

## 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)～

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  
窪田 真美

※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。

### ●英国

#### ～ジョンソン首相の投資ビッグバンで非上場株に投資する LTAF/長期資産ファンド～

2021年8月4日に英国のボリス・ジョンソン/Boris Johnson 首相(保守党)とリシ・スナック/Rishi Sunak 財務大臣(保守党)はポストパンデミック/post-pandemic の経済回復及び長期的な成長を後押しする為に英国機関投資家(年金基金)に対し「投資ビッグバン/Investment Big Bang」に挑戦する様に求めた(後述※1、2 参照、2021年8月4日付 GOV.UK「Prime Minister and Chancellor challenge UK investors to create an ‘Investment Big Bang’ in Britain」～ <https://www.gov.uk/government/news/prime-minister-and-chancellor-challenge-uk-investors-to-create-an-investment-big-bang-in-britain> )。

「英国の年金加入者がより良いリターンを享受する為、英国の革新的で環境に優しい未来を支える為、英国の機関投資家には長期英国資産～草分け企業からインフラ～まで/long-term UK assets - from pioneering firms to infrastructure - に対し、より大きな投資検討を求める。英国の確定拠出/DC年金基金/UK defined contribution pension funds の投資の80%超が主に上場証券/listed securities であり、これは英国の資産の20%に過ぎない。政府は長期の非流動性資産投資/long-term illiquid investment の問題を取り除く為に、英国インフラ投資銀行/UK Infrastructure Bank(後述※3 参照)を設立、投資上の問題となっていた確定拠出年金/DC制度の手数料上限に柔軟性を導入する事(下記※4 参照)で対応してきた。さらに、長期投資の為にFCA/Financial Conduct Authority/金融行為規制機構から提案された『LTAF/Long Term Asset Fund/長期資産ファンド』である。」(下線は当コラム筆者、2021年8月4日付 GOV.UK「Prime Minister and Chancellor challenge UK investors to create an ‘Investment Big Bang’ in Britain」～ <https://www.gov.uk/government/news/prime-minister-and-chancellor-challenge-uk-investors-to-create-an-investment-big-bang-in-britain> )。



(英国ロンドンのダウニング街 10/10 Downing Street にある英国首相官邸)



# LTAF

## Long Term Asset Fund

### 長期資産ファンド

※1: 英ビッグバン、米メーデー、日本版ビッグバン…

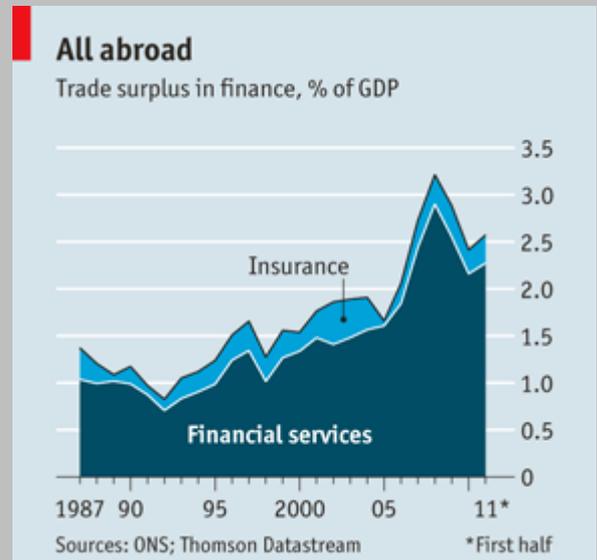


「ビッグバン/Big Bang」と言うと、1986年10月27日に英国のマーガレット・サッチャー/Margaret Thatcher(英国初の女性首相)政権がロンドン証券取引所/London Stock Exchangeと共に実施した手数料の自由化など金融改革「(金融)ビッグバン/(financial)Big Bang」を思い出す(2021年8月5日付 Bloomberg「Boris Johnson Calls for Investment Big Bang in U.K. to Drive Recovery」も言っている～ <https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-08-04/johnson-calls-for-investment-big-bang-in-u-k-to-drive-recovery> )。

「1986年10月27日のビッグバン以降、英国の金融サービス/Financial services(ホールセール・ファイナンス/Wholesale finance)は英国にとって大きな純輸出(自国が生み出した価値)を持つ数少ない産業の一つとなり、製造業の純輸入を補ってきた。」(2011年10月29日付 The Economist 「Economic crisis: Europe's rescue plan」～ <https://www.economist.com/britain/2011/10/29/banged-about> )とされている。(出所: The Economist)

英国のビッグバンより11年6カ月前、1975年5月3日に米国で「メーデー/May Day」と言う金融改革が実施されており、この米国と英国の金融改革を参考に日本では1998年12月1日に金融システム改革法/日本版ビッグバンが施行された(大蔵省/金融システム改革法案について～

[https://www.fsa.go.jp/p\\_mof/low/1f001.htm](https://www.fsa.go.jp/p_mof/low/1f001.htm)、米国のメーデーについては、2019年4月22日付日本版ISAの道 その263～ [https://www.am.mufg.jp/text/oshirase\\_190422.pdf](https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_190422.pdf) )。



※2: 英年金監督庁/TPRは、非上場資産投資は20%を超えてはならないと言う…



2021年8月4日に英国のボリス・ジョンソン/Boris Johnson 首相(保守党)とリシ・スナック/Rishi Sunak 財務大臣(保守党)が英国機関投資家(年金基金)に対し「投資ビッグバン/Investment Big Bang」に挑戦する様求め、「英国の機関投資家には長期英国資産～草分け企業からインフラ～まで/long-term UK assets - from pioneering firms to infrastructure - に対し、より大きな投資検討を求める。」と言った(2021年8月4日付 GOV.UK「Prime Minister and Chancellor challenge UK investors to create an 'Investment Big Bang' in Britain」～ <https://www.gov.uk/government/news/prime-minister-and-chancellor-challenge-uk-investors-to-create-an-investment-big-bang-in-britain> )。

一方で、英年金監督庁/The Pensions Regulator/TPRは2021年3月17日に「プライベート・エクイティ/PEやインフラ等の非上場資産への投資はポートフォリオの20%を超えてはならない/investment in unquoted assets to no more than a fifth of a portfolio。」と言う提案を行い( <https://www.thepensionsregulator.gov.uk/> )、2021年8月6日付 FTはそれをTPRに確認している(2021年8月6日付 Financial Times「Regulator drops plans to cap investments for UK pension schemes Financial Times」～ <https://www.ft.com/content/4f8e33c3-e9d2-43ae-910b-01ac0930b2b7> )。

ただTPRは貧弱な運営をしている小型年金基金をターゲットにしているとも言われている。「英国の大型年金基金はインハウスの運用スタッフが充実しており、ポートフォリオの30%前後の非上場資産を配分している。」(2021年6月7日付 Pensions & Investments「U.K. investors question 20% illiquids cap proposal」～ <https://www.pionline.com/pension-funds/uk-investors-question-20-illiquids-cap-proposal> )とも言うが、2021年8月6日付 FTは「20%超の非上場資産を配分している年金基金はごく僅か/VERY FEW pension schemes hold more than 20 per cent of their portfolios in unquoted assets。」(2021年8月6日付 Financial Times「Regulator drops plans to cap investments for UK pension schemes Financial Times」～ <https://www.ft.com/content/4f8e33c3-e9d2-43ae-910b-01ac0930b2b7> )と報じている。

※3: 英国インフラ投資銀行…



2021年6月17日に英国の財務省は英国インフラ投資銀行/UK Infrastructure Bank 設立を発表している(2021年6月17日付 GOV.UK「UK Infrastructure Bank opens for business」～ <https://www.gov.uk/government/news/uk-infrastructure-bank-opens-for-business> )。

2021年3月3日付 2021年度(2021年4月～2022年3月)予算案にあるもので ( [https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment\\_data/file/966868/BUDGET\\_2021\\_-\\_web.pdf](https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/966868/BUDGET_2021_-_web.pdf) )、民間や地方自治体と共に、気候変動対策や経済成長を促すインフラ投資増加を目的に設立された。

※4: 年金手数料上限…



英国では業者が課す手数料に上限がある。「**企業型確定拠出年金プラン/employer-provided defined-contribution retirement plans** は一般的に年 0.75%の手数料。」(2021年8月4日付 Reuters「UK's Johnson seeks more institutional investment in infrastructure」～ <https://www.reuters.com/world/uk/uk-johnson-seeks-more-institutional-investment-infrastructure-2021-08-04/> )。NEST/National Employment Saving Trust/全英雇用貯蓄信託(半強制的確定拠出型私的年金)は新規拠出手数料が新規拠出額の 1.8%で管理手数料が総残高の年 0.3%(Nest Pensions「Pension Charges」～ <https://www.nestpensions.org.uk/schemeweb/nest/aboutnest/nest-charges.html> )、ステークホルダー年金/Stakeholder pension(確定拠出型私的年金)は拠出残高に対して最初の 10 年は年 1.5%で 11 年目以降は年 1%(interactive investor「Stakeholder Pensions Explained」～ <https://www.ii.co.uk/pensions/stakeholder-pension> )。

NEST とステークホルダー年金、及びそれに類似する日米カナダ・オーストラリア・ドイツの年金については、2019年9月30日付日本版 ISA の道 その 282「『年金・投信、家計金融資産の国際比較(米英豪中心)』オーストラリアはスーパーアニュエーションで『貯蓄から投資へ』を進め、家計金融資産を増やし、老後資金の不足問題を解決へ!～ターゲット・デット・ファンド vs バランス型ファンド～」( [https://www.am.mufg.jp/text/oshirase\\_190930.pdf](https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_190930.pdf) )に出ている。

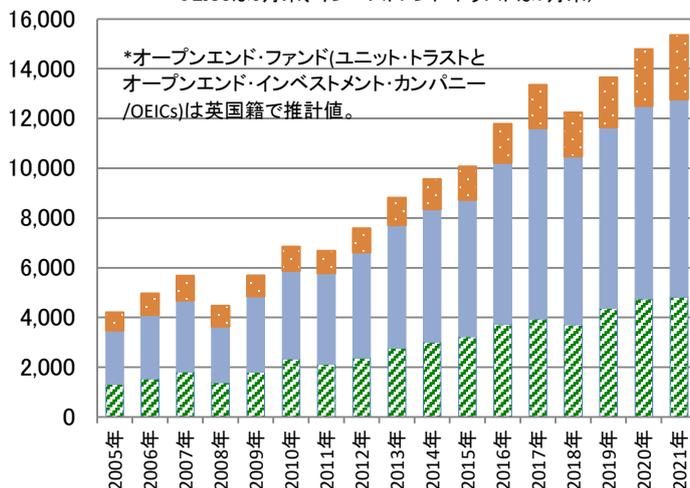
2021年1月26日に英国のリシ・スナック/Rishi Sunak 財務大臣(保守党)率いる財務省(HM Treasury/Her Majesty's Treasury/女王陛下の財務省)は「英国ファンド制度の見直し: 情報提供の呼び掛け/Review of the UK funds regime: A call for input」を公表していた( [https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment\\_data/file/955542/REVIEW\\_OF\\_THE\\_UK\\_FUNDS\\_REGIME\\_-\\_CALL\\_FOR\\_INPUT.pdf](https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/955542/REVIEW_OF_THE_UK_FUNDS_REGIME_-_CALL_FOR_INPUT.pdf) )。その p.25 の「新しいファンド構造/New fund structures」で、英国ファンド制度ワーキング・グループ報告書/The UK Funds Regime Working Group report が「**投資家、特に確定拠出年金/DC がベンチャー・キャピタルやインフラ等非流動資産にもっと確信を持って投資出来る様な新しいオープンエンド・ファンド構造『LTAF/Long-Term Asset Fund/長期資産ファンド』を 2021 年にも設定する事を推奨する。**」と出ていた。



英国の投信の形態別純資産推移

(単位: 億英ポンド)

(2005年～2020年の年末、2021年はユニット・トラストと OEICsは3月末、インベストメント・トラストは7月末)



- クローズドエンド・ファンドで会社型のインベストメント・トラスト
- オープンエンド・ファンドで会社型のオープンエンド・インベストメント・カンパニー/OEICs
- オープンエンド・ファンドで契約型のユニット・トラスト

(出所: The Investment Association/IA, The Association of Investment Companies/AIC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)

2021年8月4日に英国のジョンソン首相とスナック財務大臣の声明で「FCA/Financial Conduct Authority/金融行為規制機構から提案された『長期資産ファンド/Long Term Asset Fund/LTAF』である。」とあった。これについて、2021年5月7日に英金融監督当局のFCAは、英国のプロ投資家と高度な個人投資家/professional investors and sophisticated retail investorsが非流動性資産/illiquid assets(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)に投資をするオープンエンド型「長期資産ファンド/Long Term Asset Fund/LTAF」をする事についての意見募集/コンサルテーション・ペーパー/Consultation Paper/CPを2021年6月25日まで行っている (<https://www.fca.org.uk/publications/consultation-papers/cp21-12-new-authorized-fund-regime-investing-long-term-assets>)。

流動性の無い資産に投資するオープンエンド型ファンドの流動性不一致を克服する事を目的とするもので、「FCAはLTAFのルールに、より長い解約期間/longer redemption periods、高レベルの開示/high levels of disclosure、特別な流動性管理/specific liquidity management(原資産の流動性を考慮した通知期間/notice periods)、ガバナンス機能/governance featuresを組み込む事を提案する。アペックス/Apexの不動産アドバイザー/real estate advisory 責任者であるメルヴィル・ロドリゲス/Melville Rodrigues氏は『英国のファンド業界にとってLTAFは“ゲームチェンジャー/gamechanger”になる可能性がある。』と言う。』(2021年5月10日付FundEuro「FCA's “gamechanger” illiquid fund proposal welcomed by industry」～ <https://www.funds-europe.com/news/fca-s-gamechanger-illiquid-fund-proposal-welcomed-by-industry>)。

## ●英国

### ～オープンエンド型不動産ファンドに90日～180日前での解約通知期間を強制?～

LTAFをしっかりと理解する為には、2016年6月23日の英国国民投票(ブレグジット/Brexit決定)を受けて英国のオープンエンド型不動産ファンド/UK open-ended property fundsの解約停止等が相次いだ事を知る必要がある。例えば、「アバディーン・アセット・マネジメントは解約を希望する投資家に17%の減価/17% discountを容認するよう求めた。同社はファンドの評価が約7%下落した/values have fallen about 7%と見ている。残り10%は現金化する際の対価だ。不動産を1週間以内に売却するためには、割り引く必要がある為である/the extra 10% is the price of liquidity-the haircut required to sell properties within a week。」(2016年7月7日付WSJ「The Real Post-Brexit Risk Is in Residential Property」～ <http://www.wsj.com/articles/u-k-property-market-braced-for-possible-brexit-vote-1466516642>)と言う事態である。

