

新しい資本主義における長期運用資金のベンチャー投資には日本版LTAF、日本版VCTの道も ～英国のLTAF(長期資産ファンド)とVCT(ベンチャー・キャピタル・トラスト)～

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、NISAなど内外の資産運用に関連する情報を発信するコラムです。

●新しい資本主義における長期運用資金のベンチャー投資には日本版 LTAF の道も

前回コラムで日本政府の「新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画」の「スタートアップへの投資」及び「個人金融資産及び GPIF 等の長期運用資金のベンチャー投資への循環」において、「米国のインターバル・ファンドや BDC などを参考に、日本版インターバル・ファンド、日本版 BDC を検討してほしい」と言った(2022 年 7 月 11 日付日本版 ISA の道 その 360「資産所得倍増プランだけではなくスタートアップも！ 日本版インターバル・ファンド、日本版 BDC の道」～ https://www.am-mufg.jp/text/oshirase_220711_2.pdf)。

今回コラムは英国でのベンチャー投資を見る。NISA/少額投資非課税制度は英国の ISA/Individual Savings Account/個人貯蓄口座を参考に日本に導入されたものである。今、その英国で話題のベンチャー投資というと、2021 年 11 月 15 日に導入された LTAF/Long-Term Asset Fund/長期資産ファンドだろう(2021 年 8 月 30 日付日本版 ISA の道 その 340「投資ビッグバン！ 欧米で長期の VC・PE 投資信託を設定(活用)、未公開企業の成長を促して、個人(年金)へ高リターンを提供へ!!」～ https://www.am-mufg.jp/text/oshirase_210830_2.pdf 、2021 年 12 月 27 日付日本版 ISA の道 その 348「プライベートはオープンよりクローズ?」～ https://www.am-mufg.jp/text/oshirase_211227_2.pdf)。



LTAF はベンチャー・キャピタル/Venture Capital/VC、プライベート・エクイティ/Private Equity/PE、プライベート・デット/Private Debt/PD、不動産/Real Estate、インフラストラクチャー/Infrastructure など長期の非流動性資産投資を可能にするオープンエンド・ファンド/open-end funds(米国インターバル・ファンドはクローズドエンド・ファンド～2022 年 7 月 11 日付日本版 ISA の道 その 360「資産所得倍増プランだけではなくスタートアップも！ 日本版インターバル・ファンド、日本版 BDC の道」～ https://www.am-mufg.jp/text/oshirase_220711_2.pdf)。

2020 年 11 月 20 日に(次期首相筆頭候補のリシ・スナック/Rishi Sunak 前財務大臣が中心となって)財務省/HM Treasury/HMT(Her Majesty's Treasury/女王陛下の財務省)、金融監督当局の FCA/Financial Conduct Authority/金融行為規制機構、中央銀行の BoE/Bank of England/バンク・オブ・イングランドが PFWG/Productive Finance Working Group/プロダクティブ・ファイナンス・ワーキング・グループを作り(Blackrock や Fidelity など代表的運用会社、投信・年金・PE&VC などの協会、Mercer や Willis Towers Watson などコンサルタント、取引所や年金基金から十分な経験と知識を持つ個人 24 人、その後 28 人)、2021 年 9 月 27 日に「プロダクティブ・ファイナンス・インベストメント・ロードマップ/A roadmap for increasing productive finance investment」を出し、FCA が LTAF のコンサルテーション(2021 年 5 月 7 日～2021 年 6 月 25 日の意見募集)をして、2021 年 10 月 25 日に最終ルールを発表、そして、2021 年 11 月 15 日に導入した。

●英国 LTAF vs 米国インターバル・ファンド

英国 LTAF の概要を作成した。FCA の最終ルール(94 頁の英文)等を当コラム筆者が和訳したもののだが、難解な用語が多い。また、長期運用資金のベンチャー投資として前回コラムでとりあげた米国インターバル・ファンド等との違いを示す為、【当コラム筆者より】という欄を作り、解説を加えた(原文と和訳内容に相違がある場合は原文が優先、原文…

<https://www.fca.org.uk/publication/policy/ps21-14.pdf> ~ 原文がわかりやすい場合は、英国の企業法務サイト Lexology 等で英国の弁護士などがわかりやすく解説してくれている。

2020年12月末現在											
日米英の投資等の分類(形態別)											
契約型/Contractual type *基本、運用会社と信託銀行が信託契約を結ぶことにより組成される投資信託(※1参照)			会社型/Corporate type ~ REIT等以外 ~ *投資を目的とする法人を設立することによって組成される投資信託(投資法人)。			会社型/Corporate type ~ REIT等以外 ~ *投資を目的とする法人を設立することによって組成される投資信託(投資法人)。			会社型/Corporate type ~ REIT等以外 ~ *投資を目的とする法人を設立することによって組成される投資信託(投資法人)。		
オープンエンド /Open-end *原則的に、運用期間中払い戻しに応じる投資信託。			クローズドエンド /Closed-end *運用期間中、払い戻しに応じない投資信託。			オープンエンド /Open-end *原則的に、運用期間中払い戻しに応じる投資信託。			クローズドエンド /Closed-end *運用期間中、払い戻しに応じない投資信託。		
投資信託 /Investment trusts (上場)ETF /Exchange-Traded Funds (※2参照)			「日経300株指数連動型 上場投資」 (※1参照)			投資法人(1998年~) * (上場) 証券投資法人。			投資法人(1998年~) * (上場) 不動産投資法人(J-REIT) * (上場) インフラ投資法人 842件。		
日本籍 *公募投資と私募投資 (※1参照)			日本籍 *公募投資と私募投資 (※1参照)			日本 ~REIT等以外~ 合計			日本 ~REIT等以外~ 合計		
純資産(億円)			純資産(億円)			純資産(億円)			純資産(億円)		
2,446,638			2,446,638			2,446,668			2,446,668		
100.0%			100.0%			100.0%			100.0%		
100.0%			100.0%			100.0%			100.0%		
100.0%			100.0%			100.0%			100.0%		
100.0%			100.0%			100.0%			100.0%		
100.0%			100.0%			100.0%			100.0%		
100.0%			100.0%			100.0%			100.0%		
100.0%			100.0%			100.0%			100.0%		
100.0%			100.0%			100.0%			100.0%		
100.0%			100.0%			100.0%			100.0%		
100.0%			100.0%			100.0%			100.0%		
100.0%			100.0%			100.0%			100.0%		
100.0%			100.0%			100.0%			100.0%		
100.0%			100.0%			100.0%			100.0%		
100.0%			100.0%			100.0%			100.0%		
100.0%			100.0%			100.0%			100.0%		
100.0%			100.0%			100.0%			100.0%		
100.0%			100.0%			100.0%			100.0%		
100.0%			100.0%			100.0%			100.0%		
100.0%			100.0%			100.0%			100.0%		
100.0%			100.0%			100.0%			100.0%		
100.0%			100.0%			100.0%			100.0%		
100.0%			100.0%			100.0%			100.0%		
100.0%			100.0%			100.0%			100.0%		
100.0%			100.0%			100.0%			100.0%		
100.0%			100.0%			100.0%			100.0%		
100.0%			100.0%			100.0%			100.0%		
100.0%			100.0%			100.0%			100.0%		
100.0%			100.0%			100.0%			100.0%		
100.0%			100.0%			100.0%			100.0%		
100.0%			100.0%			100.0%			100.0%		
100.0%			100.0%			100.0%			100.0%		
100.0%			100.0%			100.0%			100.0%		
100.0%			100.0%			100.0%			100.0%		
100.0%			100.0%			100.0%			100.0%		
100.0%			100.0%			100.0%			100.0%		
100.0%			100.0%			100.0%			100.0%		
100.0%			100.0%			100.0%			100.0%		
100.0%			100.0%			100.0%			100.0%		
100.0%			100.0%			100.0%			100.0%		
100.0%			100.0%			100.0%			100.0%		
100.0%			100.0%			100.0%			100.0%		
100.0%			100.0%			100.0%			100.0%		
100.0%			100.0%			100.0%			100.0%		
100.0%			100.0%			100.0%			100.0%		
100.0%			100.0%			100.0%			100.0%		
100.0%			100.0%			100.0%			100.0%		
100.0%			100.0%			100.0%			100.0%		
100.0%			100.0%			100.0%			100.0%		
100.0%			100.0%			100.0%			100.0%		
100.0%			100.0%			100.0%			100.0%		
100.0%			100.0%			100.0%			100.0%		
100.0%			100.0%			100.0%			100.0%		
100.0%			100.0%			100.0%			100.0%		
100.0%			100.0%			100.0%			100.0%		
100.0%			100.0%			100.0%			100.0%		
100.0%			100.0%			100.0%			100.0%		
100.0%			100.0%			100.0%			100.0%		
100.0%			100.0%			100.0%			100.0%		
100.0%			100.0%			100.0%			100.0%		
100.0%			100.0%			100.0%			100.0%		
100.0%			100.0%			100.0%			100.0%		
100.0%			100.0%			100.0%			100.0%		
100.0%			100.0%			100.0%			100.0%		
100.0%			100.0%			100.0%			100.0%		
100.0%			100.0%			100.0%			100.0%		
100.0%			100.0%			100.0%			100.0%		
100.0%			100.0%			100.0%			100.0%		
100.0%			100.0%			100.0%			100.0%		
100.0%			100.0%			100.0%			100.0%		
100.0%			100.0%			100.0%			100.0%		
100.0%			100.0%			100.0%			100.0%		
100.0%			100.0%			100.0%					

＜LTAF の構造＞

LTAF は AIFM/Authorised Investment Fund Manager/認可投資ファンド・マネージャーと預託者/depositary を必要とする。 LTAF の投資する資産は流動性が低い為/illiquid、従来の日次評価、解約、設定は適切ではない。解約は、月次より頻度を多くせず/not offer redemptions more frequently than monthly、最低 90 日間の通知期間/at least a 90-day notice period on redemptions 後にのみ行う事が出来る。

