

G · I · P · S

Global Investment Performance Standards

ガイダンス・ステートメント：プライベート・エクイティ

採択日: 2012年3月16日

発効日: 2012年10月1日

遡及適用: 無し

公開草案期間: 2010年8月27日 - 2010年11月25日

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 の「ガイダンス・ステートメント：プライベート・エクイティ(Guidance Statement on Private Equity)」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 Private Equity 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.

ガイダンス・ステートメント：プライベート・エクイティ

序論

GIPS 基準への準拠の目的においては、プライベート・エクイティとは様々な発展段階にある非公開企業への投資を指し、ベンチャーキャピタル、バイアウト、メザニン、およびディストレスト証券投資を含む。また、プライベート・エクイティは非公開化を目的とする公開企業への投資、もしくは PIPES (private investment in public equity: 公開株式へのプライベート投資) とよばれる方式による公開企業に対する直接的投資をも含む。

プライベート・エクイティ投資の対象は實際上、業種あるいは地理的な場所を問わない。ベンチャーキャピタル投資が一企業の過半を越す株式を保有することは通常ないが、バイアウト・ファンドは企業の支配的なポジションもしくは全ての所有権を取得する。この業界は発展に伴って専門性を増すようになり、最近においても、一般的な投資対象以外についての投資機会を見込顧客に提供している。

プライベート・エクイティ業界は、個別の企業に投資するプライマリーファンド・ビークルだけの時代から発展して、プライマリーファンド・ビークル、セカンダリーファンド・ビークル、ファンド・オブ・ファンズ、直接投資、共同投資(co-investments)、特定投資家のためだけに投資を行うプライマリーファンド(sponsored primaries)等、多様なプロダクトを扱うようになってきた。この業界は、数年前には新奇なものとされた投資戦略が、現在ではもう一般的になっているほどのペースで進展してきた。例えば、過去にはファンドへの投資家はファンドにだけ投資してきた。現在では投資家がファンドだけではなく企業に直接投資することが一般的になっている。プライベート・エクイティの行う投資は他の資産クラス、例えば不動産も対象とする投資セクターと重なっていることがある。従って、様々な資産クラス間で調和を図る上でこのオーバーラップがもたらす問題に関心が高まりつつある。

プライベート・エクイティのビークルによる投資は、個別企業への投資、他のファンドへの投資、債務証券への投資、およびインフラストラクチャー・プロジェクトへの投資などを含む。技術的には、これらの投資の全ては投資家に何等かの所有権を与えるので結局のところは有価証券投資であり、従ってこれらを総称して、このガイダンスでは“原投資(underlying investments)”と呼ぶことにする。

投資ビークル

プライベート・エクイティへの投資は様々な投資ビークルを通じて実施されている。一般的には、これらの基準文で“プライマリーファンド”もしくは“ファンド・オブ・ファンズ”と呼ばれるファンド・ビークルを通じて投資が実施される。

プライマリーファンド

プライマリーファンドは一般的に“ポートフォリオ企業”と呼ばれる個々の企業に投資を行うベークルである。ファンドの戦略は自由度の高い場合もあれば特定の投資ステージおよび/または国や地域に対象を限定している場合もある。

ファンド・オブ・ファンズ

ファンド・オブ・ファンズは直接にポートフォリオ企業に投資するよりも、むしろリミテッドパートナーとしてのポジションを取って複数のプライマリーファンドに投資する（以下の共同投資のセクションを参照）。

セカンダリーファンド

セカンダリー投資ファンドはプライマリーファンドもしくはファンド・オブ・ファンズとして組成され、プライベート・エクイティ・ファンドの持分を1人もしくはそれ以上の原投資家からファンドの終了以前に取得する。

また、その他に、他のプライベート・エクイティ・ファンドからポートフォリオ企業を取得する特別なセカンダリーファンドもある。これらは一般的には別のタイプのプライマリーファンドとみなされ、プライベート・エクイティ・ファンドの持分を取得するセカンダリーファンドとは同義ではないので、準拠の観点からはプライマリーファンドとして扱わなければならない。

セカンダリーファンドとファンド・オブ・ファンズはどちらも他のプライマリーファンドへの持分を所有することから、両者の差異についてしばしば混乱がある。その差異は、ファンド・オブ・ファンズが一般的に投資先ファンドへのオリジナルな投資家であるのに対して、セカンダリーファンドは他の投資家から持分を取得する点である。ファンド・オブ・ファンズは例外的にオポチュニスティックなセカンダリー投資を行うことがあり得るものの、主たる目的はオリジナルな投資家となることである。

共同投資 (Co-investment)

プライマリーファンドのリミテッドパートナーがプライマリーファンドと共に直接ポートフォリオ企業に投資することがある。ファンド・オブ・ファンズは投資先ファンドと一緒にポートフォリオ企業に投資することが可能である。これらは“共同投資(co-investment)”と呼ばれる。特にこの投資を活用するために、共同投資にフォーカスした特別なファンドが存在する。

投資フロー

クローズドエンドのプライマリーファンドもしくはクローズドエンドのファンド・オブ・ファンズに投資する場合には、投資家は最初の出資金を約束し、プライマリーファンドの投資マネジャーもしくはファンド・オブ・ファンズの投資先ファンドの投資マネジャーが投資機会を見出すとそれは“コール”される、つまり引き出される。出資金はポートフォリオ企業の売却もしくは資本再構成に基づく分配金としてプライベート・エクイティ・ファンドから投資家に返却されるが、そのほかに、ポートフォリオ企業の業績に応じた分配金が支払われることもある。

プライベート・エクイティ投資ビークルは一般的に有限の投資期間を持ち（つまりオープンエンドではない）、また流動性のない場合が多い。プライベート・エクイティ投資ビークルの最終的なリターンはファンドもしくはパートナーシップが清算されるまで確定しない。この資産クラスのユニークな特徴のために追加的なパフォーマンス報告の必須基準が必要である。公正な提示と完全な開示の原則に基づく GIPS 基準は、運用会社のパフォーマンスを評価するのに必要な重要な情報を見込顧客に対して提供することを要求する。

準拠

GIPS 基準への準拠は会社全体で達成されなければならない、またプライベート・エクイティの基準だけでなく、特に断りの無いかぎり、GIPS 基準第 I 章第 0—第 5 節のすべての基準文に従うことが必須である。

評価

1990年代を通して、投資家と債権者を資産価値と利益の過大評価から守るため会計基準には慎重さを最優先させる原則が部分的に影響を与えてきた。取得原価の使用のような伝統的な評価方法は正当化し易かったために、保守的な評価をしない場合にはその正当性の証明が課されていた。しかしながら取得原価法にはいくつかの欠点があり、変更を迫られることとなった。取得原価法からの離脱を促した真因は国や地域により異なったが、さまざまな市場サイクルを通じて保守的手法は一部のステークホルダーの利益に反する可能性があることが明らかになっていた。

例えば、取得原価アプローチは外見的には保守的で、表向きはステークホルダーの最大の利益に資するように見える。しかしながら、取得原価の使用は価値の減損した投資の適切な償却を行わないで済ますことの根拠となり得る。逆に、会社の資産の真実の価値が大きく過小評価されていることが考えられ、それは過小評価された TOB につながる。その上、公開市場における評価手法はキャッシュフロー、ブランド価値、知的財産価値、および利益成長を取り込んでより精緻になるに従い、伝統的なバランスシートの保守性は以前ほど強制力のあるアプローチではなくなってきた。

公正価値

GIPS エグゼクティブ・コミティー（および、その前身のインベストメント・パフォーマンス・カウンシル）が、公正価値がプライベート・エクイティ評価に最もふさわしい方法であるという立場を明らかにしてから相当時間が経っている。GIPS 基準の 2005 年版において、公正価値を使用するプライベート・エクイティ投資の評価が勧奨された。さまざまな会計基準が望ましい業界慣行として公正価値を採用し、必須とするようになってきていることから、GIPS 基準は、2011 年 1 月 1 日以降、プライベート・エクイティ投資を含むすべての投資における公正価値の使用を必須としている。

範囲

以下は、プライマリーファンドおよびファンド・オブ・ファンズを含む、定まった投資期間と出資金額を持つプライベート・エクイティ投資ビークルによって実施されたプライベート・エクイティ投

資の計算と提示に適用される基準文である。またこれらの基準文は定まった投資期間と出資金額を持つセカンダリーファンドに適用されるが、セカンダリーファンドは投資を実施するにあたり使用する形態に応じてプライマリーファンドに適用される基準文、もしくはファンド・オブ・ファンズに適用される基準文のいずれかを適用しなければならない。プライベート・エクイティのオープンエンドおよびエバーグリーン・ファンドはGIPS基準第I章の第0-5節に従わなければならない。クローズドエンド型不動産ファンドはGIPS基準第I章の第6節に従わなければならない。

投資ストラクチャー

クローズドエンド型ファンド・ビークル(GIPS プライベート・エクイティ基準が適用される)

グローバルなプライベート・エクイティ業界において支配的なビークルは、独立した、非公開の、投資期間の限定されたクローズドエンド型ファンドである。これらのビークルは国や地域により様々な法的形態（例えば、リミテッドパートナーシップ、信託、ユニット型投資信託）で組成される。会社は、いつの時点でも同時に複数のファンドを持つことが出来、その個々のファンドは互いに独立である。これらのファンドには多かれ少なかれ決められた“開始日”があり、殆ど例外なく投資期間は固定（一般的に10年）されているが、投資家の合意に基づいて予め定められた回数だけ投資期間を一定の期間延長する（例えば1年間を2回）ことが可能となっている。クローズドエンド型ファンドと名付けられているのは、ファンドの投資期間を通じて投資家数/株数が固定されており、新たな投資家は参加できないからであるが、所有する持分は一定の状況下で他の投資家に移転させる（売却する）ことができる。またこのことは投資可能な資本（出資約束金額）はファンドの投資期間を通じて固定されていることを意味する。

クローズドエンド型ファンドの一例はリミテッドパートナーシップである。リミテッドパートナーシップは米国において使用される最も一般的なストラクチャーであり、ジェネラルパートナー(運用会社の関連組織であることが多い)が外部の投資家(リミテッドパートナー)から調達された資本(出資約束金)を合同運用するファンドである。ジェネラルパートナーは出資約束金全額に対して概ね年率1-3%の投資運用報酬を課す。殆どのファンドはジェネラルパートナーに少なくとも1%の名目的な出資を必須としている。更に、ジェネラルパートナーは利益の20%の利益分配(成功報酬もしくは単に“キャリア”として知られる)を受け取るのが通例である。

ジェネラルパートナーはファンドの投資先とする企業に対する出資に必要な資本をその都度リミテッドパートナーから“引き出す(call)”。これらの出資金引き出し(capital call)は“ドローダウン”(drawdown)もしくは“テークダウン”(takedown)とも呼ばれる。引き出された資金の累積額は払込出資金と呼ばれる。このタイプのビークルのもう一つのユニークな特色は、投資からの収益はすべてリミテッドパートナーに分配されなければならないことである;再投資はジェネラルパートナーとリミテッドパートナーとの間の契約(リミテッドパートナーシップ契約(LPA)もしくはパートナーシップ契約として知られる)で許容されている場合にだけ許される。最近では(契約に基づき)分配金をその後の投資に再引き出しできるケースが増加している。更に、これらのビークルにおける出資約束金はヘッジファンドなど他の合同運用投資ビークルとは異なり払い戻す(“償還する”)ことができない。典型的なプライベート・エクイティのリミテッドパートナーシップにおいては、パートナー(ジェネラルパートナーとリミテッドパートナー)とファンド間のキャッシュフローをベースとしてリターンを算出する際に、そのキャッシュフローは容易に計測できる。運用報酬は一般的にファンドに投資された資本の価値に対してではなくリミテッドパートナーが出資を約束した金額の総額に対して課される。

