

プライベートアセットにおける投資手法の発展

目次

- I. はじめに
- II. 欧米における一部個人投資家への投資機会開放の動き
- III. 解約・売買の機会が提供されるプライベートアセット投資のファンド形態
- IV. オープンエンド型ファンド等に期待される機関投資家ニーズと留意点
- V. プライベートアセットの「トークン化」の動き
- VI. 終わりに

運用商品開発部 プライベートアセット運用室 シニアプロダクトマネージャー 小畑 真哉
プロダクトマネージャー 田畑 大樹

I. はじめに

リターン向上とリスク分散の観点から、プライベートアセット投資が拡大している。これまで機関投資家を中心であったプライベートアセットへの投資において、欧米では段階的に一部個人投資家に対しても投資機会が開放されつつある。一定の条件下で解約可能であり投資対象の分散が図られたオープンエンド型ファンドを中心に、商品提供の動きがみられる。解約可能な商品としては、不動産やインフラで保有期間が長期の「コア」型戦略が先行しており、特に不動産は米国や英国で 1970 年代から機関投資家向けに提供されてきた。足元では、プライベートエクイティ等のその他の領域でも更に関心が高まりつつあり、日本でも商品を提供する運用会社が増加している。また、海外ではブロックチェーン技術を活用した資産のトークン化により、投資単位を小口化し、個人投資家への普及を促進する動きもある。以上を踏まえ、本稿ではプライベートアセット投資に対する投資家ニーズに応えるファンド形態の変化と今後に向けた展開についてまとめてみたい。まず、II 章では個人投資家への拡充に向けた流れ(運用会社、規制当局)、III 章では解約の機会が提供されるファンド形態についての具体的特徴、IV 章ではオープンエンド型等ファンドに期待される投資ニーズと留意点について取り上げる。また、V 章では、更なる投資家の利便性向上をめざしてブロックチェーン技術を活用したプライベートアセットのトークン化の動きについて、その意義や特徴についても取り上げる。

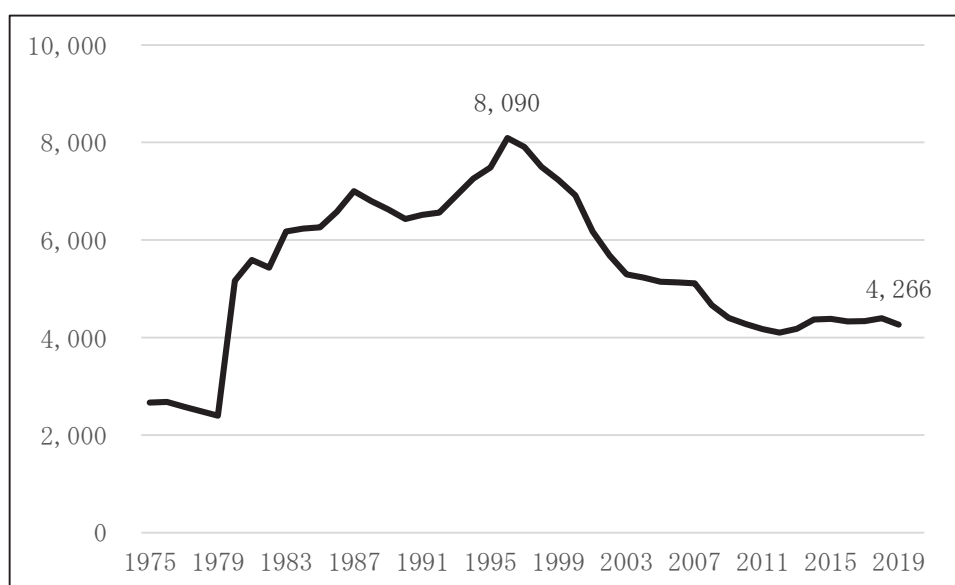
II. 欧米における一部個人投資家への投資機会開放の動き

1. 拡がる個人投資家のプライベートアセット投資

これまでプライベートアセット投資は機関投資家を中心に拡大が続いてきた。一方、上場企業数は減少しており、例えば米国の上場企業数は2019年に4,266社となり、ピークであった1996年の8,090社の約半分程度となっている(図表1)。この要因は様々あるが、2000年

代初頭の IT バブル崩壊を受けて導入された上場企業へのコンプライアンス強化策や、高いレベルの内部統制が一因として考えられるほか、資金調達手段の多様化も理由である。プライベートエクイティ市場では上場企業と比べて、情報開示や内部統制等の制約に過度に縛られない柔軟かつ積極的な企業経営ができるため、高成長を実現する多くの企業が現れてきている。そのため、プライベートアセット投資では、企業価値の向上等による超過リターン獲得が期待され、その点に関する投資家の理解も深まってきたことで、伝統資産である上場株式投資や債券投資を補完するアセットとしての関心が高まってきた。この波は個人投資家にも拡がりつつある。

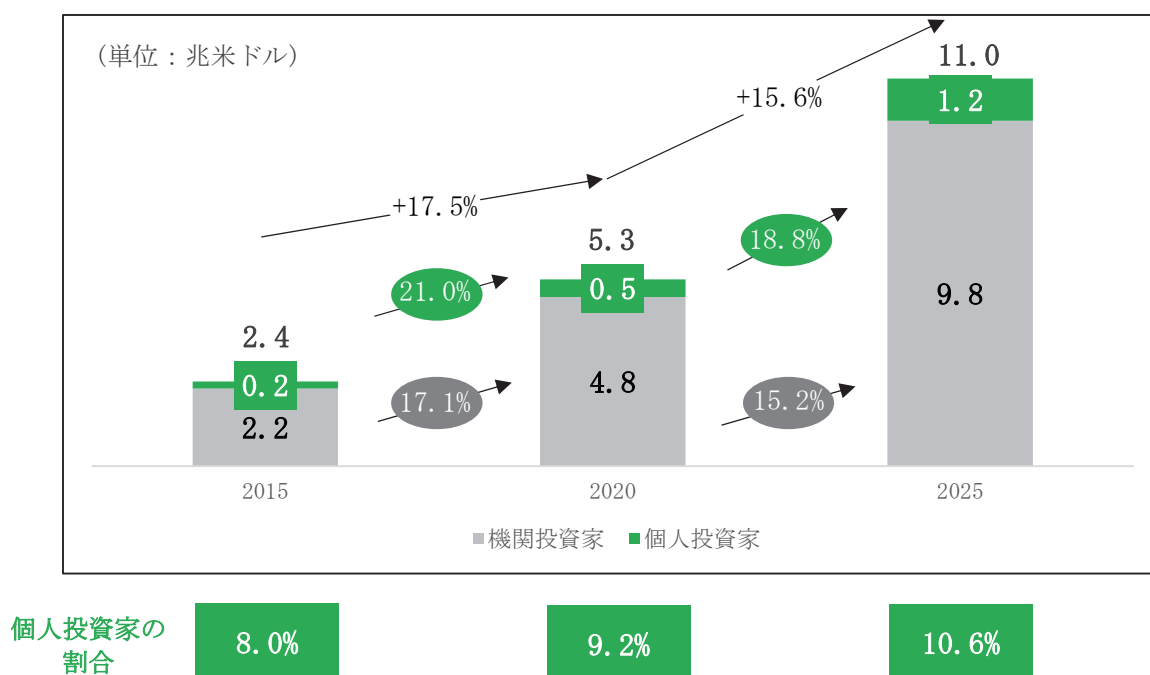
図表 1 : 米国の上場企業数



(出所)世界銀行のデータより三菱UFJ信託銀行作成

欧米では、個人投資家へのプライベートアセット投資の開放の動きがあり、個人投資家層の拡大が期待されている。ボストンコンサルティンググループ(BCG)と iCapital 社のレポートによると、2020年時点において、プライベートエクイティファンドにおける機関投資家の比率は90.8%を占めており、その市場規模も2025年までに年平均15.2%のペースで拡大することが予想されている(図表2)。個人投資家の市場規模はそれをさらに上回る年平均18.8%のペースで拡大することが見込まれており、この背景には後段で論じる各国当局による規制緩和とプライベートアセットの「民主化」の動きがある。これを受けて、大手の運用会社各社も個人投資家の資金獲得に向けた動きを強めている。

