

G · I · P · S

Global Investment Performance Standards

ガイダンス・ステートメント： オルタナティブ投資戦略とストラクチャー

採択日: 2012年5月18日

発効日: 2012年10月1日

遡及適用: 無し

公開草案期間: 2011年3月15日 - 6月15日

注: 本ガイダンス・ステートメントは GIPS 基準への準拠を表明している全ての会社に適用され、会社自身を“オルタナティブ”投資マネジャーとみなさない会社にとっても意義のあるガイダンスを含んでいる。

翻訳: 公益社団法人 日本証券アナリスト協会

www.gipsstandards.org

本資料は、GIPS Executive Committee が採択した「GIPS ガイダンス・ステートメント：オルタナティブ投資戦略とストラクチャー(GIPS Guidance Statement on Alternative Investment Strategies and Structures)」全文(英語)の日本語訳である。翻訳は、日本における GIPS カントリー・スポンサーである公益社団法人 日本証券アナリスト協会が行った。本ガイダンス・ステートメントの日本語訳と原文である英語版との間に矛盾があるときは、英語版を正本とする。本翻訳物の著作権は、公益社団法人 日本証券アナリスト協会に属する。

The copyright of the Japanese Translation of the GIPS Guidance Statement on Alternative Investment Strategies and Structures is owned by the Securities Analysts Association of Japan (SAAJ[®]).

When there is a discrepancy between the English version and the Japanese Translation of this guidance statement, the English version is controlling.

The Securities Analysts Association of Japan (SAAJ[®]) is an endorsed Country Sponsor authorized by the GIPS Executive Committee to promote the GIPS Standards. The GIPS[®] trademark and logo and the GIPS standards are owned by CFA Institute. www.gipsstandards.org.

1. 序論および範囲

1.1. 序論

オルタナティブ投資は近年より一般的になってきた。「オルタナティブ投資」という語の統一された定義は存在しないが、これまで多くの投資家はオルタナティブ投資をプライベート・エクイティ、不動産、および/または実物資産や商品等にフォーカスした私募投資など、流動性の低い資産への投資と考えてきた。既に GIPS 基準にはプライベート・エクイティと不動産投資の基準とガイダンスが有る。

最近時点では、オルタナティブ投資の定義はプライベート・エクイティや不動産だけでなく、ヘッジファンドやデリバティブ・ベースの戦略を含むように拡大してきている。これらの戦略は、流動性が無い、部分的に流動性のある、もしくは十分に市場価格で取引可能な投資を含むことができる。プライベート・エクイティと不動産以外、オルタナティブ投資とその投資戦略に特徴的に利用されているポートフォリオ・ストラクチャー（例えば、ヘッジファンド、マスターフィーダー・ストラクチャー）を専門的に扱うガイダンスはこれまで GIPS 基準になかった。オルタナティブ投資を運用する会社が GIPS 基準に準拠することはいつでも可能であるにもかかわらず、これまでは、GIPS 基準にはそのような投資に特化したガイダンスがないため準拠することができないという理解があった。以下のガイダンスは、ヘッジファンド、その他のオルタナティブ投資戦略だけに限らず、それらの投資およびその他の非伝統的投資に典型的に用いられるポートフォリオ・ストラクチャー、総称してオルタナティブ投資戦略・ストラクチャー、の GIPS 基準への準拠について説明するために作成された。

この文書の主たる部分は業界において関心が高く、内容が不明瞭とされてきた事項の主なものについて記述しており、一連の Q&A は特定の状況と例を取り上げて更なるガイダンスを提供している。

このガイダンス・ステートメントは、会社が通常はオルタナティブ投資戦略もしくはストラクチャーとみなさないようなオルタナティブ投資戦略・ストラクチャーに適用される点に留意することが重要である。また、このガイダンスは、より広範な適用可能性があり、オルタナティブ投資戦略とはみなされない投資戦略にも適用されるような特定の事項も扱っている。GIPS 基準への準拠を表明する会社は GIPS 基準の本文、ガイダンス、および解釈だけでなく本ガイダンス・ステートメントについても検討しなければならない。

1.2. 範囲

オルタナティブ投資戦略・ストラクチャーのガイダンス・ステートメントの目的はオルタナティブ投資戦略とストラクチャーを運用する会社に対して GIPS 基準に準拠する方法を明確に提供することである。すべての状況に適用可能なガイダンスを策定することは不可能であるが、GIPS 基準は多くの異なった状況に適用することが可能となる一般的なフレームワークを提供する。GIPS 基準の前提となる概念、「公正な提示と完全な開示」を思い起こすことが重要である。

「オルタナティブ」と表現される資産クラス、プロダクト、もしくは投資戦略のすべてを並べ挙げることはできない。本ガイダンスが対象とする投資タイプやポートフォリオ・ストラクチャーは以下を含んでいるが、これらに限定されない。

- ヘッジファンドおよびヘッジファンドに類似した戦略
- 伝統的もしくはオルタナティブ戦略に投資されるファンドに投資するファンド・オブ・ファンズ
- 原資産投資の継続的な管理を必要とし、プロダクト全体に資産運用の要素が存在するストラクチャー・プロダクト
- デリバティブ（例えば、カレンシーや金利のオーバーレイ戦略）を使用してポートフォリオの潜在的なリターン特性を大幅に変更する投資戦略
- ポータブルアルファ、LDI（Liability Driven Investment）、およびロングショート戦略といった投資テクニック
- インデックスに関連づけられていない商品、およびそれらのデリバティブ
- 非伝統資産に投資する戦略

このガイダンス・ステートメントはすべての資産クラスに適用される。プライベート・エクイティと不動産には固有の基準と関連するガイダンスがあり、GIPS 基準に準拠する際にはそれらを考慮しなければならない。プライベート・エクイティと不動産の基準とガイダンスが本ガイダンス・ステートメントに記述されている特定の事項に触れていない場合には、プライベート・エクイティや不動産に投資する会社は、該当する事例について本ガイダンス・ステートメントも検討しなければならない。プライベート・エクイティと不動産のガイダンスでカバーされている以外の投資戦略もしくは資産クラスへの投資を行っている場合には、会社は実情に応じて本ガイダンス・ステートメントを検討しなければならない。

2. オルタナティブ投資戦略とストラクチャーに GIPS 基準を適用する際に重要な分野

以下のガイダンスは GIPS 基準をオルタナティブ投資戦略・ストラクチャーに適用する場合に問題となる主要な事項を説明する。特定の事例を説明する追加的ガイダンスは本ガイダンス・ステートメントの Q&A セクションに含まれている。

2.1. 準拠の基本条件

2.1.1. GIPS 基準のオルタナティブ投資戦略・ストラクチャーへの適用可能性

GIPS 基準は、オルタナティブ投資戦略を含む、いかなる資産クラスについて運用されるポートフォリオにも適用可能である。オルタナティブ投資戦略は多様であり、明示的にそのすべてについて言及することは不可能である；したがって、特定の資産クラスもしくはポートフォリオ・タイプに関して GIPS 基準の適用可能性を否定する記述が無いかぎり、GIPS 基準はそれらに対して適用されるとみなされる。

GIPS 基準への準拠は、個別の資産クラスもしくはコンポジットについてではなく、会社レベルで表明される。会社がオルタナティブ投資を運用している場合には、その会社の GIPS 基準への準拠表明を妨げるものはない。多くのオルタナティブ投資戦略は複雑で、伝統的資産に比較してより多くの説明を必要とする可能性があることを認識したうえで、会社は、明確さが必要とされる状況において、より多くの開示の必要性を評価すべきである。運用会社が GIPS 基準で明示的に示されていない、もしくは解釈の余地がある状況下で GIPS 基準を適用する場合には、GIPS 基準で必要とされている以外の開示が必要となる可能性がある。会社は、GIPS 基準を適用する際には公正な表示と完全な開示という原則を必ず検討しなければならない。

2.1.2. 会社の定義

GIPS 基準に準拠する際の会社の定義は会社の運用総資産額に含めなければならないポートフォリオのユニバースを明確に定める。会社の実績のある、運用報酬を課す、投資一任ポートフォリオのすべては、少なくとも 1 つのコンポジットに含めなければならないという前提条件が GIPS 基準の基本である。

多くの場合に、オルタナティブ投資ポートフォリオには複雑な法律関係と重層的なポートフォリオ構造が関係している。その結果、いくつかの状況では、特定のポートフォリオが会社の定義に含まれるべきかを判断することが困難であるかもしれない。そのような状況を評価するに当たり、会社は“形式よりも実態”という原則が常に適用されるべきであることを念頭に置かなければならず、特定のポートフォリオもしくは資産を会社の定義に含むことを避けるために形式的な法的ストラクチャーを利用することは不適切かつ GIPS 基準の倫理精神に反している。

