2021年3月中旬 Bloomberg 調べ)の資産を持つファミリーオフィス/family offices(後述)で、2013年にビル・ファン/Bill Hwang氏(57歳)によって創設された。米中日韓株に一極集中型的ロング・ショート戦略を行う。

ファン氏は1964年韓国生まれで1982年米移住、UCLA卒、カーネギーメロン大MBA。1990年に韓国・現代証券/Hyundai Securities米現法、1993年に香港・プレグリン証券/Peregrine Investments米現法、1996年に米タイガー・マネジメント/Tiger Asia Management(1980年に「ヘッジファンド界の巨人」ジュリアン・ロバートソン/Julian Robertson氏が創設)に入社、2012年に不正行為で有罪、SECと4400万ドル罰金、ディーラーなど投資業務生涯禁止(5年以降再審査)。SEC規制対象外のファミリーオフィスとしてアルケゴスを創設。「アルケゴスはギリシア語で「指導者」もしくは「キリストの君」/Greek means “leader” or “prince of Christ”」(2021年4月1日付WSJ「Inside Archegos’s Epic Meltdown」～ <https://www.wsj.com/articles/inside-archegoss-epic-meltdown-11617323530>)。

アルケゴスは100億ドル/約1兆1000億円超(2021年3月中旬 Bloomberg 調べ)の資産を持つ(前述※1参照)。
だが、投資銀行(証券会社)2社が3月26日に売却したアルケゴス関連銘柄は200億ドル/約2兆2000億円。
「ファン氏の資産は50億~100億ドル程度と見られており、ポジションの総額は500億ドルを超えている可能性。」
 (2021年3月29日付 Bloomberg「Billions in Secret Derivatives at Center of Archegos Blowup」~ <https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-03-29/billions-in-secretive-derivatives-at-center-of-archegos-blowup>)、**「アルケゴスが資産の5倍以上のレバレッジをかけていた可能性。」**
 (2021年4月2日付 Financial Times「Archegos avalanche shows cracks are hidden under the surface」~ <https://www.ft.com/content/4459a6b2-b842-4d21-b19b-bda138a5bfd4>)、**「レバレッジ比率見積もりは8対1で、僅かな損失でファンドの資本を食い潰す。…(略)…。2021年3月までにバイアコム CBS の200億ドル相当の株を保有、同社総額の30%を占めていた。」**(2021年4月15日付 Morningstar「Three Takeaways From the Archegos Disaster」~ <https://www.morningstar.com/articles/1033759/3-takeaways-from-the-archegos-disaster>)と言う。
 借り入れ以外、トータル・リターン・スワップ/TRS や差金決済取引/CFD(後述)を含むデリバティブでレバレッジをかけて、保有資産より、はるかに大きな株などの保有を実現した(レバレッジについては2020年4月24日付日本版ISAの道その303「新型コロナの中、米国でレバレッジ投信に史上最大の純流入!」~ https://www.am.mufj.jp/text/oshirase_200424.pdf)。

●金融規制当局が標的とするファミリーオフィス

アルケゴス・キャピタル・マネジメント/Archegos Capital Management は形式的にはファミリーオフィス/family offices である。富裕層で最も裕福な層を「ウルトラ・ハイ・ネット・ワース・インディビジュアルズ/Ultra High Net Worth Individuals/ultra-HNWIs(投資可能資産3,000万ドル以上)」と呼ぶが、その中の1億ドル以上の超富裕層の資産管理を行う会社がファミリーオフィス(ファミリーオフィスについては2021年1月21日付日本版ISAの道その325「世界ウェルス管理最新動向」~ https://www.am.mufj.jp/text/oshirase_210121.pdf)。 「通常はシンガポール、ルクセンブルク、ロンドンなどに2つまたは3つのオフィスを持つ。そして、ヨット・メンテナンスやプライベート・ジェット選び、子息の寄宿学校探しをしている。」(2021年4月3日付 FT「They can do what they want’: Archegos and the \$6tn world of the family office」~ <https://www.ft.com/content/c319839d-d185-4e8a-bbc7-659bebe58031>)。

世界のファミリー・オフィスの世代別活動/Activities in the family office over time and generations

	第一世代(創業者) /First generation - the owner		第二世代(子) /Second generation		第三世代(孫) /Third generation	
		%		%		%
1	ストラテジック・アセット・アロケーション (※1参照)	51	ストラテジック・アセット・アロケーション (※1参照)	50	慈善事業	39
2	不動産購入・管理	49	不動産購入・管理	45	ストラテジック・アセット・アロケーション (※1参照)	35
3	ファミリー・オフィスの役員	43	慈善事業	45	タクティカル・アセット・アロケーション	35
4	タクティカル・アセット・アロケーション	41	タクティカル・アセット・アロケーション	43	ファミリー・オフィスの運営	31
5	慈善事業	41	ファミリー・オフィスの運営	41	プライベート・エクイティ/デットの直接取引	27
6	プライベート・エクイティ/デットの直接取引	40	ファミリー・オフィスの役員	41	インパクト投資の取引/プロジェクト	27
7	ファミリー・オフィスの運営	30	プライベート・エクイティ/デットの直接取引	38	不動産購入・管理	27
8	持続可能な投資(債券、株式)	28	インパクト投資の取引/プロジェクト	31	ファミリー・オフィスの役員	27
9	芸術品やアンティークの購入	26	持続可能な投資(債券、株式)	26	持続可能な投資(債券、株式)	15
10	インパクト投資の取引/プロジェクト	22	芸術品やアンティークの購入	17	芸術品やアンティークの購入	8

※1. ストラテジック・アセット・アロケーション…基本変えないものであり、その平均は「伝統的資産59%(株式29%、債券17%、現預金等13%)、非伝統的資産35%(非公開会社株式16%~直接投資9%、ファンド7%~、不動産14%、ヘッジファンド5%)」となっている。非公開会社株式16%にプライベート・エクイティ、ベンチャー・キャピタル、レバレッジ・バイアウト等が含まれる。
 (出所:「UBS Global Family Office Report 2020」より、三菱UFJ国際投信株式会社商品マーケティング企画部が作成)

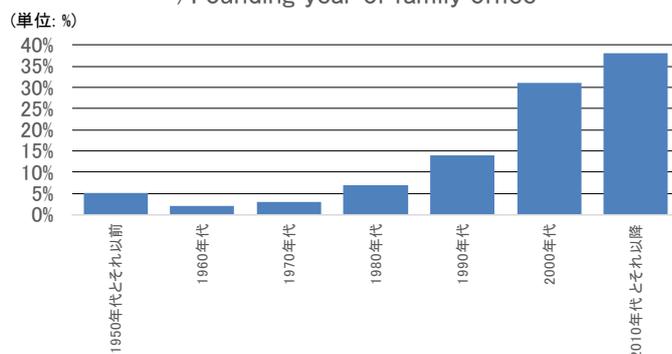
ファミリー・オフィスで大きいものとして、米マイクロソフト/Microsoft の共同創業者であるビル・ゲイツ/Bill Gates 氏の「カスケード・インベストメント/Cascade Investment and Sergey」、米グーグル/Google(現在のアルファベット/Alphabet)の共同創設者であるセルゲイ・ブリン/Sergey Brin 氏の「ベイショア・グローバル・マネジメント/Bayshore Global Management」、米デル・コンピュータ/Dell Computer(現在のデル/Dell)の共同創業者であるマイケル・デル/Michael Dell 氏の「MSD キャピタル/MSD Capital」等がある。

日本では任天堂の創業家である山内家のファミリーオフィスが報じられている。「山内家ファミリーオフィスの運用資金は家庭用ゲーム機『ファミリーコンピュータ』の成功により任天堂を世界的企業に押し上げた3代目社長の山内溥氏が保有していた株式が原資。現在は相続した親族らが運用。…(略)…。ファミリーオフィスは欧米の富裕層が一族の永続的な発展を目指して設立するもので、米ロックフェラー家が始めた」とされる。ワールド・ウェルスレポート2020(キャップ・ジェミニ)によると、2019年の世界の富裕層の資産と人数は、全世界で約9%増加。」(2021年1月5日付 Bloomberg「任天堂創業家のファミリーオフィスが企業買収に初参戦」~ <https://www.bloomberg.co.jp/news/articles/2021-01-05/QME6UIDWX2PU01>)と言う。世界で総額約6兆ドル/約650兆円、数は1万超(2021年1月6日付 InvestmentNews「Wealthy families want more hedge funds: BlackRock」~ <https://www.investmentnews.com/wealthy-families-want-more-hedge-funds-blackrock-200937>)と言う。