図表2：プライベートエクイティファンドにおける
個人投資家と機関投資家の市場規模の推移



(出所)BCG、iCapital「The Future is Private」より三菱UFJ信託銀行作成

2. 大手運用会社による個人投資家資金獲得に向けた動き

Ernst & Young のレポートによると、46%の運用会社が富裕層や個人投資家からの資金拡大をめざすと回答しており、大手運用会社は個人投資家獲得に向けた取り組みを積極化している。大手運用会社の一角である Apollo は2018年以降、個人投資家から年平均100億米ドル規模を受託しており、2026年には年150億米ドルまで拡大することを見込んでいる。これを受けて、個人投資家向けの専門部隊の人員をここ数年で数人規模から百数十人規模まで拡大している。

Blackstone は、運用期限のない解約が可能で最低投資額を抑えたファンドを組成すると共に、米国以外で販売する場合には、現地の個人投資家への販路を持つ証券会社等と提携して販売を拡大している。

報道によると、同社の個人投資家からの受託額は、2018年の580億米ドルから足もとで2,330億米ドルまで拡大し、全運用総額に占める個人投資家の割合も13%から25%まで拡大しており、将来的にはこの比率を50%まで高める意向を示している。

このように大手運用会社が個人投資家の獲得姿勢を強めている背景には、投資家層の分散を図る意図があり、手元資金を安定させて投資機会を捉え易くする狙いと考えられる。また、欧米では個人投資家を含む投資家層の拡大を図るため各国で規制見直しの動きがある点も後押しとなっている。この点について次に述べる。

3. 米国の規制動向

近年、米国では確定拠出年金(401k)の運用商品の組入資産の一部として、プライベートエクイティファンドを追加することを認めるなどの規制緩和の動きが進んでいる。具体的には、2020年6月に米国労働省は、一定時期に向けてリスク資産の比率を引き下げる「ターゲットイヤー」ファンドや複数資産を組入れる「バランス型」ファンドへのプライベートエクイティファンドの組入れを最大15%まで認めることを明確化した。しかしながら、運用商品をラインナップとして提供する雇用主企業は商品の選定やモニタリングにおいてフィデューシャリー責任を果たす必要があることから、複雑性が高いプライベートエクイティファンドの組入れが加速する状況までには至っていない。

また、2020年8月には個人がファンドに直接投資する際の資格も一部緩和されたが、資格要件の一つとして、総資産100万米ドル以上、年収20万米ドル以上という金額要件は維持されている。そのため、90%以上の大部分の投資家は現状、プライベート市場への投資が認められず、このことが投資機会における不公平さや格差の拡大を助長しているとの指摘もある。一方、米SECは、米国1940年投資会社法上の登録が免除されているプライベートファンド(プライベートエクイティファンドやヘッジファンド等が該当)におけるレポーティング義務の強化策を提案中であり、さらなる規制緩和は投資家保護の強化と両軸で慎重に進めるべきとの立場にあると考えられる。

4. 欧州の規制動向

EUでは2015年3月に欧州長期投資ファンド(ELTIF)規則が導入された。ELTIF導入の目的は、実体経済における長期投資を増やすことであり、投資対象はインフラストラクチャー、不動産、上場および未上場企業等の幅広い範囲に及んでいる。現時点では、ELTIFはクローズドエンド型ファンドとすることが要件となっており、市場のボラティリティを抑制することで長期的な投資目標達成に寄与する狙いがある。

ELTIFはEU籍オルタナティブ・インベストメント・ファンド(AIF)の一種であり、オルタナティブ投資ファンド運用者指令(AIFMD)のもとに承認されたEU籍の運用者のみが提供できる権限を有する。ELTIFはEUのマーケティングパスポート¹を利用することができ、個人投資家や機関投資家向けに広くマーケティングすることが可能である。一方、他のAIFはプロ投資家のみを対象としたマーケティングしか認められておらず、個人投資家へのマーケティングは各国のルールに従うことが求められる。しかし、このような販促上の優位性があるにもかかわらず、ELTIFの普及が思うように進まなかったため、2020年に欧州委員会(EC)はELTIF規則の見直しに着手し、規則が過度に厳格であることで個人投資家からのアクセスが限定されたと結論づけた。

2021年11月にECは2020年の資本市場同盟²(CMU)のもとでの法制に関する施策パッ

¹ EU加盟国のどこか1カ国での認可に基づき、他のEU加盟国でマーケティングできる仕組みのこと。

² 資本市場同盟(Capital Markets Union=CMU)とは、欧州連合(EU)が構築しようとしている欧州の単一資本市場のこと。株式、債券、デリバティブなどさまざまな金融商品の取引市場は、各国それぞれの法制度や仕組みの下で運営されているが、それらを統合することによって、投資家や資金を必要とする事業者などが、国境を越えて、より自由に、より容易に資本市場にアクセスできるようにすることが狙いとしてある。

テージを採択し、欧州議会(European Parliament)へ ELTIF 規制の変更案を提出した。この変更案は、ELTIF 規則の見直しに関する提案を含んでおり、実体経済における資本の長期投資という ELTIF の目的を改めて強調した。変更案には、個人投資家の一部制限の撤廃、解約請求後の早期エグジットを可能とする流動性オプションの設定、分散投資に資するファンド・オブ・ファンズの解禁等が含まれる。個人投資家の一部制限撤廃としては、最低投資額€10,000 の撤廃や€500,000 未満のファンドにおける1投資家あたりの持分上限10%の撤廃等が含まれる。2022年6月には、ELTIF の魅力をより高めることを目的として、欧州議会によってオープンエンド型ファンドの解禁と、資産とファンド投資口の流動性のミスマッチへの対応策(2年間のロックアップ期間の設定、解約請求への早期対応を可能にする投資家の解約と申込のマッチング等の提供)に関する文言も追加された。現在、欧州議会では変更案は引き続き審議中であるが、EU の通常の法令手続きに則って進められ、2023年後半から2024年前半頃に採択される予定であり、変更によって長期投資ファンドとしての魅力を高め、銀行以外からの実体経済への資金供給を促進することや、個人投資家や機関投資家によるプライベートアセット投資の拡大につながることを期待されている。

5. 英国の規制動向

英国では、1970年代から不動産の私募オープンエンド型ファンドが機関投資家向けに提供され、例えば PAIF(Property Authorized Investment Fund)やユニットトラストの形態で多くのファンドが運用されてきた。しかし、投資対象の不動産は流動性に乏しく、またキャッシュでの待機資金運用先も限定的である一方で、ファンド投資家が日次で解約請求できるファンドがあるなど、資産とファンド投資口のミスマッチが指摘されてきた。そのような環境下で、Brexit(英国の EU 離脱)前後の不動産市況への懸念や、コロナ禍による2020年の市場下落局面、後述するオープンエンド型ファンドにおける解約の事前通知期間の導入案検討など、不透明感が高まる局面で解約請求が集中するファンドがいくつもみられた。同国の不動産オープンエンド型ファンド全体の運用資産額は2016年の220億ポンドから2022年3月には90億ポンドにまで減少しているとされる。2022年に入っても、解約請求が受け付けられずに滞留するファンドや、解約請求の頻度が日次から月次に変更されるファンドなどが散見されている。特に2022年9月の英国債金利上昇に起因したスワップ取引の証拠金不足への対応等で、年金基金などの投資家が資金確保を図り、解約請求が増加していると報じられている。