2.1.3. 新たなオルタナティブ投資戦略のマーケティング

GIPS 基準は、会社はすべての見込顧客に対して準拠提示資料を提供するようにあらゆる合理的な努力をしなければならないと規定している。会社が見込顧客に対して提示する適切なコンポジットを持たない場合には、会社は特定のスタイルもしくは戦略の運用を現在行っていないことを開示しなければならない。会社は現時点で採用している運用戦略と投資商品を明確に説明できなければならず、見込顧客から依頼があれば、会社のすべてのコンポジットの概略一覧表を提供しなければならない。しかし、会社は見込顧客が求める特定の情報を提供することは禁止されない。

実際の過去の運用成績が無いときに会社はシミュレーション、モデル、もしくはバックテストされた仮想パフォーマンスの結果を提示したいと考えるかもしれない。シミュレーション、モデル、もしくはバックテストされた仮想パフォーマンスの結果は準拠提示資料に関する補足資料として提示することができる。会社はシミュレーション、モデル、もしくはバックテストされた仮想パフォーマンスの結果を実績パフォーマンスとリンクしてはならない。更に、会社は虚偽もしくは誤解を招くようなパフォーマンスもしくはパフォーマンス関連情報を提示してはならない。

2.2. インプット・データ

インプット・データの一貫性は GIPS 基準への準拠に不可欠であり、公正な表示と投資パフォーマンス提示資料の比較可能性の基礎を確立する。

2.2.1. 十分な流動性を有しない投資の評価

いくつかのオルタナティブ投資には十分に流動性があり、客観的かつ観察可能な、未調整の公表価格 (quoted market price) が存在する。そのような投資についてはその価格を使用してポートフォリオを評価しなければならない；しかしながら、すぐに入手可能な市場価格が存在しないような、流動性が低いあるいは全くないオルタナティブ投資が存在する。

GIPS 基準は、2011 年 1 月 1 日以降の運用実績については、ポートフォリオは、公正価値の定義および第 II 章の GIPS 評価原則に従って評価しなければならないと規定している。すべての投資は、その流動性に関係無く、公正価値の定義に従った評価を行わなければならない。GIPS 評価原則は様々な流動性のレベルを取り込んだ評価階層を推奨している。2011 年 1 月 1 日以降の運用実績については、会社は、コンポジットの評価階層が GIPS 基準第 II 章の GIPS 評価原則で推奨されている評価階層と大きく異なる場合には、その旨を開示しなければならない。評価に関する追加ガイドランスは GIPS 評価原則で説明されている。

オルタナティブ投資戦略を運用している会社は、すぐに入手可能、もしくは適切な価格が存在しない場合には主観的で観察不可能なインプット (例えばモデル) を使用して評価を決定できる。2011 年 1 月 1 日以降の運用実績については、もし主観的で観察不可能なインプットを使用して評価されたポートフォリオ投資がコンポジットにとり重要である場合には、会社は主観的で観察不可能なインプットの使用を開示しなければならない。公正な表示と完全な開示という基本原則に従って、会社は価格評価が外部の第三者ではなく内部で実施された場合にはその旨を開示すべきである。

会社は社内の職務権限の適切な分離を確立して、ポートフォリオ運用の部門、もしくは命令/報告システムとは機能的に異なる部門で評価が実施されるようにすべきである。

GIPS 評価原則は、会社が評価の方針、手続き、方法、および階層について、その変更事項も含めて文書化しなければならない、それらを一貫性をもって適用しなければならないと定めている。GIPS 基準の公正価値を評価する会社の方針に従って直近で入手可能な過去の時価を用いて流動性に欠ける特定の投資を評価することは、その過去の時価がその投資の現在の公正価値の最適な推定値であると会社がみならず場合には許容される。また、同一のポートフォリオもしくはコンポジットにおける様々な投資の評価方針が異なることも、すべての評価方針が GIPS 基準の公正価値評価原則に合致している場合には許容される。

2.2.2. ポートフォリオの評価頻度

GIPS 基準は、2001 年 1 月 1 日以降の運用実績についてはポートフォリオを少なくとも月次で評価しなければならないと定めている。また、GIPS 基準は、2010 年 1 月 1 日以降の運用実績についてはすべての大きなキャッシュフローの発生日ごとにポートフォリオを評価しなければならないと定めている。

しかしながら、いくつかのオルタナティブ投資については、流動性の欠如や価格取得源が月次もしくはより高い頻度で評価情報を提供しないことから、月次もしくは大きなキャッシュフローの発生日ごとに評価を取得することは可能でないかもしれない。

価格取得ソースが月次もしくはより高い頻度で評価を提供しないとき、会社は GIPS 基準により必要とされる頻度で公正価値を定める方法を明記した評価方針を作成しなければならない。ファンド内の投資が月次評価には適さず、ファンド自身が顧客のキャッシュフローをより少ない頻度（例えば四半期）でしか受け付けない場合には、評価は月次よりも少ない頻度で実施されることが適切であろう。合同運用ファンドの申込および償還サイクルは投資評価とパフォーマンス計測の周期の選択を決定する要因となる。すべてのケースにおいて、評価は少なくとも年次で実施しなければならない。会社は月次評価を選択しない場合にはその旨を開示しなければならない。

2.2.3. 推計値 VS 確定値

いくつかのオルタナティブ投資、例えばファンド・オブ・ヘッジファンズでは、ファンドのアドミニストレーターは、期間終了後の適切なタイミングで原ファンドの推計値を提供するが、確定評価は相当のタイムラグ（例えば終了後 3 カ月）を伴う。

この問題はファンド・オブ・ファンズ、もしくは第三者の運用するヘッジファンドまたはその他のオルタナティブ投資戦略に投資するポートフォリオにおいて頻繁に存在するが、そうしたケースでは投資しているファンドや資産の確定評価額をタイムリーに取得することができず、アドミニストレーターおよび/またはカस्टディアンはファンド・オブ・ファンズおよび/またはポートフォリオ全体の価値を確定するために原資産の推計値を使用せざるを得ない。

合同運用ファンドでは推計値は正式なファンドの純資産価値（NAV）を確定させるために頻繁に使われ、投資家はこの NAV でファンドのユニットの売買が可能となる。この場合に、NAV は実際に売買可能な市場価格となり、したがって公正価値の必須条件を満たす。

ファンドに投資している個別運用ポートフォリオでは、推計値が使われている場合には、各投資先ファンドの推計値が実際上の取引価格でない限り、投資先ファンドの評価は必ずしもポートフォリオの価値を適切に反映しない可能性がある。

合同運用ファンドおよび個別運用ポートフォリオの両方について、推計値が現在の公正価値をどれほど表しているか、GIPS 基準準拠の目的で使用できるか、それらがコンポジット固有の評価方針・手続に適合するかを評価しなければならない。可能性のあるシナリオは以下であるが、これらには限定されない。

- a) 会社は準拠提示資料をタイムリーに作成するために投資先ファンドの推計値を使用して公正価値とポートフォリオの価値を決定する。推計値を使用する場合には、会社は、ファンドの管理者（fund administrator）が推計値を決定するプロセスを理解し、且つこのプロセスを信頼することが可能かどうかを判断すべきである。推計値を使用するのであれば、会社は、それが現

時点の公正価値の最良の近似値であると考えなければならず、このことは会社の公正価値評価の方針の中で定義しなければならない。

- b) 会社は準拠提示資料をタイムリーに作成するために、投資先ファンドの入手可能な直近期の過去データを使用して公正価値とポートフォリオの価値を決定する。直近期の過去データを使用するのであれば、会社は、それらは現時点の公正価値の最良の推計値であると考えなければならず、このことは会社の公正価値評価方針の中で定義しなければならない。
- c) 会社は確定値を受領するまでは準拠提示資料を作成せず、確定値が準拠提示資料の作成に使用される。その結果、準拠提示資料はかなりのタイムラグの後に見込み顧客にとって入手可能となる。