2010年以降、特に増えている(「UBS Global Family Office Report 2020」~ <https://www.ubs.com/global/en/wealth-management/uhnw/global-family-office-report/global-family-office-report-2020.html>)。これは、ファミリーオフィス超大国である米国でドッド=フランクリン法/金融規制改革法/ウォールストリート改革・消費者保護法が2010年7月21日に成立した事も要因。同法は私募ファンドの運用をする投資顧問会社に米SEC/証券取引委員会への登録を義務付けている(2011年6月22日付 SEC~ <https://www.sec.gov/rules/final/2011/ia-3220.pdf>)。それを避けるべく、登録が不要なファミリーオフィスに転換した会社が増えた(2018年2月13日



世界のファミリーオフィスの設立年
/Founding year of family office



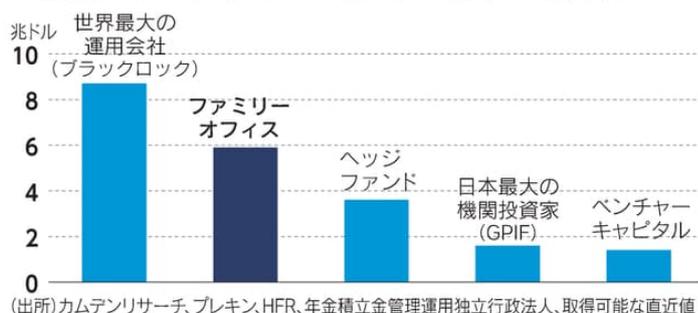
(出所:「UBS Global Family Office Report 2020」より、三菱UFJ国際投信株式会社商品マーケティング企画部が作成)

付日本版ISAの道その214「日米投信の最新動向」~ <https://www.am-mufg.jp/text/oshirase.180213.pdf>、2021年1月21日付日

本版ISAの道その325「世界ウェルスマネジメント最新動向」~ <https://www.am-mufg.jp/text/oshirase.210121.pdf>)。複数家族のマルチ・ファミリーオフィス(マルチクライアント・ファミリーオフィス)は一定程度の報告義務があるが、100%単一家族のシングル(ファミリー)オフィスは原則非開示で、投資銀行(証券会社)も規制を気にしないで融資出来る(2020年6月25日付 FRB~ <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/bcreg20200625a.htm>)。

著名ヘッジファンド投資家ジョージ・ソロス/George Soros氏は「ソロス・ファンド・マネジメント/Soros Fund Management」、同スティーブ・コーエン/Steve Cohen氏は「ポイント72アセットマネジメント/Point72 Asset Management」と言うファミリーオフィスにした。「ファミリーオフィスの資産規模は世界で約5兆9000億ドル、ヘッジファンド(約3兆6000億ドル)、ベンチャーキャピタル(約1兆3600億ドル)などを上回る。」(2021年4月11日付日本経済新聞「膨れる高リスク資産『影の銀行』に緩和マネー」~ <https://www.nikkei.com/article/DGXZQOUB08AKQ0Y1A400C2000000/>)

米金融規制外のファミリーオフィスの運用が急膨張



(出所: 2021年4月11日付日本経済新聞「膨れる高リスク資産『影の銀行』に緩和マネー」)

と言う。

この成長著しいファミリーオフィスがアルケゴスショック/問題によって規制強化されようとしている。

「2021年4月1日に米CFTCの民主党委員であるダン・ベルコヴィッツ/Dan Berkovitz氏は『ファミリーオフィスは強力な監督を必要としている。』と言った。ここ数年はファミリーオフィスにとっては黄金時代の様なもので、その終わりをみるか、少なくともアプローチの自由がずっと少ないかであろう。」(2021年4月3日付FT「They can do what they want’: Archegos and the \$6tn world of the family office」～ <https://www.ft.com/content/c319839d-d185-4e8a-bbc7-659bebe58031>)、 「SECはアルケゴスショック前から今年2021年、ファミリーオフィスを標的にした。2021年4月8日に民主党のシェロッド・ブラウン/Sherrod Brown 上院議員と上院銀行委員会委員長は関係投資銀行(証券会社)に書簡を送り、ファミリーオフィスに関して説明を求めている。」(2021年4月8日付InvestmentNews「Archegos implosion could lead to family-office regulation」～ <https://www.investmentnews.com/archegos-implosion-could-lead-to-family-office-regulation-204956>)、 「SECは運用会社の情報開示要件厳格化を検討している。2021年4月17日にSEC委員長に就任したゲーリー・ゲンスラー/Gary Gensler氏が今後進め方を決める。現在、株式の保有額が1億ドル/約108億円以上の運用会社は四半期ごとの株式保有報告書『フォーム13F/forms 13F』をSECに提出する。また、一つの企業への出資比率が5%を上回るファンドは、敵対的買収や企業分割に動く可能性を他の投資家に注意喚起する意味もあり『フォーム13D/forms 13D』を提出する。SECは今、デリバティブと空売りポジションの記載を提出書類に盛り込むべきかどうかや、四半期ごとのフォーム13Fをより頻繁に提出させるべきかという問題が検討事項に含まれていると言う。アルケゴスが、フォーム13Fやフォーム13Dを提出していた様子はない。デリバティブと同様、空売りポジションもフォームの記載からほぼ除外されている。」(2021年4月22日付ブルームバーグ Bloomberg「SEC Said to Examine Fund Disclosure Rules After Archegos Blowup」～ <https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-04-21/sec-said-to-examine-fund-disclosure-rules-after-archegos-blowup>)、 「アルケゴス問題は、数千のファミリーオフィスのプライバシーにとって過去10年で最大の試練となろう。今、提案されている情報開示案はファミリーオフィスが投資顧問業者/investment advisersとしてSECへ登録が義務付けられ、運用会社の多くと同様に、保有資産を四半期ベースで公表しなければならない。さらに、SECはファミリーオフィスを含む運用会社の情報開示要件を強化、デリバティブと空売りポジションの記載を提出書類に盛り込む検討をしている。」(2021年4月22日付 Bloomberg「A \$6 Trillion Family Office World Fights Post-Archegos Crackdown」～ <https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-04-22/a-6-trillion-family-office-world-fights-post-archegos-crackdown>)。フォーム13Fは後述※2、CFTCとSECとゲンスラー委員長は後述※3参照。

※2: フォーム13Fを使いヘッジファンドを模倣するグルETFと言うリキッド・オルタナティブ…



資産が1億ドル/約108億円を超える米国の運用会社は四半期毎、45日以内に、「フォーム13F/forms 13F」をSECに提出する(<http://www.sec.gov/answers/form13f.htm>)。大半が各四半期末から45日と言う期限ぎりぎりに提出する為、情報は取引から1カ月半～4カ月半近く遅れる。尚、「前政権のSECは2020年7月、1億ドル以上を35億ドル以上に引き上げようとして、激しい批判にさらされ提案は打ち切られている。」(2021年4月22日付InvestmentNews「SEC to examine fund disclosure rules after Archegos」～ <https://www.investmentnews.com/sec-to-examine-fund-disclosure-rules-after-archegos-205575>)。

フォーム13F使い、著名ヘッジファンド等の上位保有銘柄を集めたり、高パフォーマンスのヘッジファンドを模倣したりする投信「グルETF/Guru ETF(Guru…教祖、カリスマ的指導者)」がある。ヘッジファンド型投信「リキッド・オルタナティブ/Liquid Alternatives) (Liquid…日次の設定・解約/購入・売却、高い流動性)」の一つ。クローズド期間も無く日次の設定・解約/購入・売却を出来る様にした上で初期最小購入単位を小さく出来、低コストにも出来る。ただ、米国の公開株だけで、空売りや先物・オプション、現金などがわからず、さらに、ミューチュアルファンドにすると、非流動性資産やレバレッジに制約が出て、戦略の模倣は難しい場合が多い(非流動性資産の制約については2020年5月26日付日本版ISAの道 その306「コロナ禍でも日米投信の命運を握る金融当局」～ https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_200526.pdf 、レバレッジの制約については2020年4月24日付日本版ISAの道 その303「新型コロナの中、米国でレバレッジ投信に史上最大の純流入!」～ https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_200424.pdf)。