これまで、英国のプライベートアセットへの投資では、不動産の私募オープンエンドファンドを除き、クローズドエンド型が中心であったが、英国の金融当局である FCA(英国金融行為規制機構)は、資産とファンド投資口の流動性のミスマッチに配慮したオープンエンド型ファンド形態の確立に向けた動きを見せており、2021年11月に、LTAF(long-term asset fund)と呼ばれる、プライベートエクイティやプライベートデットを始めとした長期の低流動資産への投資を可能としたオープンエンド型ファンドを主に機関投資家を対象として導入した。FCAはLTAFを導入することの意義について、「長期の低流動資産への投資は、長期投資を志向する投資家に対し、有益なオルタナティブ資産への投資機会を提供し、また、経

済成長や低炭素社会の実現にも資する」としている。英国政府は当初より、LTAFの実現に前向きな姿勢を示しており、LTAFを活用した長期投資により、パンデミックやロックダウンにより傷ついた英国経済の回復につながることを期待している。一方で、低流動資産に投資し、事前通知なしに日次解約が可能なオープンエンド型ファンドは、解約流動性のミスマッチが生じるといったシステムック・リスクが生じる恐れがあるとしている。そのため、FCAは投資家の解約に関し、解約機会の頻度を最短で月次とし、少なくとも90日前の事前通知を必要とした。また、FCAは平常時において、解約の受付を停止するべきではないとの姿勢を明確に示しており、予期せぬ売却や適切ではない価格での売却を回避すべく、マネージャーに対して流動性管理を適切に行うことを求めている。

2022年8月のFCAのコンサルテーション・ペーパー(CP22/14)では、LTAFの投資家を個人にも拡大する案が追加された。個人投資家のプライベートアセット投資への関心が高まっていることが要因だが、一方で個人投資家は、ファンドが当局によって「認可されている」事実で安心してしまい、解約流動性や投資先のリスクを十分に理解しない恐れがある点が指摘されている。上記のペーパーを踏まえ、FCAは2023年の初期にLTAFに関する最終のルールを発効する予定としている。

プライベートアセットの個人投資家への普及には、上記のとおり投資家保護の観点から整理すべき点は多く残されており、特に解約流動性の観点が鍵となっている。

もちろん、これまで述べてきた様に、機関投資家向けのプライベートアセット投資ファンドにおいても解約流動性は大きな課題となっており、次章では各国で導入されている解約・売買の機会が提供されるファンド形態をみていく。

Ⅲ. 解約・売買の機会が提供されるプライベートアセット投資のファンド形態

本章では、欧・米各国で提供されているプライベートアセット投資の主要なファンド形態と共に、プライベートアセットに投資する上場クローズドエンド型ファンドについても確認する。

1. 米国

(1) ミューチュアルファンド(クロスオーバーファンド)

ミューチュアルファンドは、米国1940年投資会社法上(同法2a-7)の登録オープンエンド型ファンドであり、最も一般的な日次で投資家がNAV(純資産価額)による買戻請求権を有する投資形態である。

リテール投資家が主たる投資家であり、投資対象も上場有価証券が主体ではあるが、投資家保護の観点からNAVの15%の組入れ上限はあるものの、低流動性資産の組入れが可能である。そのため、上場株式を運用するマネージャーがIPO前の企業の未上場株式にも投資し、複数の企業の成長サイクルからのリターン獲得を狙うクロスオーバー戦略等での活用もみられている。

(2) テンダーオファーファンド

テンダーオファーファンドは、米国 1940 年投資会社法上(同法 23c-2)の登録クローズドエンド型ファンドであり、同法および 1934 年米証券取引所法に基づき、運用会社の裁量によって、NAV による買戻しの機会(テンダーオファー)が提供される投資形態である。買戻しの機会の提供は法律上、「速やかに」に対応することとされているものの、ファンドに流動性資産の保有を義務付けていないことに鑑み、買戻しの頻度や上限の規定はなく、投資家にとって所定の時期での解約が保証されているものではない。しかしながら、多くのファンドでは、通常、四半期毎にファンドの純資産総額の 5% までの買戻しの機会を提供している。運用者にとって、買戻しに備えた流動性資産保有の厳格な制限がないことから、資産の保有期間が長期でありファンドの投資口とのミスマッチが生じやすいプライベートエクイティの領域で活用されることの多いファンド形態である。

図表 3 : テンダーオファーファンドの組成状況(2022 年 7 月時点)

	NAV合計 (十億米ドル)	ファンド数 (件)
プライベート・エクイティ	20	35
ファンド・オブ・ヘッジファンズ	15	32
クレジット	11	16
株式	3	2
不動産	2	6
マルチ戦略	0	2
その他	0	1
計	50	94

(出所) Ockham Data Group

テンダーオファーファンドは、仕組み上は個人投資家にも募集が可能であるが、プライベートファンドを 15% 超組入れる場合等には、通常のプライベートファンドと同様に、適格投資家への募集に限定される。

(3) インターバルファンド

インターバルファンドは、米国 1940 年投資会社法上(同法 23c-3)の登録クローズドエンド型ファンドであり、予め定めた周期(インターバル)においてのみ定期的に NAV による買戻しの機会を提供することが義務付けられた投資形態である。通常、買戻しの機会の提供は、四半期毎にファンドの投資口総額の 5% までとされていることが多いが、ファンドによって、頻度は月次から年次、上限額は 5% から 25% までと、条件は様々である。取締役の同意等でやむを得ず延期が必要と判断する場合を除き、通常はファンドに買戻しが義務付けられていることから、法律上、解約に備えた流動性資産の保有が求められており、資産の 20% ~

40%を流動性資産による投資としている場合が多い。

低流動資産として、プライベートデットに投資しつつ、流動性資産として社債やバンクローン等に投資するマルチ型のクレジット戦略において、インターバルファンドを活用する事例が多い。

図表4：インターバルファンドの組成状況(2022年8月時点)

	NAV合計 (十億米ドル)	ファンド数 (件)
クレジット	28	51
不動産	21	18
株式	8	3
デリバティブ・保険リンク	2	5
プライベート・エクイティ/VC	1	5
マルチ戦略	1	2
計	62	84

(出所)Ockham Data Group

インターバルファンドは、仕組み上は個人投資家にも募集が可能であるが、プライベートファンドを15%超組入れる場合等には、通常のプライベートファンドと同様に、適格投資家への募集に限定される。

(4)未上場 BDC

未上場 BDC は、米国 1940 年投資会社法上の登録クローズドエンド型ファンドで、同投資会社のうち Business Development Company³としての登録がなされているものであり、主にダイレクトレンディングを投資対象とする。ファンドは無期限であり、2 週間に一度や月次等の周期で、継続的に募集が行われる。後述の上場 BDC と異なり、取引所での売買はできず、同法に基づき、定期的に NAV による買戻しの機会を提供する。通常、買戻しの機会の提供は、四半期毎にファンドの投資口総額の 5% までとされていることが多い。投資家は、通常のプライベートファンドと同様に、適格投資家に限定される。また、ファンド側の裁量において、上記の定期的買戻し以外に不定期で買戻しの機会を提供することや、募集完了から 5～7 年後に「流動性イベント」を発動する場合がある。「流動性イベント」では、①ファンドの保有資産の一部または全部の処分、②ファンド持分の上場(IPO)、③他のファンドとの合併による償還や上場ファンド持分への転換等によって、早期の償還や、未上場から上場への資産クラスの変化が生じ得るものであり、IPO 時の価格によっては取得価格との差分のキャピタルゲインが発生したり、IPO 後の取引価格推移次第では取得価格との差分のキャピ

