

# プライベートアセット(クレジット&エクイティ)アクティブETFとクロスオーバーETFで未公開資産の民主化～買取り契約と現物ETFで非上場資産組入れ15%超えも、日米ETFの設定解約(交換)方式別純資産・純設定～

三菱UFJアセットマネジメント株式会社 商品マーケティング企画部 松尾 健治 (kenji-matsuo@am.mufg.jp) 窪田 真美 (mamii-kubota@am.mufg.jp)

※三菱UFJアセットマネジメントがお届けする、内外の資産運用に関連する情報を発信するコラムです。

## ●プライベートクレジットが急速に拡大、オルタナティブ投資の成長の牽引役に

パブリックアセット/public assets(公開資産/上場資産)を基本としつつプライベートアセット/private assets/PA(未公開/非上場資産)に15%まで投資するクロスオーバー投信/crossover fund が米国を参考として日本で登場してきた (2025年2月25日付投信調査コラムNo.420

「プライベートアセットのクロスオーバー投信と(ファンド・オブ・クローズド・エンド・ファンド投信)～米国のインターバルファンド、欧州のエバグリーンファンド、英国のインベストメントトラストとLTAF～」( [https://www.am.mufg.jp/report/investite/column\\_250225.pdf](https://www.am.mufg.jp/report/investite/column_250225.pdf) )

日本が参考にする米国で今、**プライベートアセットの一種であるプライベートクレジットに15%を超えて投資をするプライベートクレジット(アクティブ)ETFが話題となっている。** マーケットウォッチ/MarketWatch は2025年3月6日に「**ボートフォリオの10%から35%(さらに可能性あり)をプライベートクレジットで保有するという事から業界で大きな注目を集めている。**」と報じている(2025年3月6日付 MarketWatch「State Street's private-debt ETF launched with major buzz. What are investors getting?」～ <https://www.marketwatch.com/story/state-street-launches-private-debt-etf-2025-03-06> )

プライベートクレジットはプライベートデット/Private Debt とも呼ばれ、ノンバンクやファンドによるローンである**ダイレクトレンディング/direct lending**、未公開企業等への投融資である **BDC/Business Development Company**、破綻懸念先へのローンである**ディストレストデット/distressed debt** 等の事である(BDCは中規模企業向け融資やレバレッジドバイアウト/LBOに資金提供を行うクローズド・エンド・ファンドで、日本の大和アセットマネジ

メント「**ダイワ・ブラックストーン・プライベート・クレジット・ファンド**」の投資先であるブラックストーン/Blackstone「**プライベート・クレジット・ファンド/Blackstone Private Credit Fund/BCRED**」は非上場 BDC…2025年2月25日付投信調査コラムNo.420「**プライベートアセットのクロスオーバー投信と(ファンド・オブ・クローズド・エンド・ファンド投信)～米国のインターバルファンド、欧州のエバグリーンファンド、英国のインベストメントトラストとLTAF～」**( [https://www.am.mufg.jp/report/investite/column\\_250225.pdf](https://www.am.mufg.jp/report/investite/column_250225.pdf) )、BDCとは…2022年7月11日付投信調査コラムNo.360「**資産所得倍増プランだけではなくスタートアップも！ 日本版インターバル・ファンド、日本版 BDC の道～米国 SEC プライベート・ファンド・アドバイザー・ルール～**」( [https://www.am.mufg.jp/irst/eshirase\\_220711\\_3.pdf](https://www.am.mufg.jp/irst/eshirase_220711_3.pdf) )

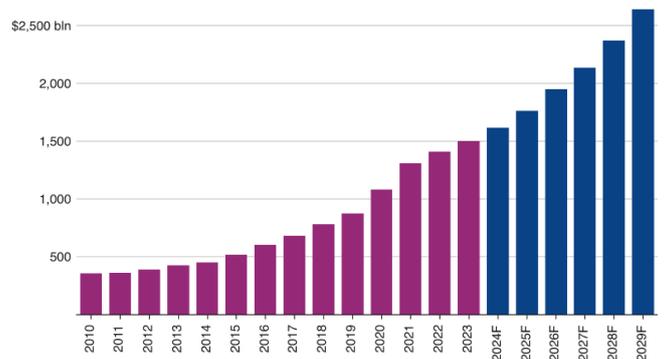
米国で最も著名な投資週刊誌バロンズ/Barron's は2025年2月6日に「**プライベート市場は急成長している。S&P グローバルは2021年の10兆ドルから2025年に15兆ドルを超えると見込んでいる。プライベートエクイティ/PEが半分以上を占めるが、**プライベートクレジットが急速に拡大**している。…(略)…。一部プライベート投資は、SECが定める所得・資産基準を満たす『**適格投資家**』のみに限定されているが、最近では『**ボンドブロックス・プライベート・クレジット CLO/BondBloxx Private Credit CLO(PCMM)**』の様な新しい**ETFを通じて、一般投資家でもプライベートクレジットに投資出来る。**」と報じており(強調下線は当コラム筆者、2025年2月6日付 Barron's「Private Equity**

Is Booming. Does It Live Up to the Hype?」～ <https://www.barrons.com/articles/private-equity-booming-hype-retirement-3578194> )、ロイター/Reuters は2024年12月4日に「**ブラックロックのラリー・フィンク最高経営責任者/BlackRock CEO Larry Fink は『**プライベートクレジットはブラックロックの2025年におけるオルタナティブ投資の主要な成長の牽引役/primary growth driver within alternatives for BlackRock in coming years**』と位置付けていた。**」と報じている(強調下線は当コラム筆者、2024年12月4日付 Reuters「BlackRock targets private credit growth

with \$12 billion HPS acquisition」～ <https://www.reuters.com/business/finance/blackrock-writes-12-bn-deal-private-credit-firm-hps-investment-2024-12-04/> )

Private credit has seen exponential growth in recent years

Prequin estimates private credit assets under management to rise to \$2.6 trillion by 2029



Source: Prequin | Note: All values on y-axis in \$ bn | AUM figures exclude funds denominated in Yuan Renminbi

(出所: 2024年12月4日付 Reuters「BlackRock targets private credit growth with \$12 billion HPS acquisition」)