会社は推計値の使用、直近の入手可能な過去の評価値および確定値の取り扱いについてコンポジット固有の公正価値評価方針の中で定義しなければならず、その評価方針に一貫性をもって従い、請求に応じてそれを提供しなければならない。会社が推計値もしくは入手可能な過去の評価を使用する場合、確定値を受領した際に会社は、評価額の差異ならびに、コンポジット資産額、会社の運用総資産額およびパフォーマンスへのインパクトを評価しなければならない。確定値およびその結果としてのパフォーマンスに大きな差異がでる場合には、会社はそれ以降もしくは遡及的にコンポジットへの調整が必要か否かを判断しなければならない。コンポジット評価が遡及的に変更される場合には、会社はエラー訂正に関するガイダンス・ステートメントおよび会社のエラー訂正の方針を検討しなければならない。確定値と推計値の差は必ずしもエラーではないが、GIPSのエラー訂正のガイダンス・ステートメントでは同様のものとして扱われる。推計値と確定値の差が一貫して大きい場合には、会社は推計値を公正価値として使用することが適切か否かを再度判断しなければならない。

GIPS 基準の基本原則を忘れないことが重要である：公正な表示と完全な開示。公正価値を決定するために推定値を使用する場合には、会社は準拠提示資料にその旨を開示しなければならない。見込顧客がパフォーマンス記録を解釈するのに十分な情報を提供するために、推計値を使用して評価された資産がコンポジットに占める割合を開示すべきである。

2.3. 計算方法

2.3.1. リターンの計算とフィーの取り扱い

リターンの計算

会社間のパフォーマンス提示資料が比較可能となるためには、リターンの計算に使用される方法の統一が必要である。GIPS 基準はポートフォリオとコンポジット両方に特定の計算方法の使用を課している。計算方法のガイダンス・ステートメントと関連する Q&A は GIPS 基準に従ってリターンを計算するためのガイダンスを提供している。GIPS の Q&A データベースの“レバレッジ/デリバティブ”セクションは、レバレッジ/デリバティブを使用するポートフォリオのリターンの計算に焦点を当てている。

運用報酬

フィーに関するガイドランス・ステートメントはフィーと費用の扱いについて言及しているが、これはオルタナティブ投資のポートフォリオとコンポジットにも等しく適用される。固定された資産額ベースの運用報酬に加えて、いくつかのオルタナティブ投資ポートフォリオは可変的な、パフォーマンス・ベースのフィーを適用することがある。GIPS 基準は、運用報酬を資産額ベースとパフォーマンス・ベースのフィーの両方を含むものと定義している。会社がフィー控除後リターンを提示する場合には、フィー控除前リターンからパフォーマンス・ベースのフィーを含むすべての運用報酬を控除して計算しなければならない。GIPS 基準は会社が運用報酬を発生主義で認識することを勧奨している。コンポジットリターンは運用報酬控除前もしくは運用報酬控除後のいずれで提示することも可能で、運用報酬控除前もしくは控除後と明示しなければならない。

ファンド・オブ・ファンズのコンポジット戦略の運用報酬控除前リターンを提示する際には、会社は、投資先ファンドのフィーと費用のすべてを運用報酬控除前リターンから控除して提示しなければならない。投資先ファンドの価値（例えば一口あたりのNAV）は投資先ファンドのすべてのフィーと費用の控除を反映するので、このことは一般的に達成可能である。ファンド・オブ・ファンズ・コンポジット戦略の運用報酬控除後リターンを提示する場合には、会社はファンド・オブ・ファンズの運用報酬とすべての投資先ファンドのフィーと費用のすべての両方を控除した後のコンポジットリターンを提示しなければならない。

ファンド・オブ・ファンズとその投資先ファンドの両方が同じ会社により運用されている場合、運用報酬のモデルはファンド・オブ・ファンズと投資先ファンドのレベルで分離され、それぞれに報酬が課されるように設定される場合がある（例えば運用報酬総額の20%がファンド・オブ・ファンズ、80%が原ファンドレベルで課される）。これらの2つの部分がファンド・オブ・ファンズ全体の運用報酬に相当するので、この状況ではファンド・オブ・ファンズと投資先ファンドによって支払われた運用報酬を合計して運用報酬控除前のリターンを計算することが適切である。

会社は、以下の条件を満たす場合に限り、投資先ファンドの運用報酬を控除しないで、運用報酬控除前のリターンを計算してもよい：

1. 投資先ファンドとファンド・オブ・ファンズの両方が同じ会社により運用され、投資先ファンドレベルで課された運用報酬について、ファンド・オブ・ファンズのレベルで実質的なリベートもしくは免除がある。
2. ファンド・オブ・ファンズがマスター/フィーダー構造に類似しているか、もしくは個別運用のポートフォリオが、同じ会社により運用された1つ以上の投資先ファンドに投資しており、その運用報酬モデルにおいては、運用報酬の一部またはすべてが投資先ファンドのレベルで支払われるように設計されている。

上記の判断基準が満たされ、会社がファンド・オブ・ファンズ・コンポジット戦略の運用報酬控除前リターンを提示する場合には、会社は投資先ファンドの運用報酬控除前、かつ投資先ファンドの取引費用およびその他費用控除後リターンを提示することができる。

マスター/フィーダー構造—フィー

会社がマスター/フィーダー構造を持つファンド・オブ・ファンズを運用し、かつマスターファンドとフィーダーファンド両方を運用している場合で、運用報酬がマスターファンドで支払われずフィーダーファンドのレベルで支払われる場合は、マスターファンドのリターンは運用報酬控除前リターンとみなされる。運用報酬控除後の算出が望ましい場合で、会社がコンポジットにおいてマスターファンドのリターンを使用する場合には、マスターファンドの運用報酬控除前リターンは調整が必要となる。会社は、フィーダーファンドにおける該当する運用報酬を確認し、これらの運用報酬をマスターファンドの運用報酬控除前リターンから控除して運用報酬控除後リターンを算出することができる。他のやり方としては、運用報酬控除後のコンポジットリターンを算出する場合には、会社は、運用報酬控除前リターンを算出し、そこからモデルフィーを控除するが、このモデルフィーは、コンポジット中のポートフォリオが支払った（マスターファンドでも、フィーダーファンドでも、運用報酬が支払われているレベルで）最も高い運用報酬でなければならない。いくつかの場合、例えばポートフォリオが固定フィーとパフォーマンスフィーの両方を使用している場合には、どの運用報酬がコンポジット中のポートフォリオの内でも最も高いかを断定できないことがある。この例においては、特定の見込顧客、もしくは準拠提示資料の提示先に適用可能なモデルフィーを使用することは、結果として運用報酬控除後リターンが実際の運用報酬を使用して計算したものよりも高くない限り実行可能である。

会社がマスター/フィーダー構造を持ったファンド・オブ・ファンズを運用し、会社がマスターファンドとフィーダーファンド両方を運用する場合で、運用報酬がフィーダーファンドではなくマスターファンドで支払われており、フィーダーファンドが運用報酬控除後のマスターファンドの持ち分を持つときにはフィーダーファンドのリターンは運用報酬控除後と見なされ得る。

時として、フィーダーファンドレベルで支払われるフィーはマスターファンドレベルでのキャッシュアウトフローにつながることもあり、またその逆もあり得る。会社は、マスターファンドレベルもしくはフィーダーファンドレベルでのリターン計算において、この関連のキャッシュフローを外部キャッシュフローと見なすことがあり得る。会社はマスターファンドとフィーダーファンド間の外部キャッシュフローが運用報酬控除前、控除後リターンの算出において適切に取り扱われていることを確保しなければならない。

会社は、GIPS 基準が報酬控除後リターンを提示する場合には、運用報酬と取引費用に加えてその他のフィーが控除されているかどうか；モデルフィーもしくは実際のフィーが使用されているか；リターンがパフォーマンス・ベースのフィー控除後であるか否かを開示しなければならないとしていることを思い出して欲しい。加えて、報酬控除後のリターンを算出するのにモデルフィーを使用する場合には、会社は報酬控除後のリターンを算出するのに使用した手法を開示しなければならない。

2.4. コンポジットの構築

意味のあるコンポジットの構築は長期にわたるパフォーマンスの公正な表示、一貫性、および会社間の比較可能性にとり不可欠である。

2.4.1. ユニークなオルタナティブ投資戦略

多くのオルタナティブ投資手段とヘッジファンドはユニークな投資戦略を取っており、お互い同士、もしくは他の運用ポートフォリオと必ずしも比較可能ではない。コンポジットの定義に関するガイドランス・ステートメントは、会社が同じコンポジットに異なる投資マニフェスト、投資戦略、もしくは投資目的のポートフォリオを入れることは許されないと規定している。ユニークで他と異なる明確な投資特性を持つポートフォリオが多く存在する場合には、会社は多くの単一ポートフォリオ・コンポジットを作ることが必要となる場合もある。