英国の大手資産運用会社によるオープンエンド型不動産ファンドの解約停止及び希薄化調整

2016年6月23日	英国国民投票で「ブレグジット/Brexit(英国のEU離脱)」が決まり、翌6月24日に代表的な英国株指数である英FTSE100指数は前日比-3.15%の6138.69と急落。
2016年7月4日	スタンダード・ライフ・インベストメンツ/Standard Life Investmentsが29億英ポンドの不動産ファンド/Property Fundを解約停止。
2016年7月5日	アビバ・インベスターズ/Aviva InvestorsとM&Gインベストメンツ/M&G Investmentsが不動産ファンドを解約停止。各々18億英ポンドと44億英ポンド。
2016年7月6日	ヘンダーソン・グローバル・インベスターズ/Henderson Global Investors、(コロンビア・スレッドニードル・インベストメンツ/(Columbia)Threadneedle Investments、カナダ・ライフ・アセット・マネジメント/Canada Life Asset Management、アバディーン・アセット・マネジメント/Aberdeen Asset Managementが解約停止。
2016年7月13日	アバディーン・アセット・マネジメントが予定日から2日遅らせて解約再開。
2016年7月21日	アバディーン・アセット・マネジメントが希薄化調整を▲17%から▲7%へ。

(出所: 各社資料より三菱UFJ国際投信株式会社商品マーケティング企画部が作成)

オープンエンド型不動産ファンドの解約停止をしていない会社が行った希薄化調整/Dilution Adjustmentは、スウィング・プライシング/Swinging Pricing等の事。以上については、2016年7月25日付日本版ISAの道その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-mufg.jp/text/oshirase\\_160725.pdf](https://www.am-mufg.jp/text/oshirase_160725.pdf))を参照の事。

こうして FCA は 2019 年 10 月 1 日に非流動性資産/illiquid assets に投資をするオープンエンド・ファンドに対するルール「資産の 20%以上が流動性において**重大な不確実/material uncertainty about the value of immovables that account for at least 20% of the scheme property**のある時は解約を停止しなければならない。」を策定したのだ( <https://www.fca.org.uk/publication/policy/ps19-24.pdf> )。その後 2020 年 8 月 3 日には FCA がオープンエンド型不動産ファンドに **90 日～180 日前での解約通知期間/notice periods を強制**する案(オルタナティブにも拡大する案)の意見募集/コンサルテーション・ペーパー/Consultation Paper/CP をした( <https://www.fca.org.uk/publications/consultation-papers/cp20-15-liquidity-mismatch-authorized-open-ended-property-funds> )。そして、今回、**2021 年 5 月 7 日の LTAF についての意見募集も聞き、2021 年 7～9 月以降にオープンエンド型不動産ファンドの 90 日～180 日前での解約通知期間/notice periods を強制するかどうか最終決定すると言う。その場合、約 18 カ月から 2 年かけて運用会社はそれに合わせていく事となる**( <https://www.fca.org.uk/news/statements/fca-statement-work-liquidity-mismatch-authorized-open-ended-property-funds> )。LTAF について英国の投資信託協会/Investment Association/IA の CEO であるクリス・カミングス/Chris Cummings 氏は「LTAF は長期投資家が適切な保護を受けつつ非流動性資産投資が可能などとも重要な方法と思う。協会は LTAF を成功させる為に当局や関係者と協力し続ける事を楽しみにしている。(2021 年 5 月 10 日付 FundEuro「FCA’s “gamechanger” illiquid fund proposal welcomed by industry」～ <https://www.funds-europe.com/news/fca-s-gamechanger-illiquid-fund-proposal-welcomed-by-industry> )と

## ●英国 ～上場プライベート・エクイティ企業は投資信託ではなく投資会社もしくは投資ファンド～

「プライベートエクイティ(PE=未公開企業)への投資を手掛ける英ブリッジポイント・グループが 7 月 21 日、ロンドン証券取引所に上場した。足元は公開価格を 4 割ほど上回る水準で推移している。低金利で運用難が強まる中、オルタナティブ(代替資産)投資で少しでも高い利回りを確保したいとする投資家の人気を集めた。…(略)…。ディールロジックによると、2021 年 1～6 月期の PE ファンドによる出資案件は 980 に上った。出資金額は 3050 億ドル(約 33 兆円)に達し、1～6 月期としては 07 年以来 14 年ぶりの大きさとなった。**上場している PE ファンド株も人気で、米市場で取引されている同業のブラックストーンやコールバーグ・クラビス・ロバーツ(KKR)の株価は過去最高値圏にある。**」(2021 年 8 月 8 日付日経ヴェリタス「英 PE ファンド『ブリッジポイント』上場、低金利下、オルタナ投資に人気集まる。」)。

英ブリッジポイント・グループ/Bridgepoint Group PLC(BPT)は上場プライベート・エクイティ企業/listed private equity companies であり、投資信託ではない(後述※5 参照)。

### ※5: 上場プライベート・エクイティ企業…



上場プライベート・エクイティ企業/listed private equity companies は米ブラックストーン/Blackstone Inc.(BX)、米コールバーグ・クラビス・ロバーツ/KKR & Co. Inc(KKR)、米カーライル・グループ/Carlyle Group Inc(CG)、英ハーバーベスト・グローバル・プライベートエクイティ/HarbourVest Global Private Equity Ltd(HVPE)、日本のジャフコグループ株式会社(8595)などである。

米ブラックストーン、米カーライル・グループ、米コールバーグ・クラビス・ロバーツは資金規模で「世界 3 大プライベート・エクイティ(PE)ファンド」とも言われている。投資信託ではなく、ウォーレン・バフェット/Warren Buffett 氏率いるバークシャー・ハサウェイ/Berkshire Hathaway Inc と同じ、投資会社もしくは投資ファンドである。

広義の PE ファンドはベンチャー・キャピタル/Venture Capital/VC の様な小規模投資ファンドも含まれるが、狭義の PE ファンドは大規模投資ファンドの事で、その中でも過半数株式を取得し(買収)経営権を取得するファンドをバイアウト・ファンド/buyout fund と言う。そこには米エリオット・マネジメント/Elliott Management Corporation の様なアクティビスト/activist funds(物言う株主、ハイエナ・ファンド/vulture funds)と言われるファンドも含まれる。

米国の投資信託協会/Investment Company Institute/ICIのCEOであるエリック・パン/Eric Pan氏は2021年6月30日に米下院に出された「投資家の好機増加法/Increasing Investor Opportunities Act」を支持した理由として「アクティビスト投資家が個人投資家を犠牲にして短期利益を出す為に使う抜け穴を除く事でクローズドエンド・ファンド/closed-end funds/CEFsを強化する。」(2021年6月30日付 Investment Company Institute「ICI Applauds New Bill Increasing Opportunities for American Retail Investors Through Closed-End Funds」～ [https://www.ici.org/news-release/21\\_news\\_cefbill](https://www.ici.org/news-release/21_news_cefbill)) と言う。PEファンドの中には投資信託の利益を損なうものものがある。

以上はどれも主要上場プライベート・エクイティ企業30社から構成される「S&P リステッド・プライベート・エクイティ指数/S&P Listed Private Equity Index(Net Total Return…SPLPEQNT, Total Return…SPLPEQTR, Price Return…SPLPEQTY)」に含まれ、組入上位5位は米ブラックストーン/Blackstone Inc.(BX)10.5%、スイスのパートナーズ・グループ/Partners Group Hldg(PGHN)9.0%、カナダのブルックフィールド・アセット・マネジメント/Brookfield Asset Management Inc.(BAM)8.6%、英3iグループ/3i Group PLC(III)7.1%、そして、米コールバーグ・クラビス・ロバーツ/KKR & Co. Inc(KKR)7.0%である(S&P Dow Jones Indices「S&P Listed Private Equity Index」～ <https://www.spglobal.com/spdji/en/indices/equity/sp-listed-private-equity-index/#overview>)。米国49.6%、英国18.6%、カナダ12.2%、スイス8.7%、フランス5.2%、スウェーデン3.1%、日本1.1%となっている(2021年7月30日現在)。この指数に連動するETFがアイルランド籍ETF「iシェアーズ上場プライベート・エクイティ UCITS ETF/iShares Listed Private EQUITY UCITS ETF(米国…IPPIF、欧州…IPRV等)」や日本籍追加型投資信託「iシェアーズ上場プライベート・エクイティ・インデックス・ファンド」である。

## ●英国

### ～上場クローズドエンド・ファンドは投資信託だが、ディスカウントが大きくなりがち～

上場クローズドエンド・ファンド/Investment trusts は投資信託だ。英国籍英ポンド建てクローズドエンドファンドは2021年7月末現在、1745億英ポンド/約2兆6266億円あり、純資産の大きい順30ファンドが下記である。



英国籍英ポンド建てクローズドエンドファンド(Investment trusts)の純資産の大きい順30ファンド

2021年7月末現在

ファンド名	グローバル分類 (モーニングスター分類)	投信会社名	設定日	純資産 (クワス) (百万円) 最新月末	純資産 (クワス) (百万円) 最新月末	トータル リターン (3年) (年率) (月末ベース) (各通貨 ベース)	トータル リターン (5年) (年率) (月末ベース) (各通貨 ベース)	トータル リターン (10年) (年率) (月末ベース) (各通貨 ベース)	主要取引所	乖離率(ブレミアムと ディスカウント)	エクスペン シオ(※1) 無い場合は業 大マメシット フィー(除金 社分)	ティッカー
1 Scottish Mortgage Ord	グローバル大型株	Baillie Gifford & Co Limited	1909-03-17	2,916,040	19,110	+37.95	+35.91	+24.75	ロンドン証券取引所	+0.40	0.30	SMT
2 3i Ord	株式その他	3i Asset Management Ltd	1945-04-01	1,547,351	10,140	+15.94	+19.92	+16.55	ロンドン証券取引所	+25.72	1.40	III
3 F&C Investment Trust Ord	グローバル大型株	BMO Investment Business Ltd	1888-03-19	760,555	4,984	+11.41	+13.69	+12.61	ロンドン証券取引所	-7.19	0.35	FCIT
4 RIT Capital Partners Ord	フレキシブル・アロケーション	J Rothschild Capital Management Limited	1988-08-01	635,686	4,166	+13.76	+11.95	+9.91	ロンドン証券取引所	-2.03	1.00	RCP
5 Polar Capital Technology Ord	テック/ビジーセクター株	Polar Capital LLP	1996-12-16	546,384	3,581	+26.53	+28.15	+22.34	ロンドン証券取引所	-7.33	1.00	PCOT
6 Alliance Trust Ord	グローバル大型株	Willis Towers Watson PLC	1888-04-21	513,435	3,365	+11.22	+13.40	+11.60	ロンドン証券取引所	-6.87	0.06	ATST
7 Tritax Big Box Ord	不動産	Tritax Management LLP	2013-12-09	505,215	3,311	+14.92	+14.26	-	ロンドン証券取引所	+21.73	1.00	BBOX
8 Monks Ord	グローバル大型株	Baillie Gifford & Co Limited	1929-02-06	498,274	3,268	+18.81	+20.81	+14.05	ロンドン証券取引所	+1.67	0.45	MNKS
9 Smithson Investment Trust Ord	グローバル中小型株	Fundsmith LLP	2018-10-19	450,851	2,955	-	-	-	ロンドン証券取引所	+2.19	0.90	SSON
10 HICL Infrastructure PLC Ord	その他	InfraRed Capital Partners Ltd	2006-03-29	443,992	2,910	+6.08	+6.89	+9.07	ロンドン証券取引所	+16.35	1.10	HICL
11 Mercantile Ord	英国中小型株	JP Morgan Asset Management (UK) Ltd	1884-12-08	372,854	2,442	+10.16	+13.30	+12.74	ロンドン証券取引所	-9.19	0.45	MRC
12 Greencoat UK Wind	その他	Greencoat Capital LLP	2013-03-27	372,016	2,438	+9.35	+9.98	-	ロンドン証券取引所	+6.80	0.25	UKW
13 Worldwide Healthcare Ord	ヘルスケアセクター株	Frostrow Capital LLP	1995-04-28	371,138	2,432	+11.55	+11.64	+18.05	ロンドン証券取引所	+0.52	0.65	WWH
14 Templeton Emerging Mkts Invmt Tr TEMIT	グローバル・エマージング株	Franklin Templeton International Services S.à.r.l.	1989-06-12	363,177	2,380	+9.80	+12.18	+5.52	ロンドン証券取引所	-8.42	1.00	TEM
15 Caledonia Investments Ord	フレキシブル・アロケーション	Caledonia Investments Plc	1960-07-18	358,861	2,352	+9.11	+9.89	+9.74	ロンドン証券取引所	-21.41	-	GLDN
16 Finsbury Growth & Income Ord	英国中小型株	Lindsell Train Ltd	1926-01-15	322,935	2,116	+7.02	+10.09	+13.42	ロンドン証券取引所	-1.97	0.45	FGI
17 Witan Ord	グローバル大型株	Witan Investment Services Limited	1909-02-17	309,082	2,026	+7.76	+11.02	+11.25	ロンドン証券取引所	-7.75	0.51	WITAN
18 Pantheon International Ord	株式その他	Pantheon Ventures (UK) LLP	1987-09-18	290,833	1,905	+12.65	+13.28	+12.30	ロンドン証券取引所	-21.63	1.50	PIV
19 Fidelity China Special Ord	中国株	FIL Investment Management (HK) Ltd	2010-04-19	289,296	1,899	+12.90	+15.87	+15.79	ロンドン証券取引所	-4.96	0.90	FCSS
20 City of London Ord	英国大型株	Janus Henderson Investors Ltd	1891-01-01	285,377	1,739	+1.33	+4.40	+7.53	ロンドン証券取引所	+1.39	0.33	CTY
21 Herald Ord	テック/ビジーセクター株	Herald Investment Management Limited	1994-01-31	282,983	1,723	+20.98	+22.56	+15.89	ロンドン証券取引所	-13.30	1.00	HRI
22 Personal Assets Ord	フレキシブル・アロケーション	Troy Asset Management Limited	1983-07-22	249,018	1,632	+8.57	+5.74	+5.74	ロンドン証券取引所	+0.68	0.65	PNL
23 JPMorgan Emerging Markets Ord	グローバル・エマージング株	JP Morgan Asset Management (UK) Ltd	1991-07-16	244,072	1,600	+12.27	+13.23	+9.05	ロンドン証券取引所	-7.12	0.75	JMG
24 TR Property Ord	不動産セクター株	BMO Asset Management (Holdings) plc	1995-05-05	235,818	1,545	+8.79	+9.61	+11.37	ロンドン証券取引所	-0.97	0.20	TRY
25 Aberforth Smaller Companies Ord	英国中小型株	Aberforth Partners LLP	1990-12-10	234,703	1,538	+7.58	+11.37	+11.36	ロンドン証券取引所	-10.27	0.75	ASL
26 Bankers Ord	グローバル大型株	Janus Henderson Investors Ltd	1888-04-13	232,212	1,522	+10.70	+13.40	+12.14	ロンドン証券取引所	-0.25	0.45	BNKR
27 Murray International Ord	グローバル大型株	Aberdeen Standard Investments	1907-12-18	225,433	1,477	+4.81	+6.19	+7.29	ロンドン証券取引所	-2.81	0.50	MYI
28 HicCapital Trust Ord	株式その他	Hg Pooled Management Limited	1989-12-13	225,308	1,477	+19.82	+19.27	+14.39	ロンドン証券取引所	+17.45	1.50	HGT
29 Fidelity European Trust Ord	欧州大型株	FIL Investments International	1991-11-01	210,108	1,377	+11.29	+13.53	+11.74	ロンドン証券取引所	-5.82	0.85	FEV
30 JPMorgan American Ord	米国大型株	JP Morgan Asset Management (UK) Ltd	1881-06-18	210,037	1,376	+16.54	+17.46	+16.84	ロンドン証券取引所	-5.28	0.35	JAM
314本	*純資産は合計、その他は単純平均。		1989-05-03	26,626,583	174,496	+7.04	+8.89	+9.34		-4.54	1.65	