³ BDC とは、米 1980 年小規模事業投資促進法によって、米国の中堅企業や新興企業への資金供給を活性化する政策として導入された投資形態であり、総資産の 70% 以上を米国の非上場企業または時価総額が 2.5 億米ドル未満の上場企業の証券等の適格資産に投資することを要件とする。

タルロスが発生したりする可能性がある。

伝統的なクローズドエンド型ファンドにおいては、上場 REIT に代表されるように、証券市場でのファンド投資口の売買機会の提供によって、投資家に流動性が提供されるが、取引価格が NAV と乖離することも多く、売却時の NAV に対するディスカウントが深くなるリスクを伴う。一方で上記(2)～(4)のクローズドエンド型ファンドでは、NAV での買戻し機会を提供する商品性であり、プライベートアセットに期待される、市場の価格変動への感応度の低さを損なわずに、投資家に流動性が提供されるため、プライベートアセットとの親和性が高いものと考えられる。

また、上記(2)～(4)のファンドは、米国税法上 Regulated Investment Company (RIC) として選択されることが多く、一定の要件をクリアすることによって、投資会社段階の法人税ではなく、投資家段階の所得税のみが課税され、二重課税の回避が図られる。当該要件には、総収入の 90%以上が配当金・利息、有価証券の売却益で構成されること、課税所得の 90%以上を受益者に分配すること、米 SEC に登録された適格投資助言者やブローカーを経由してファンドが提供されること、標準化されたレポーティング要件に則った開示を行うこと等が含まれており、投資家保護も企図されていることが特徴である。

2. 欧州

(1) AIF オープンエンドファンド

オルタナティブ・インベストメント・ファンド(AIF)とは、オルタナティブ投資ファンド運用者指令(AIFMD)規制上の監督対象の運用者が EU 域内で運用・販売する投資形態である。UCITS⁴準拠ファンドに該当しないプライベートエクイティファンドやヘッジファンド等が含まれる。クローズドエンド型に加えてオープンエンド型での組成も可能である。

プライベートエクイティ領域でのオープンエンド型ファンドの割合は、ファンド・オブ・ファンズで 10%台、シングルファンドで 4%と少数派である。通常、解約機会の提供は、頻度は月次から四半期、上限額は四半期毎に 5%までとされていることが多い。上述の米国におけるテnder オファーファンドと投資対象を同一とするファンドもあり、テnder オファーファンドはクローズド型に該当するが、「運用会社の裁量で買取りの機会を投資家に提供する」テnder オファーファンドと、「運用会社に対する買取請求権を投資家が有するが、運用会社の裁量により請求に応じられないこともある」AIF オープンエンドファンドとの間で、契約上の定義は異なるものの、実態としての解約流動性に大きな違いはないものと考えられる。

AIF の販売対象はプロ投資家と規定されているが、EU 加盟国は自国規制に基づき自国内での個人投資家向け販売も可能とする場合があり、クローズド型も含む AIF 全体で、

⁴ UCITS : Undertakings for the Collective Investment in Transferable Securities (譲渡可能証券)の略称。 EC (European Commission : 欧州委員会)による「UCITS に関する欧州委員会指令」(通称 UCITS 指令)を根拠として設立・運用されている投資ファンドを指す。EU、投資ファンドの統一市場を創出する目的で制定された。

プライベートエクイティのファンド・オブ・ファンズでは3%、シングルファンドでは6% (出所：ESMA、各2020年12月末時点)の個人投資家による投資がみられる。

図表5：AIF オープンエンドファンドの組成状況(2020年12月時点)

(単位：十億ユーロ)	NAV 合計	うち オープンエンド型 *1	オープンエンド型 の割合
ファンド・オブ・ファンズ	873	602	69%
うちプライベート・エクイティ*2	148	19	13%
不動産	766	429	56%
プライベート・エクイティ	363	15	4%
ヘッジファンド	89	68	76%
その他	3,652	2,849	78%
計	5,743	3,962	70%

*1 AIFファンドのNAV合計およびオープンエンド型の割合の開示値に基づき算出

*2 ファンド・オブ・ファンズのうちプライベート・エクイティは、オープンエンドの割合の概算値に基づき算出

(出所)ESMA

(2) 欧州長期投資ファンド(ELTIF)

欧州長期投資ファンド(European Long-Term Investment Fund/ELTIF)とは、上述のとおり、AIFのサブカテゴリーとしてプロ投資家以外への対象の拡大を図ったクローズドエンド型ファンドの投資形態である。2021年12月時点において計53ファンドが運用されており、資産クラス別ではプライベートデットが最大である。現状はすべてクローズドエンド型であり、例えばプライベートデットではファンド期間が5～8年程度である。運用規模が限定的であるが、現在検討されているオープンエンド型ファンドの解禁や、最低投資額€10,000の最低投資額の撤廃等が実現すれば、今後、投資家の裾野が広がっていく可能性もあろう。

図表6：ELTIFの組成状況(2021年12月時点)

(単位：十億ユーロ)	NAV 合計
プライベート・デット	2.5
インフラ	2.2
プライベート・エクイティ	1.8
マルチ戦略	0.5
計	7.0

(出所)Scope、2021年12月時点、開示がある43ファンドが集計対象

運用会社のなかには、上記の解約・売買の機会が提供されるファンドを適格投資家の要件

を充たす富裕層顧客の資金の呼び込みに活用する動きがみられ、新規のファンド組成が続いている。また、欧州の投資家向けには、後述の AIFMD 規制に基づくファンド組成が必要となるが、米国のテnder オファー ファンドと投資対象がほぼ同様である並行ファンドとして、欧州向けオープンエンド型ファンドを運用するケースも多くみられている。本邦においても、テnder オファー ファンドや欧州向けオープンエンド型ファンド、またはその派生ファンドを機関投資家等に展開する動きがみられており、欧米での商品ラインナップ拡大が、本邦投資家にとっての投資機会の拡大に繋がる可能性もあるものと考えられる。

3. 上場クローズドエンド型ファンド

クローズドエンド型ファンドにおいて、流動性の低い資産に投資しつつ、上場化する事で売買機会を提供する運用形態は、市場が確立された上場 REIT 以外にも存在しており、ここでは、米国の BDC および英国のインベストメント・トラストを取り上げる。

(1) 米国上場 BDC

BDC は、法律の制定当初は上場クローズドエンド型ファンドのみの発行が可能であったものであり、2022 年現在、57 本のファンドが上場されている。未上場 BDC が適格投資家のみを対象とするのに対して、一般の投資家が証券市場を通じて投資可能であり、中堅企業や新興企業への資金供給の活性化を図る目的に鑑み、一般投資家が投資可能なファンドであるものの、ミューチュアルファンドのように低流動資産の組入れが厳しく制限されていないのが特徴である。

(2) 英国上場インベストメント・トラスト

上場インベストメント・トラストとは、英国のクローズドエンド型ファンドであり、公開会社として証券取引所に上場される投資形態である。プライベートエクイティを投資対象とする戦略としては、2022 年現在で 17 本のファンドが運営されている。上場株式として一般の投資家も証券市場を通じて投資可能であり、プライベートエクイティを主たる投資対象とする戦略では珍しく富裕層以外の個人投資家にも投資機会が提供される。投資資産から獲得した収入については、各年度 85% 超を投資家に分配することが規定される。オープンエンド型ファンドとは異なり、投資家の解約に備えた流動性の確保や投資資産の売却等の規定はないことから、プライベートエクイティのように長期の目線での運用に適した投資形態と考えられる。