この点に関して、会社は（１）運用しているオルタナティブ投資手段を会社の既存コンポジットに組み入れる可能性の有無、（２）それらを新たなコンポジットとして分類するか、（３）ポートフォリオ（例えばファンド）ごとに異なる単一ポートフォリオ・コンポジットを作るべきか、を検討すべきである。

ユニークな投資戦略を取っているオルタナティブ投資手段には第３の方法が最も単純な解決方法であろう。

複数のオルタナティブ投資ファンドもしくはポートフォリオを含むコンポジットが作られる場合に、これらのファンド/ポートフォリオは類似の投資戦略を持つことが必要である。オルタナティブ投資戦略を扱う場合に、他の判断基準もあるが、例えば以下の要素がコンポジットの構築に適用される：

- a) ファンド/ポートフォリオの投資マニフェスト、投資目的、もしくは投資戦略：コンポジットは単スタイル指向（例えば、ロング/ショートエクイティ、イベントドリブン、グローバルマクロ、マネージド・フューチャーズ、レラティブバリュー）であるか、様々なスタイルもしくはアセットクラスの組合せを表している。
- b) 分散の程度：これは、使用する戦略のコンセントレーションに特に当てはまる、またはファンド・オブ・ファンズの場合には原ファンドに関係するであろう。ファンド・オブ・ファンズの場合には原ファンドの数は投資マネジャーの分散能力にも影響を与え、したがってコンポジットの構築に影響も与える可能性がある。
- c) レバレッジ：ヘッジファンドとオルタナティブ投資戦略は頻繁にデリバティブとレバレッジを多用するので、ファンド自体もしくは原ファンド（ファンド・オブ・ファンズの場合）のレバレッジのレベルはコンポジットの定義の適切な判断基準となり得る。
- d) リスク目的：ポートフォリオは様々な定量的および定性的リスクをターゲットとして運用されることがある。リスクはコンポジットを構築し他の戦略と峻別する際の重要な要素となり得る。

2.4.2. マスター/フィーダー構造—コンポジットの構築

オルタナティブ投資戦略・ストラクチャーを運用する会社は、重層的なマスター・フィーダー構造を有し、ファンドがお互いに投資し合うファンド・オブ・ヘッジファンズを運用することがある。この場合に、会社はマスター/フィーダー構造のどのレベルをコンポジットに含めることが適当であるかを判断しなければならない。

フィーダーファンドは、実質的にすべての投資をマスターファンドを通じて行うことがあるが、投資家が実際に投資構造に投資することのできるレベルである。会社はこの問題を扱う際に以下のような観点を検討すべきである：

- 実際上投資運用意思決定の対象となる投資構造のレベル
- 見込顧客が実際上投資できる投資構造のレベル

ほとんどの場合、投資構造の中間レベルではなく、見込顧客が実際に投資できるレベルがコンポジットに含まれるであろう。しかしながら、マスター/フィーダー構造の場合には、個別のフィーダーファンドを含めるのではなく、マスターファンドをコンポジットに含めることが適当であろう。会社は、どのように各コンポジットを扱うかについて方針と手続きを定め、一貫性をもって適用しなければならない。

会社は、コンポジットにどのタイプのポートフォリオ/ファンド（例えば、合同運用ビークル、個別勘定、マスターファンド、フィーダーファンド）が含まれるかを開示することができる。

マスター/フィーダーもしくは類似の構造のケースでは、会社は、資産の二重計上の可能性を検討し排除しなければならない。GIPS基準はコンポジット資産額と会社の運用総資産額を計算する際に二重計上を許さない。マスター/フィーダー構造で“相互投資”のある場合には、コンポジットレベルと会社の資産レベルにおける資産の二重計上の排除が必要である。

2.4.3. 分離された投資（“サイドポケット”）

“サイドポケット”（分離された投資もしくはパラレル・ファンド・ビークルとも呼ばれる）は、ヘッジファンド、ファンド・オブ・ファンズ、および他のオルタナティブ投資戦略ファンドのような合同運用ファンドで利用される口座の一種で、流動性のない資産やディストレスト資産を他の流動性のある資産から分離するため、もしくは特定の目的で保有する資産を他の資産から分離するために用いられる。

一般的に、投資がサイドポケット口座に入ると、そのサイドポケットが作られた時点の合同運用ファンドの投資家だけが、そのサイドポケットのリターンを受け取る権利を持つ。サイドポケット資産が売却されリターンが実現した場合には、将来の投資家は売却代金の取り分を得ることはできない。サイドポケットのリターンに権利を有する投資家は、合同運用ファンドを離れるときに、そのサイドポケットの持ち分を保持することを要求され、そのサイドポケットが清算された後で初めて代金を受領することができる。投資家が合同運用ファンドのポジションを精算する場合に、流動性の無い資産

(例えば、上場が廃止された株、ディストレスト資産、および解約が停止された原ファンド)はこのタイプの扱いを受ける可能性があるが、その理由は合同運用ファンドに投資家の解約が起こると一般的なヘッジファンド中の流動性の無い資産はファンド全体に流動性の問題および投資戦略のひずみを起こしかねないからである。

投資目的のために会社の裁量でサイドポケットを設置する合同運用ファンドにおいて、サイドポケットが投資一任ベースで会社が運用する資産を含む場合には、そのサイドポケットのパフォーマンスは合同運用ファンド全体のパフォーマンスに含めなければならない。そのような場合、コンポジットには投資家の獲得したパフォーマンスではなく、合同運用ファンドにより達成されたパフォーマンスを含まなければならない。将来の投資家がサイドポケットのパフォーマンスに関与しないという事実はサイドポケットを合同運用ファンドのパフォーマンスから除外する正当な論点とはならない。多くの状況において、合同運用ファンドは将来の投資家に対して閉ざされているか、もはや投資不能である可能性があるが、その場合でもサイドポケットのパフォーマンスは合同運用ファンドおよびそれと関連するコンポジットの過去の記録に含める必要がある。

サイドポケットが投資一任と分類される場合、サイドポケットを含むファンドがコンポジット中の唯一のポートフォリオ(単一ファンド・コンポジット)であるならば、会社はサイドポケットを含むリターンと含まないリターンの両方を提示しなければならない。この必須基準は運用報酬控除前リターン、運用報酬控除後リターン、もしくはその両方を提示する際に適用される。この必須基準の理由は、見込投資家はサイドポケット資産の効果を含むパフォーマンス記録に興味があるが、将来のサイドポケットのパフォーマンスは享受できないことから、サイドポケットの効果を排除したパフォーマンス記録を理解することにも同様に興味を持つためである。

サイドポケットが投資一任でなくなった資産を保有するために作成される場合には、非投資一任資産の価値と、これらの資産がサイドポケットに移管されるまでの資産価値の変化は合同運用ファンドのパフォーマンスに反映しなければならない。ポートフォリオもしくはコンポジットから流動性に欠ける証券のパフォーマンスを除外するために、流動性に欠けることだけを理由としてその証券を非投資一任であると主張してはならない。

サイドポケット中の投資一任資産がもはや投資一任でなくなる場合、会社は自らの投資一任の定義を適用して当該資産もしくはサイドポケット全体を今後も適切な合同運用ファンドと関連するコンポジットに含めることができるかどうかを判断しなければならない。サイドポケットは次のすべての判断基準を満足する場合に限り非投資一任として分類できる：

1. サイドポケットは別個のサブ・ポートフォリオとして分離されている(例えば、カストディアン銀行、もしくは会社のポートフォリオ運用システムにおいて)。
2. サイドポケットに取り込まれた資産は、もはやファンドの資産配分およびポートフォリオの投資プロセスの対象とはならない。
3. モニターと現金化の場合を除き、サイドポケット資産のための投資判断はなされない。

4. サイドポケット資産に課される運用報酬は存在しないか減額されている。

ある投資もしくはサイドポケット全体が投資一任ではなくなると判断された場合、会社は合同運用ファンドと関連するコンポジットのパフォーマンスにそれらを含めることを継続してはならない。引き続き投資一任性を持つと判断された場合には、会社はその投資とサイドポケットを合同運用ファンドと関連するコンポジットのパフォーマンスに含めなければならない。

顧客による明白な指示により作られたサイドポケットは、あたかも運用されていない資産のように、非一任投資とみなし、コンポジットのパフォーマンスから除外することが可能である。

会社は、コンポジット中のポートフォリオもしくはファンドがサイドポケットを持つ場合には、準拠提示資料に開示しなければならない。これは投資一任、非投資一任いずれのサイドポケットにも適用される。