ファンド・オブ・ファンズ(GIPS プライベート・エクイティ基準が適用される)

ファンド・オブ・ファンズは個別のポートフォリオ企業よりはむしろプライマリー・プライベート・エクイティ・ファンドに投資を行う特別なタイプのファンド・ビークルである。プライベート・エクイティ・ファンド・オブ・ファンズは投資先が企業ではなくファンドであることを除いてプライマリーファンド・ビークルと同様に運営される。ファンド・オブ・ファンズは必ずしも投資先のファンドを支配するわけではないことから、ファンド・オブ・ファンズが GIPS 基準に準拠するために投資先ファンドのそれぞれが GIPS 基準に準拠する必要はない。オープンエンド型のビークルに投資するクローズドエンド型のファンド・オブ・ファンズはプライベート・エクイティの基準文に従う必要がある。ファンド・オブ・ファンズはファンド・オブ・ファンズのレベルで全ての関連するプライベート・エクイティの必須基準を満たさなければならない。特に断りの無い限りそれぞれのプライベート・エクイティ基準はファンド・オブ・ファンズ・ビークルに対して適用される。

直接投資と共同投資(GIPS プライベート・エクイティ基準が適用される)

プライマリーファンドによるポートフォリオ企業への投資は投資が直接企業に対して行われるので専門的に言えば“直接投資”であるが、この用語は一般的にプライマリーファンド外で投資家が行う企業への個別投資に対して用いられる。例えば、ファンドを経由せずに企業への投資を直接行う投資家は直接投資をしていると言われる。共同投資は直接投資の特別なケースであり、ファンドへの投資家がファンドと共にポートフォリオ企業に直接投資を行う。これは、一般的には、事前に共同投資契約を取り交わすことによって可能となる。多くの場合、直接投資もしくは共同投資はファンドを通じた投資と比較して異なるフィー構造を持っている。これら共同投資が“運用報酬無し”、“成功報酬無し”の取引となることは珍しくはない。コンポジットが運用報酬を課さないポートフォリオを含む場合には、各期間の末日時点における運用報酬を課さないポートフォリオのコンポジットに占める割合が提示されなければならない。

サイド・バイ・サイド・ビークル(GIPS プライベート・エクイティ基準が適用される)

個別顧客の要求、法規制あるいは税の観点から、プライマリーファンドと並列的に投資を行うビークルが設定されることがある。このビークル自体は通常は関連するプライマリーファンドの一定割合で投資を行う。ファンドに関連したサイド・バイ・サイド・ビークルがある場合にはその事実を開示することがベストプラクティスとされる。サイド・バイ・サイド・ビークルの運営要件はプライマリーファンドのものと大きく異なることがあるものの、サイド・バイ・サイド・ビークルがプライマリーファンドと類似の戦略を用い、同じ組成年を持つ場合には、そのサイド・バイ・サイド・ビークルはプライマリーファンドと同じコンポジットに含まなければならない。サイド・バイ・サイド・ビークルの戦略、報酬体系、その他の特徴がプライマリーファンドと大きく異なる場合には、サイド・バイ・サイド・ビークルは異なるコンポジットに含めるべきである。

エバーグリーン・ファンド(GIPS プライベート・エクイティ基準文は適用されない)

クローズドエンド型かつ固定投資期間を持った典型的リミテッドパートナーシップ(上述)と対照的に、固定された投資期間を持たず、定まった出資約束金額の定めがない投資ビークルがある。それら

はしばしばオープンエンド型ファンドもしくはエバーグリーン・ファンドと呼ばれる。これらはリミテッドパートナーシップとは異なる構造を持つが、同じようにベンチャーキャピタル、パイアウト、ディストレスト・デット、および類似の投資対象に対して投資を行うことがあり、一般的にはプライベート・エクイティ・ファンドに分類されている。しかしながら GIPS 基準では、同じタイプの投資を行うものではあるが、これらをプライベート・エクイティの基準の適用対象から除外した。一般的に、この投資構造にはクローズドエンド型かつ投資期間が固定されたファンドと同じ取扱いはそぐわない。

何故プライベート・エクイティ基準が適用されないかを理解するためには、プライベート・エクイティ業界におけるパフォーマンス評価の慣行的な計測規準は開始来内部収益率（SI-IRR）であることを理解するべきである。固定された出資約束金額のない典型的なオープンエンド型のピークルにおいては、投資マネジャーはキャッシュフローのタイミングをコントロールできない。SI-IRR はそのようなキャッシュフローの系列について技術的に計算することはできるものの、このキャッシュフローの系列と決定プロセスのもとでは時間加重収益率がより適切である。このためエバーグリーン・ピークルは SI-IRR を使用する良い候補ではなく、むしろ時間加重収益率（TWRR）による計算を用いることが最も適切である。

その結果、プライベート・エクイティの基準はエバーグリーン構造を持つファンドを除外し、これらは GIPS 基準の第 I 章第 0—第 5 節の基準に準拠することを必須としている。エバーグリーンのファンド・オブ・ファンズという特殊なケースは例外的に GIPS プライベート・エクイティ基準が適用される。（以下の記述を参照）

キャプティブおよびセミ・キャプティブ・ファンド(ファンドがクローズドエンド型の場合には GIPS プライベート・エクイティ基準が適用される)

いくつかのプライベート・エクイティ・ピークルはキャプティブ・ピークルもしくはセミ・キャプティブ・ピークルとして組成される。キャプティブ・ファンドは唯一のオーナー(例えば、企業、大学、財団)の利益のためだけに投資を行うファンドを指す。その顕著な特徴はファンドが親組織の出資金だけを投資し、外部投資家は存在しないことである。テクノロジー企業のコーポレート・ベンチャー・グループはこの種類のピークルの一例であるが、保険会社や投資銀行の中にも類似のピークルを抱えるところがある。クローズドエンド型のキャプティブ・ファンドやセミ・キャプティブ・ファンドにはプライベート・エクイティの基準が適用される。

セミ・キャプティブ・ピークルは親組織の出資金の他に外部投資家の出資金も投資する。これらのファンドは外部投資家に対して資産額に応じた投資運用報酬および/または成功報酬を課すのが通例で、投資家の数が固定されているので多くの場合クローズドエンド型であるが、エバーグリーンのセミ・キャプティブ・ファンドも数多く存在する。キャプティブ・ファンドやセミ・キャプティブ・ファンドがクローズドエンド型であれば GIPS プライベート・エクイティ基準が適用される。もしそれらがエバーグリーンであるときには GIPS プライベート・エクイティ基準は適用されない。

オープンエンド・ファンド(GIPS プライベート・エクイティ基準は適用されない)

その他の投資ストラクチャーの一つがオープンエンド・ピークルであり、それは取引価格が公表されるミューチュアル・ファンドとよく似た仕組みである。ファンドは取引所に上場され日々価格が公

表される。その他に、上場されてはいないが月次で価格が付くオープンエンド・ビークルもある。投資マネジャーが投資家からのキャッシュフローのタイミングを決定できないこの種類のファンドでは IRR の計算は適切ではない。このタイプのファンドは GIPS プライベート・エクイティ基準ではなく第 I 章第 0—第 5 節の基準に従わなければならない。

エバーグリーン・ファンド・オブ・ファンズの特別なケース(GIPS プライベート・エクイティ基準の適用が可能)

プライベート・エクイティ基準は基本的にエバーグリーンのオープンエンド型ビークルを対象としていない。基準に明らかにされてはいないが、一つだけ適用上の例外がある。GIPS 基準 2010 年版のプライベート・エクイティ基準はファンド・オブ・ファンズについて組成年若しくは投資戦略に基づくコンポジットの定義を認めている。この柔軟な定義はエバーグリーン・ビークルの特徴を有するが、条件や構造は一般的なプライベート・エクイティ投資と似通っているファンド・オブ・ファンズに用いられている共通な構造の一つを許容する。この特別なビークルは以下の特徴を有している。

- 非上場かつ誰でもが投資できるわけではないオープンエンド型ファンドである。
- 有限の投資期間を持たず、本質的にエバーグリーンである。
- 通常のファンド・オブ・ファンズが行うように、リミテッドパートナーあるいは外部投資家としてプライベート・エクイティ・ファンドに投資する。ファンド・オブ・ファンズのマネジャーは投資先ファンドの選定に完全な一任権を有する。投資先のファンドは独立した第三者のマネジャーもしくはジェネラルパートナーにより運用される。ファンド・オブ・ファンズのマネジャーは第三者のマネジャーの投資意思決定に関与しない。また、投資先ファンドと共同投資を行うことがある。
- ファンド・オブ・ファンズは組成年よりは投資戦略を選定して投資することが一般的である。
- ファンド・オブ・ファンズのマネジャーは投資家に対して運用報酬を課す。
- ファンド・オブ・ファンズの外部キャッシュフローは投資先ファンドの第三者運用マネジャーが投資機会を利用するときあるいは分配を行うときに第三者運用マネジャーにより決定される。

この構造を持つビークルはファンド・オブ・ファンズに適用されるプライベート・エクイティ基準に準拠することができるが、それは必須ではない。エバーグリーンのファンド・オブ・ファンズが上にあげた条件を満たし、プライベート・エクイティ基準の適用を選択するときは、第 I 章第 7 節のプライベート・エクイティ基準のすべてに準拠しなければならない。そうする代わりに、これらのビークルは第 I 章第 0—第 5 節の基準を適用しても良い。

プライベート・エクイティ・コンポジットについて GIPS 基準非準拠の SI-IRR パフォーマンスを提示する期間の決定

プライベート・エクイティ基準はプライベート・エクイティ・コンポジットの準拠提示資料において各年度末時点における開始来内部収益率(SI-IRR)の提示を必須としている。準拠を表明するには、まず最初に最低 5 年間(会社あるいはコンポジットの存続期間が 5 年未満の場合には会社の開始もしくはコンポジット開始日以降)の GIPS 基準に準拠したパフォーマンスを提示しなければならない。その後、毎年パフォーマンスを追加提示しなければならない。更に、2006 年 1 月 1 日以降に終了する期間については GIPS 基準に準拠していないパフォーマンスを提示してはならない。しかし、2006 年 1 月 1 日以降に終了する期間について GIPS 基準に準拠したパフォーマンスを提示する限り、2006 年 1 月 1

日より前に終了する期間について GIPS 基準に準拠していないパフォーマンスを提示することができる。2006年1月1日より前に終了する期間について GIPS 基準に準拠していない SI-IRR が提示されるときは非準拠の期間を開示しなければならない。