(出所: 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)

※1: エクスペンシオ(Expense Ratio)とはTotal annual operating expensesの率。日本の信託報酬(販売会社分)に相当するManagement Fees(成功報酬調整後)とTransfer agent Fees and expense、日本の信託報酬(販売会社分)に相当するDistribution (12b-1)Fees、日本の信託報酬(受託会社分)に相当するCustodian Fees、日本の信託報酬(受託会社分)に相当するAudit Fees、そして、投資対象ファンドの信託報酬等であるAcquired Fund Fees and Expenses/AFF等の総称。日本発のProspectusもしくは運用報告書の(Semi-)Annual Reportから抜き出し、平均純資産で割って年率としたものである。尚、日本の販売手数料もしくは解約手数料に相当するInitial Sales Fee (Front-end Load) もしくはDeferred Sales Fee (Back-end Load)は含まず、日本の売買委託手数料に相当するTrading Costs/Brokerage Commissions、Market Impact、Spread Costも含まない。値引き(Fees Waiver and/or Expense Reimbursement)はGross Expense Ratioと高い、値引き後をNet Expense Ratioと言う。ちなみに、欧州ではTotal Expense Ratio/TERと言うものがあるが、2012年8月からはOngoing Charges/OCSと言うものに移行している(TERもOCSも代行手数料やDistribution Feesに相当するTrail Commissionを含まず、TER/OCSの大きな違いはTERは成功報酬を含みOCSは成功報酬を含まない事)。

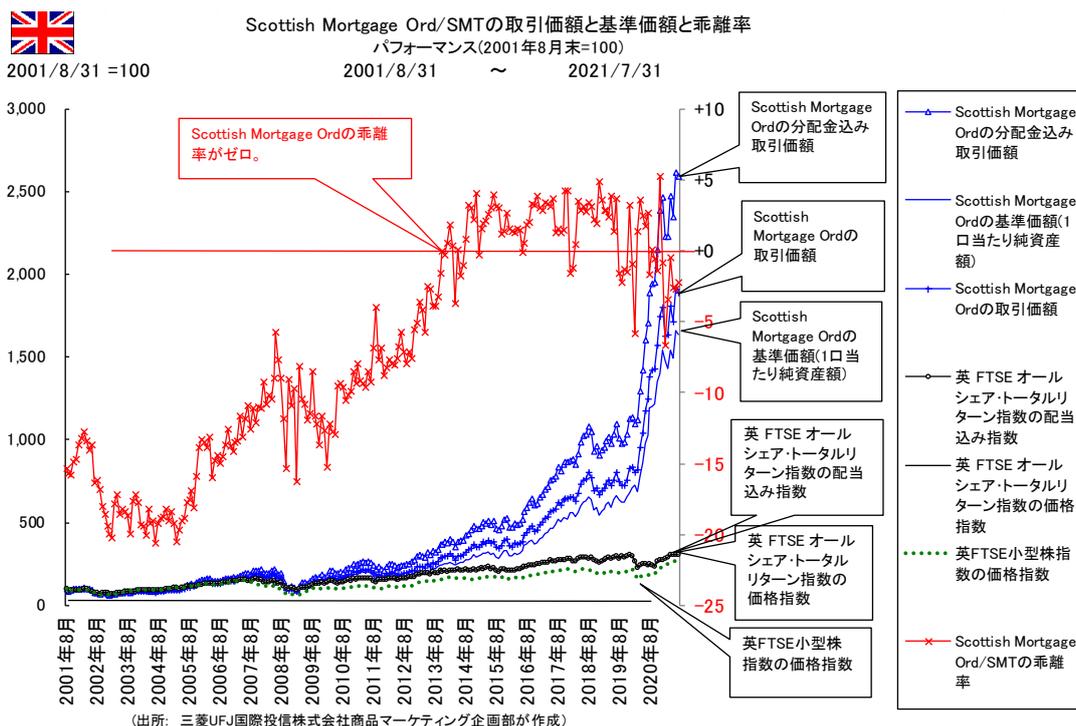
純資産最大は2021年7月末現在191億英ポンド/約2兆9160億円のベイルー・ギフォード/Baillie Giffordの「スコティッシュ・モーゲージ・インベストメント・トラスト/Scottish Mortgage Investment Trust of the Ordinary Shares/Scottish Mortgage Ord(SMT)」。世界の株式に投資するファンドで、直近では米国に32.9%、中国に19.9%、ドイツに7.0%、オランダに6.4%投資している。

「ベイリー・ギフォードのジェームズ・アンダーソン/James Anderson 氏(62歳)は、ロンドンで上場するクローズドエンド・ファンドのスコティッシュ・モーゲージ・インベストメント・トラスト/Scottish Mortgage Investment Trust(SMT)を同僚のトム・スレーター/Tom Slater 氏と共同で運用している。…(略)…。同僚の一人(Thomas Coutts 氏)とシュローダー/Schroders のチーム(Simon Webber 氏)と共に、米国籍**バンガード・インターナショナル・グロース・ファンド/Vanguard International Growth fund(VWIGX)も運用する。**」(2019年5月10日付 Barron's「Interest in CBD Is High. Regulatory Oversight Is Low. Seniors Should Be Careful.」 ~ <https://www.barrons.com/articles/interest-in-cbd-is-high-regulatory-oversight-is-low-seniors-should-be-careful-5162223556> )。

最大の組入銘柄(純資産の6.1%)は香港上場のインターネット・サービス会社テンセント・ホールディングス/Tencent Holdings Limited/騰訊控股(700)。**上場株/listed equities が 78.7%、非上場(未公開企業)投資/unlisted (private company)が 20.2%**(Annual Report and Financial Statements - March 2021 ~ <https://www.bailliegifford.com/en/uk/individual-investors/literature-library/funds/investment-trusts/scottish-mortgage/annual-reports/scottish-mortgage-annual-report-including-the-notice-of-agm-march-2021/> )。「**非上場投資は 2015~2020年、4%から 20%に上昇している。**」と言う(2020年6月24日付 Portfolio Adviser「Scottish Mortgage's unquoted exposure scrutinised ahead of AGM vote」 ~ <https://portfolio-adviser.com/scottish-mortgages-unquoted-exposure-scrutinised-ahead-of-agm-vote/> )。「**英ファンド・プラットフォーム(ネット証券等)のプライベート・エクイティ保有は過去5年で2%から15%に増加した。アドバイザーが長期リターンに焦点を当てる一方でプライベート・エクイティの短期利益追求との間に明らかな対立があるにもかかわらず、この傾向は続く可能性が高い。**」(2021年5月12日付 FundEuro「More PE funding for investment platforms predicted」 ~ <https://www.funds-europe.com/news/more-pe-funding-for-investment-platforms-predicted> )にも近い。

トータルリターン(3年、5年、10年)はかなり良好で乖離率(後述)も非常に小さいが、乖離率の今後はわからない。乖離率は「(取引価額-基準価額)÷基準価額」で出されるもので、プラスをプレミアム、マイナスをディスカウントと呼ぶ。取引を割高・割安にする為、投資家の不利・有利になる。大きなディスカウントについては「この数年、アクティビスト投資家はクローズドエンド・ファンドをターゲットにしている。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、基準価額に近い価格で株式を売却する行動、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っている。これらの行動は長期株主等の利益を損なう事となる。」(2021年6月30日付 Investment Company Institute「ICI Applauds New Bill Increasing Opportunities for American Retail Investors Through Closed-End Funds」 ~ [https://www.ici.org/news-release/21\\_news\\_cefbill](https://www.ici.org/news-release/21_news_cefbill) )とされている。

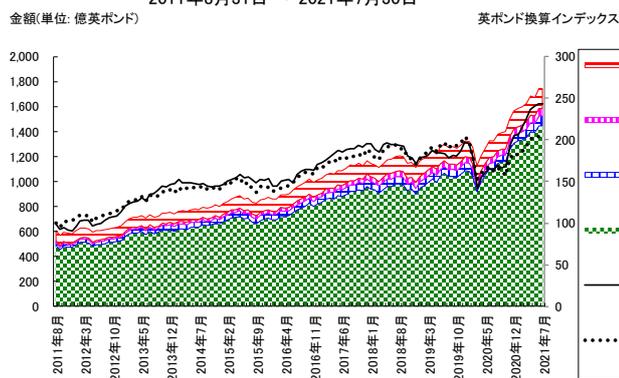
英国のクローズドエンド・ファンドの「優等生」である「Scottish Mortgage Ord」でも、2013年以降8年位こそ乖離率が±5%近くに収まっていたが良いが、それ以前は2004年7月末の-20.6%など、大きなディスカウントが続いていた。



「Scottish Mortgage Ord」以外も含む英国籍英ポンド建てクローズドエンド・ファンド全体を分類別に、純資産と乖離率単純平均を過去 10 年で見たものが下記である。

 英国籍英ポンド建てクローズドエンドファンド(Investment trusts)  
純資産推移

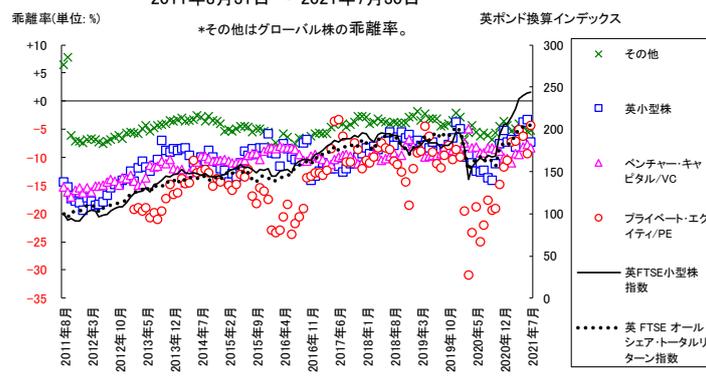
2011年8月31日 ~ 2021年7月30日



(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)

 英国籍英ポンド建てクローズドエンドファンド(Investment trusts)  
乖離率推移

2011年8月31日 ~ 2021年7月30日



(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)

**プライベート・エクイティが 2020 年 3 月末に -30.85% を付けるなど、ディスカウント傾向にある。**「ディスカウントが存在する理由は根拠の無い/unwarranted ものだ。国際金融危機/Global Financial Crisis/GFC の繰り返しを恐れた投資家が条件反射的に/knee-jerk reaction にディスカウントが急拡大した。ディスカウントは自分自身で修正、場合によってはプレミアムになった。」(2021 年 4 月 19 日付 Investment Week「'Unwarranted' private equity trust discounts set to narrow further」~ <https://www.investmentweek.co.uk/news/4029972/unwarranted-private-equity-trust-discounts-set-narrow>) という意見もある。しかし、**上場クローズドエンド・ファンドは乖離率の問題をしっかりと投資家にも理解してもらう必要がある。**

## ●英国

### ～アイキャピタル・ネットワークのフィーダー・ファンドで数千万円の小口化～

「世界のプライベート・エクイティ/PE 市場は約 7 兆ドル以上あるが、その 90% が超富裕層/ultra-high-net-worth individuals/HNWI の資金である。英国ファンドプラットフォームのオールファンズ/Allfunds や英国資産運用会社のブラックロック/BlackRock は PE を、超富裕層顧客より小さな顧客を持っているウェルスマネージャーや、より小さな確定拠出年金/DC 基金に提供し始めている。各々別々に行っているものの、**アイキャピタル・ネットワーク/iCapital Network(後述)と提携している点が共通する。** PE の初期最小購入単位は伝統的に 500 万ドル~2000 万ドルであるものをオールファンズでは 100000 ユーロ/約 1300 万円~250000 ユーロ/3200 万円、ブラックロックでは 125000 ユーロ/約 1600 万円でアクセス出来る様にする。それは**アイキャピタル・ネットワークのフィーダー・ファンド(ファンド・オブ・ファンズに似たマスター・フィーダー構造において投資家が購入するファンド)を利用しているから出来る。** **今後、それほど高度ではない投資家/less sophisticated investors がアクセス出来る可能性を持つファンドの 1 つに ELTIF がある。** **ただ、総額 15 億ユーロ/約 2000 億円しかない。** **英国では最近、『LTAF/Long Term Asset Fund/長期資産ファンド』が提案された。** **LTAF は解約条件/redemption terms をファンドの原資産の流動性に合わせて 3、6、12 カ月と事前に定義する事を検討している。** **LTAF は欧州で急速に成長し続けている DC をターゲットにしている。」**(2021 年 7 月 28 日付 FundEuro「Private equity: It's yours for £3」~ <https://www.funds-europe.com/july-august-2021/private-equity-it-s-yours-for-3>、2021 年 8 月 10 日付 FundEuro「The cost of Allfunds private equity access」~ <https://www.funds-europe.com/news/the-cost-of-allfunds-private-equity-access> )。