2.5. 開示と提示

GIPS基準に準拠するためには、会社は、準拠提示資料中にコンポジットと会社についての一定の情報を開示しなければならない。多くのオルタナティブ投資戦略・ストラクチャーの複雑性により、会社は特定のイベント（例えば、市場関連のイベント、またはコンポジットもしくは会社に関連したイベント）が重大であるかどうかを注意深く検討すべきである。会社は見込顧客が準拠提示資料を解釈するうえで有用な重大な事項をすべて開示しなければならない。

2.5.1. 準拠提示資料におけるオルタナティブ投資戦略の開示

デリバティブ、レバレッジ、および/またはショートポジションを使用する戦略はしばしば複雑で、伝統的な戦略とは異なる行動をし、一般的には異なるリスクを有する。したがって、そのような戦略に投資するマネジャーは、レバレッジ、デリバティブ、および/もしくはショートポジションの存在、使用、および程度について、それらが重大である場合には、当該商品の使用頻度と特徴等、リスクを十分に説明するための内容を含めて、開示しなければならない。

またGIPS基準は会社がコンポジットの概略を開示することを必須としている。コンポジットの概略はコンポジットの投資マニデート、投資目的、もしくは投資戦略に関する一般的な情報と定義されている。コンポジットの概略はコンポジットの定義より簡略なものでよいが、コンポジットの主要な特徴をすべて含まなければならない、見込顧客がコンポジットの投資マニデート、投資目的、もしくは投資戦略の主要な特徴について理解できるよう十分な情報を含まなければならない。コンポジットの定義は開示する必要はないが、ポートフォリオが帰属すべきコンポジットを判定するための詳細な判断基準を含まなければならない、請求により提供可能でなければならない。

複雑な投資戦略を適用している会社の場合、コンポジットの概略は投資家はその戦略を理解できるよう一層詳細にすべきであり、コンポジットの完全な定義と併せてコンポジットに関連したリスクを開示することが奨励される。例えば、会社は、投資マネジャーが自社内のプロダクト間でクロストレ

ガイダンス・ステートメント：オルタナティブ投資戦略とストラクチャー

ード・ポジションを取ること、および/または自社内プロダクトもしくは第三者との間で原資産のパフォーマンスのスワップを行うことについて裁量権を有するかどうかを準拠提示資料において開示することを検討できる。

以下は、ロング・ショート株式戦略のヘッジファンドのコンポジット概略のサンプルである：

“XYZコンポジットの投資目的は、分散されたグローバルエクイティ・ポートフォリオの長期的なリターンに匹敵するようなプラスのパフォーマンスを相当低いリスクレベルで達成することである。マネジャーは過小評価された株式および過大評価された株式に対してロングポジションおよびショートポジションをそれぞれ取る。この戦略は変動するネットロングもしくはネットショートのエクスポージャーを持ち、さまざまな地域、セクターおよび時価総額セグメントに焦点を当てることができる。レバレッジの上限は30%である。システムチックに通貨リスクをヘッジするためにデリバティブ契約（通貨先物）が使用されている。”

付属資料C：GIPS基準のコンポジットの概略一覧表の例は、より複雑な投資戦略のコンポジットの概略を含んでいる。

2.5.2. 流動性に欠ける投資

流動性に欠ける証券がコンポジット戦略の重要な部分であるか、流動性に欠ける投資に投資するという戦略的な意図がある場合には、会社はこれをコンポジットの概略で開示しなければならない。

更に、ポートフォリオが突然に流動性を失った投資を含む場合には、それらの投資は公正価値で評価され、パフォーマンスにはその結果の損失を反映しなければならない。会社は、流動性を失った投資をポートフォリオもしくはコンポジットから除外するために、流動性を失ったことだけを理由として当該投資が非投資一任であると主張してはならない。流動性に欠ける投資が投資一任として運用されなくなった場合には（例えば、顧客契約の変更により）、当該投資のパフォーマンスは、その変更の日までコンポジットのパフォーマンスに反映しなければならない。

更に、会社は、この状況が重大なイベントのレベルに達しているか否かを判断しなければならない。会社は、見込顧客が準拠提示資料の解釈の一助となるような重大な事象をすべて開示しなければならない。

2.5.3. ベンチマーク

GIPS基準は準拠提示資料にベンチマークリターンを含めることを必須としている；しかしながら、オルタナティブ投資戦略に適切なベンチマークが存在しないことは広く知られている。会社は、オルタナティブ投資戦略コンポジットのためのベンチマークを選択する場合に様々な解決策を用いる。ある会社は伝統的な市場インデックスを使用するし、他の会社はピアグループ・インデックス、絶対リターンターゲット、および/または年金負債ターゲットを提示するかもしれない。会社にはベンチマークの概略を開示することが必須とされる。

ヘッジファンド、および他のオルタナティブ投資戦略のマネジャーは、しばしばヘッジファンド・ピアグループ・ユニバース・インデックスのような、ピアグループ・ベンチマークを使用する。ヘッジファンドのピアグループ・ベンチマークの共通の問題点は以下のとおりである：

- セルフ・リポーティングバイアス(限られたヘッジファンドだけがパフォーマンスデータの報告を選択する)；
- レポーティングの頻度(すべてのヘッジファンドが時期を守ってパフォーマンスを報告するわけではない)；
- 投資可能性(ベンチマーク中のヘッジファンドのいくつかは新規投資家には閉ざされている)；
- サバイバーシップ・バイアス(運用に失敗し既に廃止されたファンドが含まれない可能性がある)；
- カテゴリー化(ヘッジファンドがどのスタイルを採用するかは完全に透明ではない)。

会社はどのベンチマークがコンポジットにとって適切であるかを判断しなければならない。どのベンチマークを準拠提示資料に含めるかを定める際に、会社はGIPS基準の倫理的な精神に従うべきである。会社はオルタナティブ投資戦略コンポジットにはカスタムベンチマークを使用しても良い。カスタムベンチマークあるいは複数のベンチマークから合成したベンチマークを使用している場合には、会社はベンチマークの構成要素、ウェイト、およびリバランシングのプロセスを開示しなければならない。GIPS基準は、会社がコンポジットに適切なベンチマークが存在しないと判断する場合には、何故ベンチマークが提示されていないかを開示しなければならないと規定している。

ピアグループ・ベンチマークについてリストアップしたような制約を有するベンチマークを使用する際、会社はこれらの制約を準拠提示資料において説明すべきである。

2.5.4. リスク指標

2011年1月1日以降の運用実績に関しては、会社は、コンポジットとベンチマークの、各年度末現在の3年間の年率化した事後的な標準偏差（月次リターンを使用）を提示しなければならない。会社が、3年間の年率化した事後的な標準偏差はコンポジットにとり関連性がないまたは適切でないと判断する場合には、会社はコンポジットとベンチマークに関する追加的な3年間の事後的なリスク指標も提示しなければならない。

月次評価に適さない投資を含み、月次より少ない頻度（例えば四半期毎）でしか顧客のキャッシュフローが出入りしないファンド一つだけから構成されるコンポジットについては、月次よりも低い頻度で評価を実施することが適切であろう（2.2.2の議論を参照）。この状況では月次のコンポジットリターンは入手不能であり、会社は3年間の事後的な標準偏差を計算することができない。会社は、ベンチマークの月次リターンが入手可能である場合には、ベンチマークリターンの3年間の年率化した事後的な標準偏差の提示が推奨される。会社は、コンポジット（ベンチマーク）の月次リターンが入手不能であるためにコンポジット（および該当する場合にはベンチマークの）3年間の年率化した事後的な標準偏差が提示されていないことを開示しなければならない。

オルタナティブ投資戦略のマネジャーは、GIPS基準で必須とされる以上の追加的なリスク指標が提示されるべきかを検討しなければならない。どのリスク指標をオルタナティブ投資戦略の準拠提示資料に含めるかはコンポジットの投資戦略と使用される投資手段を考慮して選択すべきである。

会社はリスクに関する基準と解釈のガイダンスも検討しなければならない。会社は、見込顧客に準拠提示資料を提示する場合には公正な表示と完全な開示の支配的原則を忘れてはならない。追加的なリスク指標の提示が見込み顧客が準拠提示資料を理解する一助となると判断する場合には、会社はそれらのリスク指標を準拠提示資料に追加すべきである。