上場クローズドエンド型ファンドは、上場市場での売却機会の提供によって投資家に流動性を提供するものであるが、市場取引価格が投資ポートフォリオの NAV とは大きく乖離する可能性がある。市場の需給やセンチメントが反映されることによりボラティリティが生じ、結果としてリスク・リターンの特性がプライベートアセットに期待されるものとは異なることも想定される。一方で、上場ビークルと未上場ビークルとで同一の資産に投資をしている場合も存在するが、取引価格が NAV に対して大きくディスカウントとなっている局面では、魅力的な投資機会と捉えることも考えられる。

従来はプライベートアセット投資の大きな特徴の一つとして、流動性を犠牲にすることで非流動性プレミアムを享受できるとの考え方があり、特にプライベートエクイティやプライベートデットではクローズドエンド型ファンドが大勢を占めていた。しかし、現実的な投資家ニーズとして柔軟な投資や資金化の機会確保は重要であり、プライベートアセット投資の市場拡大を図る上で大きな課題である。

本章では、その解決策として様々なファンド形態が提供されていると共に、オープンエンド型ファンドも新たな潮流の1つとなっている事を確認した。

次章では、そのオープンエンド型ファンドに対するニーズと投資を行ううえでの留意点を取り上げる。

IV. オープンエンド型ファンド等に期待される機関投資家ニーズと留意点

1. 投資ニーズ

オープンエンド型プライベートアセットファンドへの投資ニーズとしては、一般的に早期の資産積み上げや継続運用により残高維持に資することや、アセットアロケーション調整やリバランス対応における購入・解約の機動性が期待されている。例えば日本の年金基金の場合は、「給付超過」へ転じた基金や将来的に DC への制度変更を視野に入れる基金等でオプションとしての流動性確保が重視される傾向もみられている。

2. 留意点

プライベートアセット投資を考えるうえで、これまで低い解約流動性に対して抵抗感のあった投資家にとってオープンエンド型ファンドは魅力が多いように思える。しかし、従来のクローズドエンド型ファンドとの違いや商品毎の相違点を含めて正しく理解することが重要である。本項ではその特徴および留意点についてまとめる。

(1) 資金拠出方法

クローズドエンド型ファンドでは、ファンド組成時に投資対象を一括取得できないことから、投資の進捗状況に応じて、投資家が予め決められた期間内・出資上限の範囲内で、ファンドに対して段階的に資金提供を行う「キャピタルコール方式」が一般的となっている。一方、オープンエンド型ファンドでは、申込時に出資全額を一括で拠出する「一括拠出方式」を採用するファンドが多くなっている。これにより、投資家によってはキャピタルコールの都度対応が必要となっていた資金手当てがなくなり、事務の煩雑性が解消される。ただし、購入の申込をした投資家からの待機資金がファンドからの投資機会を上回り、実際に資金が拠出されるまでに時間を要する場合もあるほか、ポートフォリオ構築中の投資開始後間もないファンドのなかには、投資開始後数年は、キャッシュを始めとした高流動アセットの割合が高く、投資額全体がプライベートアセット投資に必ずしも回らないファンドもある点には注意が必要である。また、そのようなファンドのなかには、資金拠出方法を「キャピタルコール形式」としているファンドもある。

(2) 解約流動性の制約と創出手段

オープンエンド型ファンドは四半期毎等、一定の頻度で解約が可能となっているが、複数の制約事項が設定されていることが一般的となっている。例えば、解約を希望する場合には、解約基準日の数か月前には事前通知を行う必要がある場合が多い。

「ロックアップ」と呼ばれる、解約ができない、または制限がある期間が設定されているケースも多い。例えば、2年のロックアップという場合には、投資開始後2年間は解約が不可能であることを意味する。一定の手数料(留保金)を支払えば解約可能であることを意味する「ソフトロックアップ」という制限もあり、手数料の水準は一般に3～5%程度が多い。低流動性資産の解約に伴うペナルティは相応に高くなる場合があるといえよう。

「ゲート条項」は投資家の解約を制限する条項であり、資金償還請求が殺到し、ファンドの運営継続が困難になることを防ぐ目的で設定されている。ゲート条項には、投資家段階とファンド段階の基準が存在する。例えば「投資家段階で四半期25%のゲート」という場合には、四半期毎の解約可能額は、各投資家の投資総額の25%が上限値となる。「ファンド段階で四半期5%のゲート」という場合には、四半期毎の解約可能額は、全投資家の請求額の合計で、ファンド純資産額の5%が上限値となる。「ゲート条項」上の解約可能額を超える償還請求があった場合、次回以降の解約タイミングまで待機することも一般的であるが、その後追加で発生した資金償還請求との間の優先順位については、先に請求した投資家に優先的に償還されるのではなく、全投資家の請求額等で比例按分して償還額が決定されるファンドもある。また、ファンドの年次監査が完了するまでの間、一定の金額を留保したうえでの償還が可能なファンドも存在する。これらにより、資金化までには相応の時間を要する場合がある。解約請求に応じるかどうかは、基本的には運用者裁量となるものであり、市場が大きく変動した際等には、解約に制限がかかる可能性がある。投資検討時に契約条件を十分に確認し、解約条件を正しく理解することが重要である。

図表7：解約流動性の制約

事前通知	解約希望時に、数か月前の事前通知が必要となるケースあり
ロックアップ	投資開始後、一定期間解約が不可となる条項
ゲート条項	解約可能額に一定の制約がある条項 (例：四半期の解約はNAVの5%に制限)

(出所)三菱UFJ信託銀行作成

プライベートアセット投資は一般的に低流動かつ10年超の長期投資であり、解約可能なオープンエンド型ファンドの特徴とは相反する性質を持っている。そこで、それを両立させる為の解約流動性の創出手段は主に3点ある。

1点目は投資先案件からの分配金や解約・償還資金であるが、これはファンドの運用開始時期や規模等に左右される部分である。長いトラックレコードを有し、大きな規模を有する

ファンドや、運用開始後間もないがシード資産としてポートフォリオを取得しているファンドでは、一定程度の分配金や償還資金が期待できるため、投資家の解約ニーズに応じられる能力が相対的に高いといえる。

2点目は投資家の申込とのマッチングである。これも1点目と同様に、大きなファンド規模を有し、多くの投資家を抱えるファンドほど、新規または追加での投資資金獲得によってマッチングできる可能性は相対的に高くなると考えられる。

3点目は投資家の解約相当の持ち分および投資資産を別管理とし、投資資産の償還や売却資金からの分配等でキャッシュ化するのを待つ順次償還されるのを待つというものである。この場合、全てキャッシュ化するまで数年程度を要する可能性がある点に注意が必要である。

解約の機会が提供されるファンドのなかには、上記の3点全てを解約流動性の創出手段として有しているファンドがある一方、3点目の別枠管理が中心というファンドもある。これが意味するところは、解約申込は四半期毎等、定期的に受け付けるものの、解約資金の入金まで数年程度を要する可能性があるということである。投資先案件の流動性が限定的であるなかで、ファンドの投資家に提供する解約流動性とのミスマッチについてどう考えるかの違いであり、必ずしも良し悪しを判断する基準ではないが、オープンエンド型ファンドだからといって、解約資金がすぐに戻ってくるわけではないファンドもあることに十分留意されたい。

図表 8 : 解約流動性の創出手段

投資先の分配・償還金	投資先案件からの分配金や解約・償還資金を再投資ではなく解約に充当
投資家の申込	投資家の申込と解約のフローのマッチング
別枠管理	解約相当の持ち分および投資資産を別管理とし、投資先案件からの分配等で順次償還 ⇒キャッシュ化まで数年かかるケースあり