ファミリーオフィス規制強化に反対の意見もある。「サセックス・パートナーズ/Sussex Partners でヘッジファンドとファミリーオフィスのコンサルタントをしているガリ/Ghali 氏は『アルケゴスは本来のファミリーオフィスではない。ファミリーオフィスのほとんどは非常にリスク回避的である。アルケゴスは本来のヘッジファンドでもない。ヘッジファンドでも、ここまでしないし、ヘッジファンドがした場合は資本を調達する事は出来ない。ホワン氏は高いレバレッジと貧弱なリスク管理と混合された投機と言う独特の組み合わせを作った。』と言い、ファミリーオフィスへのサービス会社であるゼドラ/Zedra のデコニク/Deconinck 氏は「危険なヤツは元ヘッジファンドの人や一部の投資銀行の人だ』と言っている。」(2021年4月3日付 FT「They can do what they want’: Archegos and the \$6tn world of the family office」～

<https://www.ft.com/content/c319839d-d185-4e8a-bbc7-659bebe58031>)。「ウィザー・バーグマン/Withers Bergman のグイン/Guin 氏は『問題は、スワップの報告が無かった事で、これを改善するには、スワップの報告が必要であるだけで、ファミリーオフィスを規制する必要は無い。』と言う。クリッパーマン・コンプライアンス・サービス/Cipperman Compliance Services のクリッパーマン/Cipperman 社長は『SEC はファミリーオフィスに登録させる代わりに、リスクの高いデリバティブの使用を評価する能力を強化する。』と言う。フロントライン・コンプライアンス/FrontLine Compliance のリンチ/Lynch 社長は『ほとんどのファミリーオフィスは家族の富に集中、特に大きくはない。これらの小さなオフィスを SEC の登録から免除する事は理にかなっている。』と言う。」(2021年4月8日付 InvestmentNews「Archegos implosion could lead to family-office regulation」～

<https://www.investmentnews.com/archegos-implosion-could-lead-to-family-office-regulation-204956>)、「ファミリーオフィスのロビイスト(議案院外陳情者)、プライベート・インベスター・コアリション/Private Investor Coalition のリアドン/ Reardon 氏は『アルケゴス問題とファミリーオフィス構造は無関係である。』と言う。ファミリーオフィス協会/Family Office Association のロブレス/ Robles 氏は『金融規制当局がファミリーオフィスに対し強硬なスタンスを取る場合、法律事務所や米上院議員らに接触する計画である。ただ、スワップに対する規制が強化される可能性は高い。』と言っている。」(2021年4月22日付 Bloomberg「A \$6 Trillion Family Office World Fights Post-Archegos Crackdown」～

<https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-04-22/a-6-trillion-family-office-world-fights-post-archegos-crackdown>)。

ファミリーオフィスは創業者系ファミリーオフィス、ヘッジファンド系・投資銀行(証券会社)系ファミリーオフィスと分けた方が良いのかもしれない(その他、外部から提供されるサービス利用するだけのコマーシャル・ファミリーオフィス)。



世界のストラテジック・アセット・アロケーションの平均



(出所:「UBS Global Family Office Report 2020」より、三菱UFJ国際投信株式会社商品マーケティング企画部が作成)

●トータル・リターン・スワップ/TRS、差金決済取引/CFD

アルケゴスはファミリーオフィスとなって、さらにトータル・リターン・スワップ/Total Return Swap/TRS(後述)等を使って、米 SEC/証券取引委員会等への登録を避けた。

「TRS は米投資銀行(証券会社)が仲介する契約で、利用者は一定の手数料と引き換えに、株式などの資産で構成されるポートフォリオの損益を受け取る。スワップを用いれば、投資家は事前に限られた資金を用意するだけで(実質的には銀行から借り入れる形で)非常に大きなポジションを取る事が可能だ。」(2021年3月30日付 WSJ「What Is a Total Return Swap and How Did Archegos Capital Use It?」～ <https://www.wsj.com/articles/what-is-a-total-return-swap-and-how-did-archegos-capital-use-it-11617125839>)、**「SEC は関連する株式の議決権を持つのでなければ、投資家がトータル・リターン・スワップなどの株式デリバティブのポジションを開示する義務はないとしている。議決権を持たない投資家は、株式の最終的な所有者と見なされず、米国法で言う『実質的所有者/beneficial owner』ではなくなる。」**(2021年3月30日付 WSJ「What Is a Total Return Swap and How Did Archegos Capital Use It?」～ <https://www.wsj.com/articles/what-is-a-total-return-swap-and-how-did-archegos-capital-use-it-11617125839>)と言う事である。

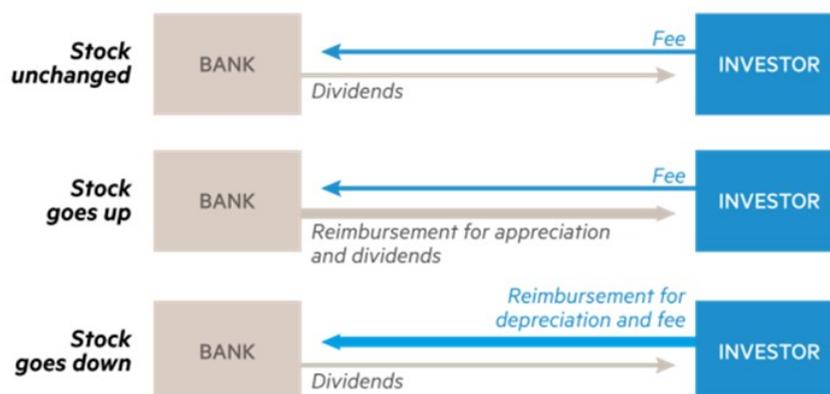
「エクイティ TRS は 2 者間の特注の相対契約である為、取引所経由での清算や報告はされていない。株式のデリバティブ取引は現物保有の場合と異なり、投資家が SEC/証券取引委員会に報告する必要もない。金融業界は大半のスワップ取引について、**デリバティブに関する情報を当局に提出するデータ・ウェアハウス/data warehouse に報告を義務付けられているが、エクイティ TRS に関するルールが施行されるのは 2021 年 11 月だ。…(略)…。**ファイナディウム/Finadium のジョシュ・ギャルパー/Galper 代表はエクイティ TRS 市場の成長について『**株式取引への融資よりも TRS の利点を高めやすいバーゼル規制とドッド・フランク法がもたらした自然な帰結**』と言う。共に金融危機後の金融規制改革で導入された。**銀行にとって、株式デリバティブ事業は魅力のあるビジネスだ。顧客側のポジションが拮抗する形で固まっていれば、従来の信用取引に伴う貸し出しよりも規制上の自己資本が少なくて済むからだ。**ギャ

ルパー氏は『**自己資本比率、流動比率、取引のカバー率によって TRS は利点が高まりうる。**』と言う。リスク・ファイナンス/Risky Finance のダンバー/Dunbar 氏は『**一部の銀行は会計上の目的でエクイティ TRS を担保付き融資として扱っている。銀行のデリバティブ取引デスクで記帳されない為、バーゼル 3 の開示資料/Basel III filings に出てこない。**』

と言う。』(2021年4月1日付 FT 「Archegos debacle reveals hidden risk of banks' lucrative swaps business」～ <https://www.ft.com/content/fb364689-9b04-47cb-aba9-5eb15d1cca85>)と言う。

Anatomy of an equity total return swap

A TRS is a bet on the movement of a stock



This diagram uses a simplified scenario for illustrative purposes, but since these contracts are bespoke, they are often more complex
Source: FT research
© FT

こうして、米国のバイアコム CBS 株などアルケゴス関連銘柄の株式保有者は投資銀行(証券会社)となり(投資銀行の名義貸しとなり)、アルケゴスが実際にどんな株をどれだけ(たくさん)保有しているのか、SEC や CFTC も、株式の発行企業 CEO も、わからなくなる。

「アルケゴスに投資銀行(証券会社)が巻き込まれたのは、アルケゴスがバイアコム CBS 株の様な銘柄へのエクスポージャーを得るのに、融資を利用して株式を直接購入するのではなく、トータル・リターン・スワップを活用していた事が一因だ。米国の情報開示制度は崩壊している為、アルケゴスは巨額のスワップ持ち高を公表する義務がなく、投資銀行(証券会社)も他社からの負債について把握していなかった。…(略)…。SECは英国の事例にならない、デリバティブによる株式へのエクスポージャーについて、株式の直接保有と同様に扱うよう規定を変更すべきだ。ここまで簡単に乱用できる情報開示制度では意味がない。」(2021年3月30日付 WSJ「Archegos Gives Investors Warning Signs」～ <https://www.wsj.com/articles/archegos-gives-investors-warning-signs-11617123833>)と言う通り、投資銀行(証券会社)が複数の場合、全貌は投資銀行(証券会社)もわからなくなる。