**アイキャピタル・ネットワーク/iCapital Network は 2013 年 3 月 25 日に米国ニューヨークで設立されたグローバルなファイナンシャル・テクノロジー・プラットフォーム**(PE 世界最大級のブラックストーン/Blackstone やカーライル/Carlyle、ブラックロックやゴールドマン・サックス/Goldman Sachs、JP モルガン/JPMorgan 等が出資する米国の会社 ~ <https://www.icapitalnetwork.com/>)。顧客はファイナンシャル・アドバイザーを抱える会社(RIA/投資顧問業者、RIA カストディアン、ブローカーディーラー、ファミリーオフィス)や資産運用会社。PE 等の選定からマスター・フィーダー構築による小口のフィーダー・ファンド提供、報告書作成か

らオペレーション、啓蒙活動まで行う。

現在のネットワーク・メンバーは 6710 社、プラットフォーム資産は 812 億ドル、ファンド本数は 787 本(2021 年 6 月 30 日現在～ <https://www.icapitalnetwork.com/about-us/> )。



**アイキャピタル・ネットワークは世界最大のヘッジファンドであるブリッジウォーター・アソシエーツ/Bridgewater Associates とも提携している**(2021 年 8 月 12 日付 iCapital Network「iCapital Network® Announces Relationship with Bridgewater Associates」～ <https://www.icapitalnetwork.com/newsroom/press-releases/icapital-network-announces-relationship-with-bridgewater-associates/> )。

**また、プライベート・エクイティ/PE 世界最大級の KKR と力を合わせている**と(2021 年 3 月 4 日付 InvestmentNews「iCapital leverages KKR to lure investors into private equity」～ <https://www.investmentnews.com/icapital-leverages-krk-to-lure-investors-into-private-equity-203539> )。

KKR はアイキャピタル・ネットワークのプラットフォームを通じて 4 億 3000 万ドルのプライベート投資ファンド(元々はアルテgris KKR コミットメント・マーケット・ファンド/Altegris KKR Commitments Market Fund として 2015 年に立ち上げられたファンドで既に 400 の未公開企業に投資)を初期最小購入単位 25000 ドル/約 270 万円で公認投資家/accredited investors へ提供する(年 1.25%のマネジメント・フィー/management fee で、四半期ごとにファンドの 5%相当の換金を提供する長期投資家向け)。その他、**シュワブ・アドバイザーズ・サービシズ/Schwab Advisor Services が 2019 年 10 月にアイキャピタル・ネットワークのプラットフォームを採用している**(2021 年 7 月 27 日付 InvestmentNews「Alternative investments platform iCapital lands \$440 million in fresh funding」～ <https://www.investmentnews.com/alternative-investments-platform-icapital-lands-440-million-in-fresh-funding-209357> )。

## ● 欧州

**～5 年が経過して残高が伸びない ELTIF/欧州長期投資ファンドに大きな改正案～**

英国の LTAF/長期資産ファンドが意識している制度が EU/European Union/欧州連合(2020 年 1 月 31 日に英国が離脱して 27 カ国)の ELTIF/European Long-Term Investment Fund/欧州長期投資ファンドである(後述※6 参照)。

2015 年 6 月 8 日施行で 2015 年 12 月 9 日から適用の EU 登録(基本)プロ投資家向けファンド(バスポート付与のある AIF/オルタナティブ投資ファンド/Alternative Investment Funds、AIF については 2021 年 3 月 22 日付日本版 ISA の道 その 330～ [https://www.am.mufg.jp/text/oshirase\\_210322\\_2.pdf](https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_210322_2.pdf) )。 **インフラ/infrastructure など長期資本を必要とする非上場企業/unlisted companies に 70%以上(1 銘柄 10%以下)を投資。** 上限はあるが、上場中小企業

/small and medium sized enterprises/SMEs、実物資産/real assets、知的財産/intellectual property、欧州ベンチャー・キャピタル・ファンド/European Venture Capital Funds/EuVECA、欧州ソーシャル・アントロプロナー(社会起業家)ファンド/European Social Entrepreneurship Funds/EuSEF 等にも投資出来る

( [https://ec.europa.eu/info/law/european-long-term-investment-funds-eltifs-regulation-eu-2015-760\\_en](https://ec.europa.eu/info/law/european-long-term-investment-funds-eltifs-regulation-eu-2015-760_en) 、 [https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/MEMO\\_15\\_4423](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/MEMO_15_4423) )。

機関投資家も個人投資家も同等の投資となるが、**ファンドのライフ・サイクル最終日まで解約出来ない為、換金したい場合は、取引所で売買する、もしくは、第三者に譲渡する事となる。** 追加設定は出来るものの、純資産を下回る設定は既存投資家の承認が必要となる。



# ELTIF

## European Long-Term Investment Fund

### 欧州長期投資ファンド

## ※6: ELTIF「NB Direct Private Equity Fund A ELTIF」…



2021年5月19日にニューバーガー・バーマン/Neuberger Bermanがプライベート・エクイティ/PEのELTIF「NB Direct Private Equity Fund A ELTIF」を立ち上げた(2021年5月19日付 Neuberger Berman「Press Release Neuberger Berman Continues to Expand Access to Private Equity with ELTIF Launch」～ <https://www.nb.com/en/global/press-releases/press-release-neuberger-berman-continues-to-expand-access-to-private-equity-with-eltif-launch>)。初期最小購入単位は50000ユーロ/約640万円で公認投資家やプロ投資家、彼らの投資アドバイザーが投資出来る。日本の金融庁「重要情報シート」が参考にする欧州のPRIIPs KID/Key Information Document/重要情報書類を見ると( <https://www.nb.com/en/global/sicav-legal-documents> )、「SICAV」(欧州で一般的な会社型オープンエンドファンド)で「AIF」(オルタナティブ投資ファンド/Alternative Investment Funds)でもある「NB Alternative Funds SICAV S.A.」と言うファンドがある(PRIIPs KID 及び AIF は 2021年3月22日付日本版ISAの道その330～ [https://www.am-mufg.jp/text/oshirase\\_210322\\_2.pdf](https://www.am-mufg.jp/text/oshirase_210322_2.pdf))。そのファンドの下にクローズドエンド・サブファンドでELTIFの「NB DIRECT PRIVATE EQUITY FUND A ELTIF」がある(さらにその下にシェアを設定している)。**必要最小保有期間/required minimum holding periodの8年は解約不可/have no redemption rights。**主なコストは一回限りかかるコスト/Entry costs 0.16%～0.32%(8年でならずと年0.02%～0.04%)、継続してかかるコスト/Ongoing costs は年1.61%～1.96%(シェアによる)、付随コスト/Incidental costs(成功報酬/Carried interests) 0.99%～1.12%となっている(欧州の投信コストは2021年3月22日付日本版ISAの道その330～ [https://www.am-mufg.jp/text/oshirase\\_210322\\_2.pdf](https://www.am-mufg.jp/text/oshirase_210322_2.pdf))。

**ELTIFは2021年でも20億ユーロ/約2500億円以下で約28本が設立されただけで、ELTIF制度は経済への長期投資を後押しすると言う目標を達成出来なかった。**2021年1月25日にEFAMA/European Fund and Asset Management Association/欧州投資信託・資産運用協会はELTIF制度改善についての見解を発表した。

2021年1月25日にEFAMA/European Fund and Asset Management Association/欧州投資信託・資産運用協会は、ELTIF制度改善についての見解を発表した(2021年1月25日付EFAMA「EFAMA's response to the EC's public consultation on the review of ELTIF Regulatory Framework」～



<https://www.efama.org/newsroom/news/efama-s-response-ec-s-public-consultation-review-eltif-regulatory-framework>)。「**大きな改正が必要である。**

**EFAMAは次の主要な改正を推奨する。**」と言う。以下の通り。

- ✓ファンドのライフ・サイクルに対する制限を取り除き、適切な償還条件を導入、適切な流動性管理ツールを組み込む事。
- ✓現在の対象資産規定/eligible asset provisionの範囲を広げ、ELTIFs、EuVECA、EuSEFのほか、非上場の金融スタートアップ企業を含む事。
- ✓実物資産/real assets(不動産等)への投資に対する現在の1,000万ユーロ/約13億円の閾(しきい)値を引き下げ、経営者が小規模な投資プロジェクトを検討する為の選択肢を広げる事。
- ✓量的制限を削除する事。
- ✓税の中立を保証する事。

## ●欧州

### ～ELTIFより人気のあるルクセンブルクのRAIFとSCSp～

「アイルランド/Irelandとルクセンブルク/Luxembourgは、クロスボーダー・ファンド・センター/cross-border fund centresとしての地位を強化している様だ。アイルランドではETFサービスの力強い成長が続いている一方、ルクセンブルクはプライベート・マーケット・ファンドの立ち上げが活気に満ちている。**ELTIF/European Long-Term Investment Fund/欧州長期投資ファンドは長い間、好まれなかった(無視された)。**…(略)…。ルクセンブルクは、フランス語、ドイツ語、英語で当局に登録や書類を提出出来るヨーロッパ唯一の国である。58%がルクセンブルクに割り当てられる。**ルクセンブルクのもう一つの利点は、2016年に立ち上げられた人気のファンド構造RAIF/Luxembourg Reserved Alternative Investment Fund**である。これにより、CSSF/Commission de Surveillance du Secteur Financier/ルクセンブルク金融監督委員会の承認を必要とせずに、AIF/オルタナティブ投資ファンド/Alternative Investment Funds(EU登録の基本的にプロ投資家向けファンドでパスポート付与)を設定出来る。**ルク**

**センブルクの魅力的な法的形態のもう一つの例は、SCSp/Special limited partnership である。AIFMD の実施時に 2013 年に導入された。」**(2021 年 5 月 10 日付 FundEuro「Fund administration: More promise for the unloved ELTIF」～

<https://www.funds-europe.com/may-2021/fund-administration-more-promise-for-the-unloved-eltif> )。

2016 年に導入された**ルクセンブルクの RAIF/Luxembourg Reserved Alternative Investment Fund は AIF/オルタナティブ投資ファンド/Alternative Investment Funds などでパスポート付与で EU 域内におけるパスポートの恩恵を受けられる**( [https://www.alfi.lu/en-GB/Pages/Setting-up-in-Luxembourg/Alternative-investment-funds-legal-vehicles/RAIF-\(Luxembourg-Reserved-Alternative-Investment-F](https://www.alfi.lu/en-GB/Pages/Setting-up-in-Luxembourg/Alternative-investment-funds-legal-vehicles/RAIF-(Luxembourg-Reserved-Alternative-Investment-F) )。 “十分に情報を得た”投資家/“well-informed” investors だけに限られるものの、契約型(FCP/Fonds Commun De Placement)でも会社型(SICAV/Société d’Investissement    Capital variable, SICAF/Société d’investissement    capital fix)でも多様なファンド形態で組成する事が出来、サブファンドやシェアクラスを複数作る事も出来る。何より、**ELTIF の様な対象資産規定や分散投資に関して規制が無く、柔軟なファンドが出来る**。その他、法人税等が免除、分配金の源泉税、キャピタルゲイン税も無い(ただ純資産に対して年 0.01%の Subscription Tax がある)。

2013 年に導入された**ルクセンブルクの SCSp/Special limited partnership/特別なリミテッド・パートナーシップは普通のリミテッド・パートナーシップの SCS/Societe En Commandite Simple の様に法人格/legal personality は無く、柔軟な設計が出来る**ほか、税務上もメリットがある( <https://guichet-public.lu/en/entreprises/creation-developpement/forme-juridique/entreprise-individuelle-societe-personnes/scsp.html> )。

## ●米国

### ～**新型 CEFs で非上場上限 15%を無くしアクティビスト 10%以上を禁止**～

米国でも(共和党が主導)、個人(年金)資金を VC・PE ファンドに向けようとしている事は明らかだ。昨年 2020 年に(共和党主導の)SEC/証券取引委員会が VC・PE ファンドに投資出来る公認投資家/accredited investor rule を拡大した事、(共和党主導の)DOL/労働省が 401(k)でターゲットデート・ファンド/target-date funds/TDFs の様な専門的に管理されたファンド内にある場合、PE を提供出来ると言っていた(2020 年 10 月 14 日付日本版 ISA の道 その 317～

[https://www.am.mufg.jp/text/oshirase\\_201014.pdf](https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_201014.pdf) 、2020 年 12 月 17 日付日本版 ISA の道 その 324～ [https://www.am.mufg.jp/text/oshirase\\_201217.pdf](https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_201217.pdf) 、2021 年 1 月 21 日付日本版 ISA の道 その 325～ [https://www.am.mufg.jp/text/oshirase\\_210121.pdf](https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_210121.pdf) )。

年金基金では米国の経営思想家ピーター・ドラッカー/Peter Drucker 氏が 1976 年著「見えざる革命: 年金が経済を支配する/The Unseen Revolution: How Pension Fund Socialism Came to America」(1996 年に「The Pension Fund Revolution」で再発行の)「**年金の投資はベンチャー・キャピタル等へ直接投資し現実の世界に関与、上場企業の知識豊富で積極的主張をする所有者の役割を果たすべきだ。**」( <https://www.amazon.co.jp/Pension-Fund-Revolution-Peter-Drucker/dp/1138537365> )で言った通り「**一般的に 10%から 20%の未公開市場の配分を持っている。**」(2021 年 5 月 25 日付 ThinkAdvisor「This New Fund Structure Helps Retail Clients Access Private Markets」～ <https://www.thinkadvisor.com/2021/05/25/this-new-fund-structure-helps-retail-clients-access-private-markets/> )。