(出所)三菱UFJ信託銀行作成

(3) 解約価格・方法

解約時に採用される価格や方法についてもファンド毎に異なっている。解約時の価格は、解約基準日のNAVが採用されることが一般的だが、前述の事前通知により請求して以降、解約時のNAVが確定するまでに4か月以上のタイムラグが発生することも一般的であり、損益の確定には通常時間を要する。「ゲート条項」が発動され、一部持分の解約が次回以降の解約タイミングに回された場合には、その時点の価格が採用されることとなる。そのため、単価が下落する局面で回収を進める場合には、回収額はゲート条項が発動されない場合を下回ることとなる(図表9)。

図表9：ゲート条項発動あり/なしのケースの比較

例1 ゲート条項発動なしの場合				例2 ゲート条項発動ありの場合			
	単価	回収口数	回収額		単価	回収口数	回収額
T-1ヶ月	1.00	-	-	T-1ヶ月	1.00	-	-
T	0.90	100	90.0	T	0.90	10	9.0
合計		100	90.0	T+3ヶ月	0.80	15	12.0
				T+6ヶ月	0.75	20	15.0
				T+9ヶ月	0.70	30	21.0
				T+12ヶ月	0.70	25	17.5
				合計		100	74.5

例2の回収額(74.5)が
例1の回収額(90)を下回る

(出所)三菱UFJ信託銀行作成

その他には、投資信託における信託財産留保額と同様に、償還した投資家に資産処分等にかかるコストを転嫁するためにNAVを減額調整する仕組み(スイング・プライシング)をもつファンドがある。また、上記の別枠管理による順次償還となった場合、解約価格が未実現損益を含むNAVで確定するのではなく、分配金等実現損益にもとづき償還額が確定するファンドも存在する。更には、オプションとしてNAVに依らないセカンダリー取引での譲渡機会を提供し、例えばThe Nasdaq Private Market等を通じたセカンダリーオークションでの譲渡が可能なファンドもあり、必ずしもNAVでの解約とまらない場合がある。

(4)リターン特性

ここまで述べてきた、オープンエンド型か、クローズドエンド型かの違いは、投資・回収のタイミングや解約コストとして多少なりともファンドのリスク・リターンに影響を及ぼすことになる。しかし一口にオープンエンド型ファンドと言っても、運用戦略の違いによりリスク・リターン特性が異なることは言うまでもない。従って、投資対象資産がプライベートエクイティ中心またはプライベートデット中心であるとか、マルチ戦略の場合はその資産構成を確りと理解することが肝要である。ファンドの「成熟度」(設定時からの経過期間、投資進捗度など)に応じた資産構成は、リターンに影響を及ぼす大事なポイントであり、その代表的な留意点について紹介する。

新規ファンドの場合、ファンド設定後しばらくは高流動資産の割合が高くなり、投資資金の全てがプライベートアセットに投資されるとは限らない。キャッシュや社債等を含む高流動資産の割合が高くなることで、パフォーマンスの希薄化が大きくなることも想定される。投資家のアセットアロケーション上、例えば株式やオルタナティブ資産など期待リターンの高い資産枠のなかで投資する場合、想定リスク・リターンから乖離した商品選定とならないか留意が必要となる。

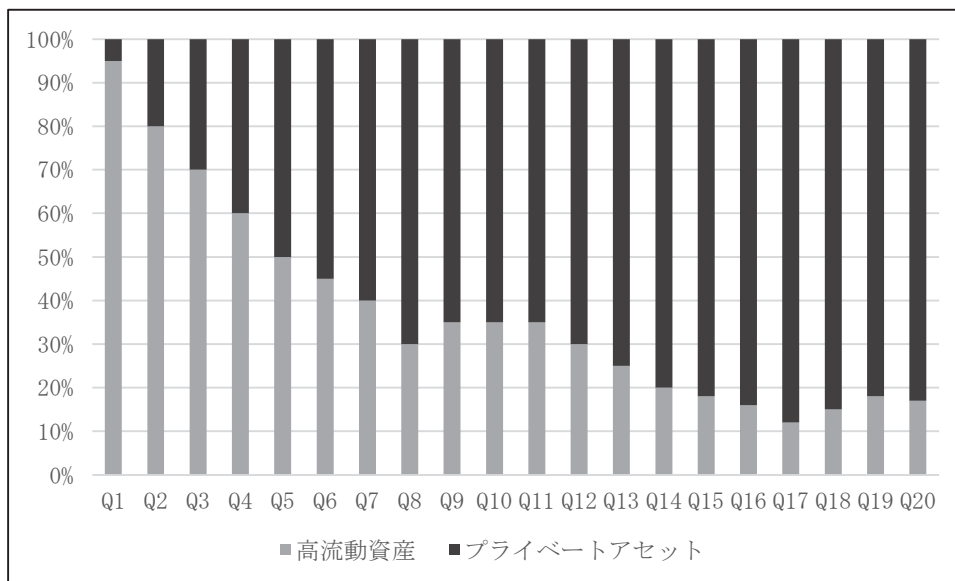
ファンド・オブ・ファンズでは、早期の資産積み上げやJカーブ効果の抑制、流動性創出の観点から、投資初期はセカンダリー投資を活用する傾向がある。また、プライマリー投資を行う場合でもそのビンテージ(ファンド組成年)分散の度合いはファンドにより様々である

ため、所謂Jカーブの後半に位置する案件の組入れが多い場合には、一般的なクローズドエンド型のプライマリーファンドでのリターンイメージから乖離する可能性もある。

セカンダリー投資においては、通常ディスカウントで取得した場合のNAVとの差額が早期に収益計上される特性があるが、投資初期にセカンダリー投資の組入れを多く行う場合、高いリターンが計上される可能性もある。これらの影響の一部は、各投資家の保有期間の時間軸によっても変化すると考えられ、長期間にわたり投資をする場合には平準化されると考えられるが、時間軸が短期の場合には、期待されるリターンから乖離することも想定されることに留意が必要である。

また、プライベートアセットのNAVは、バリュエーションをベースに算出されるが、クローズドエンド型であればファンド期間中の未実現損益が実現するとは限らない。一方で、オープンエンド型では解約時には未実現損益を含むNAVによって利益が確定することとなる。クローズドエンド型とは異なり購入・解約にも用いられるNAVは、より高い客観性を担保して算出される公正価値をベースとすることが求められると考えられるが、ファンドのバリュエーションの方針によっては、市場の変動局面等のリターンの出方に「癖」が出ることも想定され、クローズドエンド型とは異なるリターン特性となる可能性がある。

図表10：オープンエンド型の新規ファンドの高流動資産の割合(イメージ)



(出所)三菱UFJ信託銀行作成

(5)情報開示

一般的に多くのオープンエンド型のファンド・オブ・ファンズでは、投資先の分散が図られているが、そのトレードオフとして、情報開示レベルは限定的なケースが多い。例えば月次や年初来、設定来のリターンや資産クラス毎の要因分析、戦略や地域等のポートフォリオ構成について月次レポート等で開示されるものが多い一方で、投資先ファンド等の情報は、

詳細は非開示で、ファンド名称や保有残高・割合等のみが四半期レポート等で開示される場合が多い状況にある。情報開示レベルはファンドにより異なるため、投資検討時にはこのような制約の詳細を認識しておくことも必要といえるだろう。

これまでプライベートアセット投資の新たな潮流として、各国の規制動向、新たなファンド形態、オープンエンド型ファンドの特徴や留意点について論じてきた。特に資産とファンド投資口の流動性のミスマッチは、低流動資産特有のリスクであるが、商品特性を毀損することなく、投資家の投資機会確保との両立を図るべく様々なファンド形態が提供されている事を紹介した。情報開示に関する課題は残るものの、運用者との対話を通しての商品特性やリスク・リターン状況の把握により運用資産全体の分散化、運用効率向上に資する選択肢と考える。