【当コラム筆者より】

通知 90 日以上は、2020 年 8 月 3 日に 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をしていたので予想されたものである(オープンエンド型不動産ファンドについては 2021 年 8 月 30 日付日本版 ISA の道 その 340「投資ビッグバン! 欧米で長期の VC・PE 投資信託を設定(活用)、未公開企業の成長を促して、個人(年金)へ高リターンを提供へ!!」～ <https://www.am.mufg.jp/text/oshirase.210830.2.pdf>)。

米国インターバル・ファンドでは解約期限日/Repurchase Offer Deadline の 21～42 日前に投資家に解約通知日/Repurchase Offer Notice Date を持つ必要がある事から米国の方がかなり短い通知となる(2022 年 7 月 11 日付日本版 ISA の道 その 360「資産所得倍増プランだけではなくスタートアップも! 日本版インターバル・ファンド、日本版 BDC の道」～ <https://www.am.mufg.jp/text/oshirase.220711.2.pdf>)。

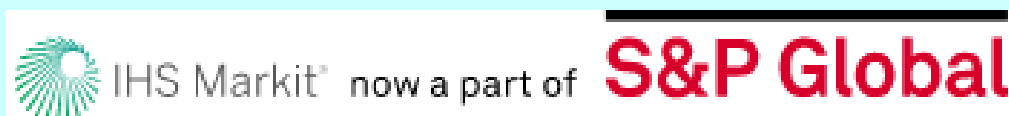
ただ、米国インターバル・ファンドは解約出来る金額がクラス発行残高の 5%などまでで(最大 25%まで)、それを超える場合は比例配分/Pro Rata 方式となる。

＜LTAF の必要条件＞

AIFM/認可投資ファンド・マネージャーは、(i)ファンドの流動性プロファイルおよび(ii)ファンドの投資戦略に従って適切な償還条件を設定する必要がある。 LTAF はリスク管理ツールを使用、流動性を管理し、急激な市場流出を防ぐ事が出来、この様なツールは、使用方法に加え、投資家に開示する必要がある/a range of liquidity management tools appropriate to investments in illiquid assets, provid.

【当コラム筆者より】

リスク管理ツールやプライシング・サービス/pricing services(後述の＜LTAF の資産評価＞を参照)のサポートは、英国に本社を持つ情報サービス・プロバイダーの IHS マークイット/IHS Markit(2022 年 2 月 28 日に米国に本社を持つ、格付けやインデックス算出で有名な金融サービス企業である S&P グローバル/S&P Globalと合併を完了、S&P グローバル傘下となっている)などが期待されよう。



米国にはミューチュアルファンド/mutual funds や ETF と共にインターバル・ファンドのサポート(fund administration, fund accounting, transfer agent, and investor servicing solutions)をする Ultimus Fund Solutions(<https://www.ultimusfundsolutions.com/about-us/>)や

iCapital(<https://www.icapitalnetwork.com/newsroom/press-releases/icapital-expands-product-set-and-global-footprint-ends-year-with-more-than-100-billion-in-assets-on-the-platform/>)の様な会社がある

(iCapitalについては 2021 年 8 月 30 日付日本版 ISA の道 その 340「投資ビッグバン! 欧米で長期の VC・PE 投資信託を設定(活用)、未公開企業の成長を促して、個人(年金)へ高リターンを提供へ!!」～ <https://www.am.mufg.jp/text/oshirase.210830.2.pdf>)。 米最大のミューチュアルファンドのトランスファー・エージェントである SS&C Technologies も米国インターバル・ファンドのサポートをしている(トランスファー・エージェントについては 2018 年 6 月 18 日付日本版 ISA の道 その 226「日米新規設定ファンド最新動向」の※2～ <https://www.am.mufg.jp/text/oshirase.180618.pdf>)。



<LTAF の資産評価>

LTAF の非流動資産や評価が困難な資産の評価/valuation of illiquid and hard-to-value assets は、最低でも月 1 回が重要かつ適切である/at least monthly valuation is important and appropriate。LTAF の AFM/Authorised Fund Manager/投信会社が、社外の評価者/external valuers/valuation advisers の独立した評価/independent valuation by an external valuers (valuation advisers)を使う事が良い。

【当コラム筆者より】

次の記事が参考となる。「英国籍の上場クローズドエンド・ファンドであるスコティッシュ・モーゲージ/Scottish Mortgage のプライベート資産保有および(スコティッシュ・モーゲージを運用する)ベイリー・ギフォード/Baillie Gifford のファンドの非上場エクスポージャーの評価は、独立した第三者の IHS マークイット/IHS Markit からの意見を取り入れる内部委員会/internal committees によって実施されている。プライベート資産保有は 3 か月ごとに再評価され、非上場保有の 3 分の 1 は 30 日ごとに再評価される/private holdings are re-valued on a rolling-three-month cycle, with a third of the unlisted holdings valued every 30 days。価格のモニタリングはベイリー・ギフォードのプライベート・バリュエーション・チーム/Baillie Gifford's private valuations team によって毎日されている。評価委員会/valuation committee は、未上場企業を評価するベストプラクティス(最良の事例)のガイド/best practice guide である IPEV『International Private Equity and Venture Capital Valuations Guidelines』2018 年版を適用している。」(2022 年 6 月 29 日付 Portfolio Adviser「Are Scottish Mortgage's unquoted valuations 'detached from reality'?」～ <https://portfolio-adviser.com/are-scottish-mortgages-unquoted-valuations-detached-from-reality/>)。

スコティッシュ・モーゲージの Ordinary Shares(SMT)は純資産が 2022 年 6 月 30 日現在 117 億ポンド/約 1 兆 9.307 億円と世界 3 位で、英国籍 2 位である(プライベート・エクイティ投資の 3i グループ/3i Group が英国籍最大～2021 年 8 月 30 日付日本版 ISA の道 その 340「投資ビッグバン! 欧米で長期の VC・PE 投資信託を設定(活用)、未公開企業の成長を促して、個人(年金)へ高リターンを提供へ!」～ <https://www.am.mufg.jp/text/oshrase.210830.2.pdf>)。 IHS マークイット/IHS Markit は前述の<LTAF の必要条件>を参照。

IPEV『International Private Equity and Venture Capital Valuations Guidelines』は「IPEV ガイドライン」として知られる、未上場企業を評価するベストプラクティス(最良の事例)のガイド/best practice guide。2005 年 12 月に世界 40 か国のベンチャー・キャピタル協会により承認され、国際会計基準/International Financial Reporting Standards/IFRS や米国会計基準/Generally Accepted Accounting Principles/GAAP とも整合する内容(詳細は <https://www.privateequityvaluation.com>)。



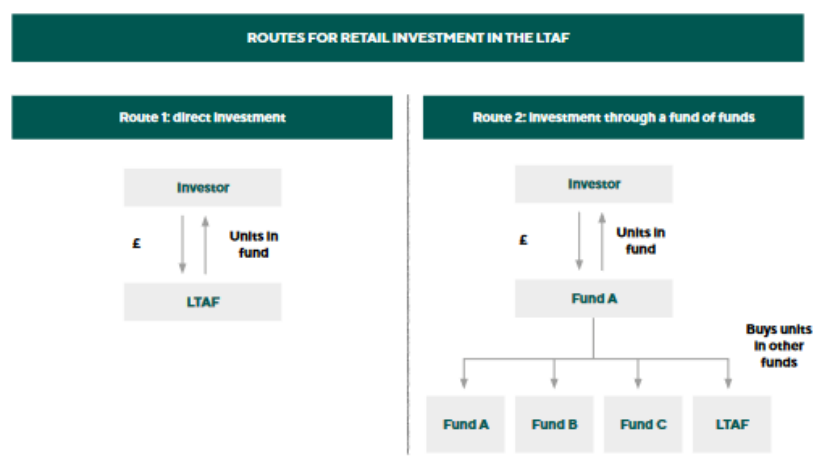
米国では、2020 年 12 月 3 日に SEC/証券取引委員会は「ファンド評価実務のフレームワークを近代化する/SEC Modernizes Framework for Fund Valuation Practices」を採択、2021 年 3 月 8 日に施行

(<https://www.federalregister.gov/documents/2021/01/06/2020-26971/good-faith-determinations-of-fair-value>)。 市場価格/market quotations を取得出来ない場合、ファンドの取締役会が「誠実な公正価値評価/fair value in good faith」を決定するが、これを(公正価値の)評価決定者/valuation determinations に委託する事を認めた。 評価決定者はファンドの運用をしている(フィデューシャリー・デューティーのある)投資顧問業者(スポンサー/Sponsorとしてファンドを設立/資金を拠出、SECに投資顧問業者として登録、ファンドに受託者責任を負う)である。 評価決定者は公正価値の評価をする場合、プライシング・サービス/pricing services、ファンド・アドミニストレーター/fund administrators(一般的に投資顧問業者が兼任、バックオフィスとして事務所の提供、幅広い事務、SEC や税金の報告などをする)、サブ・アドバイザー/sub-advisers、会計士/accountants、弁護士/counsel 等から助言を受ける事も認めた。

＜LTAF に投資出来る主体＞

LTAF に投資出来るのはプロ ACS 投資家/professional ACS investor および大口 ACS 投資家/large ACS investor など適格投資家/Eligible investors(ACS は下記参照)。 プロ ACS 投資家は DC プラン、投資サービス会社/investment firms(投信会社に代表される投資プロダクトの組成に携わる投資会社/manufacturer と証券会社や銀行に代表される投資プロダクトの販売・推奨等を行う投資会社/distributor の 2 つ)、保険会社など。 大口 ACS 投資家は富裕層投資家/high net worth investors および認定洗練投資家/certified sophisticated investors および自己認定洗練投資家/self-certified sophisticated investors など。

DIAGRAM 6.1: ROUTES FOR RETAIL INVESTMENT IN THE LTAF



(出所: 2021 年 9 月 27 日付 PFWG/Productive Finance Working Group

「A roadmap for increasing productive finance investment」)