SI-IRR を計算する期間は投資ビークルおよび/またはコンポジットの開始日から報告期間の末日までである。“開始来”の意味は計算方法の選択に拘わらず一定であることに留意して欲しい。例えば、“開始来時間加重収益率”の計算は可能である。また、GIPS 基準において必須とも勧奨ともされていないが、投資期間内の任意の2つの時点で区切られる、必ずしも開始来ではない期間について IRR を計算することができる。

“開始来”IRR の計算では、期初の日は常に一定である。SI-IRR を計算する期間は期末の日が後になるに従って長くなるが、期初の日は動かない。一般的に提示される TWRR では SI-IRR のように期初の日が一定ということではなく、TWRR はお互いに独立ないくつかの部分期間のリターンがリンクされた結果である。一方、SI-IRR には開始日から計算期間末日までの単一の計算期間しかなく、独立した部分期間のリターンをリンクすることはしない。

従って、計算期間の末日を用いて非準拠期間を決定することが必要となる。例えば、会社が2006年1月1日から GIPS 基準への準拠表明を開始し、プライベート・エクイティ・コンポジットの記録は2003年1月1日から開始したとすると、SI-IRR は2003年1月1日(開始日)から各年度の末日までの期間について提示しなければならず、それは2006年12月31日に至る期間が最初となる。もし2006年1月1日より前に終了した期間の SI-IRR を提示する場合には、それは非準拠であると開示されなければならない。

発効日

本ガイダンス・ステートメントの発効日は2012年10月1日である。過去のパフォーマンスを準拠させる場合には、会社は本ガイダンス・ステートメントに準拠するか、もしくは当時有効であった本ガイダンス・ステートメントの旧版に準拠してもよい。本ガイダンス・ステートメントの旧版は GIPS 基準ウェブサイト(www.gipsstandards.org)で入手可能である。

プライベート・エクイティ — 必須基準

入力データ — 必須基準

7.A.1 2011年1月1日以降を期末とする期間については、プライベート・エクイティ投資は、第II章における公正価値の定義およびGIPS評価原則に従って評価しなければならない。

ディスカッション

パフォーマンス報告は基礎となる評価が確かな評価原則に基づいていなければその価値は小さなものでしかない。プライベート・エクイティに特化した必須事項や勧奨事項も含めて、GIPS 評価基準は投資の評価のための幅広い基礎を築いている。一貫性のあるパフォーマンス計算のために比較可能な評価を行うことを目的として、プライベート・エクイティ投資は第II章の公正価値の定義と GIPS 評

価値原則に従って評価しなければならない。2011年1月1日より前に終了する期間については、プライベート・エクイティ投資は GIPS 基準 2005 年版の付属資料 D GIPS プライベート・エクイティ評価原則、あるいは GIPS 基準 2010 年版の第 II 章 GIPS 評価原則のいずれかに従って評価しなければならない。

これらの大原則はより詳細な評価ガイドラインにより補足される。その例としては国際ナショナル・プライベート・エクイティ・ベンチャーキャピタル・評価ガイドライン(International Private Equity Venture Capital Valuation (IPEV) Guidelines)に示されたプライベート・エクイティ投資の標準的評価手法がある。

ファンドの報告と評価について

公正価値の概念は“時価”と同じと誤解される場合がある。しかし、互いに関連性はあるものの、二つは同一ではない。いつの時点においてもプライベート・エクイティ・ポートフォリオの評価は業界に特有の遅延効果から時価とは異なっていることがある。プライベート・エクイティ・ファンドは会社の評価手法をポートフォリオ内の投資に適用し、ポートフォリオ全体の評価額を積み上げ、その情報を投資家に報告しなければならないために、プライベート・エクイティの報告では、一般的に評価の報告には遅延効果が認められる。このプロセスに固有の報告の遅延は三カ月あるいはそれ以上の期間に及ぶこともある。従って、3月31日の評価はロールフォワード評価と呼ばれているものになる(つまり前年12月31日時点の評価に1月1日から3月31日の間に発生したキャッシュフローを調整して得られる評価である)かもしれない。これには、プライベート・エクイティ資産の評価は真に“市場で評価”できる市場性のある有価証券と同じタイミングで行えないことの影響が加わっている。

ロールフォワードによる評価が行われるとき、会社は、推定値がどれだけ評価時点の公正価値を表しているか(そして GIPS 基準への準拠の目的で使用できるか)、もしくは確定値が使用されるべきか、ならびに推定値や確定値がコンポジットごとの評価の方針および手続にいかにか整合するかを判断しなければならない。二つのシナリオが考えられるがこれだけとは限らない:

1. 会社は評価の確定値を入手してから、その情報を使用して準拠提示資料を作成し、配布する。そのため見込顧客が準拠提示資料を入手できるまでには相当のタイムラグが生じる。
2. 会社は推定値を用いて公正価値を決定してタイムリーに準拠提示資料を作成する。第三者の提供する推定値が用いられる場合には、会社は推定値の決定プロセスを理解し、そのプロセスに信頼を置くことの可否を判断すべきである。確定値が決定されたら会社は推定値と確定値との差異とコンポジット資産額、運用総資産額、およびパフォーマンスに与えた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生じたときは、会社はそのコンポジットの準拠提示資料を将来にむけて訂正されなければならないかどうか、および訂正に係る開示を追加する必要があるかどうかを判断しなければならない。更に会社はコンポジットごとの方針および手続に従い準拠提示資料の訂正を過去に遡り実施する必要があるかについても検討しなければならない。もし過去に遡って訂正がなされる場合には、会社はエラーや訂正に関するガイダンス・ステートメントと会社のエラー訂正に関する方針を考慮しなければならない。

公正な表示と完全な開示という GIPS 基準の根本原理を忘れないことが肝要である。推定値が公正価値の決定に利用される場合は、見込顧客のパフォーマンス記録の理解に資するに十分な情報を提供

するために、その事実を準拠提示資料において開示することを検討すべきである。GIPS 基準は虚偽のあるいは誤解を生じるようなパフォーマンスおよびそれに関連した情報の提供を禁じている。

ポートフォリオ企業に関する報告について

プライベート・エクイティの評価に用いられる手法は主観的なものであるため、同じ企業に投資する二つのファンドの当該企業の評価は最初の投資あるいは追加投資の時点においては一致しているかもしれないが、時価が存在せず、ファンドの運用会社はそれぞれ固有の評価手法を用いてポートフォリオ企業を評価することから、それ以外の時点での評価は互いに異なる可能性があり、またその可能性は高い。

7.A.2 プライベート・エクイティ投資は、少なくとも年次ベースで評価しなければならない。

ディスカッション

GIPS 基準第 I 章第 0—第 5 節においてポートフォリオは 2001 年 1 月 1 日以降は月次で、2010 年 1 月 1 日以降は大きなキャッシュフロー発生の日ごとに評価されなければならないとされている。時間加重収益率を用いた計算ではターミナルバリューとなる主要なキャッシュフロー発生時および期末における評価が必要となる。真の時間加重収益率の計算では評価時点と次の評価時点の間の期間リターンがすべて幾何リンクされて期間全体のリターンとなる。

GIPS 基準はプライベート・エクイティのポートフォリオについて TWRR ではなく SI-IRR の計算を必須としている。SI-IRR の計算においては、評価は対象期間の末日にだけ行われれば良い。プライベート・エクイティ投資は流動性のある有価証券ではないため、その評価はより少ない頻度で行われるのが通常である。評価は月次あるいは日次で行われるよりは四半期ごとに報告されることの方が多
い。GIPS 基準は第 II 章の公正価値と GIPS 評価原則に基づいて少なくとも年次でプライベート・エクイティ投資の評価が実施されることを要求している。四半期ごとの評価は勧奨基準となっている。さらに、2006 年 1 月 1 日以降の期間については年度の末日あるいは最終営業日の時点で評価しなければならない。

実務上の対応としては、プライベート・エクイティのポートフォリオは一般的に四半期ごとに評価されるが、少なくとも 12 か月に一度は評価しなければならない。多くのプライベート・エクイティ運用会社は年次でファンド監査を実施しており、そこでの年度末評価は GIPS 基準準拠のために利用されることが殆どである。より頻度の高い評価は一般的に顧客向け報告において要求され、優れたビジネス慣行と考えられているので、GIPS 基準はプライベート・エクイティの四半期ごとの評価を勧奨している。

計算方法—必須基準

7.A.3 会社は、年率化した開始来内部収益率 (SINCE-INCEPTION INTERNAL RATE OF RETURN, SI-IRR) を計算しなくてはならない。

ディスカッション

投資マネジャーは自らの統制が及ばない投資意思決定について報いられる、あるいはペナルティを受けるべきではない。オープンエンド・ファンドでは、ファンドに流出入するキャッシュフローのタイミングは投資マネジャーの裁量外であるのが当たり前である。従って、キャッシュフローのタイミングの効果を調整する時間加重収益率の利用がオープンエンド・ファンドには求められている。

他方、独立した固定投資期間のプライベート・エクイティ・ファンドでは、資金の調達、キャピタル・コールの実施、および利益の分配に係る決定はすべてプライベート・エクイティ・マネジャーの専管事項である。キャッシュフローのタイミングは投資意思決定プロセスの一部をなしている。プライベート・エクイティ運用会社のパフォーマンスはこれらタイミングの意思決定の結果を反映しなければならず、従って IRR が必須とされる。

一般に、IRR はインフローの現在価値とアウトフローの現在価値とを一致させる内在的割引率あるいは実効複利収益率である。SI-IRR はその特殊形であり、投資を開始して以来の全期間を対象とする。

IRR はキャッシュフロー現在価値の合計がゼロとなるリターンであり、以下のように計算される。

$$0 = \sum_{i=1}^I CF_i (1 + r_{IRR})^{-\left(\frac{t_i}{365}\right)}$$

ここで、

CF_i = i 番目のキャッシュフロー(-は流入(出資払込金)、+は流出(分配金))

i = 評価期間中のキャッシュフローの番号(1,2,⋯I)

r_{IRR} = 年率化内部収益率

t_i = 評価期間の初日からキャッシュフロー i の発生日までの日数

開始来内部収益率(SI-IRR)は IRR の特別な形で、計算期間末日の投資評価額を最終のキャッシュアウトフローとして加味して以下のように計算される。

$$0 = \left[\sum_{i=1}^I CF_i (1 + r_{SI-IRR})^{-\left(\frac{t_i}{365}\right)} \right] + \left[V_E (1 + r_{SI-IRR})^{-\left(\frac{TD}{365}\right)} \right]$$

ここで、

CF_i = i 番目のキャッシュフロー(-は流入(出資払込金)、+は流出(分配金))

i = 評価期間中のキャッシュフローの番号(1,2,⋯I)

r_{SI-IRR} = 年率化開始来内部収益率

t_i = 評価期間の初日からキャッシュフロー*i*の発生日までの日数

TD = 評価期間全体の日数

V_E = 計算期間末日時点の投資の評価額。クローズドエンドファンドでは

計算期間末日時点の純資産額となるのが一般的。

注：上記の年率化の計算式では1年=365日を想定しており、計算期間に閏年が含まれていると若干精度が落ちるであろう。

会社は年率化された開始来内部収益率を計算し提示しなければならない。もし期間が一年に満たない場合率化されていないSI-IRRを提示しなければならない。その計算は以下のとおりである。

$$R_{SI-IRR} = \left[(1 + r_{SI-IRR})^{\frac{TD}{365}} \right] - 1$$

ここで、

R_{SI-IRR} = 非年率化開始来内部収益率

r_{SI-IRR} = 年率化開始来内部収益率

TD = 評価期間全体の日数

注：上記の年率化の計算式では1年=365日を想定しており、計算期間に閏年が含まれていると若干精度が落ちるであろう。

7.A.4 2011年1月1日以降を期末とする期間については、SI-IRRは、日次キャッシュフローを使用して計算しなければならない。株式の分配は、キャッシュフローとして含めなければならない。かつ分配時点の評価を用いなければならない。