CFD/Contracts-For-Difference/差金決済取引をアルケゴスは利用していたとも言う。「アルケゴスが利用したレバレッジの多くは投資銀行(証券会社)とのスワップ/swaps や CFD/Contracts-For-Difference/差金決済取引だ。アルケゴスが実際に原資産を保有する事はない。米国の上場企業の株式を5%以上保有する投資家は通常なら、持ち分を開示する必要がある。しかしデリバティブを通じてポジションが構築された場合はそうではない。取引所外で取引されるこの商品を使って、ファン氏のような運用者らは開示する事なく上場企業の持ち分を積み上げる事が出来る。…(略)…。投資銀行(証券会社)は資本規制のある現物資産売買以外に利益を求めたのだ。…(略)…。店頭エクイティ・デリバティブは金利スワップの37分の1、通貨スワップの9分の1と規模は小さい(BIS)。2018年にESMA/欧州証券市場監督機構は個人投資家のデリバティブ利用を制約、SECはアマチュア・トレーダーにCFDを禁止した。」(2021年3月29日付 Bloomberg「Billions in Secret Derivatives at Center of Archegos Blowup」～ <https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-03-29/billions-in-secretive-derivatives-at-center-of-archegos-blowup>)。

CFTC のホームページによると、TRS は「例えば、3 カ月ごとにパークレイズ・キャピタル・アグリゲート・ボンド・インデックス/Barclays Capital Aggregate Bond Index の価値を3カ月前の価値と比較して2年支払う2者の間の相対契約である。」とあり、CFD は「CFD-Index がエクイティ・インデックスの現在価値と契約終了価値との差金取引、CFD-Basket がバスケットの現在価値と契約終了価値の差金取引。CFD は契約の終了時に1回だけ支払いが行われる点を除いて、トータル・リターン・スワップと似ている。」とある(後述※3 参照、<https://cftc.gov/sites/default/files/idc/groups/public/@swapsreport/documents/file/propdatadict.pdf>)。

トータル・リターン・スワップは特定の期間、CFD は契約終了時に1回と言う事である。

※3: CFTC と SEC のスワップ取引に対する監督権限…



2021年4月1日に米CFTC/Commodity Futures Trading Commission/商品先物取引委員会の民主党委員であるダン・ベルコヴィッツ/Dan Berkovitz氏が「ファミリーオフィスは強力な監督を必要としている。」と言った(2021年4月3日付 FT「‘They can do what they want’: Archegos and the \$6tn world of the family office」～ <https://www.ft.com/content/e319839d-d185-4e8a-bbc7-659bebe58031>)。

米 CFTC は商品先物取引市場を監督、その商品には通貨(ビットコインとイーサリアム等仮想通貨)も含まれる。
しかし**有価証券関連スワップ取引は有価証券の定義に含まれるので SEC に監督権限がある。有価証券関連スワップ取引以外のスワップ取引は CFTC に監督権限がある。**

ダン・ベルコヴィッツ/Dan Berkovitz 氏は民主党委員である。CFTC は全 5 人だが、共和党委員長が辞任しており現在、4 人(<https://cftc.gov/About/Commissioners/index.htm>)。民主党委員長候補はクリス・ブルマー/Chris Brummer 氏であるものの、まだ就任して(承認もされて)おらず、民主党委員のロスティン・ベナム/Rostin Behnam 氏が暫定委員長となっている。

米国のCFTC/商品先物取引委員会の委員/Commissioners 2021年4月17日現在

 ブルマー/Brummerr委員長候補(民主党) 2009年からジョージタウン大学教授。 委員長候補 2021年1月22日にロイターが民主党委員長候補として報道。 総じて規制強化(民主党的) ↑	 ベナム/Behnam委員(民主党) 暫定委員長 2017年9月6日に就任。2021年6月19日に任期終了だが2022年12月まで延長可。 ↑	 ベルコヴィッツ/Berkovitz委員(民主党) 2018年9月5日に就任。2023年4月13日に任期終了だが2024年12月まで延長可。 ↑
 クインテンズ/Quintenz委員(共和党) 2017年8月15日に就任。2020年4月13日に任期終了だが2021年12月まで延長可。 ↓	 スタンプ/Stump委員(共和党) 2018年9月5日に就任。2022年4月13日に任期終了だが2023年12月まで延長可。 ↓	<ul style="list-style-type: none"> ・大統領指名で上院承認(2013年11月21日以降、上院本会議の過半数で可だが、その前に上院委員会での採決が必要で、採決は野党議員が少なくとも1人参加しないと成立しない。 ・定員5人。同政党から選出出来る委員は3人まで。 ・新たな規則を導入する時の採決で少なくとも3委員が投票する必要がある。 ・5年の任期終了(4人が毎年4月13日)後も後任が来るまで約18か月まで務めてよい。

(出所: 米CFTC/商品先物取引委員会等より三菱UFJ国際投信株式会社商品マーケティング企画部が作成)
*青は民主党の党としてのカラー、赤は共和党の党としてのカラー。

米国のSEC/証券取引委員会の委員/Commissioners 2021年4月17日現在

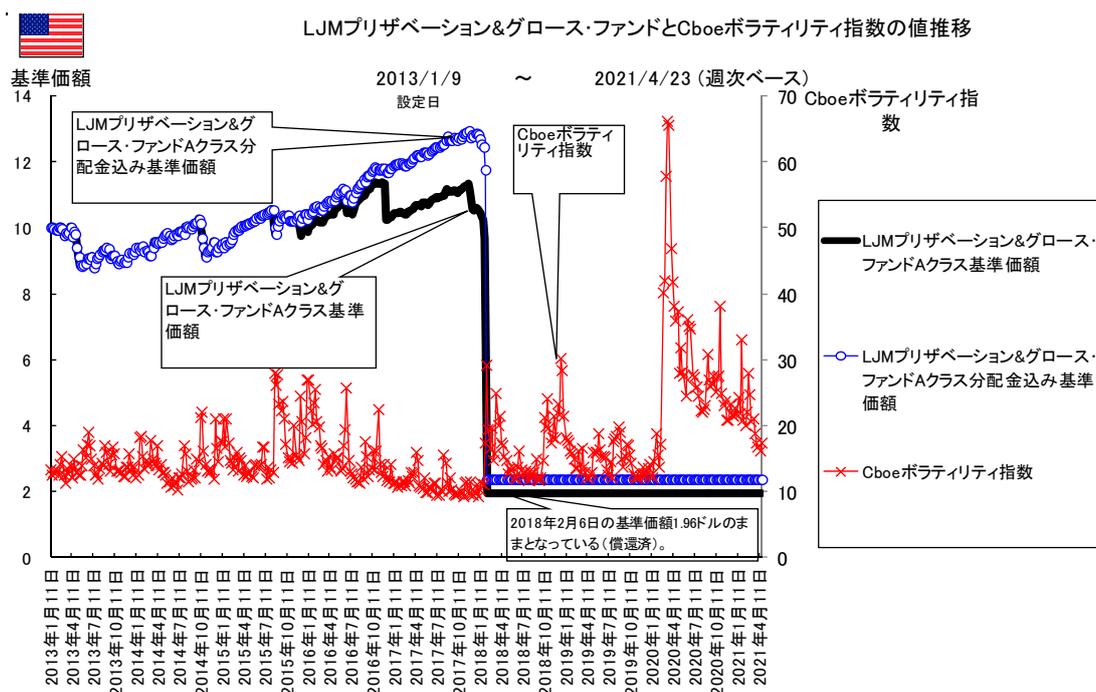
 ゲンスラー/Gensler委員長(民主党) 1979年ウォートンスクール卒MBA(1978年大卒)。1979年からゴールドマン、2009年からCFTC委員長。 委員長 2021年4月17日に就任。 総じて規制強化(民主党的) ↑	 リー/Lee委員(民主党) 2019年7月8日に就任。2022年6月5日に任期終了だが2023年12月まで延長可。 ↑	 クレンショー/Crenshaw委員(民主党) 2020年8月17日に就任。2024年6月5日に任期終了だが2025年12月まで延長可。 ↑
 ピアース/Peirce委員(共和党) 2018年1月11日に就任。2020年8月17日に再任。2025年6月5日に任期終了だが2026年12月まで延長可。 ↓	 ロイズマン/Roisman委員(共和党) 2018年9月11日に就任。2023年6月5日に任期終了だが2024年12月まで延長可。 ↓	<ul style="list-style-type: none"> ・大統領指名で上院承認(2013年11月21日以降、上院本会議の過半数で可だが、その前に上院委員会での採決が必要で、採決は野党議員が少なくとも1人参加しないと成立しない。 ・定員5人。同政党から選出出来る委員は3人まで。 ・新たな規則を導入する時の採決で少なくとも3委員が投票する必要がある。 ・5年の任期終了(毎年6月5日)後も後任が来るまで約18か月まで務めてよい。