【当コラム筆者より】

ACS/Authorized Contractual Scheme/契約型認可契約スキームは 2013 年に信託を用いない契約型として導入されたプロ投資家または大口投資家向けファンドであり(日本の私募投信に相当)、サブファンド間売買等で生じる課税を繰延出来る。 ACS にはさらに認可共有スキーム/authorised co-ownership schemes と認可リミテッド・パートナーシップ・ファンド/authorised limited partnership funds という 2 形態がある(ACS については 2017 年 11 月 27 日付日本版 ISA の道 その 205「NISA が範とする英国 ISA は過去最大 81 兆円まで拡大」の※4～ <https://www.am.mufg.jp/text/oshirase.171127.pdf> 、 ACS のファンド事例については 2020 年 9 月 17 日付日本版 ISA の道 その 315「英資産運用会社のバリュー・アセスメント・レポート(AoV)」～ <https://www.am.mufg.jp/text/oshirase.200917.pdf>)。

米国インターバル・ファンドでは米国の公認投資家/accredited investors、つまり、2020 年 8 月 26 日に SEC/証券取引委員会が決めた一定の年収や純資産(個人住宅を除く)を持つ個人もしくは夫婦、特定の試験に合格した金融専門家が 25,000 ドル以上を投資しないと、100%まで非上場株式投資が可能とならず、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(2021 年 8 月 30 日付日本版 ISA の道 その 340「投資ビッグバン! 欧米で長期の VC・PE 投資信託を設定(活用)、未公開企業の成長を促して、個人(年金)へ高リターンを提供へ!」～ <https://www.am.mufg.jp/text/oshirase.210830.2.pdf>)。

＜LTAF の投資対象及び借入＞

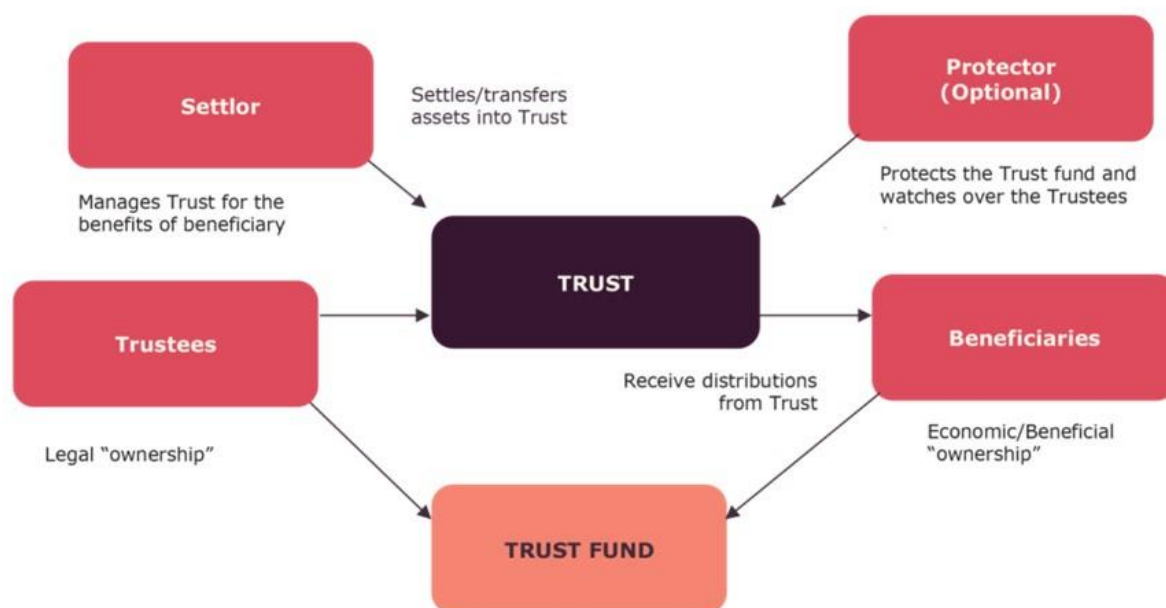
LTAF は長期的かつ非流動資産、またはその様な資産に投資する集団投資スキーム/collective investment schemes に投資する。 資産は、不動産/real estate、プライベート・エクイティ/private equity、プライベート・クレジット/private credit、ベンチャー・キャピタル/venture capital、プライベート・アセットクラスに投資する集団投資スキーム/collective investment vehicles investing in private asset classes(リミテッド・パートナーシップ/limited partnerships を含む)。 借入は純資産の 30%まで。 手数料は DC の場合、2015 年に提案された上限徴収率として 0.75%がある。 ただ現在、Department for Work & Pensions/英国労働・年金省等によって検討中である。

【当コラム筆者より】

LTAF の借入は純資産の 30%までとある。 米国インターバル・ファンドは銀行借入が純資産の 50%まで、優先株式が純資産の 100%までとなっている(2022 年 7 月 11 日付日本版 ISA の道 その 360「資産所得倍増プランだけではなくスタートアップも! 日本版インターバル・ファンド、日本版 BDC の道」の※1～ <https://www.am.mufg.jp/text/oshirase.220711.2.pdf>)。

LTAf は次の様に言われる。「(英国投資(投信等)協会/Investment Associationと投資プラットフォームのゴージ/Goji の調査によると)LTAf について、ウェルス・マネージャーの 71%が聞いた事があると言うものの、投資可能性が高いと答えたのは 3 分の 1 だった。ただ、同協会によると、調査時にまだ検討中だった事を考えると予想よりも高かったと言える。」(2021 年 12 月 16 日付 Investment Week「IA report: Wealth managers show 'significant' interest in private assets despite barriers」～ <https://www.investmentweek.co.uk/news/4042161/ia-report-wealth-managers-show-significant-interest-private-assets-despite-barriers>)、 「(プライベート・マーケットの英国投資サービス会社/investment firms である英パートナーズ・グループ/Partners Group のジョアンナ・アスフル/Joanna Asfour 氏は)『投資管理コミュニティ/investment management community は準備出来、コンサルタントはプライベート・マーケットについて助言し、投資プラットフォーム/investment platforms は LTAf に対応する準備が出来ると思うが、それを実現するには、**勇敢なトラスティ/brave set of trustees が必要になるだろう。**』と言う。」(2022 年 5 月 27 日付 Pensions Age Magazine「PLSA IC: Brave trustees needed to be LTAf 'first movers'」～ <https://www.pensionsage.com/pa/PLSA-IC-22-Brave-trustees-needed-to-be-LTAf-first-movers.php>)。

2021 年 11 月 15 日に導入された LTAf/Long-Term Asset Fund/長期資産ファンドだが、その実行には「必要な勇敢なトラスティ/trustee が必要」と言う。「トラスティ/trustee」は「セトラー/settlor(日本の信託の委託者に相当)」や「ベネフィシャリー/beneficiary(日本の信託の受益者に相当)」と共に「トラスト/trust」(日本の信託の受託者に相当)を構成、フィデューシャリー・デューティーがかかる。トラストは母体企業から独立して設立され母体企業と加入者の各々から指名される、もしくは、トラスティ・カンパニー/trust company に委託するかである。



(出所: 2020 年 10 月 28 日付 Appleby「Foundation paper one - What is a Trust?」)

LTAf については(次期首相筆頭候補のリシ・スナック/Rishi Sunak 前財務大臣が中心となって)英国財務省/HM Treasury/HMT(Her Majesty's Treasury/女王陛下の財務省)も積極的であった。2022 年 2 月 10 日に「英国ファンド構造のレビュー: コール・フォー・インプット/Review of the UK funds regime: a call for input(意見やアイデア提供の呼びかけ)」の「Summary of Responses published(意見やアイデアのサマリー)」を出し(<https://www.gov.uk/government/publications/review-of-the-uk-funds-regime-a-call-for-input#full-publication-update-history>、2021 年 1 月 26 日付は <https://www.gov.uk/government/publications/review-of-the-uk-funds-regime-a-call-for-input>)、そこで「業界の専門家は、市場参加者がベンチャー・キャピタル、プライベート・エクイティ、不動産などの長期的で流動性の低い資産にアクセス出来る様にする LTAf 導入に対する継続的な支持を宣言した。LTAf について英国政府は現在、専門家が機関投資家や他の投資家に必要であると言う事を受けて、条件を見直す述べている。」などと言い、今後の改善、拡大を目指す姿が示されている。

●英国ではオープンエンド・ファンドよりもクローズドエンド・ファンドが人気

以上、英国 LTAF について見てきた。先述通り、LTAF はオープンエンド・ファンドにクローズド期間を設ける仕組み(セミリキッド・ファンド/semi-liquid funds)であるが、伝統的なオープンエンド・ファンドやクローズドエンド会社型はどうなっているか？

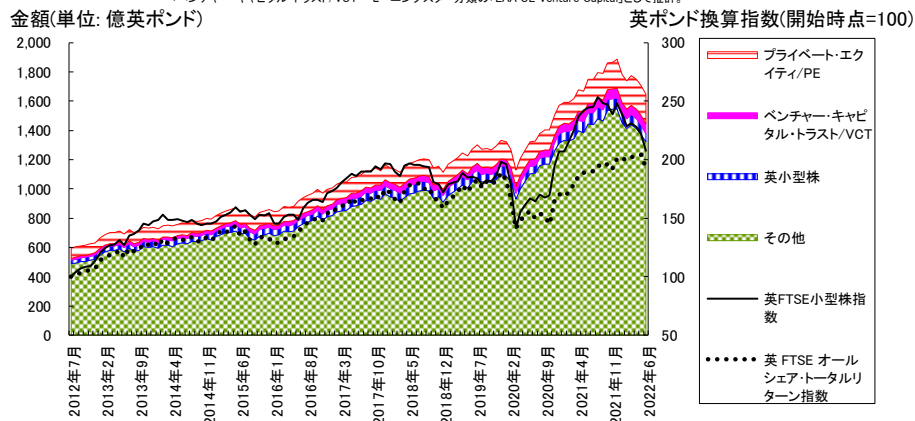
英国では個人投資家にクローズドエンド・ファンドが人気だ(2021 年 12 月 27 日付日本版 ISA の道 その 348「プライベートはオープンよりクローズ?」~ https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_211227_2.pdf)。 **(投資家に人気のある流動性の低い投資にクローズドエンド・ファンド(インベストメント・トラスト)を活用する動きが強い**(2021 年 12 月 27 日付日本版 ISA の道 その 348「プライベートはオープンよりクローズ?」~ https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_211227_2.pdf)。



英国籍英ポンド建てクローズドエンドファンドの 純資産(推計)の推移

(2012年7月31日 ~ 2022年6月30日 、月次)