ディスカッション

日次キャッシュフローを用いて計算されるSI-IRRは他の方法による場合に比べて正確さにおいて優る。GIPS基準はプライベート・エクイティ投資について2011年1月1日以降の期間は日次キャッシュフローを必須とし、2011年1月1日以前の期間については日次キャッシュフローの使用を勧奨している。2011年1月1日以前の期間のSI-IRRは日次キャッシュフローあるいは月次キャッシュフローを使用して計算しなければならない。

キャッシュフローが流入してくる(出資払込金)日は会社が投資家から出資された資金を利用できるようになる日を反映しているが、それは投資先企業(プライマリーファンドの場合)あるいは投資先ファンド(ファンド・オブ・ファンズの場合)に出資金を投資する日と必ずしも同一ではない。実際上は、キャピタルコールを掛けた日と投資家が実際に出資金を振り込む日には1日かそれ以上の時間差があるので、キャッシュフローが流入してくる日はキャピタルコールを掛けた日とすべきである。同様に、分配金を投資家に通知する日と実際に投資家が分配金を受け取る日との間には間隔があり得るため、分配日とは投資家に分配金を支払う日とされ、それは会社が投資先から売却代金を受け取る日と必ずしも同一ではない。

日次キャッシュフローが意味するところと、異なる頻度で計測されたキャッシュフローに基づいた過去の記録と日次ベースのキャッシュフローをどのように共存させるかについては混乱がある。日次キャッシュフローの使用とは、キャッシュフローに対してそれが実際に発生した日、例えばキャピタルコールあるいは分配金支払日に対応させることを意味している。業務管理上の負担から過去にはキャッシュフローがより低い頻度で取り扱われていた。1980年代にはキャッシュフローを四半期単位で集計するファンドが存在し、中には年単位で集計している場合もあった。(同じことは一部の新興市場で今日も起こっている。)キャッシュフローが四半期(ある場合には年)ベースで報告されるのが通常であったために、仮に実施可能だったとしても、より高い頻度でキャッシュフローを把握してリターンを計算する理由は乏しかった。

業務管理上の負担とは別に実務面での理由もあった。近代的な金融向け計算機が出現する以前にはSI-IRRを計算するのは実に困難であった。ディーツ法や修正ディーツ法など、時間加重収益率と内部収益率の両方の計算に利用される近似の手法と計算式があった。いくつかの方法は日次キャッシュフローを近似しようと試みた。しかし、それらはキャッシュフローが実際に発生した日を用いる日次キャッシュフローの流列ほど正確なものではなかった。

表計算ソフトが導入されたが、日次キャッシュフローを用いるスプレッドシートには期初から期末までの間のキャッシュフローを、それが無い日についても、日々入力しなければならぬのが一般的で、結果は巨大な扱いづらいスプレッドシートとならざるを得なかった。

ソフトウェア側がこの問題に取り組み、いくつかのスプレッドシートやパフォーマンス・システムは実際にキャッシュフローが発生したときにだけ入力すれば良いようになった。しかし、依然として月次キャッシュフローが多く用いられていた。古いパフォーマンス評価システムがそのまま使えるようにキャッシュフローを月次で集約してしまうものもあった。日次キャッシュフロー使用の慣行はいまや標準化されており、入手可能なシステムで対応することは難しくない。

主要な問題は2011年1月1日以前の期間に月次で記録されていたキャッシュフローにどう対応するかである。日々のキャッシュフローの流列を過去に遡って再構築するのが最も正確であることは確かだが、再構築のための業務面の負担とコストはそれによって得られる便益を考慮すると甘受できるものではない。そのようなキャッシュフローの流列を過去に遡って作成する場合、月中のすべてのキャッシュフローは実際の発生日ではなく、ある特定の日に発生したと仮定しなければならない。一つの流列の中で月次キャッシュフローが日次キャッシュフローと一緒に用いられるとき、IRR計算式はキャッシュフローの流列全体に対して日単位の付利期間を用いなければならない。従って、2011年1月1日以前の期間について月末にキャッシュフローを記録し、2011年1月1日以降の期間について日次キャッシュフローを使用する会社は、GIPS基準に準拠するためには、すべてのキャッシュフローを日単位で付利しなければならない。こうして計算されるSI-IRRは日次キャッシュフローを再構築する場合よりは正確さで劣るが、日次キャッシュフロー再構築の困難さに鑑み、月次キャッシュフローを日次キャッシュフローの一部として扱うことは合理的な対応である。

7.A.5 リターンはすべて、当該期間にかかる実際の取引費用を控除して計算しなければならない。

ディスカッション

フィーおよび費用はリターン計算における適切な取扱いを決定するために評価されなければならない。フィー控除前リターンおよびフィー控除後リターンの計算においては実際の取引費用 (Transaction Expenses) を控除することが必須とされている。取引費用 (Transaction Expenses) はポートフォリオにおける投資対象の取得、売却、リストラクチャリング、および/または再資本化に伴って発生する実際の弁護士費用、金融費用、アドバイザー・フィー、および投資銀行業務費用のすべてを含み、さらに投資対象の売買に要する実際の費用 (Trading Expenses) がある場合はそれも含む。

7.A.6 フィー控除後リターンは、実際の運用報酬(成功報酬を含む)控除後で計算しなければならない。

ディスカッション

プライマリーファンドおよびファンド・オブ・ファンズのプライベート・エクイティ投資運用報酬は通常二つの要素から構成されている:資産額ベースで定期的に支払われる運用報酬(払込出資金あるいは出資約束金に対して課される)、および/または一般的にリミテッドパートナーシップ契約書での合意に基づいて計算され支払われる成功報酬(Carried Interest)と呼ばれるパフォーマンス・ベースの報酬。これらを総称して投資運用報酬と呼ばれる。フィー控除後リターンの計算においては実際に支払われたこれらの投資運用報酬を控除しなければならない。成功報酬は資産額ベースの運用報酬より大きなインパクトを有することがしばしばである。

フィー控除後リターンの計算では、期末価値からは発生済み未払いの投資運用報酬(成功報酬を含む)が控除されるべきである。この意図はパフォーマンス計算基準日においてポートフォリオが清算され、評価損益が実現され、ファンドの資産が分配されると仮定したときにリミテッドパートナーが受け取るであろう金額の推定値を提供することにある。

フィー控除前リターンおよびフィー控除後リターンの計算においてはプライマリーファンドあるいはファンド・オブ・ファンズのレベルで発生する管理費用などの他の費用を控除しても良いが、必ずしもそうする必要はない。ファンド・オブ・ファンズを運用する投資運用会社はすべての投資先ファンドの投資運用報酬およびその他費用を控除したリターンを計算しなければならない。フィー控除後リターンを計算するにはファンド・オブ・ファンズの投資運用報酬も控除しなければならない。さらに、ファンド・オブ・ファンズのフィー控除後リターンからその他費用を控除して“ネットーネット”と一般的に呼ばれているリターンを提示しても良い。この階層のフィーを控除することにより最終投資家が真に受け取るリターンが示される。

投資運用報酬は投資ビークルから支払われることもそれ以外から支払われることもあるのが実態であり、このことはリターンに影響を与える。会社は報酬がどのように支払われているかについて開示すべきである。

7.A.7 ファンド・オブ・ファンズについては、リターンはすべて、成功報酬を含む、投資先のパー

トナーシップおよび/またはファンドのフィーおよび費用のすべてを控除して計算しなければならない。

ディスカッション

ファンド・オブ・ファンズでは、すべてのリターンは期間中に発生した取引費用の実額を控除して計算されなければならない。さらに、投資先ファンドへの投資に関連する費用のすべては、それが投資先ファンドの評価に反映されていようといまいと、フィー控除前およびフィー控除後 SI-IRR の計算において控除されていなければならない。この要求は投資先ファンドの成功報酬および投資運用報酬にも適用されることに留意されたい。これら費用にはリミテッドパートナーに対して出資約束金とは別に請求される運用報酬、あるいはファンド・オブ・ファンズが直接請求される費用(例えばポートフォリオ企業への訴訟)のリミテッドパートナーからの回収も含まれる。ファンド・オブ・ファンズのレベルのフィーは共同コストであり、それを個別のポートフォリオ投資に振り分けることには恣意性が介入するため、一般的にその実施は不可能である。

投資家にとっての“ネットーネット”リターンを計算するのに用いられるファンド・オブ・ファンズの費用は、投資運用報酬と取引費用の他に以下のものがあるが、これらに限らない：法務、監査、コンサルティング、会計、カストディに係る報酬や費用；完結しなかった取引に関連して支払われる現金；アドバイザー・ボードや年次総会の費用；ファンド・オブ・ファンズが自らを守るために締結した保険契約の保険料；ファンド・オブ・ファンズに課される税金、手数料、その他の政府の課金；一定の額までの運営費用；市場性のある有価証券の分配に関連して要した費用；広告および公示の費用；パートナーシップ解散・清算の費用。

コンポジットの構築—必須基準

GIPS 基準はコンポジットの概念を軸に構成されている。コンポジットは似通った投資マニデート、投資目的、あるいは投資戦略に従って運用される一つあるいはそれ以上のポートフォリオの集合体である。加えてプライマリーファンドは組成年によってもグループ化されなければならないが、組成年の異なるファンドは異なるコンポジットに組み入れられる。

GIPS 基準第 I 章第 3 節およびコンポジットの定義に関するガイダンス・ステートメントに示されている必須事項ならびに勸奨事項を忘れてはならない。最も大切なのは、会社は報酬を課す投資一任ポートフォリオを、ファンドおよびパートナーシップも含めてそれらのすべてを、特定の投資マニデート、投資目的、あるいは投資戦略に従って設営されるコンポジットの少なくとも一つに組み入れなければならないことである。意味のあるコンポジットを構築することはパフォーマンス結果が時系列的に公正に表示され、一貫性を保ち、比較可能であるために不可欠である。GIPS 基準では選ばれたいくつかのコンポジットやファンドだけではなく会社全体のレベルで準拠が要求されていることを理解しなければならない。

単一ポートフォリオのコンポジットより成り立つファンドやパートナーシップにはコンポジットに関する基準とガイダンスのすべてが適用されることを認識すべきである。例えば、GIPS 基準はコンポジットの年率化された SI-IRR(開始来内部収益率)の提示を必須としているが、一般的にコンポジットは単一のファンドあるいはパートナーシップだけを含んでいるので、これは基準がファンドやパートナーシップに年率化された SI-IRR を要求しているのと同じである。

プライベート・エクイティのコンポジットを定義するには以下の階層は有用なものとなる：

組成年

投資戦略(例えば、ベンチャー、バイアウト、ジェネラリスト、メザニン、ファンド・オブ・ファンズ、その他のプライベート・エクイティ)