(出所: 米SEC/証券取引委員会等より三菱UFJ国際投信株式会社商品マーケティング企画部が作成)
*青は民主党の党としてのカラー、赤は共和党の党としてのカラー。

●アルケゴスの様なレバレッジをかけるオルタナティブ投信 ～LJM プリザベーション&グロース・ファンド～

規制の緩いファミリーオフィスと違い、規制の厳しいミューチュアルファンド(投信)で、アルケゴスの様なレバレッジをかける事は難しいと言われる(前述※2 参照)。しかし、アルケゴスの様なレバレッジをかけるオルタナティブ投信が米国にはある。

2021年4月7日付 InvestmentNews に次の通り報じられている。「最大100億米ドルの資産があったファミリーオフィス『アルケゴス・キャピタル・マネジメント』で起きた事は、最大0.8億米ドルの資産があったミューチュアルファンド『LJM プリザベーション&グロース・ファンド/LJM Preservation & Growth Fund』で起きた事と違いが無い様に思われる。ヘッジファンドもリテールの証券会社もコンプライアンスや常識が乏しいままリスクが報酬となり推奨さえされる事で共通する。後者は独立ブローカー・ディーラー/independent broker-dealers/IBD3社(ケンブリッジ・インベストメント・リサーチ/Cambridge Investment Research、セキュリティー・アメリカ/Securities America、J.W. コール・ファイナンシャル/J.W. Cole Financial)が2021年3月末近くFINRA/米国金融取引業規制機構に罰金を払う事で和解した個人向けミューチュアルファンド。ケンブリッジは40万米ドルの罰金と310万米ドルの払い戻し、セキュリティーズ・アメリカは10万米ドルの罰金と236,000米ドルの払い戻し、J.W. コールは5万米ドルの罰金と164,000米ドルの払い戻しをした。純資産はピークで8億1200万米ドルあったものの、1カ月で1400万米ドルに急減した(失ったほとんどは1日で起きている)。IBDは投信販売に関して適正なデュー・デリジェンスと監督/ due diligence and supervision をせず、リスクと機能を十分に理解する事なく、中程度に保守的なリスク許容度を持つ顧客を含め販売した。IBDは薄利ビジネスで、コンプライアンスとデューデリジェンスにあまり支出する余裕が無かったと思われる。」(2021年4月7日付 InvestmentNews「Why the ‘one bad broker’ rule matters」～ <https://www.investmentnews.com/why-the-one-bad-broker-rule-matters-204847>、IBD3社については2019年5月27日付日本版ISAの道その266『米国IFA最新動向』米国資産運用業界で台頭するIFA』～ https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_190527.pdf)。



(出所:ブルームバーグより三菱UFJ国際投信株式会社商品マーケティング企画部が作成)

「LJM プリザベーション&グロース・ファンド/LJM Preservation & Growth Fund」は運用するLJM ファンド・マネジメント/LJM Funds Management のアニッシュ・パルバタネニ/Anish Parvataneni 氏(チーフ・ポートフォリオ・マネジャー)とアンソニー・ケイン/Anthony Caine 氏(会長/創設者)が主に S&P500 種指数先物のオプション取引のコールとプットをロング/ショートする(主にボラティリティ・プレミアムを稼ぐ)ファンド。米 LJM ファンド・マネジメント/LJM Funds Management 社のミューチュアルファンド「LJM プリザベーション&グロース・ファンド」は個人向け A クラス(LJMAX)が 2013 年 1 月 9 日設定、初期最小購入単位 2500 ドル、販売手数料最大 5.75%、解約手数料 1%、マネジメント・フィー/Management Fees 年 1.95%、12b-1 手数料/Distribution and service (Rule 12b-1) fees(日本の代行手数料に相当)年 0.25%、値引き後のネット・エクスペンスレシオ 2.49%である。同じく個人向け C クラス(LJMCX)はノーロードだが、12b-1 手数料が 1%でネット・エクスペンスレシオ 3.24%と高くなる。そして、機関投資家向け I クラス(LJMIX)は初期最小購入単位 10 万ドルでノーロードに加え、12b-1 手数料が無くネット・エクスペンスレシオ 2.24%と低くなる。

3 年以上前の報道は次の通り。「**LJM プリザベーション&グロース・ファンドは 2018 年 2 月 5 日に Cboe ボラティリティ指数/Cboe Volatility Index (VIX)が急騰、基準価額が 9.67 ドルから 4.27 ドル(-56%)となり、その後も下落、年初来-82%となった。** 2018 年 2 月 5 日には基準価額を開示せず、基準価額開示は 2 月 6 日取引終了時で、2 月 6 日も新規資金を受け入れ、新規資金受け入れ中止は 2018 年 2 月 7 日。

モーニングスター/Morningstar のアナリストであるグレッチェン・ラップ/Gretchen Rupp 女史は『壊滅的な損失、貧弱な管理体制、脆い投資家へのコミュニケーションは、投信業界では前例が無い。』と言った。2018 年 2 月 9 日、このファンドに投資していたウェルスマネジメント及びラップ口座を管理する RIA/Registered Investment Advisers/投資顧問業者ニューブリッジ・ファイナンシャル/financial advisers/Newbridge Financial のレナード・ソコロウ/Leonard Sokolow CEO 兼社長は『LJM は元本保全、特に下落市場において、と言っていたのに、まるで反対をしていた。虚偽で誤解を招く』として LJM ファンド・マネジメント社、チーフ・ポートフォリオ・マネジャーの同社アニッシュ・パルバタネニ氏、同社会長/創設者のアンソニー・ケイン氏などを集団訴訟でシカゴ連邦地裁/US District Court in Chicago に訴えた。』(2018 年 2 月 13 日付 Citywire「People are stunned': Volatility fund PM faces lawsuit over 80% losses」~ <https://citywireusa.com/professional-buyer/news/people-are-stunned-volatility-fund-pm-faces-lawsuit-over-80-losses/a1092007>)。

'People are stunned': Volatility fund PM faces lawsuit over 80% losses



当ミューチュアルファンドは現在償還済みで、LJM ファンド・マネジメントは現在ミューチュアルファンドを運用(ETF やクローズドエンドファンドの運用も)していない。

●アルケゴスの様なレバレッジをかけるオルタナティブ投信 ～インフィニティ Q ダイバーシファイド・アルファ・ファンド～

他にも、アルケゴスの様なレバレッジをかけるオルタナティブ投信がある。2021年4月20日付WSJに次の通り報じられている。

「米国のインフィニティ Q キャピタル・マネジメント/Infinity Q Capital Management が運用する最大 18 億米ドルの資産があったミューチュアルファンド『インフィニティ Q ダイバーシファイド・アルファ・ファンド/Infinity Q Diversified Alpha Fund』は 5 億ドル/約 540 億円近い損失を出し、閉鎖された。その背景には、大規模なデリバティブ投資についての誤った評価があったと見られる。…(略)…。同ファンドは 2021 年 2 月 22 日、投資家への償還を停止する異例の措置をとった。保有資産の評価が不可能になったという。

SEC/証券取引委員会がインフィニティ Q に対し、最高投資責任者/CIO のジェームズ・ベリサリス/James Velissaris 氏がデリバティブの評価に用いる第三者の価格設定モデルのパラメーターを調整していた証拠があると伝えたと言う。…(略)…。

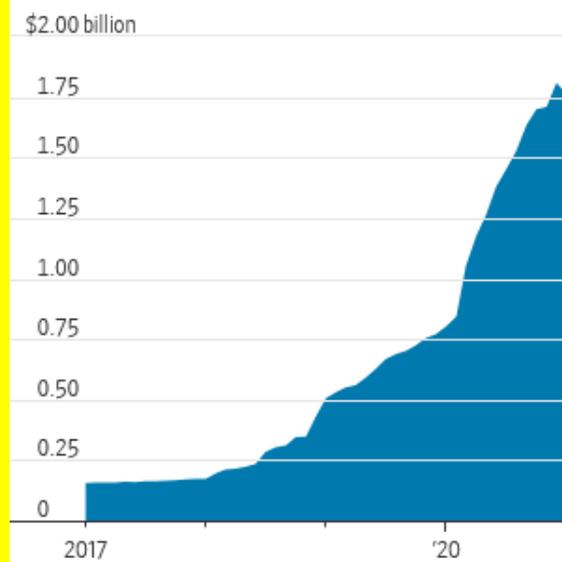
2014 年に運用を開始した同ファンドは、開示資料によると、株式や債券といった資産と連動しないリターンを追求していた。あるファミリーオフィスの投資家の話では、インフィニティ Q はこのミューチュアルファンドを投資のヘッジと位置付けていた。…(略)…。インフィニティのウェブサイトでは、インフィニティ Q は『ワイルドキャット/Wildcat』と提携し、運用されていると言う。『ワイルドキャット』はプライベート・エクイティ/Private Equity/PE の巨人とされる TPG のデービッド・ボンダーマン/David Bonderman 共同創業者のファミリーオフィスである。