# ●プライベートアセット(クレジット&エクイティ)アクティブ ETF で未公開資産の民主化 ～買取り契約と現物 ETF で非上場資産組入れ 15%超えも～

プライベートクレジット 15%超えを行う ETF は **ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ/State Street Global Advisors/SSGA のプライベートクレジット ETF/private credit ETF「SPDR SSGA アポロ IG パブリック&プライベート・クレジット ETF/SPDR SSGA Apollo IG Public & Private Credit ETF(ティッカー: PRIV)」** (<https://www.ssga.com/us/en/intermediary/etfs/spdr-ssga-apollo-ig-public-private-credit-etf-priv>)。この ETF「PRIV」は 2025 年 2 月 26 日、SEC/証券取引委員会に認可され(2025 年 2 月 27 日付 SEC「SSGA Active Trust Post-Effective Amendment/PEA」~ <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1518212/00009000002500259/FILENAME1.DOC>)、2025 年 2 月 26 日に設定、2025 年 2 月 27 日に ETF 市場最大規模ニューヨーク証券取引所アーカ/NYSE ARCA で取引を開始している(NYSE ARCA... <https://www.nyse.com/quote/ARCA:PRIV>)。

ベンチマークは「ブルームバーグ米国総合債券インデックス/Bloomberg U.S. Aggregate Bond Index」で主に投資適格米ドル建て債(社債、MBS、国債等)に投資するアクティブファンドである。その特徴は**米アポロ・グローバル証券/Apollo Global Securities(プライベートエクイティ/Private Equity/PE 大手の米アポロ・グローバル・マネジメント/Apollo Global Management の傘下、以下アポロ)が提供するプライベートクレジットに投資を行い、プライベートクレジットのポートフォリオが一般的に 10~35%の間のレンジ**となる事/general range between 10-35% of the Fund's portfolio(PRIV Prospectus ~ <https://www.ssga.com/us/en/intermediary/resources/doc-viewer/priv/prospectus>)。「**3月3日時点のプライベートクレジット組入れ率は約 5%で、証券化債券と BDC を含んでいる。**」と言う(BDC は前頁参照、2025 年 3 月 6 日付 MarketWatch「State Street's private-debt ETF launched with major buzz. What are investors getting?」~ <https://www.marketwatch.com/story/state-streets-private-debt-etf-launched-with-big-buzz-what-does-it-hold-0524113>)。

SSGA のアナ・パグリア/Anna Paglia 氏は「**ETF により全ての投資家が流動性の低い市場に透明性を持ちアクセス出来る様になった。当社はアポロと協力し、PRIV の流動性ソリューション/liquidity solution within PRIV によってプライベートマーケットへのアクセスを民主化する使命/mission of democratizing access to private markets を継続する。**」と言う(強調下線はコラム筆者、2025 年 2 月 27 日付 State Street Bank and Trust Company「State Street Global Advisors Democratizes Access to Investment Grade Private Credit Markets with New ETF」~ <https://investors.statestreet.com/investor-news-events/press-releases/news-details/2025-State-Street-Global-Advisors-Democratizes-Access-to-Investment-Grade-Private-Credit-Markets-with-New-ETF/default.aspx>)。ここで気になるのが、日本が参考にしたプライベートアセット組入れ 15%以内だ。米国では SEC が投信では「**現金化に 7 層日超かかる非流動性投資/illiquid investments**」を **15%以下に制限しているのに SEC はどうして PRIV を認可したか**(2024 年 12 月 23 日付投信調査レポート No.430「インデックスファンドに勝るバンクローン&CLO アクティブファンド~変動金利の強みと米国ファンド流動性規制の緩和~」~ <https://www.am.mof.go.jp/report/investor/2024/12/23/>)。下記右の赤い破線部分が非流動性投資組入れ 15%以下だ。

2024年8月28日現在

米国SEC/証券取引委員会の投信流動性管理プログラム(1940年投資会社法 規則22e-4/Rule 22e-4、規則22c-1/rule 22c-1)	
流動性分類/Classification of the Liquidity(4分類/Four Liquidity Categories) *少なくとも毎月見直す ~ 価格に大きな影響を与えず現金化出来るまでの日数による分類が基本(アセットクラスによる分類も可)~	
高流動性投資 /Highly Liquid Investments	非流動性投資 /Illiquid investments
<p>適度な流動性投資 /Moderately Liquid Investments</p> <p>通常の市場環境で価格に大きな影響を与えず3営業日以内に現金化出来る資産 *改正案では10%以上維持(デリバティブ取引の証拠金・担保を除く) *下限/Minimum(%)を設定、下限を下回った時の方針や処理を決定、下限を下回った時はファンド取締役会に報告</p>	<p>比較的低流動性投資 /Less Liquid Investments =&gt;(改正案では)右の Illiquid investments</p> <p>通常の市場環境で価格に大きな影響を与えず7層日以内に売却や処分出来るものの現金化に7層日超かかる資産 =&gt;(改正案では)右の Illiquid investments</p>
<p>通常市場環境で価格に大きな影響を与えず7層日以内に売却や処分出来るものの現金化に7層日超かかる資産 =&gt;(改正案では)右の Illiquid investments</p>	<p>通常の市場環境で価格に大きな影響を与えず7層日以内に売却や処分出来るものの現金化に7層日超かかる資産 =&gt;(改正案では)現金化に7層日超かかる資産 *15%以下 =&gt;(改正案でも)15%以下 *上限/Limitation(%)を設定 <b>上限を上回った時はファンド取締役会に報告(方法も含め)、30日以内に解決しない場合はファンド取締役会が判断</b></p>

「ミューチュアルファンド(除MMM、除ETF)は不安定な市場環境/unstable market conditionsで「スウィング・プライシング/Swing Pricing」を選択出来る(2016年10月13日) =>(改正案では)義務付ける =>(最終案では)延期。設定・解約をする投資家の基準価額に売買コスト等を転嫁、既存投資家の希薄化/Dilutionを避ける(欧州では導入例も多い)。著しく影響を与える純流入・純流出の量( Swing Threshold/閾値/しきい値/いき値)になったらスウィング・プライシングとする事が出来る =>(改正案では)しなければならない =>(最終案では)延期。純流入の場合はスウィング・ファクター/Swing Factor を加えて基準価額を引き上げ、純流出の場合はスウィング・ファクターを引いて基準価額を引き下げる。スウィング・ファクターは最大値である2%以下で決め開示する =>(改正案では)2%以下は撤廃。(改正案にあった)「ハード・クローズ/hard close(東部時間午後4時強制決済)」 =>(最終案では)延期。(改正案にあった)「開示(保有銘柄、パフォーマンスとフロー、リスク、流動性、デリバティブ、証券賃借など)を四半期ごと(最大60日の遅延)から月ごとに移行」 =>(最終案でも)月ごとに移行。