その様な米国で 2021 年 6 月 30 日に**米国の超党派下院議員(共和党のアンソニー・ゴンザレス/Anthony Gonzalez 氏 36 歳と民主党のグレゴリー・ミークス/Gregory Meeks 氏 67 歳)が「投資家の好機増加法/Increasing Investor Opportunities Act」を下院に再提出した**(Congress.gov「H.R.4262 - Increasing Investor Opportunities Act」～ <https://www.congress.gov/bill/117th-congress/house-bill/4262?q=%7B%22search%22%3A%5B%22Rep.+Gonzalez%22%5D%7D&s=7&r=1> )。この法案はゴンザレス氏が 2019-2020 議会で出したものと同じで、その際、「**米国の上場企業数は 1996 年の約 8000 銘柄から現在の約 4000 株に約 50%減少した。1974 年のデビュー時に 5000 銘柄だったウィルシャー5000 指数は、現在約 3500 銘柄である。今の個人投資家はかつてと同じ投資の選択肢を持っていない。**」(2021 年 7 月 7 日付 ThinkAdvisor「Bipartisan Bill Would Extend Private Equity to the Mass Market」～ <https://www.thinkadvisor.com/2021/07/07/bipartisan-bill-would-extend-private-equity-to-the-mass-market/> )と  
言っていた。

提案された1つは、クローズドエンド・ファンド/closed-end funds/CEFsの非上場株式投資にある純資産の15%と言う制限を解除する事(100%の場合もあるがそれは後述)、もう1つはアクティビスト投資家/activist investorsとその関連会社が10%以上を取得する事を禁止する事である。



# 新型 CEF

## closed-end fund

### クローズドエンド・ファンド

まず、提案の1つ、クローズドエンド・ファンドの15%と言う制限についてである。現在、SEC/証券取引委員会のガイダンスに基づく制約により、**公認投資家/accredited investorsが25,000ドル/約270万円以上を投資するクローズドエンド・ファンドは純資産の100%まで非上場株式投資が可能**である。公認投資家とは2020年8月26日にSEC/証券取引委員会が、(1)直近2年の年収が年20万ドル/約2200万円以上(もしくは夫婦で30万ドル/約3300万円以上)の個人、(2)100万ドル/約1.1億円以上の純資産(個人住宅を除く)を持つ個人もしくは夫婦、(3)FINRA/Financial Industry Regulatory Authority/米国金融取引業規制機構の一般証券登録外務員試験「シリーズ7」、統一投資顧問法試験「シリーズ65」、私募証券外務員試験「シリーズ82」のどれかに合格した金融専門家に拡大する事を承認している(2020年12月17日付日本版ISAの道その324～ [https://www.am-mufg.jp/text/oshirase\\_201217.pdf](https://www.am-mufg.jp/text/oshirase_201217.pdf))。

しかし、以上に該当しないのであれば、**ミューチュアルファンドと同様、15%以下のみの非上場株式投資**となる。非流動性資産(の公正価値)を純資産の15%以下にしなければならない事は、「米国のミューチュアルファンド(除くMMF)及びETF(除く現物交換ETF)に対する流動性管理プログラム/Liquidity Risk Management Programs/LRMPs」にある「通常の市場環境で価格に大きな影響を与えず7暦日以内に売却や処分<sup>の出来ない可能性がある資産</sup>(Illiquid investments/売却が難しい投資)は15%以下」と一致する。ただ、**そもそも1969年にSECが10%としていたものを1992年に15%へ引き上げたものである。**

2016年10月13日現在

米国SEC/証券取引委員会の投信流動性管理プログラム(1940年投資会社法に規則22e-4/Rule 22e-4を新設)

「米国のミューチュアルファンド(除くMMF)及びETF(除く現物交換ETF)に対する流動性管理プログラム/Liquidity Risk Management Programs/LRMPs」 (2015年5月20日公表、2015年9月22日改正、2016年10月13日最終案で現物交換ETF/In-Kind ETFsを除く、純資産10億ドル以上の会社は2018年12月1日施行で、純資産10億ドル未満の会社は2019年6月1日施行)	流動性分類/Classification of the Liquidity(4分類/Four Liquidity Categories) *少なくとも毎月見直す ～価格に大きな影響を与えず現金化出来るまでの日数による分類が基本(アセットクラスによる分類も可)～ <b>流動性スコアは2016年10月13日最終案は公表だったが、2018年3月14日に非公表に(パブコメ後に決定)。</b>			
	Highly Liquid Investments	Moderately Liquid Investments	Less Liquid Investments	Illiquid investments /売却が難しい投資
通常の市場環境で価格に大きな影響を与えず <b>3営業日以内</b> に現金化出来る資産  *下限/Minimum(%)を設定、下限を下回った時の方針や処理を決定、下限を下回った時はファンド取締役会に報告	通常の市場環境で価格に大きな影響を与えず現金化する事に <b>3暦日を超か</b> るが、 <b>7暦日以内</b> の資産	通常の市場環境で価格に大きな影響を与えず <b>7暦日以内</b> に売却や処分の約定が出来るものの現金化に7暦日超かかる資産	通常の市場環境で価格に大きな影響を与えず <b>7暦日以内</b> に売却や処分 <sup>の出来ない可能性がある資産</sup>  *15%以下 *上限/Limitation(%)を設定 上限を上回った時はファンド取締役会に報告(方法も含め)、30日以内に解決しない場合はファンド取締役会が判断	
→「流動性分類」については各々2019年6月1日施行で、2019年12月1日施行とする～2018年2月21日)  <b>スウィング・プライシングは2018年11月19日施行</b>	・ミューチュアルファンド(除くMMF、除くETF)が不安定な市場環境/unstable market conditionsで「スウィング・プライシング/Swing Pricing」を選択出来る。設定・解約をする投資家の基準価額(に売買コスト等を転嫁、既存投資家の希薄化/Dilutionを避ける(欧州では導入例も多い)。著しく影響を与える純流入・純流出の量～Swing Threshold/閾値/しきい値/いき値～になったらスウィング・プライシングとする事が出来る。純流入の場合はスウィング・ファクター/Swing Factorを加えて基準価額を引き上げ、純流出の場合はスウィング・ファクターを引いて基準価額を引き下げる。スウィング・ファクターの最大値(基準価額の2%以下)を決めて開示する。この閾値は毎年見直し、ファンド取締役会がその方針・手順を認可する必要がある。			

※1: NAV/Net Asset Value…純資産総額で一株当たり純資産総額の基準価額は「per share NAV」だがNAVだけで基準価額を指す場合が  
 ※2: ストレステスト/健全性審査(市場激変時の換金に対して流動性が十分確保されているか)…2016年6月22日にFSB/金融安定理事会は欧米の規制当局に対し、資産運用会社を対象としたシステム全体のストレステストを実施する事や流動性が低い資産の保有を制限する新たな規則の策定を検討する事を求めている。  
 (出所: SEC/証券取引委員会より三菱UFJ国際投信株式会社商品マーケティング企画部が作成)

次に、提案されたもう1つ、アクティビスト投資家とその関連会社が CEF の 10%以上を取得する事を禁止する事についてである。これはアクティビスト投資家による短期利益獲得行動を防ぎ、長期株主の利益を損わない様にする為である。

米国の投資信託協会/ICI の CEO であるエリック・パン/Eric Pan 氏は 2021 年 6 月 30 日、「法案は、投資家に対する重要な保護を維持しながら、メイン・ストリート(金融以外の産業、米国各地)の投資家がクローズドエンド・ファンドを通じてプライベート投資/private investments にアクセスする機会を拡大する。この法案はまた、アクティビスト投資家が個人投資家を犠牲にして短期利益を出す為に使う抜け穴を除く事で CEF を強化する。CEF は投資家保護を維持しながら、個人投資家にプライベート投資を含む多様なレベルの投資を提供する。」(2021 年 6 月 30 日付 Investment Company Institute「ICI Applauds New Bill Increasing Opportunities for American Retail Investors Through Closed-End Funds」~ [https://www.ici.org/news-release/21\\_news\\_cefbill](https://www.ici.org/news-release/21_news_cefbill))と言う。

「クローズドエンド・ファンドは通常、基準価額に対してディスカウントの価格で取引される。ヘッジファンドは、この非効率性を利用して、取引価額を下回る価格で購入、取締役会の議席を獲得、投信ド会社に公開買付けを強制する。これが失敗した場合、ヘッジファンドはファンドのマネージャーの交代、ファンドの解散、オープンエンド・ファンド/open-end funds への転換を試みる可能性がある。」(2021 年 8 月 2 日付 Barron's「Closed-End Fund Legislation Could Help Fund Companies but Harm Investors」~ <https://www.barrons.com/articles/congress-closed-end-funds-legislation-51627657959>)とも言われている。

New closed-end fund legislation would

- give retail investors more opportunities
- eliminate a loophole used by activist investors

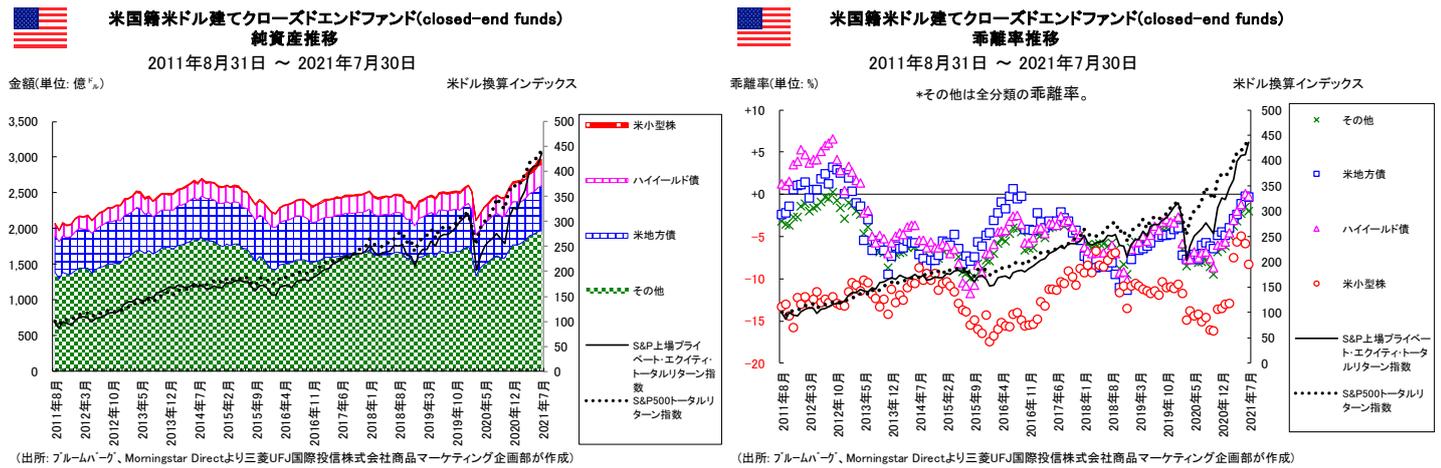
ICI INVESTMENT COMPANY INSTITUTE® [www.ici.org](http://www.ici.org)

(出所: 2021 年 7 月 20 日付 ICI/Investment Company Institute/米国投資信託協会 Twitter ~ <https://twitter.com/ICI/status/1417454613637308439>)

しかしアクティビスト投資家は反対する。「アクティビスト投資家であるドライデン・キャピタル/Dryden Capital の マット・バフィンソン/Matt Buffington 氏は『アクティビズムは重要な役割を果たしており、この法案が可決されれば、アクティビストが脅迫したり、変化を生み出したりする事がより困難になる。』と言う。クローズドエンド・ファンド/closed-end funds/CEFs を長い間ターゲットにしてきたアクティビスト投資家であるブルドッグ・インベスターズ/Bulldog Investors のフィル・ゴールドスタイン/Phil Goldstein 氏は『ひどいパフォーマンスと大幅なディスカウントのあるファンドがあるが、ICI/Investment Company Institute/米国投資信託協会は説明責任を負わせるメカニズムが必要だとは決して言わない。』と言う。」(2021 年 8 月 2 日付 Barron's「Closed-End Fund Legislation Could Help Fund Companies but Harm Investors」~ <https://www.barrons.com/articles/congress-closed-end-funds-legislation-51627657959>)と言う。



「Royce Value Trust」以外も含む米国籍米ドル建てクローズドエンドファンド全体を分類別に、純資産と乖離率単純平均を過去10年で見たものが下記である。



**米国小型株が2016年1月末に-17.48%を付けるなど、ディスカウント傾向にある。「クローズドエンド・ファンドは通常、基準価額に対してディスカウントの価格で取引される。」**(2021年8月2日付 Barron's「Closed-End Fund Legislation Could Help Fund Companies but Harm Investors」～ <https://www.barrons.com/articles/congress-closed-end-funds-legislation-51627657959>)と言われている通りだ。英国と同様、**上場クローズドエンド・ファンドは乖離率の問題をしっかりと投資家にも理解してもらう必要がある。**

## ●米国

### ～デラウェア籍法定トラスト/DSTs、インターバル・ファンド、エバーグリーン・ファンド～

**デラウェア籍法定トラスト/Delaware Statutory Trusts/DSTsは一般的なオープンエンド・ファンドに使われる事が多いが、柔軟性が評価されクローズドエンド・ファンドにも使われる**(<https://www.rlf.com/wp-content/uploads/2020/05/CorpTrust02.pdf>)。DSTはクローズドエンド・ファンドのREITsの様に、スポンサーが資産を取得、その小口受益権を出す事が可能である(DSTsとREITsは投資家段階で税制に違い)。スポンサーがまず資産を取得してクローズドエンド・ファンドを新規設定する。追加設定/Subscription windowは適格投資家に対し月次で直近基準価額で行う。解約/Share repurchasesは月次入札/monthly auction eventsと年次公開買付/annual tendersで行う。このクローズドエンド・ファンドに複数の小口のシェア/Sharesを設定(小口と言っても初期最小購入単位25000ドル/約270万円等)、そのシェアを公認投資家/accredited investorsが投資、譲渡も可能だ。**入札や譲渡はPEの流通市場(ナスダック・プライベート・マーケット/Nasdaq Private Market等)で可能。**「**ロバート・A・スタンガー/Robert A. Stangerの調査によると、ファイナンシャル・アドバイザーやブローカーによる非上場不動産投資信託/nontraded real estate investment trustsや事業開発会社/business development companiesを含むオルタナティブ投資は2021年に急増、1～6月に317億ドルに達し、年末までにその2倍近くに達するペースとなっている。インターバルファンド/interval funds(後述)や米国デラウェア籍法定トラスト/Delaware Statutory Trusts/DSTsも含むオルタナティブ投資の伸びは非常に強く、既に2020年の総額270億ドルを上回っている。**」(2021年7月26日付 InvestmentNews「Alternative investment sales skyrocket in 2021」～ <https://www.investmentnews.com/alternative-investment-sales-skyrocket-in-2021-209287>)と言われている。