サブ投資戦略(例えば、ファンド・サイズ、ステージ、地域)

7.A.8 コンポジットの定義は、コンポジットの存続期間を通じて一貫していなければならない。

ディスカッション

GIPS 基準はコンポジットの存続期間中に組成年、投資マニフェスト、投資目的あるいは投資戦略が一貫して変わらないことを要求している。従って、ジェネラリスト・プライベート・エクイティ・コンポジットに分類されたファンドが、戦略が進化するに従ってより多くのベンチャー・ディールに投資するようになって行ったとしてもベンチャー指向コンポジットに移ることはできない。コンポジットに与えられた組成年はそのファンドの存続期間中一定でなければならず、変更してパフォーマンスをよりよく見せることをしてはならない。ファンドを組成年により分類する方法には二通りがある：投資ビークルの投資家からの最初のドローダウンあるいはキャピタルコールの起こる年、もしくは外部投資家からの出資金の当初の約束が締め切られ法的拘束力を持つこととなる年。殆どの場合、コンポジットは一つのファンド/パートナーシップだけを含む。もし組成年を同じくするファンド/パートナーシップ(サイド・バイ・サイド・ビークルを含む)が複数ある場合には、それらは一つのコンポジットに組み入れなければならない。サイド・バイ・サイド投資ビークルおよびポートフォリオ企業への共同投資は、それらのビークルや投資がももとのプライマリーファンドの属するコンポジットの定義を満たす場合には、そのコンポジットに組み入れなければならない。

7.A.9 プライマリー・ファンドは、組成年および投資マニフェスト、投資目的、または投資戦略により定義された少なくとも1つのコンポジットに組み入れなければならない。

ディスカッション

序論では3つの最も広く利用されているファンドの構造を概観した：プライマリーファンド、セカンダリーファンド、そしてファンド・オブ・ファンズ。復習すると、プライマリーファンドはポートフォリオ企業やその他のプライベート・エクイティ投資に直接投資する。ファンド・オブ・ファンズはポートフォリオ企業に直接投資するのではなくプライマリーファンド・ビークルに投資する。セカンダリーファンドはパートナーシップの持分を他の投資家から取得し、プライマリーファンドあるいはファンド・オブ・ファンズとして組成される。これらのファンドが投資期間と出資約束金が固定されたビークルか、エバグリーン・ファンド・オブ・ファンズである場合に限りプライベート・エクイティ基準が適用される。コンポジットの構築は投資ビークルの構造に影響されることからコンポジット構築に関するどの基準が適用されるかを明確にすることが肝要である。プライマリーファンド

のコンポジットは組成年と、投資マニデート、投資目的あるいは投資戦略の組合せによって定義される。セカンダリーファンドのコンポジットはそれがプライマリーファンドの構造を持つ(7.A.9を適用)か、あるいはファンド・オブ・ファンズとして組成される(7.A.9は不適用)かによって定まる。

7.A.10 ファンド・オブ・ファンズは、ファンド・オブ・ファンズの組成年および/または投資マニデート、投資目的、または投資戦略により定義された少なくとも1つのコンポジットに組み入れなければならない。

ディスカッション

ファンド・オブ・ファンズはプライベート・エクイティ・ファンドにリミテッドパートナーとして投資するビークルである。一般的に投資先ファンドは必ずしも同じ組成年を持たず、また投資マニデート、投資目的、または投資戦略を共有するものでもない。従って、あるファンド・オブ・ファンズは1998年組成ベンチャーファンド、2003年組成パイアウト・ファンド、2004年組成パイアウト・ファンド、2006年組成ディストレスト・ファンドに投資しているかもしれない。さらに、ファンド・オブ・ファンズの運用会社は、この例と同じ投資スタイルを用い、しかし組成年と投資戦略の異なる個別運用口座を持っているかもしれない。

ファンド・オブ・ファンズのコンポジットを組成年と投資マニデート、投資目的または投資戦略の両方に基いて構築することは現実的な要求でなかったし、見込顧客がファンド・オブ・ファンズの投資に関して求める情報とも合致していなかった。従って、ファンド・オブ・ファンズのコンポジットは組成年あるいは投資マニデート、投資目的または投資戦略のいずれかに基いて構築することができ、その両方を勘案することも可能とされている。いずれの場合でも、投資一任で運用されるファンド・オブ・ファンズはすべて、前述のコンポジットの少なくとも1つに組み入れられなければならない。GIPS基準の付属資料A:準拠提示資料例にファンド・オブ・ファンズ運用会社がコンポジットパフォーマンスを提示する例が示されている。

ファンド・オブ・ファンズについて“組成年”という用語を用いるときには注意が必要である。ファンド・オブ・ファンズにおいて組成年はファンド自体の組成年を表すこともあれば、投資先ファンドの組成年を意味する場合もある。さらに、会社は個別運用口座を持っていることがあり、それらについては投資家がファンド・オブ・ファンズと投資契約を結んだ年が“契約年”と呼ばれている。これもまたしばしば“組成年”と称される。

ファンド・オブ・ファンズのコンポジットの定義に“組成年”が使われるとき、それはファンド・オブ・ファンズ・ビークルそれ自体の組成年を指している。投資先ファンドの組成年を意味してはいない。しかし、7.A.22では投資戦略だけにより定義されたファンド・オブ・ファンズのコンポジットについて投資先ファンドのパフォーマンスをそれらの組成年ごとに集計して提示することを要求している。投資先ファンドの組成年が考慮されるのはこの状況においてだけである。

ディスクロージャー—必須基準

7.A.11 会社は、コンポジットの組成年および組成年がどのように定義されているかについて開示しなければならない。

ディスカッション

組成年の開示は見込顧客がファンドの投資が開始された時期あるいは最初のコミットメントが締め切られた時期を理解する助けとなり、透明性と比較可能性の向上に寄与する。

組成年の概念はあるスタート日を設定することで、その同じ年にスタートしたファンドを等しい条件で正当に比較することが可能となる。スタート日の決定方法は一通りではないが、GIPS 基準への準拠では関連するスタート日はファンドの組成年となる。実際、プライベート・エクイティ業界では組成年は二通りに決定されている - 最初の締切日、および最初のキャピタルコールの日。最初の締切日は会社が投資家と契約を交わし、投資家に出資を要求する権利を獲得する日である。最初のキャピタルコールの日は実際に投資家の出資金を受け取った日となる。GIPS 基準では最初の締切日、あるいは最初のキャピタルコールの日のいずれかによって組成年を定めることが必要とされる。

歴史的には組成年はファンドの最初の締切日によって決定されていた。この日は最初のキャピタルコールの日と同じであるのが一般的であった。業界が発展していくに従って、最初の締切日は最初のキャピタルコールの日と一致せず、ファンドが最初の出資の約束を締切っても投資の対象がないためにキャピタルコールが発生しない“ドライ・クローズ”となる場合が増えてきた。従って、投資に関しても、運用報酬に関しても、最初の締切日に代えて最初のキャピタルコールの日を以て組成年を定義する方法が生まれてきた。

これら二つは両方とも組成年を定義する正当な方法である。GIPS 基準はコンポジットの組成年および組成年がどのように定義されているかを開示するよう求めている。一旦定められた組成年はコンポジットが存続するかぎり変更してはならない。

SI-IRR の計算では最初のキャッシュフローが結果に影響を与える点に留意することが重要である。組成年の定義は SI-IRR の計算には影響しないが、選定されるベンチマークには関係がある。パフォーマンス比較のためのベンチマークはコンポジットと同一の組成年を持つものを選定しなければならない。

開示サンプル:

「ベンチャーキャピタル・コンポジットの組成年は2001年であり、最初の資金のドローダウンがあった年と定義された。」

7.A.12 会社は、清算したコンポジットの最終精算日を開示しなければならない。

ディスカッション

殆どのプライベート・エクイティ・ファンドは10年の寿命をもつものが一般的であるが、数次にわたる期限延長も頻繁に実施され、17年、18年の間存続するファンドもあり得る。最終清算日における投資の残余価値は僅少なものかもしれないが、ファンドの寿命が長くなるに応じて他の要素に変

化がなくとも SI-IRR は低下する。ある時点でファンドは残余の投資を処分するかあるいは償却することで最終的な清算を終える。期限延長がパフォーマンス計算に与えた影響を評価するために最終精算日を知ることは重要である。

7.A.13 会社は、直近期間について、プライベート・エクイティ投資の評価のために使用された評価方法を開示しなければならない。

ディスカッション

プライベート・エクイティ投資の評価に必要な判断の主観的な性格から、最も近時において採用された評価方法の開示が重要となる。2011年1月1日以降、ポートフォリオは公正価値の定義と GIPS 評価原則に従って評価しなければならない。主要な仮定とくだされた主観的な判断はすべて開示されるべきである。

開示サンプル：

「U.S. GAAP に基づく会計処理が行われている。パートナーシップのファンドの投資はジェネラルパートナーがその裁量で決定する公正価値で評価される。パートナーシップのファンドへの投資については、そのファンドのジェネラルマネージャーあるいは運用マネージャーの評価額がそのまま評価に使用される。投資先ファンドのジェネラルマネージャーあるいは運用マネージャーの提供する評価額はパートナーシップの出資金残高を反映し、未実現損益を含み、当該ファンドの会計年度末時点の監査済み財務報告書に記載された評価額を反映している。使用された評価は[評価日]現在あるいは直近で入手可能なファンドマネージャーの評価に基づいている。これら投資先ファンドから入手した評価額を検討するに当たってジェネラルマネージャーは投資アドバイザーからアドバイスを受けているが、アドバイザーは出資金残高をレビューして個々のファンドへの投資の評価額に変更を加えることがある。ジェネラルパートナーはマーケットアプローチを用いてプライベート・エクイティ投資の公正価値を推定する。マーケットアプローチは価格および市場での取引からもたらされる他の関連情報を利用するもので、他の情報としては証券タイプ、ポジションのサイズ、流動性の状況、売却の制限、直近ファイナンス時のデータ、現状の財務ポジションや営業状況などが含まれる。パートナーシップの投資先のファンドから公正価値が提供されないときには、投資アドバイザーは投資先ファンドのジェネラルパートナーあるいはファンドの運用マネージャーから得られる情報、または他の情報源からの情報に基づいてその公正価値を決定する。とは言え、採用された評価ベースと究極の投資先企業の経営データの品質には大きなバラツキがあることから、こうした投資の評価額の決定には本質的な困難が存在する。このような投資を売却して得られる金額はコンポジットの提示資料に含まれるリターンやその他のファンド情報の計算に使用された評価額とは異なっていることがあり、その差異が大きいこともある。」

7.A.14 2011年1月1日以降を期末とする期間について、会社は、評価方針および/または評価方法の重要な変更を開示しなければならない。

ディスカッション

評価がパフォーマンスを決定する重要なインプットであり、プライベート・エクイティ投資の評価には主観的推定値が使用されることに平仄を合せて、2011年1月1日以降を期末とする期間について、パフォーマンス計算結果に影響を与え、もしくは過去のパフォーマンス結果との比較を困難とするような変更が評価の方針や手法に対して行われた場合には、会社はそのすべてを開示しなければならない。これには、評価業務の実践にインパクトを与えるような国際的ガイドラインの変更、あるいは従来と異なる会計原則、評価原則あるいは業界ガイドラインの採用が含まれる。重大な変更としては以下の例があるが、これに限られるわけではない：