●2024年8月28日にSECはスウィング・プライシング義務付け、著しく影響を与える純流入・純流出の量になったらスウィング・プライシングとする事、ハード・クローズは延期、開示を四半期ごとから月ごと(月末から30日以内)へ移行する事は最終決定。

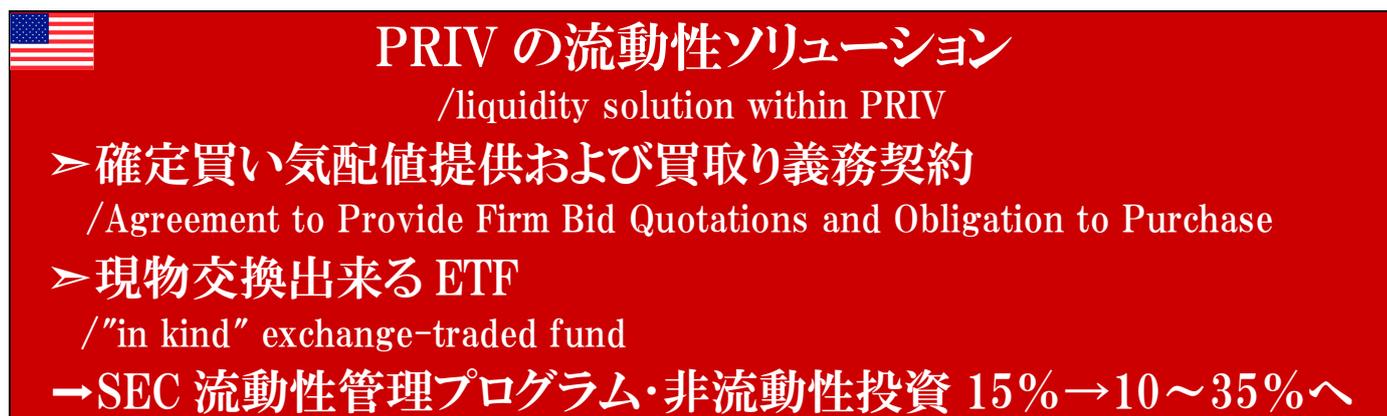
※1: NAV/Net Asset Value...純資産総額で一株当たり純資産総額の基準価額は「per share NAV」だがNAVだけで基準価額を指す場合が多い。  
 ※2: ストレステスト/健全性審査(市場激変時の換金に対して流動性が十分確保されているか)~2016年6月22日にFSB/金融安定理事会是欧米の規制当局に対し、資産運用会社を対象としたシステム全体のストレステストを実施する事や流動性が低い資産の保有を制限する新たな規則の策定を検討する事を求めている。

(出所: SEC/証券取引委員会等より三菱UFJアセットマネジメント商品マーケティング企画部が作成)

PRIV は「**確定買い気配値提供および買取り義務契約/Agreement to Provide Firm Bid Quotations and Obligation to Purchase**」をアポロと締結、**プライベートクレジットをアポロから買いアポロに売る事が出来る**(認可前はアポロの付けた価格で売買だったが、SEC 認可後は必ずしもアポロで売買する必要は無くなった)。アポロが調達したプライベートクレジットについてアポロは「**日中で、確定ベースの実行可能な買取り提供**」に同意している。ほかに SEC が「**現金化に 7 暦日超かかる非流動性投資/illiquid investments**」を 15% 以下に制限している投信に**現物設定解約(交換)ETF/in-kind ETFs** が除かれている事もある前頁

図表、(SEC Investment Company Liquidity Risk Management Program Rules) ~ <https://www.sec.gov/resources-small-businesses/small-business-compliance-guides/investment-company-liquidity-risk-management-program-rules> )o

これで SEC は「7 暦日以内に売却や処分が出来る」と判断したと思われるが、SEC は認可後も「**アポロとの関係は限定的なので、ファンド名を修正して下さい/Please revise the Fund's name**。1940 年投資会社法規則 22e-4 流動性管理プログラム/liquidity risk management program under rule 22e 4 under the 1940 Act で懸念を抱いている。**アポロのみに頼るのは十分ではない**。」と言っている(強調下線は当コラム筆者、2025 年 2 月 27 日付 SEC SSGA Active Trust Post-Effective Amendment/PEA) ~ <https://www.sec.gov/act/2025/02/27/20250227.htm> )o



 **PRIV の流動性ソリューション**  
/liquidity solution within PRIV

- **確定買い気配値提供および買取り義務契約**  
/Agreement to Provide Firm Bid Quotations and Obligation to Purchase
- **現物交換出来る ETF**  
/"in kind" exchange-traded fund

→ SEC 流動性管理プログラム・非流動性投資 15% → 10 ~ 35% へ

SEC の言葉を受け、**ステート・ストリートはファンド名を変更する**と言う。2025 年 3 月 3 日に米 CNBC「ETF エッジ/ETF Edge」で米国の ETF 専門家である米ストラテガス/Strategas のトッド・ソン/Todd Sohn 氏は「**ファンド名変更は、ETF の取引開始後に行われるものでない**。認可前に 75 日間の猶予期間が与えられ、その間に ETF の発行者に調整の機会を与えるものだ。ステート・ストリートは 2024 年 9 月に SEC に申請しているが、**新しい政権が発足した為、問題が見落とされてしまった様だ/It seems like maybe the new administration came in and this fell through the cracks**。」と言う(強調下線は

当コラム筆者、2025 年 3 月 6 日付 CNBC「ETF Edge Fell through the cracks': Controversial private credit ETF faces new regulatory hurdle」~ <https://www.cnbc.com/2025/03/06/sec-in-hot-seat-over-private-credit-etf-approval.html> )o