ワイルドキャットの広報担当者(インフィニティ Q の広報担当も兼任)は SEC がベリサリス氏に疑いを向けた事について『ショックを受けて失望した。ボンダーマン氏のファミリーオフィスはインフィニティ Q キャピタル・マネジメントのパッシブ投資家/passive investors に過ぎない。』と言った。

インフィニティ Q は株式・為替など様々な市場に投資したが、アナリストが注目するのは『バリエンス・スワップ/variance swaps』を利用していた事である。投資家が所定の期間に、S&P500 などの指数の価格変動が一定の範囲を上回るか下回るかに賭ける。…(略)…。

ボラティリティーが年末にかけて低下すれば、利益を生むはずだった。だが米全土でコロナウイルスが猛威を振るい、市場は大打撃、ボラティリティーは跳ね上がった。…(略)…。

Total net assets for the Infinity Q Diversified Alpha Fund



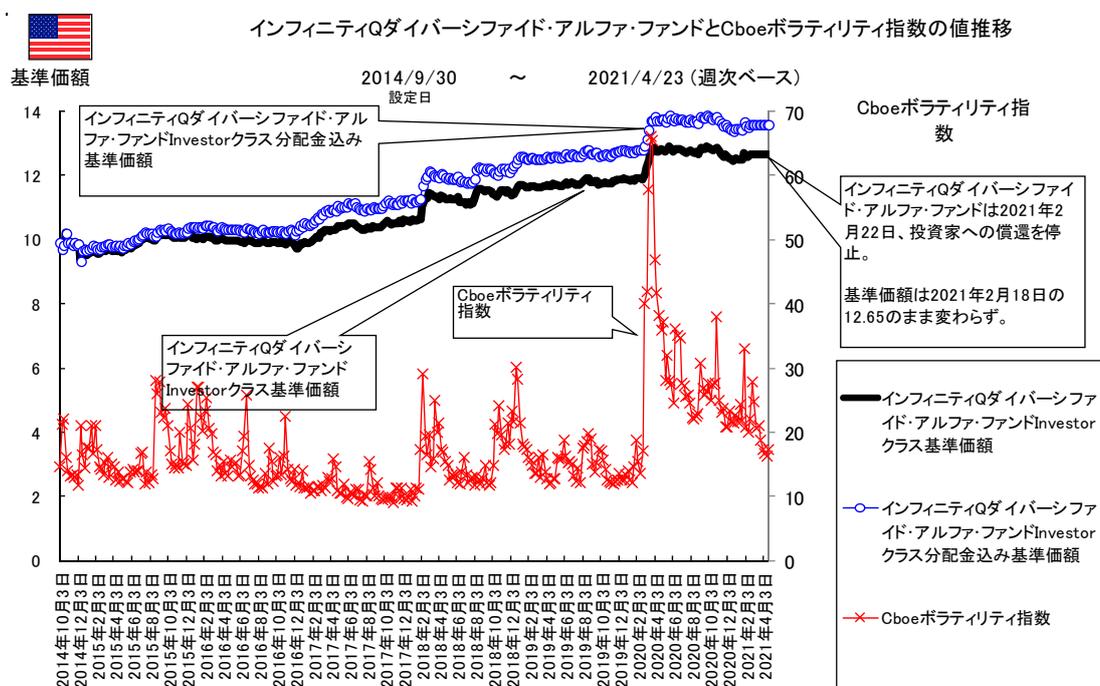
Note: Figures through Jan. 1, 2021
Source: Morningstar Direct

投資家は大きな損失を予想している。インフィニティQは最近、保有資産を約12億ドルと見積もった。直近で純資産価値を算出した2021年2月18日の開示情報では17億ドルだったが、それを約28%下回る。

インフィニティQは『保有資産の価値急落は主に、幅広い銀行との間で行った相対取引(バリエーション・スワップやその他のスワップ取引やオプション取引)に起因すると述べた。スワップ取引などの複雑なポジションは、2021年2月時点で同社の資産の約5分の1を占めていた。』と言う。同ファンドの投資家の一人はインフィニティQに対する訴訟を起こした。事業や運用成績について誤解を招く説明を行った上、経営陣は投資家を欺く意図があったと主張。集団訴訟の形を目指している。インフィニティQは2021年5月24日までに投資家への資金分配計画を示す予定だ。』(2021年4月20日付WSJ「Behind the Mysterious Demise of a \$1.7 Billion Mutual Fund」

～ <https://www.wsj.com/articles/behind-the-mysterious-demise-of-a-1-7-billion-mutual-fund-11618911000>)。

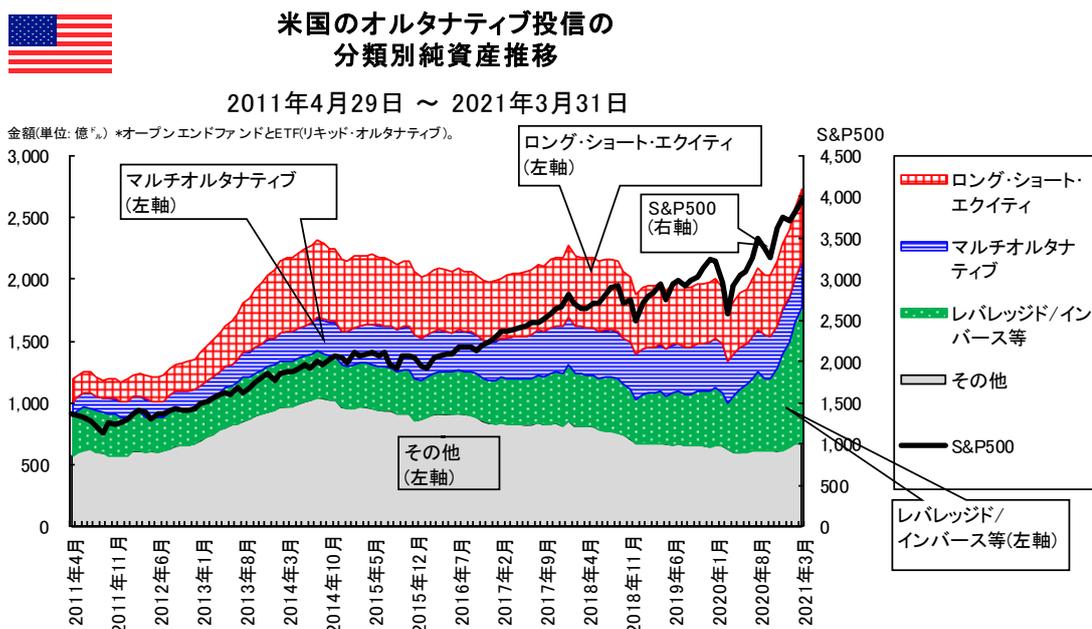
「インフィニティQダイバーシファイド・アルファ・ファンド/Infinity Q Diversified Alpha Fund」は米ニューヨークのインフィニティQ(キャピタル・マネジメント)/Infinity Q(Capital Management)が運用するミューチュアルファンドである。個人向けInvestorクラス(IQDAX)が2014年9月30日設定、初期最小購入単位10万ドル、ノーロードで、解約手数料1%、マネジメント・フィー/Management Fees年1.70%、12b-1手数料/Distribution and service (Rule 12b-1) fees (日本の代行手数料に相応)年0.25%、値引き後のネット・エクスペンスレシオ2.55%である。機関投資家向けInstlクラス(IQDNX)は初期最小購入単位100万ドルでノーロードに加え、12b-1手数料が無くネット・エクスペンスレシオ2.24%と低くなる。



(出所: ブルームバーグより三菱UFJ国際投信株式会社商品マーケティング企画部が作成)