- 自国の会計基準設定会議が新しい評価原則を適用する
- 自国基準に代えて新しい国際基準を適用する
- 投資の評価に用いる経済的基準を変更する、および/または
- 割引キャッシュフロー法の使用から比較法の使用への変更

開示サンプル：

「[変更日]以降、我々の評価方針は割引キャッシュフロー法から市場比較法に変更された。その理由は、我々の手掛けているセクターにここ数年来起こっている変化を受けて市場比較による方法が投資の評価をより良く表していることである。新しい手法は公正価値の定義と GIPS 評価原則、ならびに IPEV 基準の原則、方針および勧奨手法に合致している。」

7.A.15 会社は、GIPS評価原則に加えて業界の評価ガイドラインに従っている場合には、どのガイドラインを適用したかを開示しなければならない。

ディスカッション

1990年代初頭から地域や国を対象とした、そして国際的な評価原則が作られたが、そのいくつかにはプライベート・エクイティの評価が取り込まれていた。殆どすべての国の主要な業界団体は独自の評価ガイドラインを作り上げた。その評価基準の多くは世界に幅広く認知されている International Private Equity and Venture Capital (IPEV) Valuation Guidelines に組み込まれることとなった。米国の業界の基準編纂の意欲は FAS157/ASC Topic820 に結実した。他の国内基準あるいは国際基準の方がより厳格な要求基準を持っていることがあるために、GIPS 評価原則以外にそれらの基準が補完的に使用されることは決して珍しいことではない。

GIPS 評価原則に加えてどの国の評価ガイドラインが利用されているかを開示することは、異なる会社が作成した、および/または異なる国・地域で作成された準拠提示資料の比較可能性をその読み手が測るために有用である。

開示サンプル：

「グローバル・ディバーシファイド・ディストレスト・コンポジットは GIPS 評価原則と XYZ ベンチャーキャピタル協会の評価ガイドラインに準拠している。XYZ 評価基準は公正価値をベースとしているが、セカンダリー投資やディストレスト債券を含む特殊な投資に対する評価に関してより規範的なアドバイスを提供している。」

7.A.16 会社は、使用したベンチマーク計算方法を開示しなければならない。会社は、コンポジットのパブリック・マーケット・エクイバレントをベンチマークとして提示する場合は、パブリック・マーケット・エクイバレント計算のために使用したインデックスを開示しなければならない。

ディスカッション

コンポジットパフォーマンスを適切に比較できるベンチマークが選定されなければならない。しかし公開株式とは異なりプライベート・エクイティ業界のベンチマークは対象が限られているか特定の商業ベンダーによってしか提供されていない。公開市場インデックスの利用は可能であるが、それ自体は時間加重収益率として計算されているので SI-IRR と直接に比較することはできない。パブリック・マーケット・エクイバレント (PME) は公開市場インデックスを利用してコンポジットと同一のキャッシュフローから SI-IRR を計算する手法であり、プライベート・エクイティ・コンポジットの SI-IRR と比較が可能となる。

GIPS 基準はベンチマークの計算方法を開示することを要求している。これによりコンポジットとベンチマークのパフォーマンスの比較に透明性が与えられる。開示は計算方法自体を含む事柄についてである (例えばベンチマークはネット IRR か、特定のベースで複利計算されているか、ベンチマークの組成年が決定された方法、比較に用いられる指標あるいは統計量など)。例えばベンチマークの指標としては平均値、メディアン、第一四分位、その他のパーセンタイルがある。ベンチマークの概略にはベンチマークの名称または情報源、および利用される指標が含まれていることが期待されている。PME が利用されているときはその作成に使用された公開市場インデックスを開示しなければならない。

開示サンプル:

「ベンチマークは ACME アドバイザリーが発行する、2008 組成年の米国ベンチャー・キャピタル・ファンドの SI-IRR の集合体 (組成年は最初のキャピタル・コールの年として決定) である。」

7.A.17 会社は、2011年1月1日より以前の期間について日次キャッシュフローを使用していない場合は、SI-IRRの計算で使用したキャッシュフローの頻度を開示しなければならない。

ディスカッション

SI-IRR の計算はキャッシュフローのタイミングに敏感である。ある状況、殊にファンド開始から間もない状況の下では、四半期毎にキャッシュフローを建てる方法(2006年1月1日以前の期間についてだけ認められる)では SI-IRR における複利計算効果の影響から月次あるいは日次にキャッシュフローを建てる場合と計算結果に大きな差異が生じることがあり得る。従って 2011年1月1日より以前の期間について日次キャッシュフローを使用していない場合は、SI-IRR 計算に使用されるキャッシュフローの頻度を開示することが要求される。2011年1月1日以降の期間については日次キャッシュフローの使用が必須である。

開示サンプル:

「2009年12月31日までは月次のキャッシュフローを、それ以降は日次キャッシュフローを用いて SI-IRR は計算されている。」

7.A.18 フィー控除前リターンについて、取引費用に加えてその他のフィーを控除しているときは、会社はその旨を開示しなければならない。

ディスカッション

フィー控除前リターンについて見込顧客の理解を助けるために、実際の取引費用以外のフィーがもし控除されているのであれば、会社はその旨を開示しなければならない。例えば、クローズドエンド・ファンドのフィー控除前リターンはカスタディや会計費用などの管理費用を控除しているかもしれない。ファンド・オブ・ファンズについても同様である。ファンド・オブ・ファンズのフィー控除前リターンは投資先ファンドのすべてのフィーおよび費用を成功報酬も含めて控除していなければならないが、さらにファンド・オブ・ファンズのレベルでその他の費用を控除していることがある。フィー控除前リターンからその他の費用が控除されていれば開示が必要である。

開示サンプル:

フィー控除前リターンはファンド・オブ・ファンズのレベルで発生する管理費用を控除しているが、ファンド・オブ・ファンズの運用者 ABC の投資運用報酬は控除されていない。

7.A.19 フィー控除後リターンについて、運用報酬および取引費用に加えてその他のフィーを控除しているときは、会社はその旨を開示しなければならない。

ディスカッション

プライベート・エクイティのパフォーマンスはフィー控除前および控除後の両方のリターンが提示しなければならない。フィー控除後リターンは実際の投資運用報酬および取引費用を控除しなければならない。フィー控除後リターンからは管理費用を含むその他の費用を控除しても良い。投資運用報酬および取引費用以外の費用が控除されている場合には、その旨の開示が必要となる。一般的に、投資運用報酬には、定期的に課される資産額ベースの運用報酬(出資約束金に対して課される場合が最

も多い)、パフォーマンス・ベースの運用報酬(一定のハードル・レートを上回るパフォーマンスについて課されるのが最も一般的)、およびあるタイプの取引に基づく運用報酬などがある。

開示サンプル:

「フィー控除後リターンからは取引費用、管理費用、投資運用報酬、および成功報酬が控除されている。」

7.A.20 会社は、2006年1月1日より以前を期末とする期間についてGIPS基準に準拠していないパフォーマンスを提示している場合は、当該非準拠期間を開示しなければならない。

ディスカッション

2006年1月1日以降に終了する期間についてはGIPS基準に準拠したパフォーマンスが提示されている限り、会社はGIPS基準非準拠のパフォーマンスを準拠パフォーマンスにリンクすることが認められている。会社が2006年1月1日以前の期間についてGIPS基準準拠のパフォーマンスを提示することを選択する場合には、当該非準拠の期間を開示しなければならない。見込顧客および既存顧客には2006年1月1日以前の期間が非準拠であることについてその理由を尋ね、またパフォーマンス記録に与えた影響を考慮することが望まれる。SI-IRRを始めとするプライベート・エクイティのパフォーマンス指標は“開始来”の指標であることに留意されたい。SI-IRRを計算する期間は開始日から期間の末日までである。先に解説した、GIPS基準非準拠のSI-IRR計算期間の決定に関するセクションを参照されたい。

SI-IRR計算期間の末日によって非準拠期間を決定することが必要となる。例えば、会社が2006年1月1日以降の期間についてGIPS基準への準拠を表明し、プライベート・エクイティ・コンポジットの記録は2003年1月1日から開始するとき、SI-IRRは2003年1月1日(開始日)から、2006年12月31日を最初とする各年末までの期間について提示しなければならない。もし会社が2006年1月1日以前の期間についてSI-IRRを提示する場合には、非準拠の期間はすべて開示しなければならない。

開示サンプル:

「ファンドIVは1996年に設定された。1996年と1997年の間は、キャッシュフローは四半期末日に記録されていた。1998年1月1日以降すべてのキャッシュフローは月末時点で、ただし2003年1月1日以降は実際のキャッシュフロー発生の日に記載されるようになった。従って、1996年12月31日および1997年12月31日に終了した期間のパフォーマンスはGIPS基準に準拠していない。」

提示および報告—必須基準

7.A.21 各準拠提示資料において、次の事項を提示しなければならない。

- a. 会社は、コンポジットの各年度末までのフィー控除後およびフィー控除前SI-IRRの双方を提示

しなければならない。会社は、初めに少なくとも5年間(または、会社またはコンポジットの存続期間が5年未満のときは会社の開始またはコンポジット開始日以降)のGIPS基準の必須事項に準拠したパフォーマンスを提示しなければならない。それ以降の各年について、会社は、追加年のパフォーマンスを提示しなければならない。コンポジット・リターンについて、フィー控除前、フィー控除後のどちらであるか明示しなければならない。

ディスカッション:

本基準の意図は投資運用報酬が、パフォーマンスに与える効果の十分に精度の高い推定値を投資家に対して提供することにある。フィー控除後 SI-IRR を用いてフィー控除前 SI-IRR を計算する、あるいはその逆を行うのは一見するほど単純ではない。フィー控除後 SI-IRR からフィー控除前 SI-IRR を導き出す、あるいはその逆を行うための定まった手法や標準公式は存在しない。しかし、フィー控除後 SI-IRR とフィー控除前 SI-IRR の両方を独立に計算することは可能である。その計算はフィーのタイミングと内容に関する事実と状況に基づき、フィー控除前 SI-IRR およびフィー控除後 SI-IRR 双方について独立した個別のキャッシュフローが用いられる。

フィー控除前 SI-IRR はすべての取引費用控除後、しかし投資運用報酬は控除前の投資リターンである。

GIPS 基準が要求するフィー控除後 SI-IRR の計算ではパフォーマンス・ベースの報酬を含む投資運用報酬を控除していなければならない。管理報酬やその他の費用はフィー控除前あるいはフィー控除後のリターンから控除する必要はない。しかし、多くの国でフィー控除前 SI-IRR およびフィー控除後 SI-IRR の計算からこれらの費用を控除することが一般的に行われている。フィー控除前リターンの提示において取引費用以外のフィーが控除されていれば、その旨を開示しなければならない。フィー控除後リターンの提示において投資運用報酬および取引費用以外のフィーが控除されていれば、その旨を開示しなければならない。