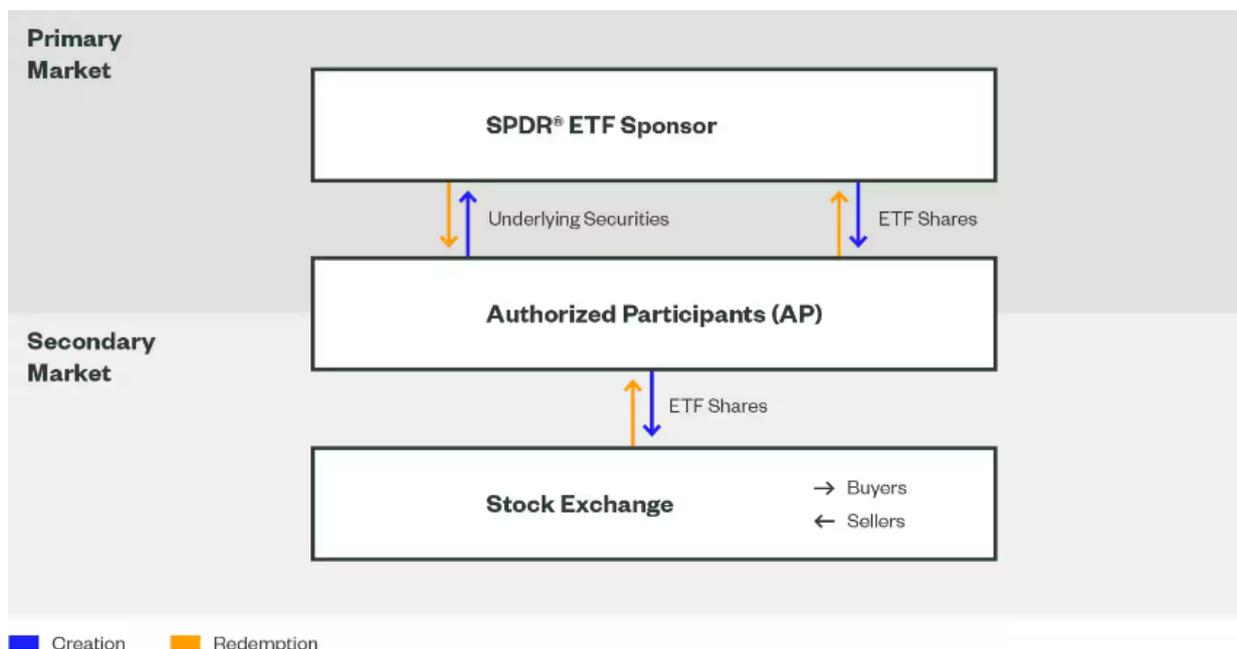
以上についてやはり米国の ETF 専門家である米ベッタファイ/VettaFi のカーステン・チェンバース/Kirsten Chambers 氏は「**アポロのコミットには開示されていない 1 日あたり上限がある/Apollo's liquidity commitment has an undisclosed daily limit**。さらに**他の買い手も参入する保証はない/there is no guarantee that other buyers will step in**。」と言(強調下線は当コラム筆者、2025 年 2 月 27 日付

Reuters「State Street launches Apollo private credit ETF」~ <https://www.reuters.com/technology/state-street-confirms-launch-sgd-apollo-private-credit-etf-2025-02-27/> )、米モーニングスター/Morningstar のブライアン・モリ

アーティ/Brian Moriarty 氏は「**プライベートクレジットが 10% から 35% の間になる可能性が高いが、それより上または下になる可能性もある**。15% を超える事は確実で、これは大きな変化だ。投資顧問会社と流動性プロバイダーの間で**流動性ファシリティ契約/liquidity facility arrangements** を結ぶ道が開かれ、**ミューチュアルファンドや ETF でパブリックアセットとプライベートアセットのハイブリッドポートフォリオ/hybrid portfolios の急増**が促される可能性もある。しかし、**アポロの流動性ファシリティには 1 日の上限があり、その上限は決まっておらず/subject to a daily limit, and this daily limit remains undefined**、**売却額がアポロの買い取る上限よりはるかに多い可能性**がある。こうなると、SSGA は流動性の高いパブリックアセットを売らざるを得なくなり、**プライベートクレジット比率が高まり、流動性危機リスク/risks of a liquidity crunch の可能性が高まる**。…(略)…。アポロの買い取る上限を超えた場合、**指定参加者/Authorized participants/AP もプライベートアセットの現物交換/in-kind redemptions に消極的になる可能性**があり、**つなぎ融資の信用枠、自己資本注入、閉鎖の可能性**もある/draw on a line of credit for bridge financing, directly inject its own capital into the fund, or ultimately shut down the fund。」と言(強調下線は当コラム筆者、2025 年 2 月 28 日付 Morningstar「A Groundbreaking New ETF Arrives」~ <https://www.morningstar.com/funds/groundbreaking-new-etf-arrives> )o

ブルームバーグ/Bloomberg は 2025 年 3 月 3 日に「**プライベートクレジットは毎日評価(基準価額に反映)、買取りの額を設定する裁量権はアポロにあって、買取りの 1 日上限はアポロが調達しプライベートクレジットの 25%まで、1日に 3 回 15 分だけ行う**」と報じている(強調下線は当コラム筆者、2025 年 3 月 3 日付 Bloomberg「State Street addresses SEC concerns with private credit ETF」～ <https://www.bloomberg.com> )。

なお、PRIV は経費率/Expense Ratio 年 0.70%、2025 年 3 月 7 日の上場価格 24.98 ドルで基準価額 24.94 ドル(乖離率は +0.241%)、時価総額は 5,496 万ドルで純資産総額は 5,487 万ドル/約 81 億円(発行済口数 220 万)、そして、**設定解約(交換)は現物と金銭が併用となる In-kind/Cash ETF で、設定解約のクリエイションユニット/creations and redemptions of creation units(設定では AP が原資産から作り、解約では AP が原資産を受け取る最小単位は 50,000 シェアつまり今なら 125 万ドル/約 1.8 億円**(SSGA「How ETFs Are Created and Redeemed」… <https://www.ssga.com/us/en/intermediary/resources/education/how-etfs-are-created-and-redeemed> )。解約については、SSGA が現物だけ、もしくは、金銭だけ、もしくは、現物と金銭の組み合わせ/in-kind or in cash or a combination を決める事となり、金銭の時は現物の時より多い追加コスト/additional costs や多いキャピタルゲインが発生する事がある(PRIV SAI～ <https://www.ssga.com/us/en/intermediary/resources/doc-viewer/Private%20Credit%20ETF> )。