※ベンチャー・キャピタル・トラスト/VCT...モーニングスター分類の「EAA GE Venture Capital」として推計。



(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推計・作成)

欧州ファンド業界中心メディアの英 FundEuro には「なぜ投資家はクローズドエンド・ファンドに向かうか/Why more investors are turning to investment trusts」と言う見出しで次の様に出ていた。尚、英国では一般的にオープンエンド・ファンド/open-end funds(オープンエンド・インベストメント・カンパニー/Open Ended Investment)はインベストメント・ファンド/investment funds、クローズドエンド・ファンド/closed-end funds はインベストメント・トラスト/Investment trusts として知られている(2021 年 12 月 27 日付日本版 ISA の道 その 348「プライベートはオープンよりクローズ?」~ https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_211227_2.pdf)。

「英国でオープンエンド・ファンドは長年、多くの英国の投資家にとってデフォルト(初期設定)の選択肢だった。だが、2021 年はクローズドエンド・ファンド/Investment Trusts の資金調達が過去最大の 2,776 億ポンド/3,330 億ユーロ/約 43 兆円だったのである(2014 年の 102 億ポンドがこれまでの最大)。…(略)…。流動性の低い資産やオルタナティブへのエクスポージャーを提供しながら、手数料でも通常のファンドと競争している事がある。…(略)…。クローズドエンド・ファンドは、一定の口数しか設定されず解約もされないが、これはインフラストラクチャー/infrastructure や不動産プロジェクトなど流動性の低い投資/less liquid investments such as infrastructure and property projects に理想的だ。さらに、クローズドエンド・ファンドはオープンエンド・ファンドよりたくさんのレバレッジが可能で、リターンを増幅/gear up したり、プロジェクトにさらに投資したりする事も出来る。…(略)…。加えて、クローズドエンド・ファンドは毎年、ポートフォリオから得た収入の最大 15%を収益準備金/revenue reserve に保持出来、分配金をほぼ同じレベルに安定する事も、増やす事も出来る。これはオープンエンド・ファンドでは出来ない。クローズドエンド・ファンドは株主の利益の為に行動する独立取締役会の存在もある。ただし、クローズドエンド・ファンドにはディスカウントやプレミアム/discount or premium の存在で、よりボラタイルとなる。だが、これも投資家の横顔/profile と一致するのなら適切なアプローチになるかもしれない。」(2022 年 3 月 9 日付 FundEuro「Investment trusts: Why more

investors are turning to investment trusts」~ <https://www.funds-europe.com/march-2022/investment-trusts-why-more-investors-are-turning-to-investment-trusts>)。

また、英国ファンド業界中心メディアの英 Investment Week には「クローズドエンド資産がオープンエンドのそれを凌駕する/Closed-end asset growth outstrips open-ended peers」と言う見出しで次の様に出ていた。「**英国** 立調査会社スミス/Numis によると**英国でクローズドエンド・ファンドの資産は過去 3 年間で年間約+15.1%成長した。英国のオープンエンド・ファンドの+10.7%を凌駕している。** 2021 年、クローズドエンド・ファンドは記録的なレベルの資金調達を行い、合計 162 億ポンドの資金を調達、2020 年の 84 億ポンドのほぼ 2 倍になった。スミスは『この記録的資金調達は、より投機的な新規株式公開/IPO(未上場企業が株を上場し公開価格で資金を調達する事)よりも、既存ファンドによるセカンダリー発行(総発行の 75%)が多く、バブルではない可能性があり安心出来る。』と言う。クローズドエンド・ファンドが拡大、多くのオルタナティブ需要を活用する一方、オープンエンド・ファンドはウッドフォード・スキャンダル/Woodford scandal の様な問題を抱えている。また、LTAF/長期資産ファンドがクローズドエンド・ファンドを補完する事、コストも、オープンエンド・ファンドの逆風となる。」(2022 年 1 月 14 日付 Investment Week「Closed-end asset growth outstrips open-ended peers Numis report」～ <https://www.investmentweek.co.uk/news/4043286/closed-end-asset-growth-outstrips-open-peers>)。

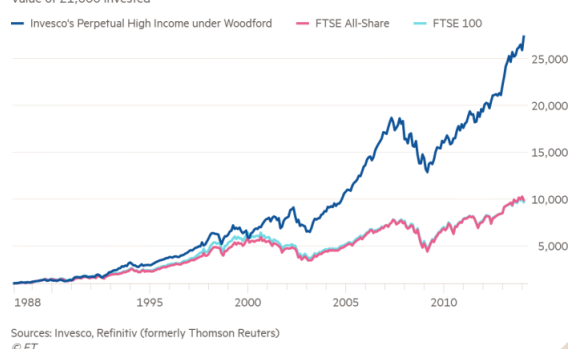
クローズドエンド・ファンドがオープンエンド・ファンドよりたくさんのレバレッジが可能で、リターンを増幅/gear up したり、プロジェクトにさらに投資したりする事は英国でよく行われている(先述の<LTAF の法的形態>を参照)。「**英国籍の上場クローズドエンド・ファンドであるベリリー・ギフォード『スコティッシュ・モーゲージ』は私募債を通じて 4 億ドルを調達した。** ファンドの取締役会は『ポートフォリオのギアリングの適切なレベルであると考えるものを維持する為に借入のレベルを引き上げた。』と言った。ここ数年、何度もしている。今回の調達は 2.99%固定利付 30 年債 1 億 7,500 万ドル、3.04%固定利付 35 年債 1 億 1,000 万ドル、3.09%固定利付 40 年債 1 億 1,500 万ドル。」(2022 年 1 月 20 日付 Investment Week「Scottish Mortgages raises \$400m through private placement To maintain appropriate level of gearing」～ <https://www.investmentweek.co.uk/news/4043567/scottish-mortgages-raises-us400m-private-placement>)と報じられている通り(ベリリー・ギフォード「スコティッシュ・モーゲージ」については先述の<LTAF の資産評価>を参照)。

コストについてファンド・オブ・ファンドでは、投資先のオープンエンド・ファンドのコストのみを OCF/Ongoing Charges Figure/オンゴーイングチャージ/経費率に含め、クローズドエンド・ファンドのコストは含めずに済んだ。ただ、英国投資(投信等)協会は、**2022 年 7 月 1 日以降、クローズドエンド・ファンドもまた、オープンエンド・ファンドと同じコスト開示ルールに該当する事を明確化した**(経費率については 2022 年 5 月 16 日付日本版 ISA の道 その 356「米国の新しい最善の利益規制と日本の NISA の抜本的拡充で一層インデックスファンドに資金が向かう?」～ https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_220516_2.pdf)。

ウッドフォード・スキャンダルは英国で花形ファンドマネジャーでありスターでもあったニール・ウッドフォード/Neil Woodford 氏がオープンエンド・ファンドの Woodford Investment Management「LF・ウッドフォード・エクイティ・インカム・ファンド/LF Woodford Equity Income Fund(クリーン・シェア)」でプレグジット懸念から売り込まれた銘柄に逆張り買いや未上場株への資産配分について上限 10%を上回って投資、予想が外れ、2019 年 6 月末までの 3 年間で英 FTSE 全株指数/配当込みが+30%上昇する中、同ファンドの基準価格/分配金再投資ベースは-20%下落、解約増加、2019 年 6 月 4 日に解約を停止、ファンド閉鎖で廃業した事(2020 年 9 月 17 日付日本版 ISA の道 その 315「英資産運用会社のバリュア・アセスメント・レポート(AoV)」～ https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_200917.pdf)。

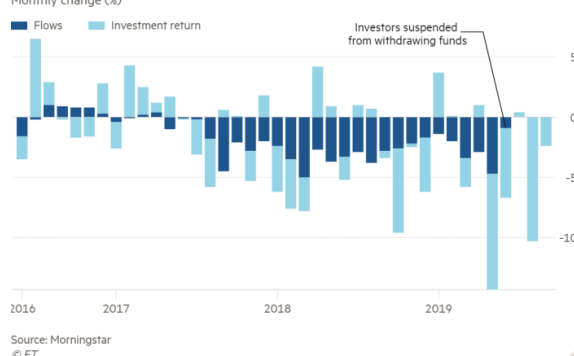
Neil Woodford had built a strong career beating the market

Value of £1,000 invested



Woodford's downfall

Monthly change (%)



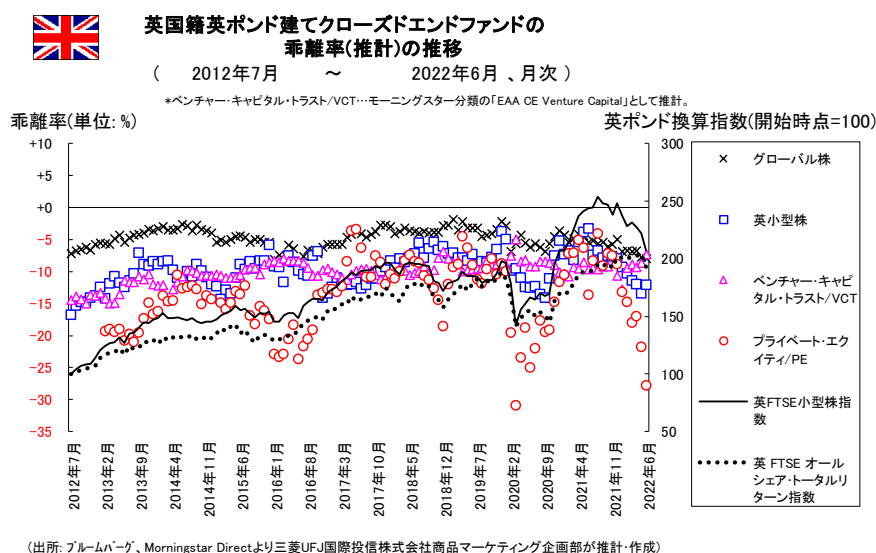
(出所: 2019 年 10 月 19 日付 Financial Times「Neil Woodford: the inside story of his rise and dramatic fall」～ <https://www.ft.com/content/2f077ae2-f19e-11e9-bfa4-b25f1f42901>)