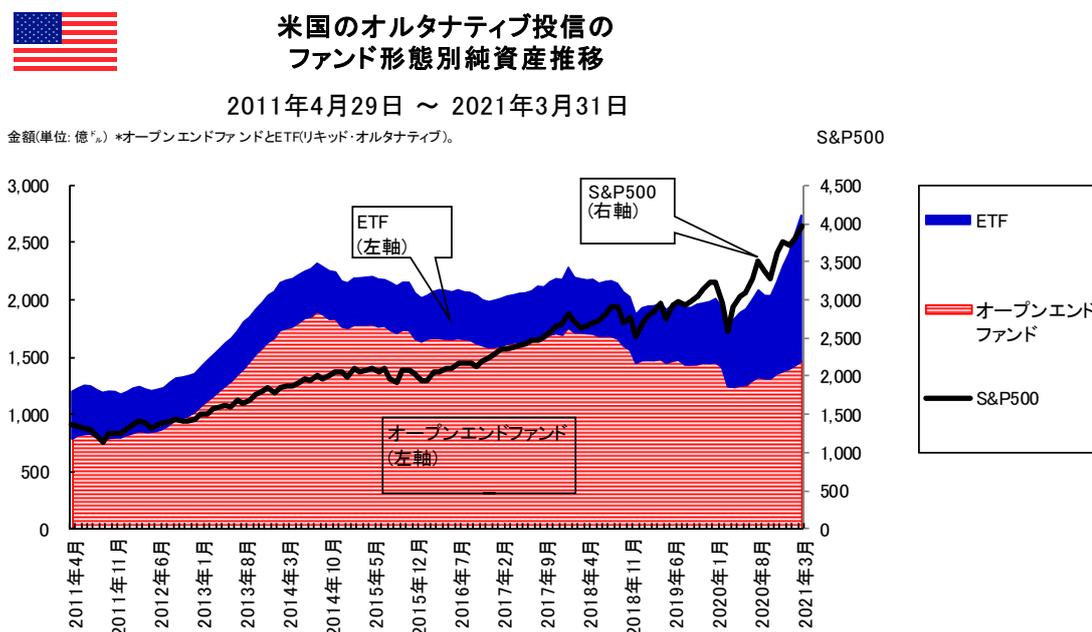
●米国のオルタナティブ投信(LJM やインフィニティ Q を含む)の純資産は過去最高!

米国のオルタナティブ投信の純資産は 2021 年 3 月末現在、2758 億^{ドル}/約 30 兆円と過去最高を更新。2020 年 3 月まで LJM が該当する「ロング・ショート・エクイティ」が最も大きかったものの(インフィニティ Q は次いで大きかったマルチオルタナティブ)、2020 年 4 月からは「レバレッジド/インバース等」が最も大きく急拡大している(2020 年 4 月 24 日付日本版 ISA の道 その 303「新型コロナの中、米国でレバレッジ投信に史上最大の純流入!」～ https://www.am-mufg.jp/text/oshirase_200424.pdf)。



(出所: ブルームバーグ、Morningstar Directより三菱UFJ国際投信株式会社商品マーケティング企画部が作成)

ETF の伸びが大きい(現物交換 ETF は SEC 流動性管理プログラムの対象外～2020 年 5 月 26 日付日本版 ISA の道 その 306「コロナ禍でも日米投
信の命運を握る金融当局」～ https://www.am-mufg.jp/text/oshirase_200526.pdf)。



(出所: ブルームバーグ、Morningstar Directより三菱UFJ国際投信株式会社商品マーケティング企画部が作成)

●アルケゴスの使ったトータル・リターン・スワップ/CFD 等デリバティブは投信でも使え、手数料はエクスペンスレシオ/経費率の「その他費用」に入らない!!

アルケゴスはデリバティブを使いどんな株をどれだけ(たくさん)保有しているのか、わからなくしていた。こうした問題を受けて今、**米国金融規制当局が中心となって同ショック/同問題への対応を急いでいる。** 先述通り、「SECは今、デリバティブと空売りポジションの記載を提出書類に盛り込むべきかどうかや、四半期ごとのフォーム 13F をより頻繁に提出させるべきかという問題が検討事項に含まれていると言う。」(2021年4月22日付ブルームバーグ Bloomberg「SEC Said to Examine Fund Disclosure Rules After Archegos Blowup」~ <https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-04-21/sec-said-to-examine-fund-disclosure-rules-after-archegos-blowup>)。また、「アルケゴス問題で、より大きな開示を求められており、SECがその権限を超える方法でその開示を強制しようとする可能性がある。ドッド・フランク法はSECが運用会社登録を要求する権限を与えたが、一定の要件を満たしているファミリーオフィスを免除する様にした。アルケゴスは免除されていた。同様に、**ブローカーディーラーがファミリーオフィスを『最善の利益規制/Regulation Best Interest/Reg BI』のかかる“リテール顧客/retail customers”として取り扱う必要も、『フォーム CRS/Form CRS』の必要な“リテール投資家/retail investors”として扱う必要も無かった。**今、アルケゴスの様なファミリーオフィスがSECの精査を受け、開示を強化される案が期待されている。



(2021年4月23日付 ThinkAdvisor「In Wake of Archegos Blowup, Will SEC Overstep?」~ <https://www.thinkadvisor.com/2021/04/23/in-wake-of-archegos-blowup-will-sec-overstep/>、最善の利益規制/Reg BIとフォーム CRSについては2020年12月17日付日本版ISAの道 その324「米国のフィデューシャリー・デューティー・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/oshirase_201217.pdf)。

ところで、先述したLJM プリザベーション&グロース・ファンドやインフィニティQ ダイバーシファイド・アルファ・ファンドの様にアルケゴスの様なレバレッジをかけるオルタナティブ投信があるが、投信のトータル・リターン・スワップ/CFD 等デリバティブ開示はどうなっているだろうか。

実は、**アルケゴスが使ったトータル・リターン・スワップ等の店頭デリバティブはミューチュアルファンドでもオルタナティブ投信や債券投信を中心に使われており、その手数料はエクスペンスレシオ/経費率の「その他費用」に入らず目論見書の小さな活字の脚注に「トータル・リターン・スワップ等デリバティブのコストは0%」などとあるにとどまる。**

米国で(欧州でも)投信のエクスペンスレシオ/経費率はコスト比較において最も重視されているのに、これは盲点となる。ただこの事については、4年近く前、米国最大級の投信評価機関であるモーニングスター/Morningstarが「モーニングスター・オルタナティブ・インベトメント・オブザーバー/Morningstar Alternative Investments Observer」で「リキッド・オルタナティブの最悪の慣行/The Worst Practice in Liquid Alternatives」と言う小見出しで説明をしている。

The Worst Practice in Liquid Alternatives

「2012年もしくは2013年にトータル・リターン・スワップの仕組みに変更する前、『Equinox Mutual Hedge Futures Strategy Fund-Class A(MHFAX)』、『LoCorr Managed Futures Strategy Fund Class A(LFMAX)』、『Altegris Managed Futures Strategy Fund(MFTAX)』は**ネット・エクスペンスレシオ/net expense ratiosが年3.75%以上だったが、トータル・リターン・スワップの仕組みにより約2.00%にまで下がった。表面的にはコストの節約に見える。だが、手数料はエクスペンスレシオから目論見書の小さな活字の脚注/footnote in the small print of the prospectusに移っただけである。**例えば、『Equinox fund』はトータル・リターン・スワップのコスト/total return swap cost 0.75%、潜在的なマネジメント・フィー/underlying management fees 0.87%、パフォーマンス・フィー/performance fee of 20.15%(算出方法無し)を含む追加的な手数料/additional feesがある。これらがマネジメント・フィー/Management Fees年1.45%に加わり、パフォーマンス・フィー以前に3.00%超のコストとなる/you get costs of more than 3.00% before the performance fee is included。」(2017年3月 Morningstar Alternative Investments Observer「Absolute Return Funds Aren't Hitting Their Mark We investigate whether target-return funds do as they say」~
[http://advisor.morningstar.com/uploaded/pdf/aio-q1-2017-\(non-accredited-investor-version\).pdf](http://advisor.morningstar.com/uploaded/pdf/aio-q1-2017-(non-accredited-investor-version).pdf))。

上記レポートに登場する「Equinox Mutual Hedge Futures Strategy Fund-Class A(MHFAX)」の最新(2021年2月16日更新)の目論見書/prospectusを見た。「**AXS Managed Futures Strategy A**」と言う名前、**先のオルタナティブ投信(モーニングスター)では「ロング・ショート・エクイティ」でも「マルチオルタナティブ」でもなく、「オルタナティブその他」に含まれる。投信会社が AXS Investments、2009年12月31日設定、初期最小購入単位 2500ドル、株式戦略で資産の85%~115%のイクスポージャーを取り、ETFもしくはインデックス・ファンド、先物やオプション、トータル・リターン・スワップと言ったデリバティブを使う**(<https://www.axsinvestments.com/axs-managed-futures-strategy-fund/>、目論見書…
<https://www.axsinvestments.com/download/21/axs-managed-futures-strategy-fund/417/prospectus-3.pdf>)。