(出所: SSGA「How ETFs Are Created and Redeemed」… <https://www.ssga.com/us/en/intermediary/resources/education/how-etfs-are-created-and-redeemed> )

## ●初のクロスオーバーETF は世界最大の非上場企業スペース X を 11%も保有！

ステート・ストリートとアポロが 2025 年 2 月 26 日からプライベートクレジット(アクティブ)ETF で「未公開資産の民主化」を掲げているが、2024 年 8 月 29 日から「**個人投資家にプライベートエクイティへの日次のエクスポージャーを提供する初の ETF/first ETF to provide retail investors daily exposure to private equity**」や「**初のプライベートアセットに投資するクロスオーバーETF/first public-private crossover ETF**」などと言いつつ取引されているのが、**米キャピタル・インパクト・アドバイザーズ/Capital Impact Advisors のクロスオーバーETF「ER シェアーズ・プライベートパブリック・クロスオーバーETF/ERShares Private-Public Crossover ETF/XOVR ETF(ティッカー: XOVR)**」(ERShares「XOVR ETF」～ <https://entrepreneurshares.com/ershares-etfs/entr-etf/> )。2024 年 8 月 29 日に上場株 ETF「**ER シェアーズ・アントレプレナーETF/ERShares Entrepreneurs ETF(ティッカー: ENTR)**」(2017 年 11 月 7 日設定、経費率 0.75%、純資産 3 億ドル～)を転換して出来た ETF である。

**ポートフォリオの 85%(最大)を上場株式のインデックス(自社開発インデックス)に投資しつつ 15%をプライベートエクイティに投資するETF**だが、2025 年 3 月 7 日現在、**ポートフォリオ最大の組入率 10.946%が世界最大の非上場企業であるスペース X/SpaceX(Space Exploration Technologies)**である(スペース X…ベイバル/PayPal やテスラ/Tes の創業者のイーロン・マスク/Elon Musk が展開する宇宙開発事業、組入率…

ERShares「XOVR ETF」～ <https://entrepreneurshares.com/ershares-etfs/entr-etf/> )。その特徴は XOVR の運用会社である**キャピタル・インパクト・アドバイザーズ/Capital Impact Advisors がプライベートエクイティ投資・管理・評価(公正価値/fair value)をしている事がある。**

# XOVR ETF Holdings

VIEW ALL HOLDING

As of 03.07.2025

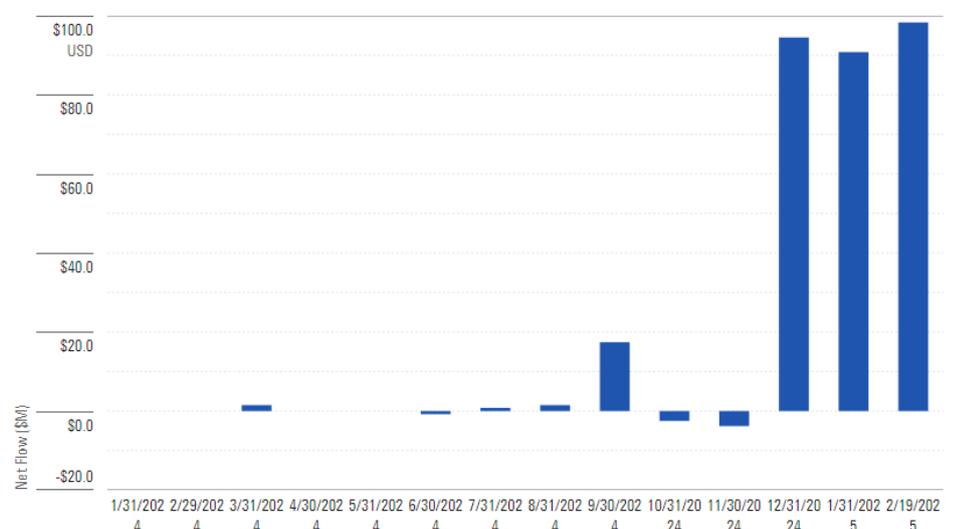
Company	Weight	Ticker	Market Price	Shares Held	Market Value	CUSIP
SPACE X, SPV	10.946%		185	179879.8795	33277777.71	SPACE XSPV
ALPHABET INC-A	6.2144%	GOOGL	173.86	108660	18891627.6	02079K305
META PLATFORMS-A	5.3749%	META	625.66	26116	16339736.56	30303M102
NVIDIA CORP	4.7094%	NVDA	112.69	127045	14316701.05	67066G104
ORACLE CORP	4.1836%	ORCL	155.16	81967	12717999.72	68389X105
SALESFORCE INC	3.5741%	CRM	282.89	38408	10865239.12	79466L302
AIRBNB INC-A	3.4400%	ABNB	134.39	77815	10457557.85	009066101
DOORDASH INC-A	3.3265%	DASH	178.08	56786	10112450.88	25809K105
CROWDSTRIKE HO-A	3.0947%	CRWD	333.5	28210	9408035	22788C105
ROBINHOOD MARK-A	3.0776%	HOOD	44.42	210624	9355918.08	770700102

(出所: ERShares「XOVR ETF」~ <https://entrepreneurshares.com/ershares-etfs/entr-etf/> )

初のクロスオーバーETFであるXOVRの経費率/Expense RatioはENTRと同じ年0.75%、2025年3月7日の上場価格16.60ドルで基準価額16.59ドル(乖離率は+0.000%)、時価総額は3億420万ドルで純資産総額は3億403万ドル/約450億円(発行済口数1,830万)、そして、**設定解約(交換)は現物と金銭が併用となるIn-kind/Cash ETFで、設定解約クリエーションユニットは25,000シェアつまり今なら41万ドル/約6,140万円**(ERShares「XOVR ETF」~ <https://entrepreneurshares.com/ershares-etfs/entr-etf/>)。金銭設定の場合/cash option for creations/cash creation、金銭を使い原資産を買う取引コスト/brokerage and other transaction costs associated with using cash to purchase the requisite Deposit Securities **がかかる**(ERShares「XOVR SALL」~ <https://entrepreneurshares.com/ershares-etfs/entr-etf/>)。