英国でクローズドエンド・ファンドが人気となる中、オープンエンド・ファンドは非流動性資産(不動産)ファンドで人気が無く閉鎖も増えている。これは、2016年のプレグジット投票後に始まった。2016年7月4日に英スタンダード・ライフ・インベストメンツ/Standard Life Investments/SLIがオープンエンド不動産ファンドを解約停止、その後7社が追随、180億英ポンド/238億米ドル/約2.5兆円規模の不動産ファンドが解約停止状況となった(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)。2020年にコロナのパンデミック(世界的流行)/COVID-19 pandemicとなり再び起きた。2022年3月4日にジャナス・ヘンダーソン/Janus Hendersonは直接不動産に投資するオープンエンド不動産ファンド(Janus Henderson UK Property PAIF & Janus Henderson UK Property PAIF Feeder Fund)の設定・解約を停止、保有不動産を売却する事とした(<https://www.janus Henderson.com/en-gb/investor/notice/janus-henderson-suspends-dealing-in-janus-henderson-uk-property-paif-janus-henderson-uk-property-paif-feeder-fund/>)。2021年5月にアビバ・インベスターズ/Aviva Investorsも閉鎖、その翌月、エイゴン/Aegonも閉鎖。

「オープンエンド不動産ファンドは停滞しており、持続的流出を引き起こす流動性ミスマッチに対する明白な解決策はないと専門家は言う。…(略)…。直面する問題は、オープンエンド不動産ファンドの日々の設定・解約と不動産の非流動的性質との間の不一致である。英国投信(投資会社)協会/Association of Investment Companiesのニック・ブリットン/Nick Britton氏は「低流動性資産を日々の設定・解約と言うオープンエンド・ファンドに組み込む事は、市場が揺れ動くたびに、停止につながるに違いない。10年間の総収益率はクローズドエンド不動産ファンドが+226%、オープンエンド不動産ファンドが+161%となっている。」(2022年5月17日付FTAdviser.com「Open-ended property sector in a 'state of paralysis'」～<https://www.ftadviser.com/investments/2022/05/17/open-ended-property-sector-in-a-state-of-paralysis/>)。

ただし、クローズドエンド・ファンドには注意も必要である。「不動産など非流動資産に投資する為の最良のファンドはクローズドエンド・ファンドだが、万能薬ではない。上場クローズドエンド不動産ファンドに投資している場合、市場が不安定な時も売却出来るが、基準価額を大幅にディスカウントして売却する可能性が高い。」(2022年5月17日付FTAdviser.com「Open-ended property sector in a 'state of paralysis'」～<https://www.ftadviser.com/investments/2022/05/17/open-ended-property-sector-in-a-state-of-paralysis/>)。「クローズドエンド・ファンドにはディスカウントやプレミアムの存在で、よりボラタイルとなる。だが、これも投資家の横顔/profileと一致するのなら適切なアプローチになるかもしれない。」(2022年3月9日付FundEuro「Investment trusts: Why more investors are turning to investment trusts」～<https://www.funds-europe.com/march-2022/investment-trusts-why-more-investors-are-turning-to-investment-trusts>)。

1年近く前、まだ、ディスカウントが問題になっていない時に当コラムでも指摘した通り、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(2021年8月30日付日本版ISAの道その340「投資ビッグバン! 欧米で長期のVC・PE投資信託を設定(活用)、未公開企業の成長を促して、個人(年金)へ高リターンを提供へ!」～https://www.am-mufg.jp/text/oshirase_210830_2.pdf)。米国の伝統的なクローズドエンド・ファンドとインターバル・ファンドの純資産と乖離率の推移については後述※1に掲載する。



●新しい資本主義における長期運用資金のベンチャー投資には日本版 VCT の道も

英国のクローズドエンド・ファンドには(会社型)VCT/Venture Capital Trusts/ベンチャー・キャピタル・トラストがある。

1995 年から開始、ファンド経由の間接投資、80%以上(2019 年 4 月 6 日以前は 70%)が非上場会社投資であるクローズド
エンド会社型の上場ファンド(非上場会社は投資前総資産 1,500 万ポンド未満で投資前後資産 1,600 万ポンド未満/gross assets of no more than £15 million

before investment and £16 million after investment、フルタイム従業員基本 250 人未満/fewer than 250 full time equivalent employees、設立 7 年基本以内など。知識集

約的企業/KICs は条件がもっと緩い。GOV.UK「Venture Capital Trusts: Introduction to National and Official Statistics」～ [https://www.gov.uk/government/statistics/venture-capital-trusts-](https://www.gov.uk/government/statistics/venture-capital-trusts-statistics-introductory-note/venture-capital-trusts-introduction-to-national-and-official-statistics)

[statistics-introductory-note/venture-capital-trusts-introduction-to-national-and-official-statistics](https://www.gov.uk/government/statistics/venture-capital-trusts-introduction-to-national-and-official-statistics))。

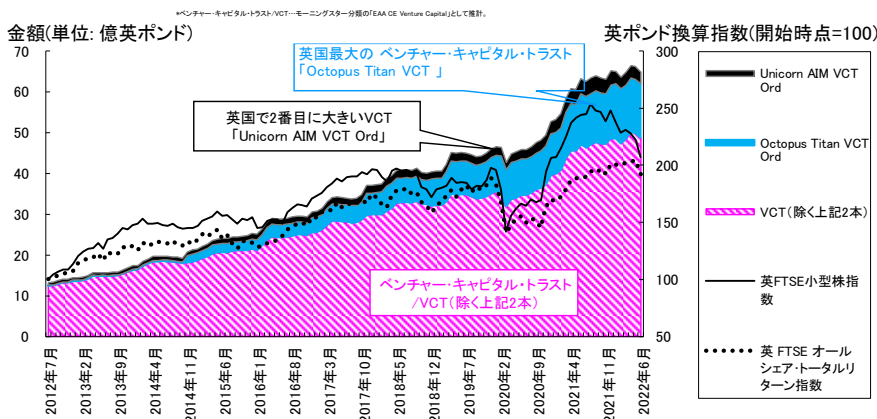


導入初年度は 12 本、今は 60 本を超える。



英国籍英ポンド建て ベンチャー・キャピタル・トラスト(VCT)の 純資産(推計)の推移

(2012年7月31日 ～ 2022年6月30日 、月次)

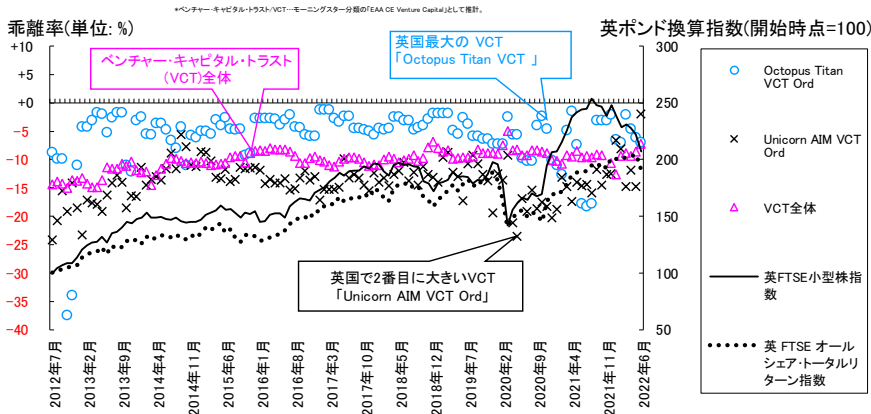


(出所: ブルームバーグ、Morningstar Directより三菱UFJ国際投信株式会社商品マーケティング企画部が推計・作成)



英国籍英ポンド建て ベンチャー・キャピタル・トラスト(VCT)の 乖離率(推計)の推移

(2012年7月 ～ 2022年6月 、月次)



(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推計・作成)

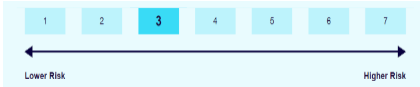
英国 VCT は米国の BDC/Business Development Company/ビジネス・デベロップメント・カンパニーに似ている(米国 BDC は 2022 年 7 月 11 日付日本版 ISA の道 その 360「資産所得倍増プランだけではなくスタートアップも! 日本版インターバル・ファンド、日本版 BDC の道」~ https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_220711_2.pdf)。 米国 BDC は 1980 年から開始、70%以上を国内民間企業(適格ポートフォリオ企業/eligible portfolio companies、投資会社ではない企業)、米国の未公開企業もしくは時価総額 2 億 5,000 万ドル未満の公開企業の資産に投資するクローズドエンド・ファンド(会社型)。 2009 年から非上場 BDC/Non-traded BDCs/Non-traded business development company も登場、インターバル・ファンド構造で四半期ごとの流動性を認めている(2022 年 7 月 11 日付日本版 ISA の道 その 360「資産所得倍増プランだけではなくスタートアップも! 日本版インターバル・ファンド、日本版 BDC の道」~ https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_220711_2.pdf)。 米国 BDC と異なり、規制上、レバレッジの制限はない。

英国 VCT は(米国 BDC と違って)、国内未上場スタートアップ企業への投資促進を目的とした税制優遇制度である。個人投資家は 5 年以上保有すれば、新規発行 VCT 投資額(年 20 万ポンド/3,300 万円まで、取引所投資は除く)の 30%所得税還付が受けられ、キャピタルゲイン非課税、配当非課税でもある(損益通算なし、相続税控除なし、GOV.UK「Venture Capital Trusts: Introduction to National and Official Statistics」~ <https://www.gov.uk/government/statistics/venture-capital-trusts-statistics-introductory-note/venture-capital-trusts-introduction-to-national-and-official-statistics>)。

英国 VCT 最大のオクトパス・インベストメント/Octopus Investments「Octopus Titan VCT(OTV2)」は 2022 年 6 月 30 日現在の純資産が 13 億ポンド/約 2,189 億円で、プレミアム/ディスカウントは 2007 年 12 月 28 日の設定から 2009 年 3 月までプレミアムで、翌月から 159 カ月連続のディスカウント、平均-5.3%(+12.5%~-37.5%)。 非上場会社投資は運用規模拡大を中心にして低コストをめざす大手運用会社には参入が難しい。ただ、だからこそ、流動性プレミアムなどによる超過リターンが期待され、投資家やファイナンシャル・アドバイザーに人気は高く販売については(英国プラットフォーム会社最大手の)ハーグリーブス・ランズタウン/Hargreaves Lansdown や(英国でリテール投資プロダクトを提供するウェルスマネジメン最大手の)セント・ジェームズ・プレイス/St. James's Place/SJP などとなっている(2020 年 9 月 17 日付日本版 ISA の道 その 315「英資産運用会社のバリュア・アセスメント・レポート(AoV)」~ https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_200917.pdf)。