例えば、オルタナティブ投資戦略の場合、特に非伝統的もしくは非線形リスク/リターン特性をもたらすものに関しては、既にGIPS基準で必須とされているものに加えて適切なリスク指標を提示することは、見込顧客にとって有益であろう。適切なリスク指標を開示することは、伝統的な戦略との比較でレバレッジの掛ったもしくは非線形ペイオフ・ポートフォリオの変更されたリスク/リターン特性を示す場合に非常に重要である。レバレッジの掛った戦略にとって有用なリスク指標とその他の情報には、デルタ調整後の実効エクスポージャー、バリューアットリスク；予想ショートフォール、ダウンサイドボラティリティ、ドローダウン、証券取引所もしくはそれと同等の機構で売買されていないコンポジット資産の割合、およびショートポジションに投資されたコンポジット資産の割合が含まれる。

3. 発効日

会社は、本ガイダンス・ステートメントを2012年10月1日から適用しなければならない。発効日より以前に本ガイダンス・ステートメントに従うことが勧奨されるが、それは必須ではない。本ガイダンス・ステートメントは遡及適用を必須としておらず、GIPS基準に準拠したパフォーマンスの再作成は必要でない。会社は、本ガイダンス・ステートメントの遡及適用を自主的に選択することができ、その場合には、遡及適用によって過去の記録の訂正が必要となった旨を開示しなければならない。

4. Q&A

以下のQ&Aは、GIPS基準を適用する際の特定の状況に関する追加的なガイダンスである。

4.1. 準拠の基本

4.1.1. 質問：我々は、インデックス・トラッカー、CPPI（コンスタント・プロポーショナル・ポートフォリオ・インシュアランス）、レバレッジド・ミニ・フューチャーズ、およびリバース・コンバーティブル・プロダクツ、といったストラクチャード・プロダクツを営業している。これらの戦略は会社の総資産に含めるべきか？

回答：どのストラクチャード・プロダクツを会社の総資産に含めなければならないかにつき、確定的に言及することは可能でない。会社の有する戦略のそれぞれは、運用されている戦略であるか否かを定めるために評価されなければならない。資産を保有することが投資運用行為を伴わず、運用される投資ポートフォリオの特徴を示さない場合には当該資産は会社の総資産もしくはどのコンポジットにも含めてはならない。

しかしながら、いくつかのストラクチャード・プロダクツは運用された投資プロダクツとみなされる可能性があり（例えば、原資産が様々なアクティブもしくは、パッシブに運用されている投資からなるプロダクト）、そのときはそれらを会社の定義と適切なコンポジットに含めることが必要となるであろう。

4.1.2. 質問：我々のヘッジファンドのいくつかは外国籍である；しかしながら、現地法人は現地の規制を守るために形式的にファンドマネジャーとして活動している。我々の会社は、形式的には、この現地法人に対して投資アドバイザーとして活動しており、この現地法人は理論的には我々のアドバイスに従っても従わなくても良い。しかしながら、実際には我々の投資アドバイスはすべて実行されており、我々の会社はこれらファンドについて、実質的にすべての投資意思決定を行っている。我々は、これらのファンドを会社の定義とポートフォリオのユニバースに含めることが許容されるであろうか？

回答：はい。会社の定義は、会社の総運用資産に含めなければならない“すべて”のポートフォリオのユニバースを正確に表わす GIPS 基準の基本的な前提であるが、会社の運用実績のあるフィー（運用報酬）を課す投資一任のポートフォリオはすべて、少なくとも一つのコンポジットに組み入れなければならない。

オフショアで登録されたヘッジファンドのケースでは、投資運用の役割はポートフォリオ運用の役割を実際には担っていない第三者に形式的に割り当てられ、会社は助言の役割だけを担う存在として指名される可能性がある。このような状況の判断には“形式より実態”の原則が適用されるべきであり、ファンドが実質的に会社によって運用されているのか、それともファンドは会社からはアドバイスを受け、他の主体が最終的な投資判断をしているのかを評価するにはかなりの判断が必要となる。上記の例では、会社が実質的に投資一任運用を行っていることを証明することができ、すべての投資アドバイスがそれに従って実施されている証拠の記録を示すことができる場合には、そのファンドは会社の定義に含めなければならない。

付言すれば、特定のファンドもしくはポートフォリオを会社に含めることを避けるために形式的なアドバイザー/マネジャーの構造を持ち出すことは不適切かつ GIPS 基準の倫理的な精神に反するであろう。

4.1.3. 質問：我々のファンド・オブ・ヘッジファンド（ファンドA）は原資産（ファンドBとファンドC）に投資されており、これらは、GIPS 基準準拠の目的上は会社の一部である。更に、ファンド・オブ・ヘッジファンド（ファンドA）とファンドCは同じ投資戦略に投資されており、同じコン

ポジットに属すべきである。我々は会社の運用総資産額とコンポジット資産額の計算の目的でこれらのケースをどのように扱うべきであろうか？

回答：GIPS 基準は会社の運用総資産額およびコンポジット資産額の提示に当たって資産の二重計上を認めていない。二重計上が排除されなければ、コンポジットの資産額と会社の運用総資産額を“膨張”させ、結果として準拠提示資料に誤りが生じる。

ファンド間の投資を伴うマスター・フィーダー構造の場合には、コンポジットレベルと会社の資産のレベルにおける資産の二重計上の排除が必要である。

例えば：

- GIPS 基準に準拠する会社は次の3つのファンドを含む：A（400 百万ユーロ）、B（300 百万ユーロ）、C（200 百万ユーロ）。
- ファンドAはファンドBに200 百万ユーロ、ファンドCに100 百万ユーロを投資している。
- ファンドAとファンドCは同じコンポジット：Xに含まれている。

会社の運用総資産額は $400 \text{ 百万ユーロ} + 300 \text{ 百万ユーロ} + 200 \text{ 百万ユーロ} - 200 \text{ 百万ユーロ} - 100 \text{ 百万ユーロ} = 600 \text{ 百万ユーロ}$ である。

コンポジットXのコンポジット資産は $400 \text{ 百万ユーロ} + 200 \text{ 百万ユーロ} - 100 \text{ 百万ユーロ} = 500 \text{ 百万ユーロ}$ となる。

4.2. インプット・データ

4.2.1. 質問：GIPS 基準は、投資取引の会計を行う際に約定日ベース原則を使用することを必須としている。GIPS 基準は、約定日ベース会計を決済日ではなく約定日に資産もしくは負債を認識することと定義している；GIPS 基準の目的では、取引の行われた日から3日以内に資産もしくは負債を認識することは約定日ベース原則を満足させる。ヘッジファンドを購入もしくは売却する際、ファンド・アドミニストレーターによる取引数量および価格の確定報告は発注後数日、場合によっては数週間経ないと提出されないため、取引を約定日に認識できないことがしばしば起こる。このような状況下では、取引されたファンドの最終的な数量と決済価格をアドミニストレーターからコンファメーションを受領するまで認識できないため、ヘッジファンド・オブ・ファンズのマネジャーが購入/売却を約定日ベースで（もしくは、約定日から3日以内に）認識できない可能性がある。この状況はGIPS 基準への準拠においてどのように扱われるか？

回答：GIPS 基準で定義されている約定日ベース会計のT+3原則はすべての投資取引に適用される。オルタナティブ投資に関しては、会社は購入/売却の注文を出した日付と実際の所有権の移転日とを区別する必要があるかもしれない。執行あるいは所有権移転の日（このケースでは、購入/売却される資産の確定した数量と決済価格が決定し、通知された時）を約定日と見なすべきである。

4.3. パフォーマンス計測

4.3.1. **質問**：デリバティブでレバレッジが掛けられたファンドとポートフォリオについて、レバレッジの影響を除外したパフォーマンスをコンポジットに含めることは可能であろうか？ デリバティブについて、レバレッジの影響を除外したパフォーマンスをどのように計算するかを示して欲しい。

回答：“レバレッジの影響を除外した”リターンは仮定のものであり、デリバティブから発生しているレバレッジが投資一任（会社が決定する）であるか非投資一任（顧客の要請）であるかにかかわらずなく、そのようなリターンをコンポジットに含めることは適切ではない。レバレッジの影響を除外したパフォーマンスは、補足情報に関するガイダンス・ステートメントに従い、補足情報として提示されることだけが許容される。“レバレッジの影響を除外した”デリバティブのパフォーマンスは、デルタ修正後のエクスポージャーを使用して計算できる。例えば、オプションのエクスポージャーは原資産の市場価格にオプションのデルタを掛け合わせることで計算できる。実質的なポートフォリオ資本の代わりにエクスポージャーを分母に使うことは、パフォーマンスから“レバレッジをはずす”ことになる。以下に、3つのコールオプションを含むポートフォリオについてこのことを例示する。