XOVRは米モーニングスター/Morningstarのジェフリー・プタック/Jeffrey Ptak氏が問題視している(2025年2月26日付Morningstar「How to Manage an ETF ... Right Into a Corner」~ <http://www.morningstar.com/funds/how-manage-an-etf-right-into-corner>)。下記にそのごく一部を引用する。「XOVRは2024年12月3日にスペースXを追加して以来、投資家からの流入が急増中だ。2024年12月13日と2025年1月31日にさらにスペースXを追加している。2024年12月1日から2025年2月18日までに+3億ドル近くの純流入があった。だが、2024年12月10日にキャピタル・インパクト・アドバイザーズがスペースXの評価(公正価値/fair value)を135ドルから185ドルに引き上げて以来**評価が変わっていない**。2024年12月3日から2024年12月10日までの投資家はスペースXの値上がり(評価引き上げ)を享受したが、2024年12月10日以降の投資家は享受しておらず、リターンは資産の大部分を占める上場株式を中心としたその他の保有資産によるものとなっている。結果、XOVRはS&P500やナスダック100指数とほぼ同水準のパフォーマンスを示した。

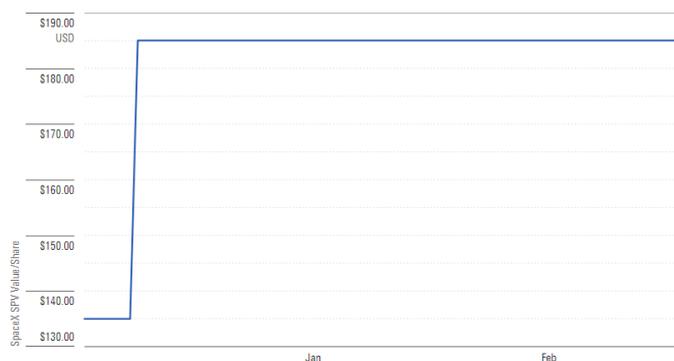
ERShares Private-Public Crossover ETF: Monthly Net Flows



Source: Morningstar Direct. Data as of 02/19/2024.

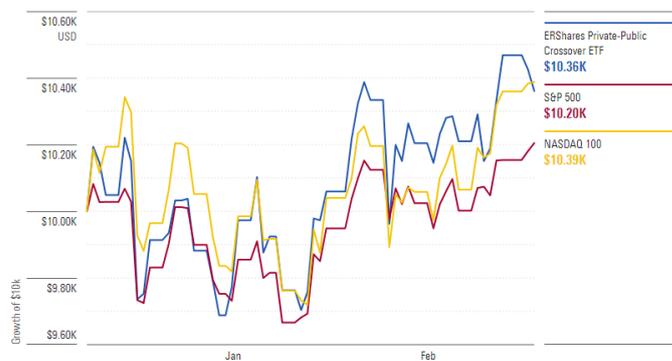
(出所: 2025年2月26日付Morningstar「How to Manage an ETF ... Right Into a Corner」~ <http://www.morningstar.com/funds/how-manage-an-etf-right-into-corner> )

ERShares Private-Public Crossover ETF: SpaceX SPV Value per Share



Source: Morningstar Direct. Data as of 2/19/2025.

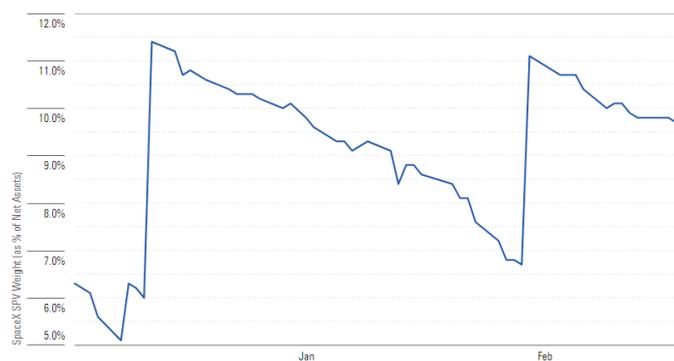
ERShares Private-Public Crossover ETF vs. S&P 500 and Nasdaq 100 Indexes



Source: Morningstar Direct. Data as of 2/19/25. From date of ERShares Private-Public Crossover ETF's last SpaceX mark (12/10/24) through 2/19/25.

スペース X の公正価値は 2 か月以上も変化していない。 **ファンドマネージャーにはプライベートアセットを公正に評価し、それに関連する流動性リスクを管理する義務がある。**…(略)…。さらにキャピタル・インパクト・アドバイザーズはアストラ・ホールディングス SPV/Astra Holdings Spv Lp という**特別目的会社/special-purpose vehicle/SPV を通じスペース X に投資している様だ**(アディット・ベンチャーズ/Adit Ventures という会社が SPV を管理している様だが目論見書等には一切触れられていない)。アストラ・ホールディングス SPV には他にどの様な証券を保有しているのか、保有しているかどうか不明で、XOVR の支払う手数料なども不明で取材も応じない。…(略)…。キャピタル・インパクト・アドバイザーズは希薄化を避ける/avoid dilution 必要があるが、スペース X を 3 回しか取引していない。2024 年 12 月 13 日と 2025 年 1 月 31 日のスペース X 追加は、純流入増加により比率がほぼ半分になっていて、それを戻す為と思われる。…(略)…。

ERShares Private-Public Crossover ETF: SpaceX SPV Weight



Source: Morningstar Direct. Data as of 2/19/2025.

ERShares Private-Public Crossover ETF: SpaceX SPV Value per Share



Source: Morningstar Direct. Data as of 2/19/2025.