次章では、更なる投資利便性向上に向けた新たな取り組みを紹介したい。

V. プライベートアセットの「トークン化」の動き

近年では、プライベートアセット投資の利便性向上を図る取り組みとして、テクノロジーを活用した新たな手段が登場しており、個人投資家にもプライベートアセット投資を普及させる手段としての期待が高まっている。本章では、「プライベートアセットの民主化」を実現し得るポテンシャルを秘めた「トークン化」についてみていきたい。

1. 投資口の小口分散による意義、個人投資家への普及の可能性

個人投資家のプライベートアセット投資への機運が高まりを見せていることは上述のとおりであるが、これまで以下のような障害が存在していた。

- ① 流動性の低さ(例：クローズドエンド型で原則解約不可)
- ② 最低投資額の高さ(例：最低投資額 5百万米ドル)
- ③ 限定的な戦略分散
- ④ 規制やオペレーション上の課題
- ⑤ プライベートアセットへのアクセス機会の欠如
- ⑥ 顧客への教育機会の欠如

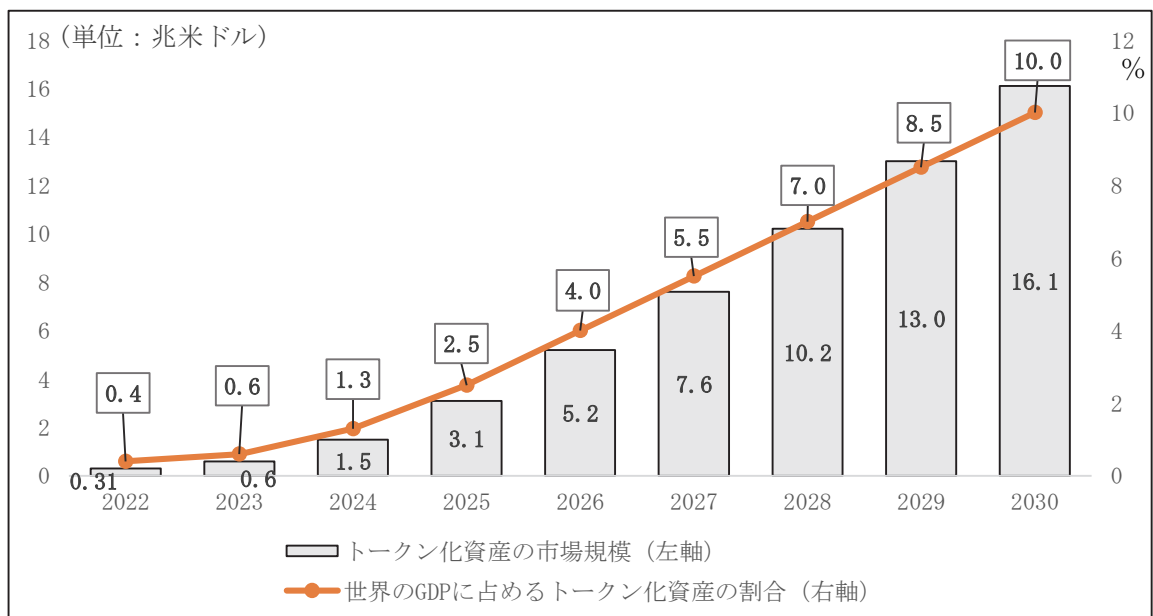
プライベートアセットの最低投資額は数百万ドル程度となっていることや、申込手続きが煩雑であることは、個人投資家への普及にあたっての高いハードルとなってきた。

プライベートアセット投資の課題である解約流動性は、上述のとおり、オープンエンド型ファンドの選択肢の増加により、一定の改善が図られてきている。しかしながら、大多数のプライベートエクイティやプライベートデットのファンドは、クローズドエンド型であることに変わりはない。そうしたなかで、設定済みのクローズドエンド型やオープンエンド型の

ファンドを「トークン化」することにより、「投資口の小口分散」や「流動性の提供」を実現し、プライベートアセットの「民主化」が図られることが期待されている。

トークン化とは、分散型台帳やブロックチェーン上で、資産の一部を表現するデジタル・トークンを発行することで、透明性の高い不変の所有権が保証されるプロセスのことを指す。資産のトークン化は既に REIT、投資信託、米国の上場株式等で事例があり、ボストンコンサルティンググループ(BCG)と ADDX⁵のレポートによると、トークン化資産の市場規模は2030年に約2,280兆円(16兆ドル)に達し、世界のGDPの10%を占めるまでに拡大すると予測されている(図表11)。

図表 11：トークン化資産の市場規模



(出所) BCG、ADDX のレポートより三菱UFJ信託銀行作成

ブロックチェーンは、透明性が高く、改ざんが困難であり安全性も高い点に特徴がある。情報開示の即時性にも優れているため、投資家受け入れにあたってのKYC(顧客の本人確認手続き)の高度化・効率化や、より直近のバリュエーションやリーガル情報に基づく取引、より高頻度のモニタリング等を可能とさせ得る。

流動性の点においても、トークン化によって小口化が可能のため、投資家の裾野を広げ、取引の活性化に寄与し得る。特に裏付けをオープンエンド型ファンドとしたトークン化商品においては、「ファンドへの買戻請求」と「トークンの譲渡」の2つの経路での流動性を確保し得る。「トークンの譲渡」において、ブロックチェーンを活用したセカンダリー市場の創設により市場参加者が増えれば、通常譲渡時に発生するディスカウントが回避され、市場価格による取引も可能となることが期待されている。取引市場の創設による売買機会の提供という

⁵ 2017年に設立されたシンガポールの民間のデジタル証券取引所。

観点では、上述の上場クローズドエンド型ファンドと同様であるが、「トークンの譲渡」で公設取引所での市場価格よりも NAV に近い価格形成が行われるのであれば、プライベートアセットに期待されるリスク・リターン特性を享受できることとなり、重要な意義といえよう。

図表 12：トークン化の利点

<p>投資口の小口化</p> <ul style="list-style-type: none"> ・アセットをより細分化し、最低投資金額の引き下げが可能 	<p>柔軟性</p> <ul style="list-style-type: none"> ・制限なくファンドのサブクラスや個別のフィー料率の設定が可能であり、より柔軟なポートフォリオ構築が可能 	<p>透明性・安全性</p> <ul style="list-style-type: none"> ・データが分散管理されるため、より安全にデータの保管・アクセスが可能
<p>効率性</p> <ul style="list-style-type: none"> ・コンプライアンス、KYC、分配金の支払い等のオペレーションの効率化 	<p>流動性</p> <ul style="list-style-type: none"> ・セカンダリーでの店頭売買が可能となることによる流動性の向上 	<p>決済期間の短縮化</p> <ul style="list-style-type: none"> ・証券の即時決済が可能

(出所) 各種資料より三菱 UFJ 信託銀行が作成

2. 各国の事例

トークン化の現状は各国で様々であり、その法規制も各国で異なっている。本項では、制度的な枠組みが明確化され、プライベートアセットのトークン化で先行しているシンガポールと米国の事例を取り上げる。

(1) シンガポール

シンガポールでは、2017 年にセキュリティトークンの発行・流通に関するガイドラインが MAS(シンガポール金融管理局)により導入され、セキュリティトークンの発行・流通に携わる民間のプラットフォームとして「ADDX」が注目されている。ADDX は 2017 年に前身となる iSTOX として設立され、ブロックチェーンを用いて、プライベートエクイティ、プライベートデット、不動産等の低流動資産をトークン化し、富裕層を中心とした個人投資家に商品を展開している。2020 年 2 月に MAS が主導するサンドボックス⁶下での実証実験を終了し、資本市場商品の発行、管理、セカンダリーのデジタル証券取引のためのライセンスを取得した。2020 年 3 月に最初のトークン化ファンドを設定後、不動産ファンド、プライベートクレジットファンド、プライベートエクイティファンドが ADDX のプラットフォームで上場している。ADDX のプラットフォームでは、最低投資金額を 10,000 米ドルまで小