2021年6月30日付「投資家の好機増加法」でクローズドエンド・ファンドの制限を解除する事とアクティビスト投資家その関連会社が10%以上を取得する事を禁止するの前にインターバルファンド/interval fundsを利用、改良する方法もある。「**クローズドエンド・ファンドとインターバルファンドがPEやVCの限られた流動性に対応出来る。**」(2020年6月3日付 Morningstar「Should Private Investment Funds Be for Everyone?」～ <https://www.morningstar.com/articles/961183/should-private-investment-funds-be-for-everyone>)と言われている。

「インターバル・ファンド/Interval funds はクローズドエンド・ファンドの一種で、一般的に四半期に1度の解約に限られ、非上場で、個人にも販売されている。そしてこれはSEC/米証券取引委員会の流動性規則に該当しない。」と言う(2016年10月30日付 Barron's「Interval Funds Making the Best of Illiquid Assets」~ <http://www.barrons.com/articles/interval-funds-making-the-best-of-illiquid-assets-1477715768>、流動性規則については2020年5月26日付日本版ISAの道その306~ [https://www.am.mufj.jp/text/oshirase\\_200526.pdf](https://www.am.mufj.jp/text/oshirase_200526.pdf))の通りである。インターバルファンドは現状、解約が3カ月に1回(もしくは6カ月に1回、12カ月に1回)のもので、解約額は全体として総資産の25%までで、一般的にインターバルごとに5%まで解約出来る。

今年2021年に入り、米国デンバーのボウ・リバー・キャピタル/Bow River Capitalは、**主としてプライベート・エクイティとプライベート・デットに投資するファンドを、クローズドエンドのインターバルファンド「ボウ・リバー・キャピタル・エバーグリーンファンド/Bow River Capital Evergreen」へ転換した**(Bow River Capital Evergreen Fund SEC Registration~ <https://sec.report/CIK/0001810256>、2021年1月4日付 InvestmentNews「New fund brings private equity to the accredited masses」~ <https://www.investmentnews.com/new-fund-brings-private-equity-accredited-masses-200851>)。インターバル・ファンドにする事で、ポートフォリオはプライベート・エクイティとプライベート・クレジットに資産の最大95%を保有出来るが、エクスポージャーを80%から85%の間で維持すると言う。公認投資家のみ開放、総資産の5%に相当する四半期償還を可能にする。初期最小購入単位は5万ドル/約550万円、手数料は年1.75%で、ほとんどのプライベート・エクイティ投資と異なりパフォーマンス手数料は無い。

尚、「ボウ・リバー・キャピタル・エバーグリーンファンド/Bow River Capital Evergreen」は**米国デラウェア籍法定トラスト/Delaware Statutory Trusts/DSTsに再編され、非分散型のクローズドエンド・ファンド/closed-end funds/CEFsとして登録され、投資会社法第23c-3条に基づき、インターバルファンドとして運営されている**(2021年1月4日付 Bow River Capital Evergreen Fund Prospectus~ <https://sec.report/Document/0001398344-21-000066/>)。

米国籍米ドル建てインターバルファンド(interval funds)は2021年7月末現在、275億ドル/約3兆175億円あり(クローズドエンド・ファンドの11分の1)、純資産の大きい順30ファンドが下記である。

尚、「ボウ・リバー・キャピタル・エバーグリーンファンド/Bow River Capital Evergreen」は**米国デラウェア籍法定トラスト/Delaware Statutory Trusts/DSTsに再編され、非分散型のクローズドエンド・ファンド/closed-end funds/CEFsとして登録され、投資会社法第23c-3条に基づき、インターバルファンドとして運営されている**(2021年1月4日付 Bow River Capital Evergreen Fund Prospectus~ <https://sec.report/Document/0001398344-21-000066/>)。

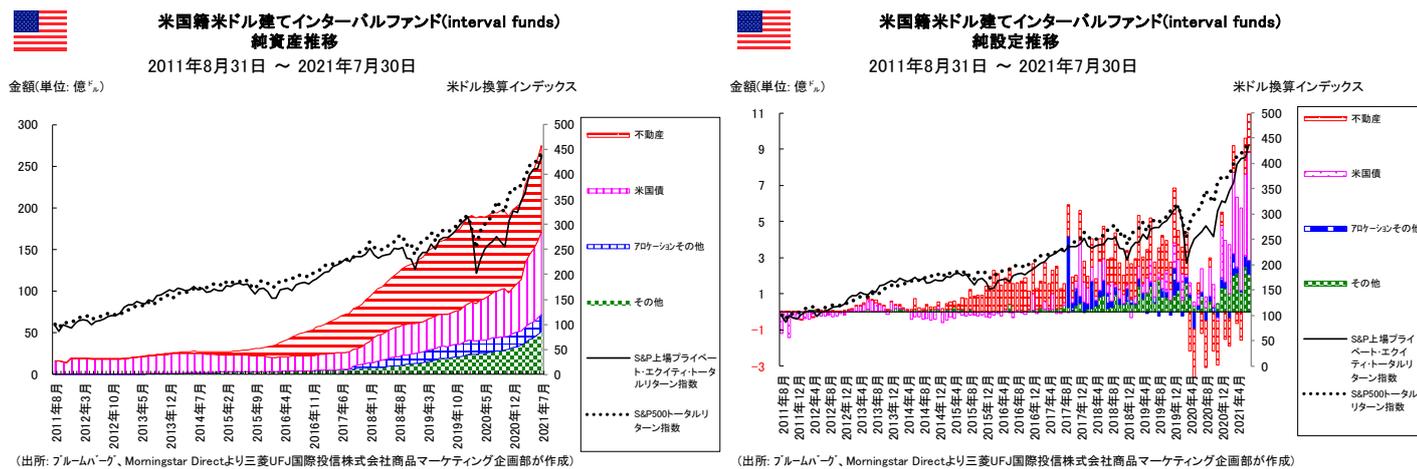
米国籍米ドル建てインターバルファンド(interval funds)は2021年7月末現在、275億ドル/約3兆175億円あり(クローズドエンド・ファンドの11分の1)、純資産の大きい順30ファンドが下記である。

米国籍米ドル建てインターバルファンド(interval funds)の純資産の大きい順30ファンド											2021年7月末現在	
ファンド名	グローバル分類 (モーニングスター分類)	投信会社名	設定日	純資産 (クラス) (百万円) 最新月末	純資産 (クラス) (百万万 貨) 最新月末	トータル リターン 3年 (年率) (月末ベ ス) (各通貨 ベース)	トータル リターン 5年 (年率) (月末ベ ス) (各通貨 ベース)	トータル リターン 10年 (年率) (月末ベ ス) (各通貨 ベース)	主要取引所	乖離率(ブ レミアムと ディスカウ ント)	エクスペン スレシオ(※1) 無い場合は最 大1%をシマン ド(投資信 社分)	ティッカー
1	Versus Capital Multi-Mgr Real Est Inc I	不動産セクター	Versus Capital	2012-07-09	283,864	2,586	+5.49	+5.42	-	-	1.20	VCMIX
2	Cliffwater Corporate Lending I	米国債券	Cliffwater LLC	2019-06-05	281,592	2,566	-	-	-	-	1.81	CCLFX
3	Versus Capital Real Assets	その他アセットアロケーション	Versus Capital	2017-09-18	231,529	2,110	+4.37	-	-	-	1.33	VCRRX
4	PIMCO Flexible Credit Income Inst	米国債券	PIMCO	2017-02-22	223,113	2,033	+7.65	-	-	-	3.77	PFLEX
5	Griffin Institutional Access Real Estt I	不動産セクター	Griffin Capital	2015-08-10	198,751	1,811	+6.19	+6.07	-	-	1.71	GRIFX
6	Bluerock Total Income+ Real Estate I	不動産セクター	BLUEROCK	2014-04-01	192,042	1,750	+7.25	+7.22	-	-	1.95	TIPWX
7	Griffin Institutional Access Real Estt M	不動産セクター	Griffin Capital	2016-11-16	118,747	1,082	+5.41	-	-	-	2.44	GMREX
8	Variant Alternative Income Institutional	多種オルタナティブ	Variant	2018-09-28	115,303	1,051	-	-	-	-	1.28	NICHX
9	Pioneer ILS Interval	米国債券	Amundi US	2014-12-17	110,736	1,009	+1.80	+1.60	-	-	1.93	XILSX
10	CION Ares Diversified Credit I	米国債券	CION Investments	2017-07-12	100,494	916	+5.85	-	-	-	3.87	CADUX
11	Griffin Institutional Access Real Estt A	不動産セクター	Griffin Capital	2014-06-30	78,965	719	+5.91	+5.79	-	-	1.96	GIFEX
12	PIMCO Flexible Municipal Income Ins	米地方債	PIMCO	2019-03-15	75,632	689	-	-	-	-	0.88	PMFLX
13	Bluerock Total Income+ Real Estate A	不動産セクター	BLUEROCK	2012-10-22	59,454	542	+6.99	+6.96	-	-	2.21	TIPRX
14	Griffin Institutional Access Real Estt C	不動産セクター	Griffin Capital	2015-08-10	56,277	513	+5.13	+5.00	-	-	2.72	GRGEX
15	Bluerock Total Income+ Real Estate C	不動産セクター	BLUEROCK	2014-04-01	50,020	456	+6.22	+6.17	-	-	2.96	TIPPX
16	The Private Shares Fund I	株式その他	SharesPost 100	2017-11-17	45,474	414	+15.39	-	-	-	2.54	PIIUX
17	Griffin Institutional Access Credit I	米国債券	Griffin Capital	2017-04-03	38,320	349	+6.15	-	-	-	0.54	GRDIX
18	Invesco Senior Loan IB	米国債券	Invesco	1989-10-04	37,039	337	+3.61	+5.30	+5.19	-	1.80	XPRTX
19	Lord Abbett Credit Opportunities A	米国債券	Lord Abbett	2019-09-13	36,319	331	-	-	-	-	2.25	LARAX
20	CION Ares Diversified Credit U	米国債券	CION Investments	2019-07-25	29,221	266	-	-	-	-	3.83	GADZX
21	Lord Abbett Credit Opportunities Instl	米国債券	Lord Abbett	2019-02-21	28,426	259	-	-	-	-	1.50	LCRDY
22	FS Credit Income I	Fixed Income Miscellaneous	FS Investments	2017-11-01	27,856	254	+7.58	-	-	-	3.30	CFRFX
23	PIMCO Flexible Municipal Income A-3	米地方債	PIMCO	2019-09-10	27,289	249	-	-	-	-	1.63	PMFAX
24	KKR Real Estate Select Trust Inc I Cmn	不動産セクター	KKR	2020-07-02	26,541	242	-	-	-	-	1.25	KRSTX
25	Ecofin Tax-Advantaged Sel Impct Instl	米地方債	Ecofin	2018-03-26	24,214	221	+3.02	-	-	-	1.50	TSIFX
26	Palmer Square Opportunistic Income	Fixed Income Miscellaneous	Palmer Square	2014-08-29	23,380	213	+5.28	+7.28	-	-	1.50	PSOIX
27	BlackRock Credit Strategies Instl	米国債券	BlackRock	2019-02-28	22,124	202	-	-	-	-	1.84	CRDXX
28	City National Rochdale Select Strats I	株式その他	City National Rochdale	2017-07-27	19,650	179	+6.04	-	-	-	1.00	CNRLX
29	KKR Credit Opportunities I	グローバル債	KKR	2020-03-02	19,336	176	-	-	-	-	1.68	KCOPX
30	Principal Diversified Select RI Ast Y	マルチセクター	Principal	2019-06-25	18,978	173	-	-	-	-	1.17	PDSYX
160本	*純資産は合計、その他は単純平均。			2017-05-22	3,017,539	27,495	+5.51	+5.16	+4.20	-	2.34	

(出所: 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)  
 ※1: エクスペンシオ=Expense RatioもしくはTotal annual operating expensesの事。日本の信託報酬=投資信託に相当するManagement Fees/成功報酬調整後とTransfer agent Fees and expense、日本の信託報酬=販売会社分(代行手数料)に相当するDistribution (12b-1) Fees、日本の信託報酬=委託会社に相当するCustodian Fees、日本の監査報酬に相当するAudit Fees、そして、投資対象ファンドの信託報酬等であるAcquired Fund Fees and Expenses/AFFE等の総額を、目録見書のProspectusもしくは運用報告書のSemi-Annual Reportから抜き出し、平均純資産で割って年率としたものである。尚、日本の販売手数料もしくは総手数料に相当するInitial Sales Fees (Front-end Load)もしくはDeferred Sales Fees (Back-end Load)は含まず、日本の売買委託手数料に相当するTrading Costs/Brokerage Commissions、Market Impact、Spread Costも含まない。違約金Waiver and/or Expense Reimbursement前年Gross Expense Ratioと異なり、違約金後をNet Expense Ratioと書く。ちなみに、欧州ではTotal Expense Ratio/TERと言うものがあるが、2012年6月からはOngoing Charges/OCSと言うものに移行している(\*TER/OCSも代行手数料とDistribution Feesに相当するTrail Commissionを含まず、TERとOCSの大きな違いはTERは成功報酬を含みOCSは成功報酬を含まない事)。

インターバルファンドは非上場クローズドエンド・ファンド/Unlisted Closed-End Investment Companyの一つで、上場していないので乖離率は無い。

米国籍米ドル建てインターバルファンド全体を分類別に、純資産と純設定を過去 10 年で見たとものが下記である。



インターバルファンドは非上場クローズドエンド・ファンド/Unlisted Closed-End Investment Company の一種で、クローズドエンド・ファンドだ。オープンエンド・ファンド/open-end funds で新型長期 VC・PE ファンドとなるのが、エバーグリーン・ファンド/evergreen fund である。エバーグリーン・ファンドはインターバルファンドの様に毎月または四半期ごとの解約を提供している。

「不動産の多くは上場不動産会社に保有されており、時価総額の約半分をプライベート市場で取引されている持分が占めている。インカム・ゲイン中心のコアならびにコアプラス戦略を選好する投資家は、**オープン・エンドでファンド期間の定めが無いファンド(エバーグリーンファンド)を通じてプライベート不動産を保有する傾向がある。**一方で、**キャピタル・ゲイン(バリュ・アッドもしくはオポチュニスティック戦略)に着目する投資家は、ファンド期間が定められているクローズド・エンド型のファンドを好む傾向がある。**」(2021年1月7日付 Mercer「2021年のプライベート・マーケットに関する考察」～