キャピタル・インパクト・アドバイザーズはプライベートエクイティをどう管理していくかについて情報をあまり提供していない。…(略)…。ミューチュアルファンドは資金が大量に流入しファンドが大きくなり過ぎて、資金純流出に対応が出来なくなる前に新規投資家を締め出す事が出来るが、**ETF は新規投資家の受入れを締め出す事は出来ない。**…(略)…。XOVR は資産 5 億ドルでスペース X 等プライベートエクイティのさらなる購入を制限するとしている。」(強調下

線は当コラム筆者、2025 年 2 月 26 日付 Morningstar「How to Manage an ETF ... Right Into a Corner」～ <https://www.morningstar.com/funds/how-manage-an-etf-right-into-corner> )

## ●流動性リスク管理で(ミューチュアルファンドより)優れている現物設定解約(交換)ETF

米国の資産運用業界で大きな注目を集める(日本でも注目される)クロスオーバー投信/crossover fund 成功の鍵は前述 p.2 の「SPDR SSGA アポロ IG パブリック&プライベート・クレジット ETF(PRIV)」も前述 p.4 の「ER シェアーズ・プライベートパブリック・クロスオーバーETF(XOVR)」も**流動性ソリューション/liquidity solution**にある。

流動性ソリューションは前者の PRIV にはアポロ・グローバル証券の確定買い気配値提供および買取り義務契約があり、後者の XOVR にはキャピタル・インパクト・アドバイザーズの投資・管理・評価(公正価値/fair value)があるが、ETF の現物/in-kind 設定解約(交換)の活用もある。ETF の現物/in-kind 設定解約(交換)で**ETF が基準価額に対して大幅なプレミアムまたはディスカウントで取引されたり、解約に応じるのに苦労したりすることはまれ**」であり(2025 年 2 月 26 日付

Morningstar「How to Manage an ETF ... Right Into a Corner」～ <https://www.morningstar.com/funds/how-manage-an-etf-right-into-corner> )、さらに、**流動性リスク管理で(ミューチュアルファンドより)優れている**

(ミューチュアルファンド…日々の設定や解約が可能なオープンエンド・ファンド/open-end funds の事で ETF を含まない、日本の ETF を除く追加型投信)。  
 この為、**現物設定解約(交換)ETF/in-kind ETFs は SEC の「ミューチュアルファンド非流動性投資(現金化に7 層日超かかる)15%以下」から除かれている**(SEC Investment Company Liquidity Risk Management Program Rules) ~ <https://www.sec.gov/resources-small-businesses/small-business-compliance-guides/investment-company-liquidity-risk-management-program-rules> )o

ETF は売りが殺到した場合、クローズドエンドファンド同様、取引価格が急落、基準価額より下がってディスカウントとなる事もあるが(2015年8月24日にETFの取引価格が前日比平均で-30%となった「ETFフラッシュ・クラッシュ」の様事、(2025年2月25日付投信調査コラムNo.420「プライベートアセットのクロスオーバー投信と(ファンド・オブ)クローズドエンド・ファンド投信! ~ 米国のインターバルファンド、欧州のエバークグリーンファンド、英国のインベストメントラストとLTAF ~」 ~ [https://www.am.mof.go.jp/report/investigate/column\\_35025.pdf](https://www.am.mof.go.jp/report/investigate/column_35025.pdf) )、**クローズドエンドファンドと違って現物設定解約(交換)ETF は大幅ディスカウントになりにくい**(p.4の「ERシェアーズ・プライベート・パブリック・クロスオーバーETF(XOVR)」でも2024年12月10日の-1.3%程度、

2025年2月26日付Morningstar「How to Manage an ETF ... Right Into a Corner」 ~ <https://www.morningstar.com/funds/how-manage-an-etf-right-into-a-corner> )o

さらに**プライベートアセットは取引コスト(取引所の買値と売値の差であるビッド・アスク・スプレッド/bid-ask spreads などが大きくなりがちだが、それが現物設定解約(交換)ETF では回避される**(2023年11月27日付投信調査コラムNo.391「アクティブ運用型ETFが米国を中心に世界で急増! 米国はミューチュアルファンド・コンバージョン(転換)が寄与 ~ 米国と日本のアクティブファンドとパッシブ(インデックス)ファンド ~」 ~ [https://www.am.mof.go.jp/report/investigate/column\\_31127.pdf](https://www.am.mof.go.jp/report/investigate/column_31127.pdf) )o

現物設定解約(交換)ETFでも現物の一部が入手不可などの理由で金銭設定解約を使う事もある。こうした場合は**金銭設定・金銭償還型ETFで使われる変動型手数料/(日本の信託財産留保額)/variable fee for cash creations and redemptions)**により、設定の場合は基準価額に執行コスト相当額を上乗せ、解約の場合は基準価額から執行コスト相当額を差し引き、金銭での追加設定や一部解約を行った投資者に負担させ、その他の投資者への影響を最小限にして ~ デイリューション/希薄化/dilutionの調整/adjustmentsをして ~ 投資家間の公正性を維持する(変動型手数料のPRIV例:2025年3月4日 ~ <https://www.ases.com/library-content/products/fund-docs/etfs/us/information-schedules/ap-notice/notice-to-asp-priv-change-in-variable-fee.pdf> )

content/products/fund-docs/etfs/us/information-schedules/ap-notice/notice-to-asp-priv-change-in-variable-fee.pdf、変動型手数料のPRIV例:2025年3月5日 ~ <https://www.ases.com/library-content/products/fund-docs/etfs/us/information-schedules/ap-notice/notice-to-asp-priv-change-in-variable-fee.pdf>、SPDR全体の変動型手数料

例 ~ <https://www.ases.com/library-content/pdfs/publications/variable-fee-matrix.pdf>、金銭設定・金銭償還型ETF ~ 2025年1月27日付投信調査コラムNo.418「日本でETFは金銭信託型とファンド・オブETFにより拡大? 米国やインド等のETF拡大にも寄与 ~ 現物設定・

現物交換型と金銭設定・金銭償還型ETFとETN ~」 ~ [https://www.am.mof.go.jp/report/investigate/column\\_35017.pdf](https://www.am.mof.go.jp/report/investigate/column_35017.pdf)、スイング・プライシング/swing pricingなど流動性管理ツール/Liquidity Management Tool/LMT ~ 2023年6月19日付投信調査コラムNo.382「世