KID/Key Information Document/重要情報書類によると

(<https://media.octopusinvestments.com/m/7fe526a59ebb14e3/original/Octopus-Titan-KID-2021-22.pdf> 、KID については 2021 年 3 月 22 日付日本版 ISA の道 その 330「日本の金融庁『重要情報シート』が参考にする欧州の『PRIIPs KID』は欧州の投信協会やアナリスト協会等の反対を押し切り来年 2022 年から?」~ https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_210322_2.pdf)、リスクは意外に低く、7 段階中「3」と「中位から低位のリスク/medium-low risk class となっている。コストは購入時手数料/Entry costs が 5.5%で、ディスカウント・ブローカーもしくはファイナンシャル・アドバイザーなら 3%である。日本では「購入時手数料 5.5%は高い」、「英国では購入時手数料が無い」などと言われるが、ウェルスマネジメン最大手のセント・ジェームズ・プレイスは基本的に購入時手数料 6%を徴収、それで「業界内で安い」と言っているのだ(2021 年 7 月 15 日付バリュア・アセスメント・レポート/Annual Value Assessment Statement ~ <https://www.evidenceinvestor.com/why-sjps-latest-value-assessment-still-doesnt-cut-it/> 、バリュア・アセスメント・レポートについては 2020 年 9 月 17 日付日本版 ISA の道 その 315「英資産運用会社のバリュア・アセスメント・レポート(AoV)」~ https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_200917.pdf)。 **「Octopus Titan VCT(OTV2)」は経費率/Ongoing costs 年 2.47%、パフォーマンス・フィー/Performance fees あり(超過リターンの 20%)。**



英国籍英ポンド建てベンチャー・キャピタル・トラスト/VCTの純資産の大きい順10ファンド
*ベンチャー・キャピタル・トラスト/VCT…モーニングスター分類の「EAA CE Venture Capital」として推計。

2022年6月末現在

ファンド名	投信会社名	設定日	純資産 (クラス) (百万ポンド) 最新月末	純資産 (クラス) (百万ポンド) 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 (プレミアムと ディスカウント) (%)	ティッカー	経費率
1 Octopus Titan VCT Ord	Octopus Investments Limited	2007/12/28	218,936	1,327	+11.79	+8.54	+10.61	ロンドン証券取引所	-7.98	OTV2	2.00
2 Unicorn AIM VCT Ord	Unicorn Asset Management Ltd	2007/4/11	47,317	287	+7.48	+6.62	+10.87	ロンドン証券取引所	-27.07	UAV	2.00
3 Octopus Apollo VCT Ord	Octopus Investments Limited	2006/10/17	46,162	280	+10.28	+5.85	+4.81	ロンドン証券取引所	-4.70	OAP3	2.70
4 Baronsmead Second Venture Trust Ord	Gresham House Asset Management Ltd	2001/1/30	38,599	234	+3.85	+2.56	+5.45	ロンドン証券取引所	-4.50	BMD	2.56
5 Amati AIM VCT Ord	Amati Global Investors Ltd	2001/2/22	36,906	224	+4.07	+6.75	+9.38	ロンドン証券取引所	-7.11	AMAT	1.78
6 Baronsmead Venture Trust Ord	Gresham House Asset Management Ltd	1998/4/3	35,149	213	+3.12	+1.89	+5.79	ロンドン証券取引所	-4.73	BVT	2.39
7 Pembroke VCT B	Pembroke Investment Managers LLP	2015/4/1	34,340	208	+10.13	+8.11	—	ロンドン証券取引所	-14.16	PEMB	0.30
8 Foresight VCT Ord	Foresight Group LLP	1999/11/2	31,911	193	+10.26	+7.59	+3.67	ロンドン証券取引所	-9.51	FTV	2.00
9 ProVen Growth and Income VCT Ord	Beringea	2001/5/31	31,745	192	+4.48	+4.81	+5.74	ロンドン証券取引所	-6.32	PGOO	2.40
10 ProVen VCT Ord	Beringea	2000/4/10	29,337	178	+2.25	+4.07	+5.71	ロンドン証券取引所	-9.39	PVN	1.80
61本 *純資産は合計、他は平均(blank除く)		2007/1/11	1,069,276	6,481	+6.35	+4.83	+6.93		-7.42		2.63
最新もしくは最大(blank除く)		2022/4/5	218,936	1,327	+88.62	+41.40	+16.03		+31.65		6.94
最古もしくは最小(blank除く)		1995/11/1	35	0	-42.11	-23.95	-1.98		-77.02		0.30

(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)

英国 VCT は以上である。 **英国にはファンド経由の間接投資となる VCT 以外、同じ個人投資家向け非上場企業投資の税制優遇措置として、個別銘柄投資への EIS/Enterprise Investment Scheme(3 年以上の保有、年 100 万ポンド、30% が所得税還付、キャピタルゲイン非課税、配当課税、損益通算あり、相続税控除あり)、EIS よりはるかに小さな企業を対象とする(EIS を補完する)SEIS/Seed Enterprise Investment Scheme(VCT や EIS よりも小さな企業を対象、3 年以上の保有、年 10 万ポンド、50% が所得税還付、キャピタルゲイン非課税、配当課税、損益通算あり、相続税控除あり)もある**(GOV.UK「Enterprise Investment Scheme, Seed Enterprise Investment Scheme and Social Investment Tax Relief

statistics: 2022」～ <https://www.gov.uk/government/statistics/enterprise-investment-scheme-seed-enterprise-investment-scheme-and-social-investment-tax-relief-may-2022/enterprise-investment-scheme-seed-enterprise-investment-scheme-and-social-investment-tax-relief-statistics-2022>)。 **さすが「第三の ISA/個人貯蓄口座」と言われる「イノベティブ・ファイナンス型 ISA/Innovative Finance ISA/IFISA」を導入した英国**であろう(2022 年 5 月 30 日付日本版 ISA の道 その 357「資産所得倍増プラン『NISA の抜本的拡充』で NISA 縮小回避!? 教育資金需要増で英国 ISA や米国 529 が拡大(英国ではイノベティブ・ファイナンス ISA やグリーン ISA 等多様化)する中、日本のジュニア NISA は?」～ <https://www.am.mufg.jp/text/oshirase.220530.2.pdf>)。

VCT と EIS と SEIS は ISA や PENSION(私的年金制度)と比較される事もある。 下記テーブルの通りだが、2022 年 7 月 25 日現在の ISA の ANNUAL CAP(最大年間拠出限度額)は、預金型 ISA と株式型 ISA とイノベティブ・ファイナンス ISA とライフタイム ISA の合計で年 2 万ポンド(ライフタイム ISA のみ上限 4000 ポンド、ジュニア ISA は株式型と預金型の合計で年

9000 ポンドまで)。 PENSION(私的年金制度)の ANNUAL CAP(最大年間拠出限度額)は NEST/National Employment Savings Trust/国家雇用貯蓄信託とステークホルダー年金/Stake Holder Pension schemes 等の合計で年 4 万ポンド(生涯非課税限度額/Standard lifetime allowance が 1,073,100 ポンド、2022 年 6 月 13 日付日本版 ISA の道 その 358「資産所得倍増プランに『iDeCo の改革や子供世代が資産形成を行いやすい環境整備』!」～ <https://www.am.mufg.jp/text/oshirase.220613.2.pdf>)。

COMPARISON OF TAX-EFFICIENT INVESTMENTS					
	ISA	PENSION	VCT	EIS	SEIS
ANNUAL CAP	£15,240	£40,000	£200,000	£1m	£100,000
LIFETIME CAP	✗	£1m*	✗	✗	✗
INCOME TAX RELIEF	✗	✓	30%	30%	50%
LOSS RELIEF	✗	✗	✗	✓	✓
IHT RELIEF	✗	depends	✗	✓	✓
CGT FREE GROWTH	✓	✓	✓	✓	✓
CGT DEFERRAL	✗	✗	✗	✓	✓
TAX-FREE INCOME	✗	✗	✓	✗	✗
TAX-FREE LUMP SUM	✓	25%	✓	✓	✓

As a rule of thumb, as you move to the right-hand side of the table, you will be looking at riskier investments. *From 6 April 2016
Source: Alternative Investment Report 15/16

(出所: 2016 年 3 月 10 日付 Shares Magazine「30% instant boost」～

<https://www.sharesmagazine.co.uk/article/the-funds-with-an-instant-30-boost>)

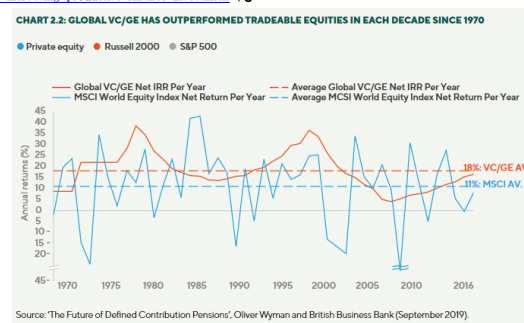
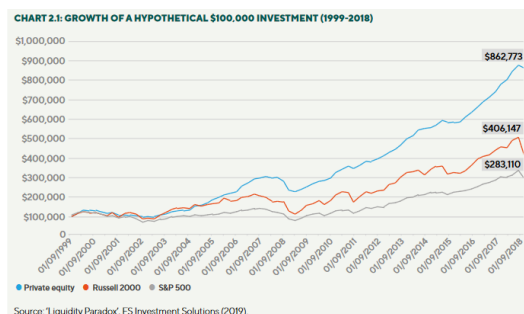
実は、日本にもベンチャーファンド市場はあった(日本取引所グループ… <https://www.jpx.co.jp/equities/products/vf/outline/index.html>)。 国内未公開株等への投資額比率が 70%以上、かつ、未公開株等投資額に占める未公開株等及び上場後 5 年以内の継続保有株券等投資額比率が 50%以上の上場クローズドエンド型ベンチャーファンド投資法人(会社型投信、国内未公開株等…未公開株等関連資産、上場後 5 年以内の株券等、上場後 5 年以内の継続保有株券等及び上場後 5 年を経過した継続保有株券等を含む)。 **だが、再投資先選定が困難となり、市場期待が低迷した結果、解散して現在、ベンチャーファンドの上場銘柄は存在していない**(2021 年 2 月 18 日東京証券取引所「ベンチャーファンド市場に関する見直しの検討について」～ https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/market-system/siryou/20210218/03.pdf)。

