



MAPLES
GROUP

プライベート・エクイティ型 投資信託の増加

Nick Harrold
Costa Valtas
Abali Hoilett
Eastern Fong

プライベート・エクイティ型投資信託の増加

日本政府のアベノミクス政策の一環として、日本10年国債の金利が0%程度にとどまっていることを受け、伝統的にリスクを嫌う日本の投資家は、利回りを追求するためにポートフォリオのリバランスを行い、記録的な速度でオルタナティブ投資へ移行しつつあります。¹

プライベート・デット、インフラストラクチャーおよびプライベート・エクイティは、主に高い利回りが得られるという理由から、日本の投資家の間で現在人気のアセットクラスとなっています。最近のPreqin社による日本の機関投資家に関する研究では、2019年には42%の投資家がプライベート・デットへの配分引き上げを示唆し、39%がインフラストラクチャーへの配分引き上げ、さらに37%がプライベート・エクイティ（総称して「プライベート・エクイティ」）への配分引き上げを示唆しています。

プライベート・エクイティ型投資信託

このプライベート・エクイティへの関心の高まりに伴い、新たなタイプのケイマン諸島の投資商品、つまり「プライベート・エクイティ型」投資信託（「PE型投資信託」）の開発と急速な運用増加が見られます。このハイブリッド商品は、キャピタル・コールや場合によっては投資家の不履行規定など、プライベート・エクイティ・ファンドのいくつかの特徴を組み込んだ、基本的には伝統的なケイマン諸島の投資信託（多くの日本の投資家に好まれる投資商品）です。

PE型投資信託ストラクチャーを利用する投資家の主な利点は以下の通りです。

- **投資家の認知度**：ケイマン諸島の投資信託は、日本の投資家がオルタナティブ投資を行う際にもっとも人気のある投資商品の1つです。2016年に日本で募集の登録がされた外国籍ファンドのうち、94.3%はケイマン諸島の投資信託として組成されていました。²
- **オフバランスシート**：PE型投資信託は、会計上オフバランスシート・ビークルとして扱われ、連結会計が求められません。
- **円ヘッジ**：多くの日本の投資家は、外貨建てのプライベート・エクイティ投資により生じる為替リスクのヘッジを望んでいます。円ヘッジは、リミテッド・パートナーシップ（「LP」）型ストラクチャーを利用していると、より困難となります。投資を行ってから何年もかかる可能性のある関連投資が実現するまでは、プライベート・エクイティ投資による利益と損失は計上されないためです。それに対し、PE型投資信託ストラクチャーでは、実現・未実現の利益はともに配分可能であり、現在の純資産総額はヘッジ対象となる外貨取引の算定に使用できます。
- **Jカーブ**：Jカーブ効果（短期的には赤字となり、その後企業のポートフォリオが成熟するにつれ投資益を生むという、プライベート・エクイティ投資の歴史的傾向）は、LP型ストラクチャーにおいて、特にプライベート・エクイティ・プログラムの初期段階にはたびたび投資家に早期実現損失をもたらします。PE型投資信託ストラクチャーでは、実現損失により純資産総額が

¹ <https://maples.com/Knowledge-Centre/Industry-Updates/2018/11/Japans-Increasing-Attraction-to-Alternative-Investments>

² Moore Management (Bermuda) Limitedによる統計の公開データより

低下したり、場合によっては配当が少なくなる可能性があるものの、投資家は実現損失がLP型ストラクチャーを利用した場合と同程度だと考える必要はありません。Jカーブ効果は単価あたりの純資産総額の低下としてのみ現われ、償還が行われるまで、また行われない限り、損失は発生しません。償還が行われなければ、投資家は実現損益を認識する必要はなく、LPストラクチャーを使用する場合とは大きく異なります。

PE型投資信託ストラクチャーにおける投資子会社の利用

PE型投資信託では通常、1社以上のケイマン諸島の免税非居住会社を通じ、プライベート・エクイティに投資を行います（それぞれを「投資子会社」）。

投資子会社を通じて投資を行うメリットのひとつは、投資子会社の株式は日本の金融商品取引法（昭和23年法律第25号）において「証券」とみなされることです。つまり、PE型投資信託は、証券投資信託としての資格を得ることができます。

投資子会社を利用するさらなるメリットは、受託者が、基礎となるプライベート・エクイティ・ファンドへ関与することで発生する恐れのある潜在的な個人債務から守られていることです。受託者ではなく、投資子会社がプライベート・エクイティ・ファンドに関与する事業体となります。結果、基礎となるプライベート・エクイティ・ファンドからのキャピタル・コールに応じることができなかつた場合、それが投資家の契約不履行によるものであろうとなかろうと、最終的に債務不履行となるのは、受託者ではなく投資子会社となります。

その他のストラクチャー

PE型投資信託はプライベート・エクイティへの投資を望む日本の投資家に非常に人気のあるストラクチャーではあるものの、日本の投資家は、必要に応じその他の様々なストラクチャーを利用しています。

そのなかには、ケイマン諸島の免税リミテッド・パートナーシップも含まれます。

特に欧州での投資を行う際のファンド組成のソリューションとして、ルクセンブルグとアイルランドに注目する日本の投資家も増えています。

ルクセンブルグでは、特別投資ファンド（SIF）体制またはリザーブ・オルタナティブ投資ファンド（RAIF）体制下での契約型投資信託（*fonds commun de placement*）が、特別リミテッド・パートナーシップ（*société en commandite spéciale*）やコモン・リミテッド・パートナーシップ（*société en commandite simple*）、株式合資会社（*société en commandite par actions*）と同様に人気です。

アイルランドでは、日本の投資家にとって選択すべき法的ストラクチャーは、依然として投資信託商品です。アイルランドの投資信託は、1990年ユニット・トラスト法に基づき確立されており、日本国内の投資信託と非常に性質が似ています。加えて、アイルランドはパートナーシップ関連法制の強化・改正を進めており、ひとたび制定されれば、改正された投資リミテッド・パートナーシップ法（Investment Limited Partnership Act）はプライベート・エクイティ・ファンドの国際基準と合致し、特定のAIFMD要件を満たすものとなり、アイルランド内で設立されるプライベート・エクイティ・ファンドの数は飛躍的に増加するものと思われます。

Maplesグループは、本稿に述べたストラクチャーに関するあらゆる法的アドバイスおよび投資サービスを提供します。PE型投資信託や本稿で説明したその他のストラクチャーについてご質問がありましたら、[以下の担当もしくは通常ご連絡をいただいておりますMaplesグループ担当者]までお問い合わせください。

本稿は、個別の法的助言を主旨とせず、そのようなものとして依拠されるべきものでもありません。ストラクチャーの選択は、多くの場合、投資家個別の状況を含む様々な要因により決定されます。

Nick Harrold
+852 3690 7403
nick.harrold@maples.com

Costa Valtas
+852 3690 7531
costa.valtas@maples.com

Abali Hoilett
+1 345 814 5803
abali.hoilett@maples.com

Eastern Fong
+852 3655 9005
eastern.fong@maples.com