<https://www.mjl-mercer.co.jp/content/dam/mercer-sites/mjl-japan/attachments/jp-2021-private-market-top-considerations-mercer.pdf> )。

「未公開市場は大きな初期最小購入単位、複雑な税務申告、流動性の制約、より長い投資期間が、個人とそのアドバイザーにとって、ほとんど利用可能な選択肢で無かった。未公開市場への投資は長い間、機関投資家ポートフォリオの定番となってきた。年金とエンダウメントは一般的に 10%から 20%の未公開市場の配分を持っている。上場企業数が過去 20 年間で 30%超減少した公開市場よりもはるかに大きな投資可能なユニバースへのアクセスを提供してきた。しかし、**エバーグリーン・ファンド/evergreen fund と呼ばれるオープンエンド・ファンドが未公開市場を民主化している。**プライベート・エクイティ/Private Equity/PE の初期最小購入単位は 500 万ドル～1000 万ドル/約 5.5 億円～約 11 億円だが、**エバーグリーン・ファンドの初期最小購入単位は 5 万ドル～10 万ドル/約 550 万円～約 1100 万円**である。PE の売却禁止期間/lockup periods は 10 年～12 年だが、**エバーグリーン・ファンドは毎月または四半期ごとの解約を提供している。**さらに、PE は税務申告では複雑なパートナーシップ用スケジュール K1/schedule K1 で行うが、**エバーグリーン・ファンドは税務申告で簡単なフォーム 1099/form 1099 で行える。**」(2021年5月25日付 ThinkAdvisor「This New Fund Structure Helps Retail Clients Access Private Markets」～

<https://www.thinkadvisor.com/2021/05/25/this-new-fund-structure-helps-retail-clients-access-private-markets/> )。

「**エバーグリーン・ファンド/evergreen fund もしくはパーマネントキャピタルファンド/permanent capital funds は異例な解約などの流動性管理を避けられる。**2020年11月、ブラックストーンは史上最大パーマネントキャピタルファンドを出した。」(2021年6月25日付 Institutional Investor「Evergreen Funds Are Changing How Allocators Invest」～ <https://www.institutionalinvestor.com/article/b1sfgrk31f7wb/Evergreen-Funds-Are-Changing-How-Allocators-Invest> )。

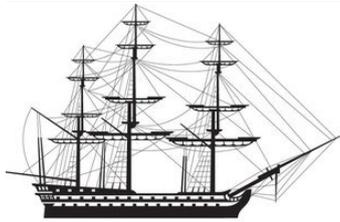
## ●米国

### ～バンガードも PE ファンドを個人に!～

米国で上場証券を中心に投資してきた運用会社も動いている。審査が増える中、投資している上場証券が大幅に減少、非上場証券が大幅に増えているからである。「米国では現在 4000 社未満の公開企業/public companies があり、1990 年代後半の 8000 社以上から減少している。一方、バンガード/Vanguard、ブラックロック/BlackRock、アムンディ/Amundi など、これまで公開株市場に関わって来た資産運用会社は、未公開資産/private markets を探求している。…(略)…。バンガードは 2020 年初めにプライベート・エクイティ・ファンドの立ち上げを発表し、最終的には個人投資家に開放する予定である事を発表した。SEC は、未公開株投資をリーテルの退職市場に持ち込むと言う考えを持つ。」(2020 年 4 月 30 日付 Morningstar「Where Public and Private Markets Meet」～

<https://www.morningstar.com/insights/2020/04/30/where-public-and-private-markets-meet> )。

2020 年 2 月 5 日に米国でバンガード・グループ/Vanguard Group とハーバーベスト/HarbourVest はプライベート・エクイティ/Private Equity/PE の戦略的提携を発表した(2020 年 2 月 5 日付 Vanguard「Vanguard And HarbourVest Announce Private Equity Partnership」～ <https://www.prnewswire.com/news-releases/vanguard-and-harbourvest-announce-private-equity-partnership-300999470.html> 、2020 年 2 月 5 日 HarbourVest「VANGUARD AND HARBOURVEST ANNOUNCE PRIVATE EQUITY PARTNERSHIP」～ <https://www.harbourvest.com/news/vanguard-and-harbourvest-announce-private-equity-partnership> )。



# Vanguard®



# HARBOURVEST

「バンガードは個人投資家へのプライベート・エクイティ/PE 投資提供に一步近付いた。バンガードが運用・管理をしている大学基金/endowment や財団/foundation の口座でアウトソース CIO/Outsourced Chief Investment Officer/OCIO プログラムを通じ PE エクスポージャーを追加すると発表した。バンガードは個人投資家に PE を提供する予定を発表していないが、バンガードのプライベート投資ヘッドのフラン・キニリー/Fran Kinniry 氏は『我々は PE を望む投資家に PE 投資を提供している。最初は大学基金や財団の顧客であるが、時間をかけて恩恵を受けるとする他の顧客に持って行く。』と言う。」(2020 年 2 月 5 日付 InvestmentNews「Where Public and Private Markets Meet」～ <https://www.investmentnews.com/vanguard-puts-private-equity-investments-on-the-menu-187888> )、

「世界最大の個人投資家向けミューチュアルファンド会社のバンガードはインデックス・ファンドで業界変革の先駆けとなったが、今、3つの業界変革への先駆けをしようとしている。それは、①より多くのアドバイス提供/offering more advice、②アクティブ運用株式ファンド強化/enhancing its actively managed stock funds、③プライベート・エクイティ/PE へのアクセス拡大/expanding access to private equity である。」(2021 年 6 月 23 日付 Morningstar「Vanguard Is Adapting to Stiff Competition」～

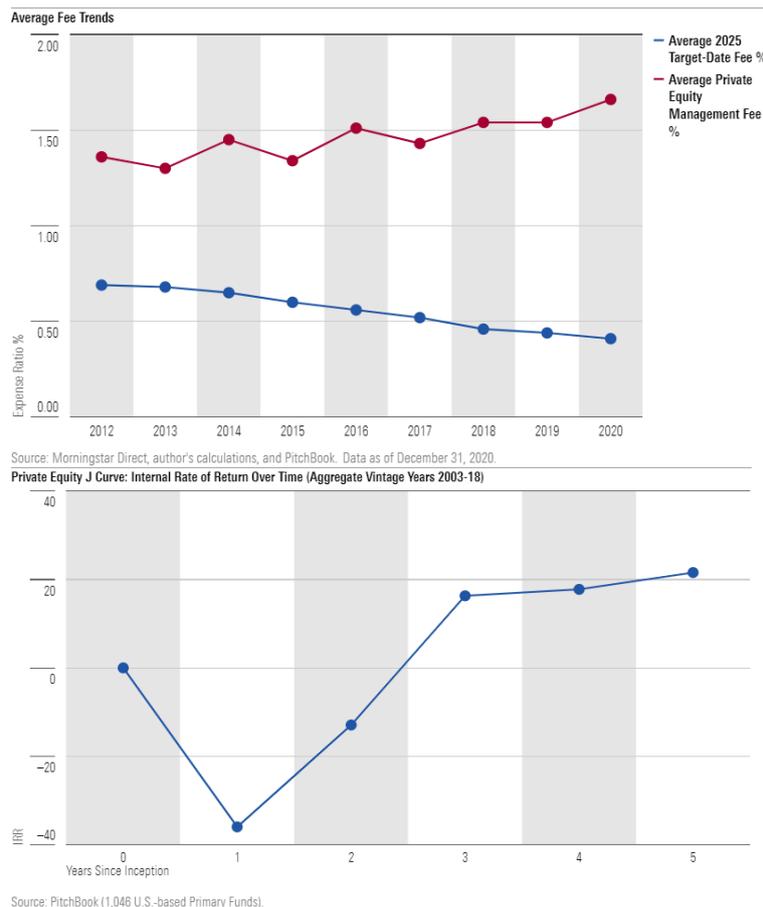
<https://www.morningstar.com/articles/1043515/vanguard-is-adapting-to-stiff-competition> )と言われている。

2021 年 2 月、ファンドが目標のほぼ 2 倍に増えたと言い閉鎖、その後、2021 年 5 月 19 日に 2 番目の PE ファンド、個人投資家を対象としたファンドを設定した(<https://pressroom.vanguard.com/news/Press-Release-Vanguard-to-Broaden-Private%20Equity-Access-to-Qualified-Individual-Investors-05192021.html>)。個人投資家だが、適格投資家と公認投資家/accredited investor 向けのみが対象となる。適格投資家は一次居住地または事業財産を除く 500 万ドル以上の投資を所有する個人または家族経営の企業、または、民間資本が少なくとも 2,500 万ドルの個人または団体が含まれる。公認投資家は先述通り。

以上のバンガードの行動について米国モーニングスター/Morningstar はやや批判的に言っている。

「米国 DOL/労働省は 2020 年に確定拠出計画はターゲットデート・ファンド/target-date funds/TDFs の様な専門的に管理されたファンド内にある場合、プライベート・エクイティ/PE を提供出来ると言った。現在、TDFs は PE をほとんど使用していない。T・ロウ・プライス・リタイアメント/T. Rowe Price Retirement の様な一部の会社がアクティブ株式ファンドを通じ一部の未公開企業に投資する可能性があるが、これらのエクスポージャーは通常 0.25% 未満である。TDFs に PE を追加する最初のハードルは手数料である。PE の手数料は悪名が知れわたるほどに高い/notoriously high。2020 年末の TDFs 経費率は 0.44% と低下傾向にあり、PE マネジメント・フィーは 1.66% で上昇傾向にある(通常約 20% の成功報酬を含まず)。米国では成功(時のみ)報酬は禁止されているので(±0.2% などと報酬を上下させるものは可)、TDFs に入る PE のマネジメント・フィーは現在よりも高くなる可能性がある。TDFs マネージャーが PE に 10% を割り当てると、経費率全体に約 0.16% が加算される。PE ファンドのパフォーマンスは最初の数年間で低下する『J カーブ/J curve』と呼ばれるパフォーマンスパターンにつながる。最初の年はほぼマイナス 40% で、2 年目以降もマイナス 10% 程度低下、3 年目になって初めてプラスに転じる。未公開企業は通常、四半期ごとに評価されるが、TDF は毎日基準価額を出す事も問題だ。…(略)…。一部の小規模な TDFs プロバイダーは PE を使用して差別化を図るかもしれないが、安く使いやすくない限り、ほとんどの TDFs はすぐ PE に投資しないだろう。」(2021 年 7 月 30 日付 Morningstar「Private Equity and Target-Date Funds: An Unrequited Love Story」～

<https://www.morningstar.com/articles/1050376/private-equity-and-target-date-funds-an-unrequited-love-story> )。



バンガードと PE については、2021 年 6 月 28 日付日本版 ISA の道 その 336「インハウス CIO とアウトソース CIO(OCIO)金融庁がプログレスレポートで言及、文部科学省が大学ファンドで期待～米国ハーバード大エンダウメントの CIO はヘッジファンドやプライベート・エクイティ/PE に投資! BofA メリルやモルスタの CIO はラップ/UMA で SMA・ミューチュアルファンド・ETF に投資!! バンガードの OCIO も PE に投資!!!」～

( <https://www.am.mufg.jp/text/oshirase.210628.2.pdf> )も参照の事。

日本でも、非上場株式にもっと投資してもらおうと言う取組みは政府主導で検討されている。2020年9月11日に麻生太郎・金融担当大臣から金融審議会に対して「コロナ後の新たな経済社会を見据え、我が国資本市場の一層の機能発揮を通じた経済の回復と持続的な成長に向けて、投資家保護に配慮しつつ、成長資金の供給、海外金融機関等の受入れに係る制度整備、金融商品取引業者と銀行との顧客情報の共有等について検討を行うこと。」との諮問([https://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/soukai/siryou/20200911/simon.pdf](https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/soukai/siryou/20200911/simon.pdf))を受けて設置された金融庁・金融審議会「市場制度ワーキング・グループ」である。2020年10月12日から2021年6月14日まで計11回が開催されており、第一次報告が「海外の投資運用業者等の受入れに係る制度整備」や「外国の法人顧客に関する銀証ファイアーウォール規制の緩和」(2020年12月23日付金融庁・金融審議会「市場制度ワーキング・グループ」第一次報告～

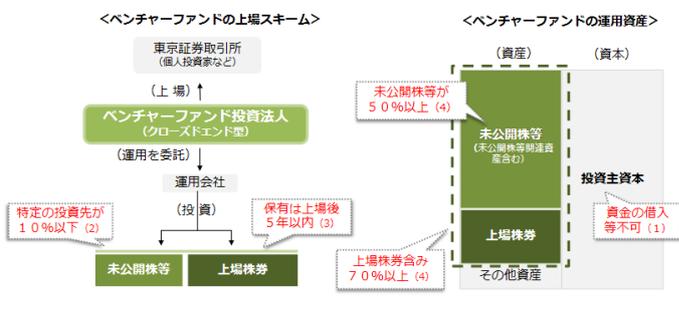
[https://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/tosin/20201223.html](https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20201223.html))、第二次報告が「特定投資家(プロ投資家)による資金供給の促進(個人の要件弾力化、移行手続等の弾力化、特定投資家私募の拡充)」や「一般投資家も利用可能な制度である株式投資型クラウドファンディング制度の更なる機能発揮や東証ベンチャーファンド市場の利用活性化」(2021年6月18日付金融庁・金融審議会「市場制度ワーキング・グループ」第二次報告～ [https://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/tosin/20210618.html](https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20210618.html))などとなっている。

東証ベンチャーファンド市場は会社型投資信託方式により運営される「エンゼルファンド」を通じ、日本で初めて未公開ベンチャー企業に対し投資を行える様にしたもので、クローズドエンド型ベンチャーファンド投資法人(会社型投信)となる(2021年2月18日付金融庁・金融審議会「市場制度ワーキング・グループ」第6回資料1のp.20～

[https://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/market-system/siryou/20210218.html](https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/market-system/siryou/20210218.html)、同議事録～ [https://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/market-system/gijiroku/20210218.html](https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/market-system/gijiroku/20210218.html))。売買単位は10口、最低投資金額約10万円と少額で済む。