⁶ 新たな技術の実用化や新たなビジネスモデルの実施が、現行規制の枠組みでは実現困難な場合に、事業者の申請に基づき実証実験を行う環境を提供する制度。シンガポールでは英国に次いで 2016 年に導入された。

口化することが可能であり、これまでにプライベートアセットファンドを含むおよそ 40 案件がこのプラットフォーム上で上場している。

(2) 米国

米国では 2022 年 2 月に、フィンテック企業の iCapital 社の主導で、オルタナティブ投資におけるブロックチェーンを活用したソリューションを開発するためのコンソーシアムが創設された。このコンソーシアムには、Apollo、BlackRock、Blackstone、BNY Mellon、Carlyle、KKR、Morgan Stanley、State Street、UBS、WestCap の大手金融機関が参画しており、オペレーションの効率化、安全性、利便性を向上させることで、コスト低減やエンティティ毎に発生する重複業務の解消が期待されている。また、ブロックチェーン上で投資手続きが完結し、ペーパーレス化することで、個人投資家の参入障壁を下げる効果も期待されている。

2022 年 9 月には、KKR がクローズドエンド型の PE ファンドの一部において、米国のフィンテック企業で証券の発行管理を担うトランスファーエージェントである Securitize が運営する Avalanche と呼ばれるブロックチェーンのプラットフォーム上でトークン化し、富裕層顧客等への販売を開始した。最低投資金額は 10 万米ドルであり、1 年間のロックアップ期間後に Securitize が運営するセカンダリー取引のプラットフォーム上で売却することが可能とみられる。同 10 月には Hamilton Lane も Securitize と提携し、トークン化した 3 ファンドを募集予定であることを発表した。

3. 規制当局の動き

プライベートアセットの民主化の動きが進む一方で、規制当局のなかには課題や警戒感を示している先もある。

米国の FRB(連邦準備理事会)は、トークン化によって流動性を供与することが、金融の安定性の観点で負の影響を及ぼす可能性について指摘しており、特にトークン化した資産とその投資先の間で流動性のミスマッチが生じる点を挙げている。また、裏付けとなる投資対象資産についての投資家の理解度にも照らし合わせ、現状の法規制が投資家保護に十分であるかにつき、規制当局が確りと検証したうえで、個人を含む投資家層の拡大に応じた各種規制の見直しの必要性について論じている。

OECD(経済協力開発機構)は、ブロックチェーンの非中央集権的な性質に起因したガバナンスの問題について言及している。単独の管理者が存在しないため、システムトラブル等が発生した際の責任の所在が不明瞭であり、規制や法的枠組みを整備していくことが今後必要であるとしている。また、普及した場合の帰結として、投資家層の拡大が「流動性リスクプレミアム」を押し下げる可能性についても言及している。

VI. 終わりに

本稿では、様々な角度からプライベートアセット投資の世界で起きている動きについて取り上げた。個人投資家という切り口では、欧米における個人投資家への開放に向けた規制動向や大手運用会社の動向について取り上げた。欧州が米国に比べて先行しているが、双方で共通しているのは、「個人投資家の保護」が最優先に掲げられている点である。投資家保護のための法規制の整備や個人投資家の金融リテラシーを高める取り組みは、継続的な課題といえるだろう。プライベートアセット投資の民主化に関しては、解約請求が可能なファンドの広がりやトークン化により、将来的には個人投資家層が拡大し、その結果としてプライベートアセット市場のさらなる拡大が期待される。シンガポールや米国では、トークン化したプライベートアセットが適格投資家に提供され始めており、今後どの程度普及が進むか注目に値する。しかし現状、これらの最低投資額は10,000～100,000米ドルと一般個人にとっては高額であるほか、より小口化が図られたとしても、投資家保護の観点から、各規制当局が適格投資家以外への提供をどの程度認めるかは不透明であり、個人投資家への普及は、一朝一夕にはいかないだろう。解約流動性という観点では、機関投資家に提供されているファンド形態やオープンエンド型ファンドの特徴、留意点について取り上げた。解約請求が可能でも、解約流動性に一部制約のあるケースが一般的であり、ファンド毎の特徴を正しく理解することが重要である。いずれの点においても、新たなイノベーションの進展や商品性の変化等に伴う新しいリスクを正しく理解することが大切である。本稿を通じて、それらの理解の一助になれば幸いである。

(2022年10月24日 記)

※本稿中で述べた意見、考察等は、筆者の個人的な見解であり、筆者が所属する組織の公式見解ではない

【参考文献】

- ・清水勘 「減少するアメリカの上場企業—株式市場を敬遠する新興企業」
- ・BCG, i Capital 「The Future is Private」[2022]
- ・EY「2022 Global Private Equity Survey」[2022]
- ・Bloomberg 「Europe Tries Again to Allow Everyone to Invest in Private Equity」
2021-12-14
- ・日本経済新聞 「プロ向け投信、個人に照準 ブラックストーンが国内販売」
2021-3-31
- ・European Commission 「REPORT FROM THE COMMISSION TO THE
EUROPEAN PARLIAMENT AND THE COUNCIL」2021-11-25

- European Parliament 「Amending the European Long-Term Investment Funds (ELTIFs) Regulation」2022-3-17
- Economy & Business「Democratization is coming for private markets」2022-8-22
- MAYSON HAYES & CURREN「What is the Future for the ELTIF」[2022]
- FCA 「Broadening retail access to the long-term asset fund」2022-8
- European Commission「European Long-term Investment Funds - frequently asked questions」2015-2-13
- FARRER & Co 「A new type of FCA authorised fund - the Long-Term Asset Fund (LTAF)」2022-8-8
- The Investment Association, goji 「WEAVING PRIVATE ASSETS INTO WEALTH PORTFOLIOS: EVOLVING STRUCTURES TO MEET EVOLVING NEEDS」[2021]
- The Investment Association「INVESTING FOR THE FUTURE: THREE POTENTIAL PATHS FOR A TECH-POWERED UK FUND INDUSTRY」[2022]
- Financial Times「UK property funds limit withdrawals as pension funds shift assets」2022-10-4
- 三菱 UFJ 信託銀行 資産運用情報 2020 年 8 月号「ヘッジファンド運用と実務」
- BCG, ADDX 「Relevance of on-chain asset tokenization in ‘crypto winter’」[2022]
- Liquefy, BNP PARIBAS, CAIA 「Tokenisation of Alternative Investments」[2021]
- simmons & simmons 「Ten Things You Should Know About the Democratisation of Private Assets」[2021]
- OECD 「The Tokenisation of Assets and Potential Implications for Financial Markets」[2021]
- 北野陽平 「シンガポールで拡大するセキュリティトークン市場」[2021]

本資料について

- 本資料は、お客さまに対する情報提供のみを目的としたものであり、弊社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。
- ここに記載されているデータ、意見等は弊社が公に入手可能な情報に基づき作成したのですが、その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。
- 本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承下さい。
- 弊社はいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、投資家の弊社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。
- 本資料の著作権は三菱UFJ信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。
- 本資料で紹介・引用している金融商品等につき弊社にてご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には相場変動等による損失を生じる恐れや解約に制限がある場合があります。なお、商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料をよくお読み下さい。

編集発行：三菱UFJ信託銀行株式会社 アセットマネジメント事業部
東京都千代田区丸の内1丁目4番5号 Tel. 03-3212-1211（代表）