5年間分の報告を要求することは期間リターンを時間加重収益率で報告する資産クラスについて最も意味がある。例えば、プライベート・エクイティ以外を運用する会社が10年のトラックレコードを持っていて初めてGIPS基準に準拠しようとするとき、直近5年間についてパフォーマンスを報告するだけでよい。そのパフォーマンスは5年より以前の期間のパフォーマンスとは関連性が無い。開始来のパフォーマンスを報告するプライベート・エクイティでは、現在のパフォーマンスは過去のすべての取引に依存している。ファンドの歴史が5年未満であるときは、開始日から各年末までの期間のリターンを提示しなければならない。

殆どの投資家はすべての年のSI-IRRを見ようと欲する。一般的に、初期のリターンあるいはネット・キャッシュフローはマイナスであるが、その後プラスに転じる可能性が高い。“J-カーブ”は開始来ネット・キャッシュフロー累積額あるいはファンドの開始来リターンをプロットしたものである。初期のマイナスリターンの原因は、ベンチャーファンドなどではファンドの価値が払込出資金を上回るまでに時間がかかるためである。更に、初期の段階では、運用報酬支払のためのキャピタルコールは投資に振り向けるキャッシュフローより多額な場合もあり得る。結果として、初期の段階のリターンは長期的パフォーマンスを予測するものとならないことが認識されている。これはベンチャ

ー・キャピタルファンドでは殊に顕著であり、投資開始から間もない期間における運用報酬支払のためのキャピタルコールと投資先企業が発展し成長するまでに要する期間の長さからJカーブから回復するまでの初期段階のリターンは大きくマイナスであることが多い。しかし、運用報酬が控除されていないフィー控除前リターンではJカーブの効果は最小になっているはずである。

7.A.21 各準拠提示資料において、次の事項を提示しなければならない。

- b. 2011年1月1日以降の期間については、当初期間が1年に満たないときは、会社は、初年度末までの年率換算していないフィー控除後およびフィー控除前のSI-IRRを提示しなければならない。

ディスカッション

会社は2011年1月1日以降に開始するコンポジットについて、最初の報告期間の1年未満のパフォーマンスを年率化せずに提示しなければならない。例えば、2011年11月30日に開始したファンドの2011年12月31日までの最初の1ヶ月のリターンが3%であれば、その3%を部分期間のパフォーマンスとして提示しなければならない。年率化された42.6%のリターンを提示してはならない。多くのスプレッドシートやソフトウェアは自動的にすべてのリターンを年率化するので、1年未満の期間のリターンについて計算された年率リターンを忘れずに“非年率化”しなければならない。

非年率化の方法は会社が決定できる。例えば、ボトムアップで日次キャッシュフローがそれぞれの投資期間について複利で投資されるとして計算する方法、もしくは計算された年率リターンから投資期間に対応するリターンを計算する方法がある。上の例では、計算された年率リターンの42.6%は以下の式を用いて非年率化することが出来、その結果はいずれも3%である。

$$\left\{ \left[(1 + 0.426)^{\left(\frac{1}{12}\right)} - 1 \right] \times 100 = 3\% \text{ または } \left[(1 + 0.426)^{\left(\frac{30.42}{365}\right)} - 1 \right] \times 100 = 3\% \right.$$

それぞれの計算方法には複利計算の頻度の違いによる差異があることに留意されたい。また、長期間にわたる日次の複利計算は閏年の影響を受ける。

7.A.21 各準拠提示資料において、次の事項を提示しなければならない。

- c. 2011年1月1日以降を期末とする期間については、会社は、コンポジット最終清算日までのフィー控除後およびフィー控除前のSI-IRRを提示しなければならない。

ディスカッション

ファンドは10年の投資期間でスタートするが過去あるいは現在の合意に基づいて一定年数の期限延長が認められるのが一般的である。多くの場合、ファンドには一つか二つのポートフォリオ企業がまだ清算されずに残されている。開始来のベースで見れば延長された期間に係るリターンは残されている投資に大幅な再評価を生じさせる重大な出来事がない限り大きく変動しない。最後には投資は何等

かの形で清算されてファンドも清算される。結果の如何に拘わらずコンポジットの最終ステージでの残余価値を確認するために、会社はファンド最終清算日までのパフォーマンスを報告しなければならない。

7.A.22 2011年1月1日以降を期末とする期間については、ファンド・オブ・ファンズ・コンポジットが投資マニフェスト、投資目的、または投資戦略によってのみ定義される場合には、会社は、原資産である投資対象を組成年別に分類した場合のSI-IRRおよび7.A.23で必須とされるその他指標についても提示しなければならない。これらの指標は、ファンド・オブ・ファンズの運用報酬控除前、直近年度末現在で提示しなければならない。

ディスカッション

ファンド・オブ・ファンズのマネジャーは投資の対象とするファンドの投資戦略と組成年を決定する。ファンドの性格を決定するこれらの要素はリミテッドパートナーシップ契約書に詳細に記述されるのが決まりである。ファンド・オブ・ファンズの運用会社は投資戦略の狭さあるいは広さ、特定地域限定かグローバルかという投資地域の特性、プライマリーファンドあるいはセカンダリーファンドのいずれに投資するか、直接投資あるいは共同投資の利用、によってお互いの差別化を図っている。このような投資マニフェストは一般的に2年から5年にわたって連続する組成年のファンドに投資するが、個別事例間の差異は大きいことがある。

GIPS 基準 2010 年版の大きな変更点の一つはファンド・オブ・ファンズのコンポジットの定義の方法である。2005 年版ではファンド・オブ・ファンズを含めてすべてのプライベート・エクイティ・ファンドは組成年および投資マニフェスト、投資目的あるいは投資戦略に基づいて定義されたコンポジットに含めなければならなかった。ファンド・オブ・ファンズがポートフォリオを構築していく方法が原因でこの要求は見込顧客にとって意味の無い夥しい数のコンポジットが出来上がる結果となった。2010 年版ではファンド・オブ・ファンズ運用会社は組成年および/または投資マニフェスト、投資目的あるいは投資戦略に基づいてコンポジットを定義できる。同じ投資戦略で組成年が異なる 5 つのファンド・オブ・ファンズを有する会社は、2005 年版に従えば 5 つのコンポジットを作ることになる。同じ会社が 2010 年版に従えばコンポジットを組成年によって定義する(5 つのコンポジット)、あるいは投資マニフェスト、投資目的あるいは投資戦略に基づいてコンポジットを定義する(1 つのコンポジット)のいずれかを選択することができる。

投資マニフェスト、投資目的あるいは投資戦略だけに基いてコンポジットを定義する選択をした場合、会社は組成年ごとに集計された投資について、直近年度末時点での SI-IRR を提示しなければならない。また、会社は基準 7.A.23 が要求する指標についても、各組成年ごとに、直近年度末時点で提示しなければならない。GIPS 基準の付属資料 A を参照されたい。

投資先の情報を組成年ごとに提示することでベンチマークとの比較可能性が向上した。ファンド・オブ・ファンズのバリエーションと構造は多彩であるため、ファンド・オブ・ファンズのコンポジットに含まれる投資対象の組成年は広い範囲に及ぶことがあり得る。その広がり方は様々であり、ファンド・オブ・ファンズのコンポジットは組成年をベースとするベンチマークや他のファンド・オブ・ファンズとの比較は通常行えない。ファンド・オブ・ファンズのコンポジットを投資先の組成年によ

り階層化することでコンポジットの分析の幅が広がる。これによってファンド・オブ・ファンズの投資のすべてについて組成年ごとに適切なベンチマークとの直接比較による分析が可能となる。

7.A.23 会社は、各年度末現在の次の事項を開示しなければならない。

- a. コンポジット開始来の払込出資金
- b. コンポジット開始来の分配額
- c. コンポジットの累積出資約束金
- d. 評価総額／開始来払込出資金(投資倍率またはTVPI)
- e. 開始来分配額／開始来払込出資金(実現倍率またはDPI)
- f. 開始来払込出資金／累積出資約束金(PIC倍率)
- g. 残余価値／開始来払込出資金(未実現倍率またはRVPI)

ディスカッション

開始来 IRR はプライベート・エクイティ投資のパフォーマンス報告のための基本的な測定基準であるが、それ以外に有用な測定基準がないということではない。新しい洞察を可能とするいくつかの指標が存在する。IRR はその性質上初期のキャッシュフローの発生状況に大きく左右され、また残余価値は流動性を備えているとの仮定の下に計算されるが、現実には残余価値はコンポジットの未実現(かつしばしば流動性のない)部分である。そのため単純な収益率以外の観点からパフォーマンスを検討する機会を見込顧客に提供する基準が開発された。

7.A.23 会社は、各年度末現在の次の事項を開示しなければならない。

- a. コンポジット開始来の払込出資金

ディスカッション

コンポジット開始来の払込出資金は投資ビークルへの投資家(例えばリミテッドパートナー)の出資金のすべてからなる。これらのインフローは投資家の投資ビークルへの拠出金とも言われる。払込出資金には分配金のうち投資ビークルの再投資に回すために回収される金額も含まれる。

7.A.23 会社は、各年度末現在の次の事項を開示しなければならない。

- b. コンポジット開始来の分配額

ディスカッション

コンボジット開始来の分配額は投資ビークルから投資家(例えばリミテッドパートナー)に分配される現金および株式のすべてを含む。

7.A.23 会社は、各年度末現在の次の事項を開示しなければならない。

c. コンボジットの累積出資約束金

ディスカッション

コンボジットの累積出資約束金は投資ビークルに対して投資家(例えばリミテッドパートナー)が出資を約束した金額の総計を表す。

7.A.23 会社は、各年度末現在の次の事項を開示しなければならない。

d. 評価総額／開始来払込出資金(投資倍率またはTVPI)

ディスカッション

投資倍率または TVPI は投下資本に対して資産価値が何倍になっているかを貨幣の時間的価値を考慮せずに計算した指標を投資家に提供する。それはコンボジットの開始来分配額と残余価値の合計をコンボジットの開始来出資払込金で除したものに等しい。投資倍率は以下のように計算される。

$$TVPI = DPI + RVPI \text{ もしくは } (\text{累積分配金} + \text{期末時点残余価値}) / (\text{累積払込出資金})$$

ここで、

$$DPI = (\text{開始来累積分配金}) / (\text{開始来払込出資金総額})$$

$$RVPI = (\text{期末時点残余価値}) / (\text{開始来期末時点までに払い込まれた出資金の総額})$$

7.A.23 会社は、各年度末現在の次の事項を開示しなければならない。

e. 開始来分配額/開始来払込出資金(実現倍率またはDPI)

ディスカッション

DPI あるいは実現倍率はどれだけの資金が投資家に回収されたかを計る。それは投資家により“実現”された出資金の額であり、しばしば“実現”された TVPI の額とみなされている。開始来分配額を開始来払込出資金(あるいは拠出金)で除した値として以下のように計算される。

$$DPI = (\text{開始来累積分配金}) / (\text{開始来払込出資金総額})$$

7.A.23 会社は、各年度末現在の次の事項を開示しなければならない。

f. 開始来払込出資金/累積出資約束金(PIC倍率)