#### ベンチャーファンド市場の上場制度について

- ベンチャーファンドは、ベンチャー企業への資金供給手段の多様化を図るとともに、個人投資家を含む投資者に未公開株への投資機会を提供することが目的
- 当取引所は、ベンチャー企業への資金供給の機能と投資者保護の両立の観点から上場制度を整備
- 現行制度で上場した銘柄は、いずれも再投資先選定が困難となり、市場期待が低迷した結果、解散→成長資金の円滑な供給に向けて、今後、必要な制度の見直しを実施していく方針



(出所: 2021年2月18日付金融庁・金融審議会「市場制度ワーキング・グループ」第6回資料3のp.2～ [https://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/market-system/siryou/20210218/03.pdf](https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/market-system/siryou/20210218/03.pdf))

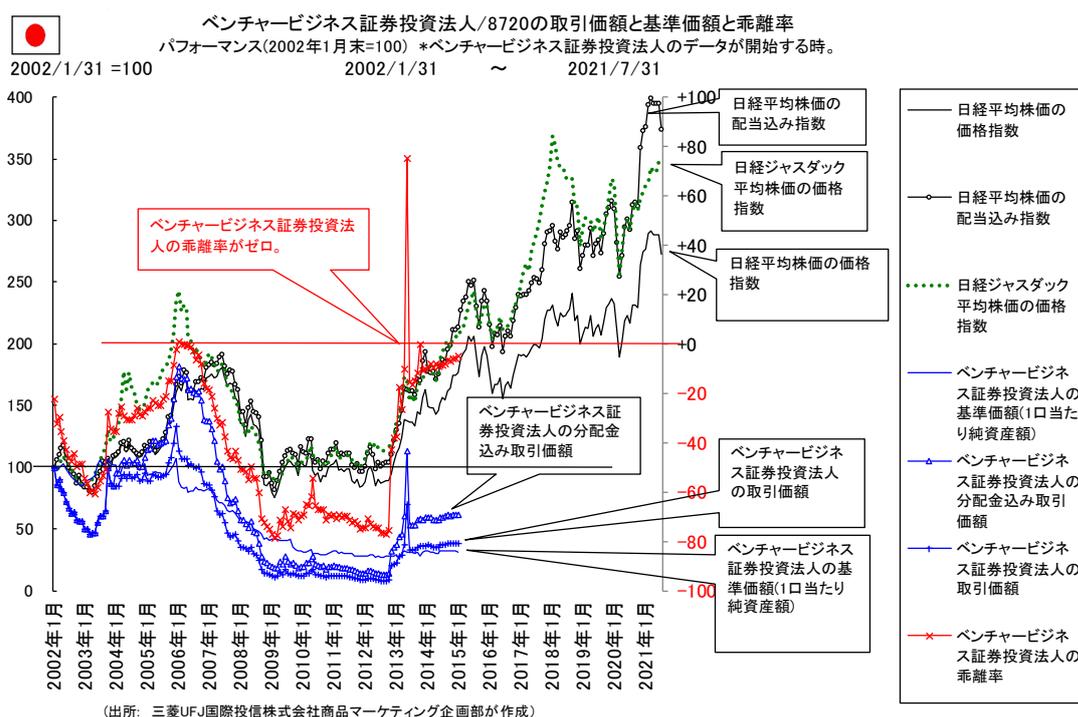
日本初のクローズドエンド型ベンチャーファンド投資法人(会社型投信)は、大阪府・大阪産業振興機構や日本アジア投資が出資した「マイブイシー投資法人/MyVC Investment Inc(日本アジア投資の子会社ジャイク投資顧問)」で、2001年7月24日に設立された。「ジャイク投資顧問(東京・千代田)は2001年7月、マイブイシー投資法人を設立。金額は20億円の規模。このうち現在、23社に総額7億円を投じている。ファンド総額の85～90%を投資してから上場させる計画。」(2002年8月8日付日本経済新聞朝刊「個人向け投資ファンド苦戦、商品成長力の理解進まず。」)と報じられていたが、上場される事もなく2009年に解散となった様だ。その後、大阪府・大阪産業振興機構が出資、一般投資家から集めた32億円と合わせた42億円の資産をもとに、「ベンチャービジネス証券投資法人/8720(スミセイグローバル投信)」が2002年1月15日～2015年1月27日に当時の大阪証券取引所で上場された(分配4回、4400円あり)。続いて、「ベンチャー・リヴァイタライズ証券投資法人/8721(エスピーアイ・アセット・マネジメント)」が2004年3月26日～2017年7月26日に当時は大阪証券取引所で上場された(分配3回、2777円あり)。

ただ、この2つの上場投資法人は既に解散となっている。理由は「IPO や M&A を実現した投資先もございましたが、その後、再投資先の選定が困難な状況が続いたようでございます。結局のところ、ベンチャーファンドの将来リターンへのマーケットの期待が低迷いたしまして、市場価格が純資産価額を下回る状況が続きましたので、両ファンドとも解散し、全財産を投資主に分配するに至っております。」(2021年2月18日付金融庁・金融審議会「市場制度ワーキング・グループ」第6回資料3のp.2～ [https://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/market-system/siryou/20210218/03.pdf](https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/market-system/siryou/20210218/03.pdf) )、「未公開株で資金を運用する個人向けファンドが苦戦している。今年(2002年)初め上場したファンドは価格が上場当初の半分以下に下落。…(略)…。ベンチャービジネス証券投資法人(VB 法人)の株価は6日、前日比290円安の4700円となり上場来安値を更新した。VB 法人が上場した1月以来、日経店頭平均株価(2002年10月1日から日経ジャスダック平均株価)は2%強しか下げておらず、この間の落ち込みが際立つ。…(略)…。(2002年8月)7日の株価は4770円と、上場株投資分と現預金の合計額(発行口数一口当たり換算、約6200円)さえ下回っている。上場当初『通常の株式と誤解し、上場直後の高値で売り抜けようとした投資家が多かった』(中堅証券)などの事情のため、値動きが悪い。」(2002年8月8日付日本経済新聞朝刊「個人向け投資ファンド苦戦、商品成長力の理解進まず。」。その後、新規上場銘柄は無く、現在、ベンチャーファンドの上場銘柄は存在していない。課題として、(1)借入れが出来ない、(2)投資割合が10%以下に制限、(3)上場後5年以内しか保有出来ない事が挙げられているほか、個人投資家の引込に成功しているREIT市場の様な高い配当利回りが無い事が挙げられている(同議事録～ [https://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/market-system/gijiroku/20210218.html](https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/market-system/gijiroku/20210218.html) )。

「ベンチャービジネス証券投資法人/8720」は2001年7月17日に設立、25の証券会社が募集を行って42億6000万円の資金を集め、10月から運用を行った。信託期間は10年。2001年9月末時点の投資主上位は1位が大阪産業振興機構10億円、2位住友生命、3位スミセイ投信、全投資主数は3845名(個人投資家3827名)。2002年1月15日から取引を開始、取引価額の初値は1万1000円(基準価額1万520円)と乖離率は+4.6%のプレミアムだった。引け値は10500円(基準価額10448円)。出来高は34010株(3億6431万円)と活況。

だが、その後取引価額はどんどん下がり、2002年1月28日に457円の分配をして2002年1月30日に-25%超の7520円(基準価額は10390円)と乖離率-27.6%のディスカウントとなった。出来高も急減し940株(725万円)で、初日には10500円/10550円と50円のビッド/アスクが1月30日には7520円/7620円と100円のビッド/アスクに広がった。2002年2月22日に6610円(基準価額は9758円)と乖離率-32.3%のディスカウント、2003年4月10日に3510円(基準価額は8996円)と乖離率-61.0%のディスカウントとなった。2003年1月28日の分配は見送った。

その後は2004年1月27日から3年連続多額分配(3回計3943円)。さらにその後は無分配として2014年12月11日に投資主総会で解散を可決、2015年1月26日の取引価額3015円(基準価額3175円)と乖離率-5.0%のディスカウントで取引を終え、2015年1月27日に上場廃止、2015年1月31日に解散となった。



最後に日本の PE 等の現状について、2021 年 8 月 9 日付日本経済新聞がとても参考になる記事を出している。

「日本では 1970 年代に未上場株をめぐる証券会社の強引な営業姿勢が問題になった。旧大蔵省の通達に基づき、当時から日本証券業協会(日証協)の規則で投資勧誘が原則禁止されたままだ。米中のように未上場株を幅広く取引できる市場がない。…(略)…。米国は規制緩和に動いてきた。12 年の法改正により、米証券取引委員会(SEC)へ財務諸表などの開示義務がない小口公募増資の上限が 500 万ドルから 5000 万ドルに引き上げられた。さらにプロ投資家を対象とする『レギュレーション D』という開示ルールが緩和された。証券会社は積極的に未上場株を扱い、オンライン取引市場が成長。ユニコーンが続々と誕生していった。…(略)…。日本の投資信託は時価評価に関する規制が厳しく、未上場株式には事実上、投資できない。」(2021 年 8 月 9

日付日本経済新聞朝刊「投資家不在、ユニコーン不毛、日本わずか6社、時価評価なく「寄らば外資」、2021 年 8 月 8 日付日本経済新聞電子版「ユニコーン育ため日本 投資家不在、外資頼み」～ <https://www.nikkei.com/article/DGXZQUC260U50W1A720C200000/> )。

また 2021 年 5 月 20 日付モーニングスター・ジャパンにも参考になる記事がある。「途中解約ができないという流動性の低さがあるため、国内では一般の公募投信として PE ファンドは販売されてはいない。…(略)…。海外 ETF や外国籍投信には PE に投資するファンドもある。」(2021 年 5 月 20 日付モーニングスター・ジャパン「機関

投資家に関心高まる PE(未公開株)FOF、SPAC などで投資効率が向上」～

[https://www.morningstar.co.jp/market/2021/0520/fund\\_01282.html](https://www.morningstar.co.jp/market/2021/0520/fund_01282.html) )。

以上だが、日本でも、欧米の様に長期の VC・PE 投資信託を設定(活用)、未公開企業の成長を促し個人(年金)へは高リターンを提供をする様な事が期待される。VC・PE 関連についてのコラムを下記してコラムを終える。

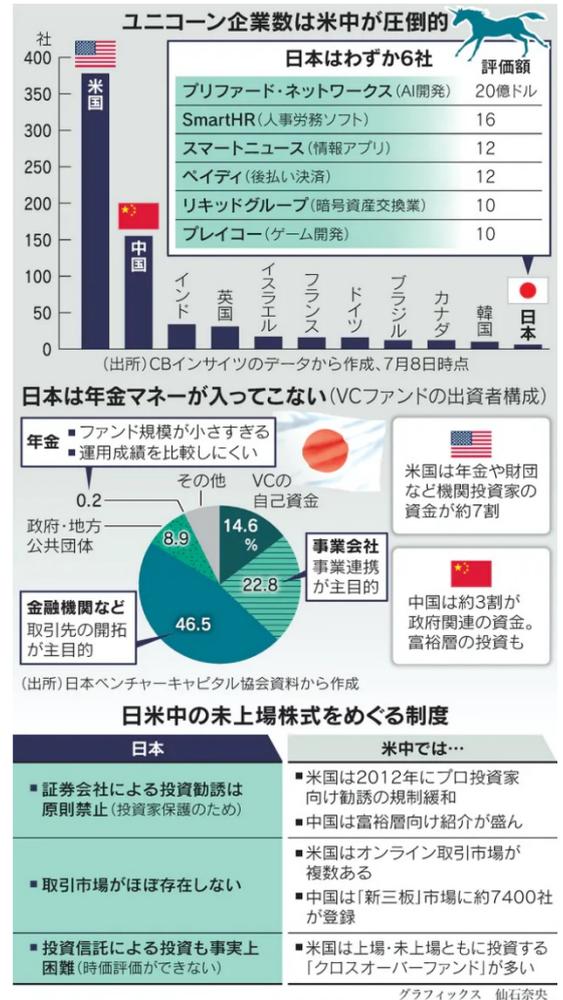
①2020 年 5 月 26 日付日本版 ISA の道 その 306「コロナ禍でも日米投信の命運を握る金融当局 -日本: 日銀買入で ETF が投信の純流入や純資産の 4 分の 3 超! 金融庁の銀行開示変更も手強い私募投信が減少!! -米国: FRB 買入でハイイールド債ファンドに過去最大の純流入! SEC の流動性管理で ETF 流入、ミューチュアルファンド、私募投信流出!!」( [https://www.am-mufg.jp/text/oshirase\\_200526.pdf](https://www.am-mufg.jp/text/oshirase_200526.pdf) )。

②2020 年 10 月 14 日付日本版 ISA の道 その 317「金融行政の焦点は NISA や顧客本位から国際化へ!?～国際金融都市、投信の国際化(ファンド・パスポート)、規制・監督の国際的調和! 米国では私募ファンド(プライベート・エクイティ及びベンチャー・キャピタル等)に個人が投資してファイナダーが勧誘、確定拠出年金でも投資される方向に～」( [https://www.am-mufg.jp/text/oshirase\\_201014.pdf](https://www.am-mufg.jp/text/oshirase_201014.pdf) )。

③2020 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](https://www.am-mufg.jp/text/oshirase_201217.pdf) )。

④2021 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』～コロナ禍でも富裕層資産は増加! プライベート・エクイティなどの非公開会社株式、不動産などに投資する!! ただ不平等を増幅、世界的に課税強化へ!!! (特に民主党の上院主導が決まった米国で)～」( [https://www.am-mufg.jp/text/oshirase\\_210121.pdf](https://www.am-mufg.jp/text/oshirase_210121.pdf) )。

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留意ください。
- 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・ピーエルシー(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。
- ・「日経平均株価」及び「日経ジャスダック平均株価」に関する著作権、知的所有権、その他一切の権利は日本経済新聞社に帰属します。日本経済新聞社は本商品を保証するものではなく、本商品について一切の責任を負いません。
- ・FTSE International Limited(“FTSE”)©FTSE。“FTSE®”はロンドン証券取引所グループ会社の登録商標であり、FTSE International Limitedは許可を得て使用しています。FTSE指数、FTSE格付け、またはその両方におけるすべての権利は、FTSE、そのライセンサー、またはその両方に付与されます。FTSEおよびライセンサーは、FTSE指数、FTSE格付け、もしくはその両方、または内在するデータにおける誤りや省略に対して責任を負わないものとします。FTSEの書面による同意がない限り、FTSEデータの再配布は禁止します。