商品	開始時点の価値	終了時点の価値	開始時点の原資産価値	デルタ	エクスポージャー	パフォーマンス	
						レバレッジあり	レバレッジなし
コールオプション A	100	110	1,000	0.9	$1,000 \times 0.9 = 900$	$(110-100)/100 = 10\%$	$(110-100)/900 = 1.11\%$
コールオプション B	200	210	5,000	0.8	$5,000 \times 0.8 = 4,000$	$(210-200)/200 = 5\%$	$(210-200)/4,000 = 0.25\%$
コールオプション C	300	360	10,000	0.7	$10,000 \times 0.7 = 7,000$	$(360-300)/300 = 20\%$	$(360-300)/7,000 = 0.86\%$
トータル	600	680			11,900	13.3%	0.67%

デリバティブの使用が非投資一任（顧客からの要請）であり、その結果、ポートフォリオに生じるレバレッジが非投資一任とみなされる場合には、コンポジットの定義に関するガイダンス・ステートメントが非投資一任資産のコンポジットからの除外を認めていることに倣って、非投資一任デリバティブのポジションはポートフォリオから除外することができる：“顧客による制限のある証券のケースでは、会社はポートフォリオの制限された部分を非投資一任と分類することが可能である。”

以下の表はレバレッジの取り扱いの選択肢をまとめている：

	オプション1 レバレッジを含むリターン	オプション2 レバレッジを含まないリターン	オプション3 デリバティブの除外
意味：	デリバティブはポートフォリオに含まれ、そのリターンへの寄与は市場価格をベースにしている。（上記の例では 13.33%）	デリバティブはポートフォリオに含まれ、そのリターンの寄与は原資産の実効エクスポージャーがベースとなる。（上記の例では 0.67%）	デリバティブは、それらが全く存在しなかったかのように、ポートフォリオから除外される、つまりリターンへの寄与はゼロである。
取り扱い：	デリバティブの使用が投資一任もしくは非投資一任であるかに関係無く、提示しなければならない。	GIPS 基準に準拠した情報として提示してはならない。補足情報としての提示だけが許される。	非投資一任デリバティブにのみ許される。

4.3.2. 質問： 会社がいくつかのシェアクラスを持つヘッジファンドを運用しており、これらは同じ様に投資されているが、基準通貨は異なっている。たとえば、香港ドル以外のシェアクラスは、香港ドル建てのシェアクラスの投資家と同様のリターンを達成するために、システムティックに香港ドルをヘッジしている。この非香港ドルシェアクラスは香港ドル建てコンポジットに含めるべきであろうか？

回答： 異なる基準通貨を持つポートフォリオを同じコンポジットに含めることはできるが、それらのリターンはコンポジットと同じ通貨で表示さなければならない。異なる通貨建てのポートフォリオのヘッジされたリターンは、それらが同じ戦略により運用されている場合には、似通ったものになると考えられているが、（完全なヘッジの下でも）ヘッジングのコスト（もしくは利益）に相当するリターンの格差は存在する。異なる通貨間の金利差がもたらすヘッジングのコスト（もしくは利益）は長期的にかなり大きなものとなり得る。質問の状況においては、非香港ドルのシェアクラスを香港ドル建てコンポジットに含めることは適切ではない。

会社が、各シェアクラスをコンポジットに含めたい時には、会社はすべてのシェアクラスのリターンと資産を、コンポジットに含めるために、香港ドルに換算することができる；しかしながら、異なるベース通貨に対して香港ドルをヘッジする行為は1つ以上のコンポジットを必要とする異なる投資戦略を構築する可能性がある。

また、会社は香港ドル建てのシェアクラスをトータルファンドのパフォーマンスの代理として使うことができる；しかしながら、コンポジット資産にはすべてのシェアクラスのすべての資産を含めなくてはならない。

4.3.3. 質問： コンポジット内の個別ポートフォリオのリターンを加重する際、我々の方針は前月終了時点におけるポートフォリオ価値（当月開始時点の価値と同じであると仮定して）を採用することである。これは我々のヘッジファンドを除くすべてのポートフォリオにとって問題がないが、ヘッジ

ファンドでは購入/売却のタイミングから、外部キャッシュフローは常に月の初日にヘッジファンドに組み入れられる。その結果、ポートフォリオの開始時点の価値と、その月の最初の営業日以降の価値に相当の差が存在することがあり得る。外部キャッシュフローをポートフォリオの加重方式に含めることができるか？

回答：GIPS 基準では、コンポジットリターンは、個々のポートフォリオ・リターンを期初価値、もしくは期初価値と外部キャッシュフローの両方を使用する方法で加重して計算しなければならないとされている。計算方法に関するガイダンス・ステートメントは以下の3つの許容された方法について説明している：

- 期初資産加重方法
- 期初資産と加重キャッシュフローによる方法、および
- 集計リターン方法

質問の状況では、期初資産と加重キャッシュフローによる方法を GIPS 基準により許容された一つとして使用することが可能である。この方法を使用すれば月の初日に発生する外部キャッシュフローを考慮することになる。

会社は、コンポジット中のポートフォリオの加重に当たっては、上記の3つの方法の内のひとつを使用する方針を作成し、そのコンポジットに一貫して適用しなければならない。

4.3.4. 質問:我々のファンド・オブ・ファンズはマスター/フィーダー構造を有しており、いくつかのコンポジットは会社の定義に含まれる他のファンドに投資しているファンドを含んでいる。更に、インベスターファンドは、そのインベスターファンドと同じコンポジットに属している原ファンドに投資することがあり得る。我々はコンポジットのパフォーマンスを計算する際にこの状況をどのように取り扱うべきであろうか？

回答:この問題はオルタナティブ投資戦略に限ったことではなく、ファンド間投資（cross-investments）をするポートフォリオを含むコンポジットにおいて発生する可能性がある。GIPS 基準はコンポジット資産額と会社の運用総資産額を計算する際に資産の二重計上を認めていない。“ファンド間投資（cross-investments）”を伴うマスター・フィーダー構造の場合、コンポジット資産額と会社の運用総資産額の計算において二重計算を排除することが必須である。ポートフォリオ・リターンを計算する際に、会社はファンド間投資（cross-investments）を排除してポートフォリオとコンポジットのパフォーマンスを計算するために実際の残高を調整することを選択できるが、これは必須ではない。会社は、資産の二重計上が発生する場合には、これらのコンポジットを同じコンポジットに含めることが適切かどうかを検討するべきである。もしポートフォリオあるいはコンポジットのパフォーマンスを“ファンド間投資”（cross-investments）を除外して提示したい場合には、会社はその事実を準拠提示資料において開示しなければならない。

パフォーマンスの計算からファンド間投資（Cross-investments）を除外する方法について、以下の例を検討していただきたい：

- コンポジットは A と B 二つのファンドを含む。

- ファンド A はその価値の 50% をファンド B に、50% を他の第三者のファンドに投資している。
- ファンド B と第三者のファンドのトータルリターンは、それぞれ、10% と 0% である。

a) 二重計上を除外しないシナリオ：

ファンド	期初における価値、百万米ドル	期間リターン
ファンド A (ファンド B に 50% を投資する)	100	5.00%
ファンド B	200	10.00%
コンポジット	100+200=300	$5\% \times (100/300) + 10\% \times (200/300) = 8.33\%$

b) 二重計上を除外するシナリオ：

ファンド	期初における価値、百万米ドル	期間リターン
ファンド A (ファンド B に 50% を投資する)	100	5.00%
-ファンド A に対するファンド B の寄与	50	10.00%
-ファンド A に対する他のファンドの寄与	50	0.00%
ファンド B	200	10.00%
コンポジット	100+200-50=250	$0\% \times (50/250) + 10\% \times (200/250) = 8.00\%$

4.4. コンポジットの構築

4.4.1. 質問：会社が4つの異なるシェアクラス（AからD）を持つ外国籍ヘッジファンドを持っており、各シェアクラスはパフォーマンス・ベースのフィーを含む固有の投資マネジメントフィーを有している。異なるフィー構造により各シェアクラスは異なるネットリターンを有する可能性がある。このファンドの80%超は最も古いシェアクラスであるクラスAに投資されている。会社は主にクラスAに投資する見込顧客に営業を行っている。このファンドはコンポジット中の唯一のポートフォリオである。準拠提示資料には、それが最も多く見込顧客に対して適用されるものなので、クラスAのフィー控除後のリターンを含めることができるのか、それとも合同運用ファンド全体のフィー控除後のリターンを提示しなければならないのか？クラスAのシェア中に異なるタイミングで参加した新たな投資家を考慮して構築された複数のシリーズが存在する場合には、会社はどのフィー控除後のリターンを提示するべきであろうか？