ディスカッション

払込出資金比率(PIC 倍率あるいは PIC 比率とも言われる)は見込顧客に対してどれだけの出資金が既に払い込まれたかについての情報を提供する。どれだけの資金がまだ投資されずに残っているかを示しているため業界用語では“ドライパウダー比率”とも呼ばれる。開始来払込出資金(あるいは拠出額)を約束金額出資金の合計で除した値として以下のように計算される。

$$\text{PIC} = (\text{開始来払込出資金}) / (\text{累積出資約束金})$$

リサイクリング/再投資とリコール可能なキャッシュフロー

プライベート・エクイティ・ビークルは多くの場合(契約書に謳われない限り)収益の再投資と解約が禁じられていることをその特徴としている。すなわち、他で約束がされていない限りプライベート・エクイティ投資ビークルは投資からの収益をリミテッドパートナーに分配しなければならず、再投資に回してはならない。投資ビークルが収益を投資家に分配した後に同額をドローダウンして“回収可能”な場合もあるが、この場合、投資ビークルは出資約束金以上の金額を引き出せることになる。

分配金は回収可能なこともそうでないこともある。これは分配金は実際に支払われた額として扱われなければならない、もし分配金が再びコールされたときにはそれは追加的な払込出資金として扱われなければならないことを意味する。回収可能な分配金と出資約束金との関係について準拠提示料において開示すべきである。

回収可能な分配金はパフォーマンス指標の計算に影響を与え、PIC や実現倍率が大きく歪められる場合には会社は追加的な開示を検討しようとするかもしれない。もし回収可能な分配金が再び拠出され払込出資金として再度認識されれば、累積払込出資金は累積出資約束金を上回ることとなる。また他の条件が同一であれば DPI、RVPI、および TVPI の各指標は分配金が回収可能な投資ビークルでは分母が大きくなるために低い数値となるであろう。更に PIC 倍率は他の条件が同一であれば分配金が回収可能なファンドでは高い数値が得られるであろう。

7.A.23 会社は、各年度末現在の次の事項を開示しなければならない。

g. 残余価値/開始来払込出資金(未実現倍率あるいはRVPI)

ディスカッション

未実現倍率、あるいはRVPI、は実現倍率の逆である。期間末の残余価値を開始来払込出資金で除した値として以下のように計算される。

RVPI=(期末時点残余価値)/(開始来期末時点までに払い込まれた出資金の総額)

7.A.24 会社は、各年度末までのベンチマークのSI-IRRを提示しなければならない。ベンチマークは次を満たしていなければならない。

- a. コンポジットの投資マンドート、投資目的、または投資戦略を反映していること。
- b. コンポジット提示期間と同じ期間について提示されていること。
- c. コンポジットと同じ組成年であること。

ディスカッション

会社は、コンポジットと同じ提示期間に対応する、コンポジットの投資マンドート、投資目的または投資戦略を反映し、かつ組成年が同じベンチマークの年率化されたSI-IRRを提示しなければならない。会社はベンチマークの計算方法を開示しなければならず、もしカスタムベンチマークが用いられていればそれがどのように構築されているかについても構成要素、ウェイト、リバランスのプロセスを含めて開示しなければならない。コンポジットに適合するベンチマークが存在しないと判断するときはベンチマークが提示されない理由を開示しなければならない。

7.A.25 ファンド・オブ・ファンズ・コンポジットが投資マンドート、投資目的、または投資戦略によってのみ定義されており、かつ原資産である投資対象についてベンチマークが提示される場合には、ベンチマークは、原資産である投資対象と同じ組成年および投資マンドート、投資目的、または投資戦略を有するものでなければならない。

ディスカッション

直接比較あるいは機会費用の比較に用いられる適切なベンチマークは多様である。ファンド・オブ・ファンズは組成年の異なる多くの投資先ファンドから構成されている。投資先ファンドについてベンチマークを提示しようとするときは、直接比較が可能となるよう、投資先ファンドと同じ組成年のベンチマークが適切である。もし投資先ファンドの組成年がすべて同じではないときはそれぞれの組成年を含むベンチマークを用いるべきである。例えば、2004年、2006年および2008年に組成されたバイアウト・ファンドに投資するファンド・オブ・ファンズについてはベンチマークはそれぞれの年に組成されたバイアウト・ファンドから構成されるべきで、これによって同じ年に投資した他のファンドとの直接比較ができる。

7.A.26 2011年1月1日以降を期末とする期間については、ファンド・オブ・ファンズ・コンポジット中に(ファンド投資ビークル以外の)直接投資資産がある場合には、会社は、各年度末現在におけるコンポジット資産に占める直接投資資産の割合を提示しなければならない。

ディスカッション

ファンド・オブ・ファンズの行う直接投資(あるいは共同投資)は投資先ファンドの投資戦略の効果を増幅させる可能性がある。直接投資にはファンドへの投資とは異なる条件が課されるかもしれず、ファンド・オブ・ファンズのリターン特性に変更を及ぼすこともあり得る。直接投資に振り向けられた資産の割合を開示することで透明性が増し、見込顧客はファンド・オブ・ファンズ・コンポジットのリターンを分析する際に追加的な要素を考慮できることになる。直接投資が行われていなければ何ら開示は必要ない。

7.A.27 2011年1月1日以降を期末とする期間については、プライマリーファンド・コンポジット中に(直接投資以外の)ファンド投資ビークルによる資産がある場合には、会社は、各年度末現在におけるコンポジット資産に占めるファンド投資ビークル資産の割合を提示しなければならない。

ディスカッション

企業へ直接投資するポートフォリオと他のファンドに投資するポートフォリオではリスク/リターンのプロファイルや運用報酬が異なっているかもしれない。従って、2011年1月1日以降を期末とする期間については、プライマリーファンド・コンポジットが各年度末で他のファンドに投資していれば、その割合を開示しなければならない。他のファンドへの投資が行われていなければ何ら開示は必要ない。

7.A.28 会社は、2006年1月1日以降を期末とする期間について、GIPS非準拠パフォーマンスを提示してはならない。2006年1月1日より以前を期末とする期間については、会社は、GIPS非準拠パフォーマンスを提示してもよい。

ディスカッション

すでに議論したように、2006年1月1日以前の期間についてGIPS基準に準拠しないパフォーマンスが提示されることには正当な理由が存在する。プライベート・エクイティのパフォーマンスは常に開始来のベースで報告されることから、開始来の結果を必ずしも取り込まないTWRRと異なり過去は必ずIRRに反映されている。開始来を基本とするプライベート・エクイティのパフォーマンス報告は、過去にGIPS基準に非準拠のパフォーマンスがあったとすれば、現時点までのパフォーマンスが非準拠時代のインプットに依存していることから、やはり非準拠なのではないかという議論を産むかもしれない。しかし、そのようなことはない。過去の非準拠時代のインプットが現時点での報告に用いられているとしても準拠を表明しつつ過去の非準拠のパフォーマンスを提示することは可能で

ある。2006年1月1日以前の期間において四半期ごとのキャッシュフローが使用されていたことや投資の評価にプライベート・エクイティ評価基準が使用されていなかったことは現時点でのGIPS基準への準拠表明の正当性を否定するものではない。

プライベート・エクイティ—勸奨基準

7.B.1 プライベート・エクイティ投資は、四半期ごとに評価すべきである。

ディスカッション

プライベート・エクイティの評価が年次でしか求められない時期があったが、改良が加えられて四半期ごとの評価が業界の標準慣行となるに至っている。四半期ごとの評価は見込顧客にとり重大な出来事の早期発見や投資の効率的なモニタリングと比較分析を可能とすることから実施が勸奨されている。

7.B.2 2011年1月1日より以前を期末とする期間についても、SI-IRRは、日次キャッシュフローを使用して計算すべきである。

ディスカッション

日次キャッシュフローの使用はGIPS基準がプライベート・エクイティに必須としているSI-IRRにおいてもリターン計算の正確性の向上をもたらす。従って2011年1月1日より以前を期末とする期間についても日次キャッシュフローを使用すべきであり、2011年1月1日以降の期間についてはその使用は必須とされている。

7.B.3 会社は、各年度末現在における、パフォーマンス報告で使用した評価と財務報告で使用した評価との重要な差異について説明し、開示すべきである。

ディスカッション

財務報告とパフォーマンス報告の目的で使用される評価の間に重大な差異は無いのが一般的である。年度末時点でその差異が重大なものである場合にはその事実について説明し、開示すべきである。

開示サンプル:

「ファンドXXは2012年の第4四半期にある投資の大幅な償却を行ったために評価に重大な変化が生じた。タイムラグの関係でこの評価は2012年末の財務報告に反映することが出来ず、2013年度報告において認識された。しかし、我々の準拠提示資料は2012年12月31日現在の評価の下落を反映している。

GPとしては、これは財務報告とパフォーマンス報告における重大な評価の差異であると考え。」

7.B.4 2011年1月1日より以前の期間についても、会社は、評価方針および/または評価方法の重要な変更を開示すべきである。

ディスカッション

プライベート・エクイティ投資の評価方針および/または評価手法の重要な変更は2011年1月1日以降の期間については開示しなければならない。2011年1月1日より以前の期間についても会社は評価方針および/または評価手法の重要な変更を開示すべきである。

7.B.5 2011年1月1日以降を期末とする期間については、ファンド・オブ・ファンズ・コンポジットがファンド・オブ・ファンズの組成年によってのみ定義される場合には、会社は、原資産である投資対象を投資マニデート、投資目的、または投資戦略別に分類した場合のSI-IRRおよび7.A.23で必須とされるその他指標についても提示すべきである。これら指標は、ファンド・オブ・ファンズの運用報酬控除前で提示すべきである。

ディスカッション

7.A.22においてファンド・オブ・ファンズの運用会社はコンポジットを投資マニデート、投資目的、または投資戦略だけに基づいて定義する場合には、投資先ファンドの組成年別に要約された指標の提供が必須とされていることに付随して、7.B.5はファンド・オブ・ファンズのコンポジットが組成年だけにより定義されている場合に投資先ファンドの投資戦略別に要約された指標の提示をすべきであるとしている。

7.B.6 2011年1月1日より以前を期末とする期間についても、ファンド・オブ・ファンズのコンポジット中に(ファンド投資ピークル以外の)直接投資資産がある場合には、会社は、各年度末現在におけるコンポジット資産に占める直接投資資産の割合を提示すべきである。

ディスカッション

ファンド・オブ・ファンズの行う直接投資(あるいは共同投資)は投資先ファンド・ピークルの投資戦略の効果を増幅させる可能性がある。直接投資にはファンドへの投資とは異なる条件が課されるかもしれない、ファンド・オブ・ファンズのパフォーマンス特性に変更を与えることもあり得る。直接投資に振り向けられた資産の割合を開示することで透明性が増し、見込顧客はファンド・オブ・ファンズ・コンポジットのパフォーマンスを分析する際に追加的な要素を考慮できることになる。

7.B.7 2011年1月1日より以前を期末とする期間についてもプライマリーファンド・コンポジット中に(直接投資以外の)ファンド投資ビークルによる資産がある場合には、会社は、各年度末現在におけるコンポジット資産に占めるファンド投資ビークル資産の割合を提示すべきである。

ディスカッション

企業へ直接投資するポートフォリオと他のファンドに投資するポートフォリオではリスク/リターンのプロファイルや運用報酬が異なっているかもしれない。従って、2011年1月1日より以前を期末とする期間についても、プライマリーファンド・コンポジットが各年度末で他のファンドに投資していれば、その割合を開示すべきである。