その目論見書の p.34 にファンドのフィー&エクスペンス/Fees and Expenses of the Fundのテーブルがあり、販売手数料最大 5.75%、マネジメント・フィー/Management Fees年1.45%、12b-1 手数料/Distribution and service (Rule 12b-1) fees (日本の代行手数料に相応)年0.25%、その他費用/Other expenses 0.32%、投資先フィー&エクスペンス/Acquired fund fees and expenses 0.01%、値引き前のグロス・エクスペンスレシオ/ Total annual fund operating expenses が 2.03%、値引き後のネット・エクスペンスレシオ/Total annual fund operating expenses after waiving fees and/or reimbursing expenses が 1.96%と出ている。

そして、**その他費用/Other expenses 0.32%は脚注に「店頭デリバティブ関連コストを含んでいない/“Other Expenses” does not include direct costs associated with any over-the-counter derivatives。」と出ている。**そして、上記レポートにある通り、「**目論見書の小さな活字の脚注**」に「**トータル・リターン・スワップ等デリバティブのコストは2020年9月末までの1年間で約1.73%。**」とある。

2021年2月16日更新



「Equinox MutualHedge Futures Strategy Fund-Class A(MHFAX)」の目論見書/prospectus

Shareholder Fees <i>(fees paid directly from your investment)</i>	Class A Shares	Class C Shares	Class I Shares
Maximum sales charge (load) imposed on purchases (as a percentage of offering price) 販売手数料最大	5.75%	None	None
Maximum deferred sales charge (load) (as a percentage of the lesser of the value redeemed or the amount invested)	None	1.00% ²	None
Redemption fee if redeemed within 30 days of purchase (as a percentage of amount redeemed)	None	1.00%	1.00%
Wire fee	\$20	\$20	\$20
Overnight check delivery fee	\$25	\$25	\$25
Retirement account fees (annual maintenance fee)	\$15	\$15	\$15
Annual Fund Operating Expenses¹ <i>(expenses that you pay each year as a percentage of the value of your investment)</i>			
Management fees ³ マネジメント・フィー	1.45%	1.45%	1.45%
Distribution and service (Rule 12b-1) fees 12b-1手数料(日本の代行手数料に相応)	0.25%	1.00%	None
Other expenses ⁴ その他費用	0.32%	0.32%	0.32%
Acquired fund fees and expenses 投資先フィー&エクスペンス	0.01%	0.01%	0.01%
Total annual fund operating expenses⁵	2.03%	2.78%	1.78%
Fees waived and/or expenses reimbursed 値引き前のグロス・エクスペンスレシオ	0.07%	(0.07)%	(0.07)%
Total annual fund operating expenses after waiving fees and/or reimbursing expenses^{1,5} 値引き後のネット・エクスペンスレシオ	1.96%	2.71%	1.71%

¹ The expense information in the table has been restated to reflect the current expense limitation agreement.

² Class C Shares are subject to a CDSC of 1.00% on any shares sold within 12 months of the date of purchase.

³ The Fund's "Management Fees" include a management fee paid to the advisor by the Fund's consolidated wholly-owned subsidiary ("Subsidiary") at the annual rate of 1.45% of the Subsidiary's average daily net assets. The Advisor has contractually agreed, for so long as the Fund invests in the Subsidiary, to waive the management fee it receives from the Fund in an amount equal to the management fee paid to the advisor by the Subsidiary. This undertaking may not be terminated by the Advisor as long as the investment advisory agreement between the Subsidiary and the advisor is in place unless the Advisor obtains the prior approval of the Fund's Board of Trustees.

⁴ "Other expenses" have been estimated for the current fiscal year. Actual expenses may differ from estimates. "Other Expenses" does not include direct costs associated with any over-the-counter derivatives that provide the Fund with exposure to Managed Futures Programs (as defined below). Costs associated with such derivative instruments include any fee paid to the Fund's counterparty and the fees and expenses associated with the Managed Futures Programs referenced by such derivative instruments. Such costs are included in the return of any such derivative instruments and, therefore, represent an indirect cost of investing in the Fund. Investors should note that the cost of any investment in a derivative instrument such as a total return swap may fluctuate from time to time. To the extent that interest rates increase above current levels, the cost of the Fund's investment in swaps is likely to increase. Based on the average notional amount of the Fund's over-the-counter derivative positions during the fiscal year that ended on September 30, 2020, the Fund was subject to counterparty fees equal to approximately 1.73% (annualized) of its assets. "Other Expenses" include expenses of the Fund's Subsidiary other than management fees paid by the Subsidiary to the advisor, which are included in "Management Fees" in the table above.

⁵ The Fund's advisor has contractually agreed to waive its fees and/or pay for operating expenses of the Fund to ensure that total annual fund operating expenses (excluding, as applicable, taxes, leverage interest, brokerage commissions, dividend and interest expenses on short sales, acquired fund fees and expenses (as determined in accordance with Form N-1A), expenses incurred in connection with any merger or reorganization, and extraordinary expenses (such as litigation expenses) do not exceed 1.95%, 2.70% and 1.70% of the average daily net assets of Class A, Class C and Class I shares of the Fund, respectively. This agreement is effective until January 31, 2022, and it may be terminated before that date only by Trust's Board of Trustees. The advisor is permitted to seek reimbursement from the Fund, subject to certain limitations, of fees waived or payments made by the advisor to the Fund for a period ending three years after the date of the waiver or payment. Similarly, the predecessor fund's investment advisor, Equinox Institutional Asset Management, LP ("Equinox"), is permitted to seek reimbursement from the Fund, subject to certain limitations, of fees waived or payments made by Equinox to the predecessor fund prior to the predecessor fund's reorganization on January 24, 2020, for a period ending three years after the date of the waiver of payment. In each case, such reimbursement may be requested from the Fund if the reimbursement will not cause the Fund's annual expense ratio to exceed the lesser of (a) the expense limitation in effect at the time such fees were waived or payments made, or (b) the expense limitation in effect at the time of the reimbursement. Reimbursements of fees waived or payments made will be made on a "first in, first out" basis so that the oldest fees waived or payments are satisfied first. Any reimbursement of fees waived or payments made by Equinox to the predecessor fund prior to the reorganization must be approved by the Trust's Board of Trustees.

(出所: 目論見書/Prospectusより三菱UFJ国際投信株式会社商品マーケティング企画部が作成)

以 上

三菱UFJ国際投信【投信調査コラム】日本版ISAの道 バックナンバー：
「各年ごと…<https://www.am.mufg.jp/market/report/investigate.html>」、
「2013年2月1日付日本版ISAの道 その1から一気に見る/検索する…
<https://www.am.mufg.jp/smp/market/report/investigate.html>」もしくは
Google等で「投信調査コラム」もしくは「日本版ISAの道」と検索。

本資料に関してご留意頂きたい事項

- 当資料は日本版ISA(少額投資非課税制度、愛称「NISA/ニーサ」)に関する考え方や情報提供を目的として、三菱UFJ国際投信が作成したものです。当資料は投資勧誘を目的とするものではありません。
- 当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。
- 当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。
- 当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。
- 当資料に示す意見等は、特に断りのない限り当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。
- 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。
- クローズド期間のある投資信託は、クローズド期間中は換金の請求を受け付けることができませんのでご注意ください。
- 投資信託は、ご購入時・保有時・ご換金時に手数料等の費用をご負担いただく場合があります。

本資料中で使用している指数について

- ・本資料中の指数等の知的所有権、その他一切の権利はその発行者および許諾者に帰属します。また、発行者および許諾者が指数等の正確性、完全性を保証するものではありません。
- ・ブルームバーグ(BLOOMBERG)は、ブルームバーグ・ファイナンス・エル・ピー(Bloomberg Finance L.P.)の商標およびサービスマークです。パークレイズ(BARCLAYS)は、ライセンスに基づき使用されているパークレイズ・バンク・ビーエルシー(Barclays Bank Plc)の商標およびサービスマークです。ブルームバーグ・ファイナンス・エル・ピーおよびその関係会社(以下「ブルームバーグ」と総称します。)またはブルームバーグのライセンサーは、ブルームバーグ・パークレイズ・インデックス(BLOOMBERG BARCLAYS INDICES)に対する一切の独占的権利を有しています。