回答：会社は、見込顧客に対して提示される準拠提示資料に含まれるフィー控除後のリターンを計算する際に以下の選択肢を持つ：

- フィー控除前のリターンを計算し、そのファンドのフィー控除後リターンを求めるために、個別シェアクラスの中で最も高い運用報酬率を控除する。
- すべてのシェアクラスの、実際に適用されるフィー控除後のリターンを使用して、フィー控除後のリターンを計算する。

いくつかの状況では、例えばポートフォリオが固定およびパフォーマンス・ベースフィーの混合を使用する場合、どの運用報酬がコンポジット中のすべてのポートフォリオの中で最も高いものであるかを確定的に判断することは不可能であるかもしれない。この例の場合、特定の見込み顧客もしくは準拠提示資料を配布しようとする相手の者に適用される最も高いモデルフィーを使用することは、その結果の報酬控除後リターンが実際の（実質的に適用された）報酬を控除したリターンよりも低いものである限り認められる。このような扱いは異なる見込み顧客に対して特定のコンポジット準拠提示資料の異なるバージョンを作成することを意味する。

モデルフィーを使用して運用報酬控除後リターンを計算する場合には、モデルフィーは現在のフィースケジュールを反映しなければならない。過去の運用報酬控除後のリターンを最初に計算する場合には、会社は、現在のフィースケジュールもしくは該当する期間に適用されていたフィースケジュールのいずれを使用することが適切かを判断しなければならない。すべてのケースで、モデルフィーを使用して計算された運用報酬控除後リターンは実際の運用報酬を使用して計算された運用報酬控除後リターンより高いものであってはならない。

通常、税金上の理由および/または異なるフィー構造を可能とする目的から投資家を特定のグループに区分するために異なるファンドシェアクラスが発行されている。会社は運用報酬控除前のリターンを計算し、最も多く見込顧客に適用される運用報酬、この例ではシェアクラス A の運用報酬、を適用することができる（つまり、実際上はシェアクラス A の運用報酬控除後リターンが提示される）。

会社は見込顧客に対して運用報酬控除前リターンを提示することもできる。更に、会社は、運用報酬控除前あるいは運用報酬控除後のいずれのリターンを提示する場合であっても、準拠提示資料にとり適切なフィー一覧表を開示しなければならない。

会社は異なるシェアクラスあるいはシリーズのリターンを追加情報として提示することができる。シェアクラス A の中に複数のシリーズが存在し、会社がシェアクラス A に基づき運用報酬控除後のリターンを提示している場合には、会社は、シェアクラス A のすべてのシリーズの報酬控除後リターンの加重平均値を提示するか、見込顧客が当該シェアクラス設定時から投資していたとしたら受け取っていたであろうパフォーマンスを反映するために、最も古い、最初のシリーズの運用報酬控除後リターンを提示するべきである。

会社は運用報酬控除後リターンを計算するためにモデルあるいは実際のフィーのいずれが使用されているかを開示しなければならないが、運用報酬控除後リターンが分かり易いものではない、および/または複数の前提を有している場合は、完全な開示という原則が満たされるために、報酬控除後のリターン計算に関する追加的な開示が必要となる可能性がある。更に、会社が報酬控除後リターンを計算するためにモデルフィーを使用する場合には、会社は、報酬控除後リターンを計算するために使用した手法を開示しなければならない。

4.4.2. 質問： 会社はファンド・オブ・ヘッジファンズを運用している。投資先のヘッジファンドは月の開始時にのみ購入もしくは売却ができる。その結果、ファンド・オブ・ヘッジファンズを購入のために投資家が翌月の開始前に支払った現金は、そのキャッシュフローが発生した月の間は効果的に運用できないため非投資一任口座に一時的に預けられる。このような、外部キャッシュフローは、投資一任、パフォーマンス計算、およびコンポジット配分の観点からどのように扱うべきであろうか？

回答： いくつかのヘッジファンドは購入と売却を月次もしくは四半期ベースに限って認めている。したがって、月中に発生した外部キャッシュフローは投資戦略に従って投資されることはない。これらのファンドへの出資を投資に回される前にファンドのリターンに含めることは適切ではない。

4.4.3. 質問： あるヘッジファンドは5月に95%の解約が発生し、マネジャーが解約に応じて支払いを行うために99%を売却するのに2カ月を要した場合、このヘッジファンドを4月以降にコンポジットから除外することは適切であろうか？

回答： 会社は、まず、そのヘッジファンドを非投資一任と判断するのか、そう判断するのではあればそれはいつの時点でかを決定しなければならない。決定がなされたら会社はコンポジット中の廃止されたポートフォリオを除外する方針に従わなければならない。このケースでは、会社が投資一任は5月に終了したと判断する場合には、そのファンドは4月が過ぎたらコンポジットから除外しなければならない。会社が大きな引き出しにもかかわらず、そのファンドは引き続き投資一任であると判断する場合には、コンポジット固有の重大なキャッシュフローの方針に従ってコンポジットから除外されないかぎり、会社は引き続きそのファンドをコンポジットに含めなければならない。廃止されたポートフォリオは、ポートフォリオが期間を通じて運用されていた最後の計測期間までコンポジットの過去のパフォーマンスに含めなければならない。

4.4.4. 質問： 我々の会社はLDI (Liability Driven Investments) ポートフォリオを運用する目的で年金ファンド顧客に採用されている。LDI 戦略の典型的な投資目的はポートフォリオ資産のデュレーションが総年金負債額のデュレーションに合致するように管理することである。我々はこの目的を以下の二つのコンポーネントを含むポートフォリオを作成することで達成する：アクティブに運用された債券ポートフォリオとスワップのオーバーレイ。我々は債券ポートフォリオのデュレーションを調節して顧客の負債と合致させるためにスワップを締結する。負債との適合をはかる要請に関して何ら実権を持たないために、我々はこのスワップの要素を実質的に非投資一任であるとみなしている。したがって、我々はアクティブに運用されている部分 (債券ポートフォリオ) だけをコンポジットに

含め、債券とスワップのポートフォリオの全体はコンポジットに含めない。これは正しいアプローチであろうか？

回答：ここでの問題は、会社は（１）ポートフォリオの債券とスワップ部分の両方を含む LDI 戦略全体を運用しているのか、それとも（２）投資一任商品として債券戦略を提供する債券マネジャーでしかなく、LDI に関しては単に顧客の指示にもとづいてオーバーレイ・スワップを実行している（つまり、オーバーレイ・スワップ部分は投資非一任とみなされる）のか、という点である。

先ず、最初の例では、会社は債券ポートフォリオとスワップの両方を含む LDI 戦略のために雇われた。ポートフォリオ全体は適切なコンポジットに含まなければならない。もし債券だけのポートフォリオがカーブアウトとしての必須事項を満たしている場合には、会社は債券だけのポートフォリオをコンポジットに含めることができるが、そうする必要はない。

２番目のケースでは、会社はポートフォリオ全体もしくはポートフォリオのオーバーレイ・スワップの部分、GIPS 基準のコンポジットの定義に関するガイダンス・ステートメントに従って非投資一任とみなすことができる：“顧客による制限のある証券のケースでは、会社はポートフォリオの制限された部分を非投資一任と分類することが可能である。”

4.5. 提示と開示

4.5.1. 質問：我々は、通常は一般大衆に対して開示しないような複雑なフィー構造をもつヘッジファンドを運用する。その代わりに、我々は個々の投資家に対して個別に作成したフィーの提示を行っている。我々はこのフィー一覧表を準拠提示資料の中に含める必要があるか？

回答：はい。GIPS 基準は、会社は準拠提示資料に適用されるフィー一覧表を開示しなければならないとしている。GIPS 基準は、フィー一覧表を特定の準拠提示資料に適用される現行の運用報酬もしくはバンドルフィーと定義している。この一覧表は一般的には資産レベルの範囲ごとに列記されており、当該準拠提示資料を受け取る見込顧客に適用されるものでなくてはならない。会社は個別の見込顧客に合わせてカスタマイズされた運用報酬の開示を行ってもよい。

見込顧客に対してカスタマイズされた準拠提示資料を提示しない場合、会社は標準的なフィー一覧表を開示しなければならない、個別の顧客のフィーは交渉によって決まり、標準的なフィーから乖離することがある旨を述べることができる。