日本のベンチャーファンド市場の課題として、(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、(4)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(さらなる詳細は 2021 年 8 月 30 日付日本版 ISA の道 その 340「投資ビッグバン! 欧米で長期の VC・PE 投資信託を設定(活用)、未公開企業の成長を促して、個人(年金)へ高リターンを提供へ!!」～ <https://www.am.mufg.jp/text/oshirase.210830.2.pdf>)。

ここは、先述の**英国の LTAF(長期資産ファンド)や VCT(ベンチャー・キャピタル・トラスト)などの貴重な事例を日本の参考にしてほしいものである。今、新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画「資産所得倍増プラン」で抜本的拡充がされようとしている日本の NISA も、元は英国の「第二の ISA」である株式型 ISA(含むジュニア株式型 ISA)を参考にしたものである**(第一の ISA は預金型 ISA/Cash ISA とヘルプ・トゥ・バイ/Help to Buy ISA/住宅購入支援 ISA～2022 年 5 月 30 日付日本版 ISA の道 その 357「資産所得倍増プラン『NISA の抜本的拡充』で NISA 縮小回避!?」～ <https://www.am.mufg.jp/text/oshirase.220530.2.pdf>)。

●非上場市場は上場市場を大きくアウトパフォーム、英国も検討、ましてや日本

2021年9月27日に PFWG/Productive Finance Working Group/プロダクティブ・ファイナンス・ワーキング・グループが出した「プロダクティブ・ファイナンス・インベストメント・ロードマップ/A roadmap for increasing productive finance investment」によると、「PE や VC などの非上場市場は上場市場を大きくアウトパフォームしている /private markets, such as PE and VC, could meaningfully outperform public markets。例えば、2019 年までの 5 年、10 年で英国の PE や VC/British Private Equity and Venture Capital Association (BVCA) members は年率+20.1%と+14.2%だったが、英国上場株/FTSE All-Share は+7.5%と+8.1%だった。米国でも同様に、非上場市場は過去 20 年で平均年+6%アウトパフォームしていた(Chart 2.1)。そして、グローバルでも同様に、非上場市場は 1970 年から 2016 年まで平均年+7%アウトパフォームしていた(Chart 2.2)。」(2021年9月27日付 PFWG「A roadmap for increasing productive finance investment」～ <https://www.bankofengland.co.uk/report/2021/a-roadmap-for-increasing-productive-finance-investment>)



(出所: 2021年9月27日付 PFWG/Productive Finance Working Group「A roadmap for increasing productive finance investment」)

その中、「英国の年金基金は、海外の同業他社と比較して、不動産/property、インフラストラクチャー /infrastructure、プライベート・エクイティ/private equity、ベンチャー・キャピタル/venture capital などの“非流動的”資産/“illiquid” assets への投資に遅れをとっている。世界の 7 大年金市場は、2000 年の 7%から平均 19%を非流動資産に配分している。しかし、英国の年金配分は 7~8%程度で横ばい推移している。」(2022年6月1日付 The Times「Investing in illiquid assets would be a big boost for pensions」～ <https://www.thetimes.co.uk/article/investing-in-illiquid-assets-would-be-a-big-boost-for-pensions-cqtn8hvlm>)と言う。また、「非流動性資産/illiquid assets について、英年金基金の約 85%がもっと投資し、7%が大幅な投資を予想している。60%近くが既に最大 25%を割り当てており、5 人に 2 人近くが最大 10%を割り当てており、まったく割り当てていないのはわずか 2%だった。」(2021年9月6日付 FundEuro「UK pension schemes to increase allocation to illiquid assets」～ <https://www.funds-europe.com/news/uk-pension-schemes-to-increase-allocation-to-illiquid-assets>)と言う。

こうして、英国は LTAF(長期資産ファンド)と VCT(ベンチャー・キャピタル・トラスト等)によって、政府中心に DC など長期運用資金のベンチャー投資への循環、個人金融資産のリターン向上をめざしている。

日本でも、新しい資本主義における長期運用資金のベンチャー投資への循環、個人金融資産のリターン向上、資産所得倍増の為、日本版インターバル・ファンドや日本版 BDC、そして、日本版 LTAF、日本版 VCT も検討してほしいものである。

※1: 米国の伝統的なクローズドエンド・ファンドとインターバル・ファンドの純資産と乖離率の推移～乖離率のある上場インターバル・ファンド!?～…。



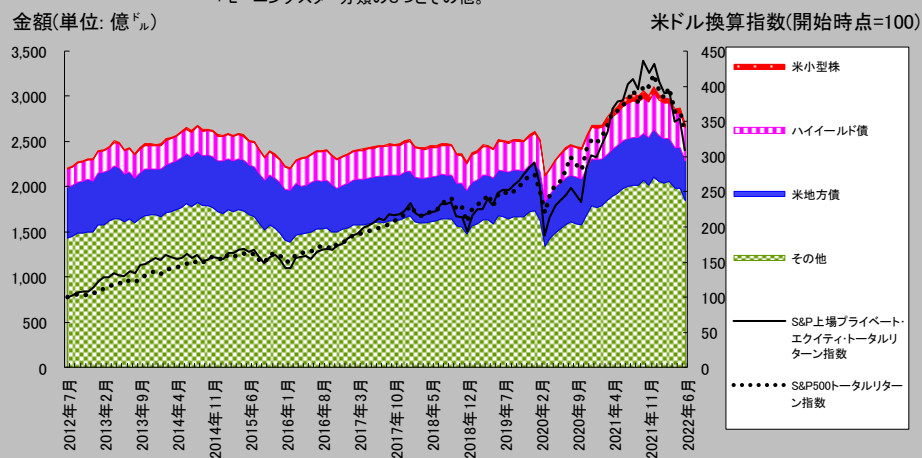
英国では個人投資家にクローズドエンド会社型のインベストメント・トラストが人気である(2021年12月27日付日本版 ISA の道 その 348「プライベートはオープンよりクローズ?」～ <https://www.am.mufg.jp/text/oshrase.211227.2.pdf>)。米国ではどうだろうか? 米国では伝統的なクローズド・エンド・ファンドはあまり人気がない。「プレミアムやディスカウント/premium and discount(上場価格と基準価額の乖離)がある。需要増加から利益を得る事が出来ない。」などが原因である(2022年7月11日付日本版 ISA の道 その 360「資産所得倍増プランだけではなくスタートアップも! 日本版インターバル・ファンド、日本版 BDC の道」～ <https://www.am.mufg.jp/text/oshrase.220711.2.pdf>)。



米国籍米ドル建てクローズドエンドファンド/closed-end fundsの純資産(推計)の推移

(2012年7月31日 ~ 2022年6月30日 、月次)

*モーニングスター分類の3つとその他。



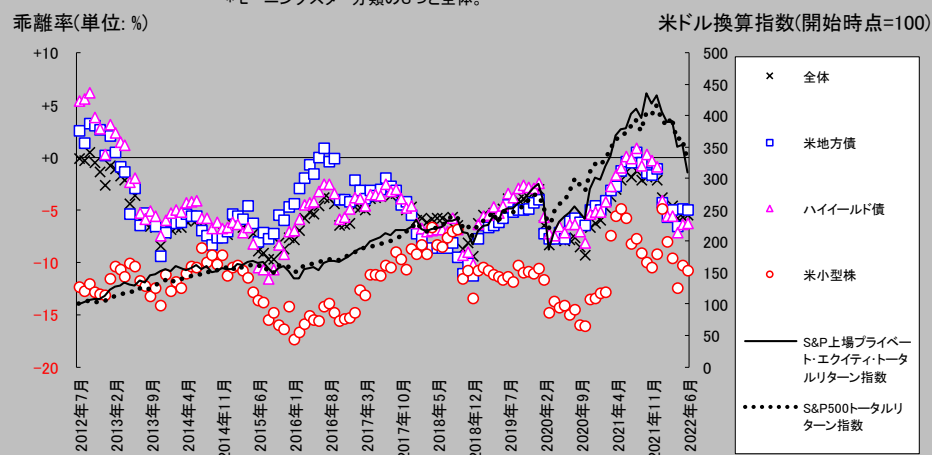
(出所: ブルームバーグ、Morningstar Directより三菱UFJ国際投信株式会社商品マーケティング企画部が推計・作成)



米国籍米ドル建てクローズドエンドファンド/closed-end fundsの乖離率(推計)の推移

(2012年7月 ~ 2022年6月、月次)

*モーニングスター分類の3つと全体。



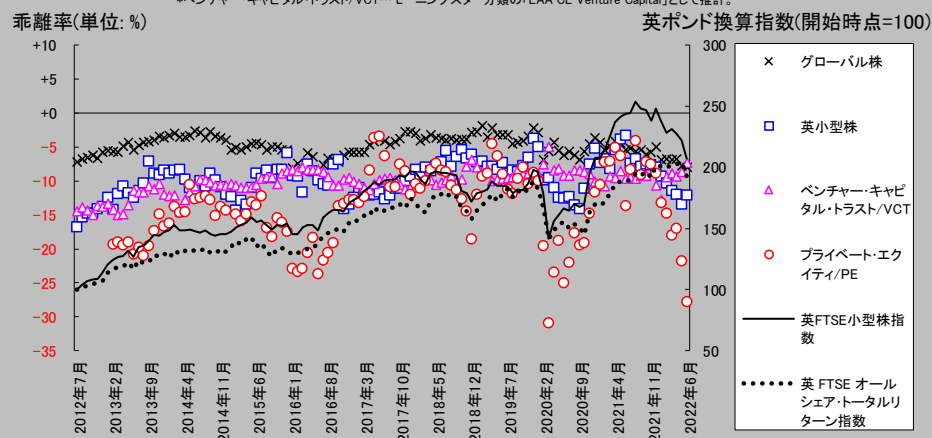
(出所: ブルームバーグ、Morningstar Directより三菱UFJ国際投信株式会社商品マーケティング企画部が推計・作成)



英国籍英ポンド建てクローズドエンドファンドの乖離率(推計)の推移

(2012年7月 ~ 2022年6月、月次)

*ベンチャー・キャピタル・トラスト/VCT...モーニングスター分類の「EAA OE Venture Capital」として推計。

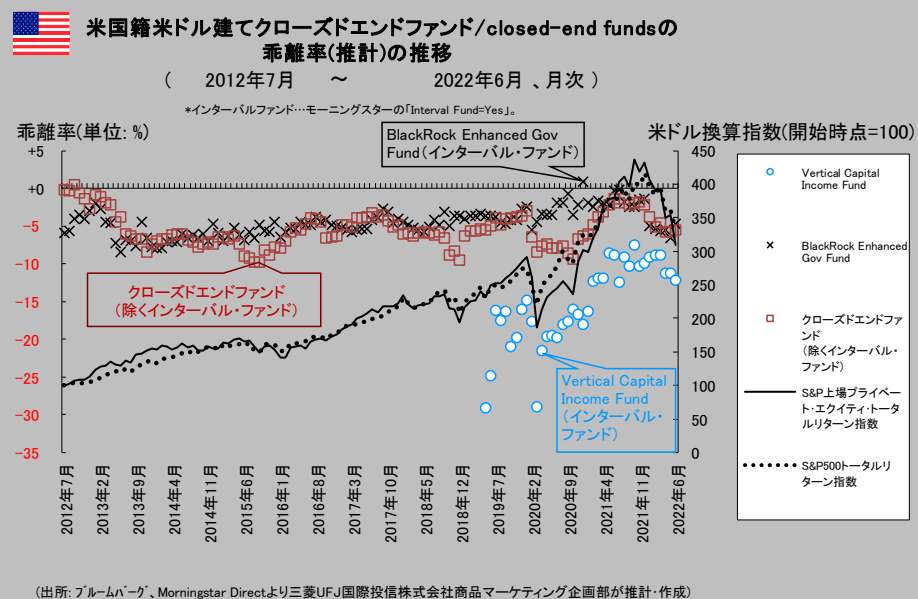
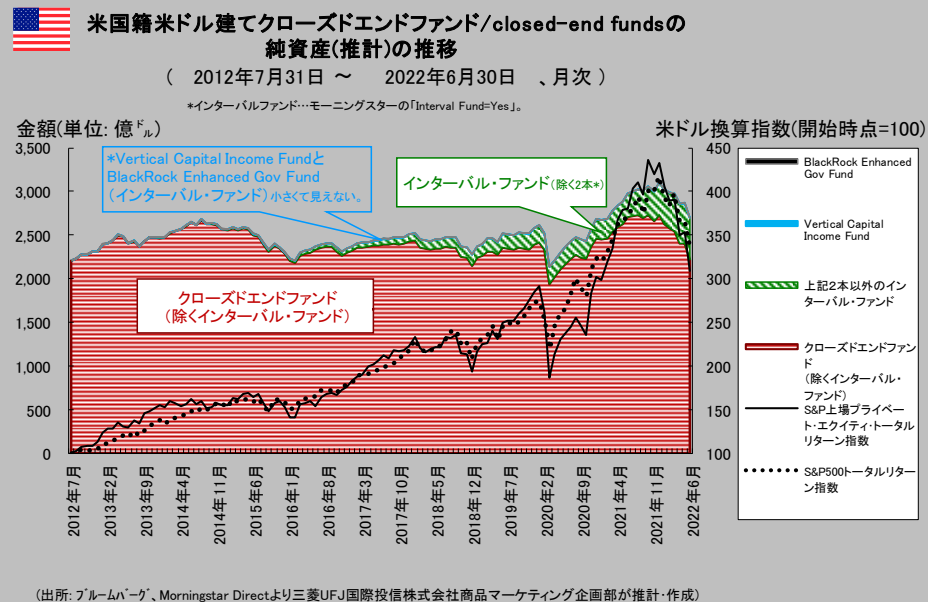


(出所: ブルームバーグ、Morningstar Directより三菱UFJ国際投信株式会社商品マーケティング企画部が推計・作成)

英国のプレミアムやディスカウントは米国と大きく変わらない(むしろ大きい場合がある)。やはりパフォーマンスが大きいからだ。パフォーマンスが良ければクローズドエンド・ファンドの資金調達もうまいき、需要増加から利益を得る事が出来るだろう。

ディスカウントやプレミアムが基本無いクローズドエンド・ファンドの一種のインターバル・ファンド/interval funds は人気がある(2022年7月11日付日本版ISAの道その360「資産所得倍増プランだけではなくスタートアップも! 日本版インターバル・ファンド、日本版BDCの道」

～ https://www.am.mufg.jp/text/oshirase/220711_2.pdf)。



乖離率のある上場インターバル・ファンドが2つある。

1つは米国籍 Oakline Advisors「Vertical Capital Income Fund」(設定日: 2011年12月30日、2022年6月30日純資産1億1,055万ドル/150億円)はNY証券取引所上場(ティッカー: VCIF)で、2019年4月にインターバル・ファンド/interval funds から伝統的なクローズドエンド・ファンド/closed-end funds/CEFs に転換している(転換してからはディスカウント続き～2022年1月18日付MarketWatch「Vertical Capital Income Fund SEC Filings」～<https://www.marketwatch.com/investing/fund/vcif/financials/secfilings?docid=15486568>)。モーニングスター・ダイレクト/Morningstar Directで確認した所、設定来設定も解約も無かった様である。また、ディスカウントやプレミアムは転換後38か月中ずっとディスカウントで、平均-15.26%(-7.53%～-29.07%)となっている(月末ベース)。

もう1つは **BlackRock Advisors「BlackRock Enhanced Government Fund」**(設定日: 2005 年 10 月 31 日設定、2022 年 6 月 30 日純資産 4,565 万ドル/60 億円)である。NY 証券取引所に上場(ティッカー: EGF)している。ほとんどのインターバル・ファンドが取引所に上場していない中(インターバル・ファンドの上場は可能/it is possible for an interval fund to be publicly traded の中)、唯一上場しているインターバル・ファンドである。残高純資産の年 5~25%まで財産留保/repurchase fee2%で解約可能である(2017 年 5 月 11 日付 Interval Fund Tracker「Why aren't there more publicly traded interval funds?」~

<https://intervalfundtracker.com/2017/05/11/arent-publicly-traded-interval-funds/>)。ただモーニングスター・ダイレクト/Morningstar Direct で確認した所、解約は(設定も)2011 年 12 月を最後に無い様である。また、ディスカウントやプレミアムは設定後プレミアムは 28 か月、ディスカウントは 173 か月で(2010 年 8 月以来 2022 年 6 月までの 143 か月でプレミアムは 2020 年 12 月の+0.87%のみ)、平均-3.47%(+9.20%~-9.25%)となっている(月末ベース)。

「伝統的なクローズドエンド・ファンドは新規株式公開/IPO で資金調達する一方、インターバル・ファンドには継続的に資金調達出来る利点がある/benefit to doing a continuous capital raise, rather than a one shot IPO。しかしいったん上場してディスカウントとなると、資金調達が困難になりえる。総じて、資産運用者は資金調達において柔軟で持続する事を考える。なお、度重なるテnder オファー(定期的に条件付きで基準価額での株式公開買付)はインターバルファンドよりコストがかかる。…(略)…。過去に、より多くの上場インターバル・ファンドがあった。例えば、『Asia Tigers Fund(GRR)』と『India Fund(IFN)』は当初、伝統的なクローズドエンド・ファンドで(一貫してディスカウントだった)、各々2002 年と 2003 年にインターバル・ファンドに転換した。しかし、2014 年にインターバル・ファンドから伝統的なクローズドエンド・ファンドに戻した。両ファンドとも、ディスカウント時に株式を買い戻す“ターゲット・ディスカウント・ポリシー/targeted discount policy”を採用した。」(2017 年 5 月 11 日付 Interval Fund Tracker

「Why aren't there more publicly traded interval funds?」~ <https://intervalfundtracker.com/2017/05/11/arent-publicly-traded-interval-funds/>)。

当コラム(2022 年 7 月 25 日付日本版 ISA の道 その 361)本文に「英国独立調査会社ヌミス/Numis によると、英国でクローズドエンド・ファンドの資産は過去 3 年間で年間約+15.1%で成長した。英国のオープンエンド・ファンドの+10.7%を凌駕している。2021 年、クローズドエンド・ファンドは記録的なレベルの資金調達を行い、合計 162 億ポンドの資金を調達、2020 年の 84 億ポンドのほぼ 2 倍になった。ヌミスは『この記録的資金調達は、より投機的な新規株式公開/IPO(未上場企業が株を上場し公開価格で資金を調達する事)よりも、既存ファンドによるセカンダリー発行(総発行の 75%)が多く、バブルではない可能性があり安心出来る。』と言う。クローズドエンド・ファンドが拡大、多くのオルタナティブ需要を活用する一方、オープンエンド・ファンドはウッドフォード・スキャンダル/Woodford scandle の様な問題を抱えている。また、LTAF/長期資産ファンドがクローズドエンド・ファンドを補完する事、コストも、オープンエンド・ファンドの逆風となる。」(2022 年 1 月 14 日付 Investment Week「Closed-end asset growth outstrips open-ended peers Numis report」~

<https://www.investmentweek.co.uk/news/4043286/closed-end-asset-growth-outstrips-open-peers>)と書いたが、既存ファンドによるセカンダリー発行が英国と米国の違いの可能性はある。

掲載した和訳は、筆者が作成した英文記事の参考抄訳であり、英語の原文と抄訳内容に相違がある場合には原文が優先します。

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… <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。



三菱UFJ国際投信

三菱UFJ国際投信株式会社
金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第404号
加入協会：一般社団法人投資信託協会
一般社団法人日本投資顧問業協会