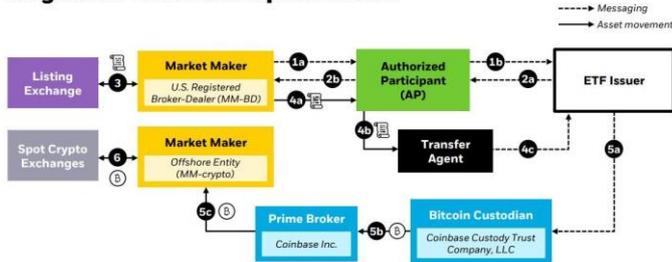
界のファンド投資家の日本株投資 ~ フェット効果と新しい資本主義(コーポレートガバナンス改革、資産所得倍増プラン、スタートアップ育成5か年計画) ~」 ~ [https://www.am.mof.go.jp/text/oslrac/230619\\_3.pdf](https://www.am.mof.go.jp/text/oslrac/230619_3.pdf) )o



## ETFの現物解約(交換)/in kind redemptions

## ETFの金銭償還/in cash redemptions

### Original In-Kind Redemption Model

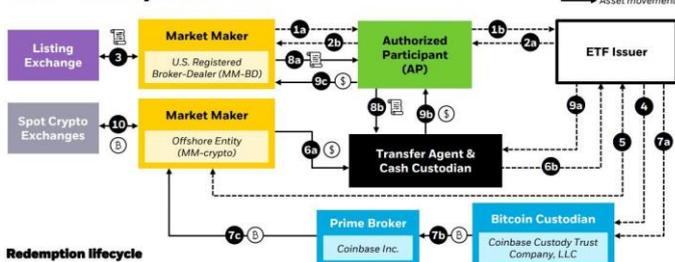


#### Redemption lifecycle

- T:**
- Market Maker (MM-BD) places redemption order via Authorized Participant (AP) in response to ETF dislocation from NAV
  - ETF issuer approves redemption order
  - MM-BD buys ETF shares via Listing Exchange
- T+1:**
- MM-BD delivers ETF shares to Transfer Agent
  - ETF issuer instructs Bitcoin Custodian to release bitcoin to MM-crypto via transfer through Prime Broker
  - MM-crypto may unwind bitcoin position

For illustrative purposes only. May not reflect all steps involved in process by all parties.

### Cash Redemption Model



#### Redemption lifecycle

- T:**
- Market Maker (MM-BD) places redemption order via Authorized Participant (AP) in response to ETF dislocation from NAV
  - ETF issuer approves redemption order
  - MM-BD buys ETF shares via Listing Exchange
  - ETF issuer instructs Bitcoin Custodian to move bitcoin out of cold storage so it can be sold
  - ETF issuer enters trade with MM-crypto to sell bitcoin for USD
- T+1:**
- MM-crypto delivers cash to Transfer Agent
  - Bitcoin Custodian delivers bitcoin to MM-crypto via transfer through Prime Broker
  - MM-BD delivers shares to Transfer Agent via AP
  - ETF issuer instructs Cash Custodian to release cash to MM-crypto via AP
  - MM-crypto may unwind bitcoin position

For illustrative purposes only. May not reflect all steps involved in process by all parties. Reflects only one possible cash model; the number of possible approaches to Cash are significantly more varied, with more complex distributions than the number of possible approaches to In-kind. Other Cash models may reflect significant differences.

(出所: 2023年12月30日付 BitMEX Blog「Cash vs In-kind ETFs」 ~ <https://blog.bitmex.com/cash-vs-in-kind-etfs/> )

## ●日米 ETF の設定解約(交換)方式別純資産・純設定

日米 ETF の設定解約(交換)方式別純資産・純設定を見る。まずは米国でその後日本である。

**米国ではハイブリッド型 ETF (設定解約を現物/in-kindと金銭/in cashの組み合わせで行う)の純資産が多く、金銭設定解約型/cash only の純資産は極めて少ない。** 設定当初、現物/in-kind 設定解約(交換)だったが、その後、ハイブリッド型に変更したのもあり、それはハイブリッド型としている(2025年2月時点での分類に基づき集計)。

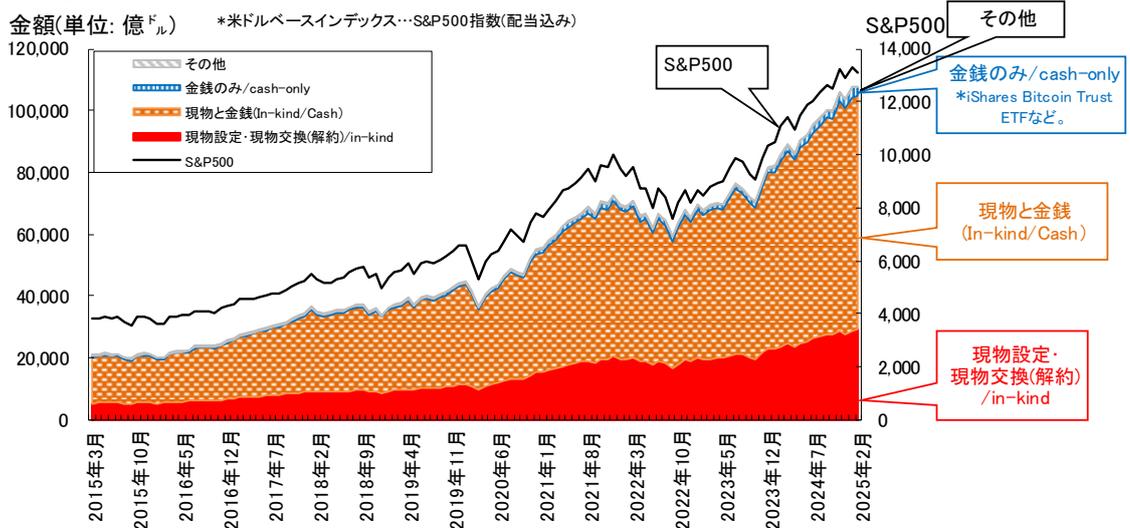


### 米国上場ETF・ETNの 設定解約(交換)方式別純資産推計とS&P500の推移

( 2015年3月 ~ 2025年2月 、月次 )

\*米国上場ETF・ETN…モーニングスターの「Global Exchange Traded Funds」、「Exchange Country=United States」。

金額(単位: 億ドル) \*米ドルベースインデックス…S&P500指数(配当込み)



(出所: ブルームバーグ、Morningstar Directより三菱UFJアセットマネジメント商品マーケティング企画部が推計・作成)

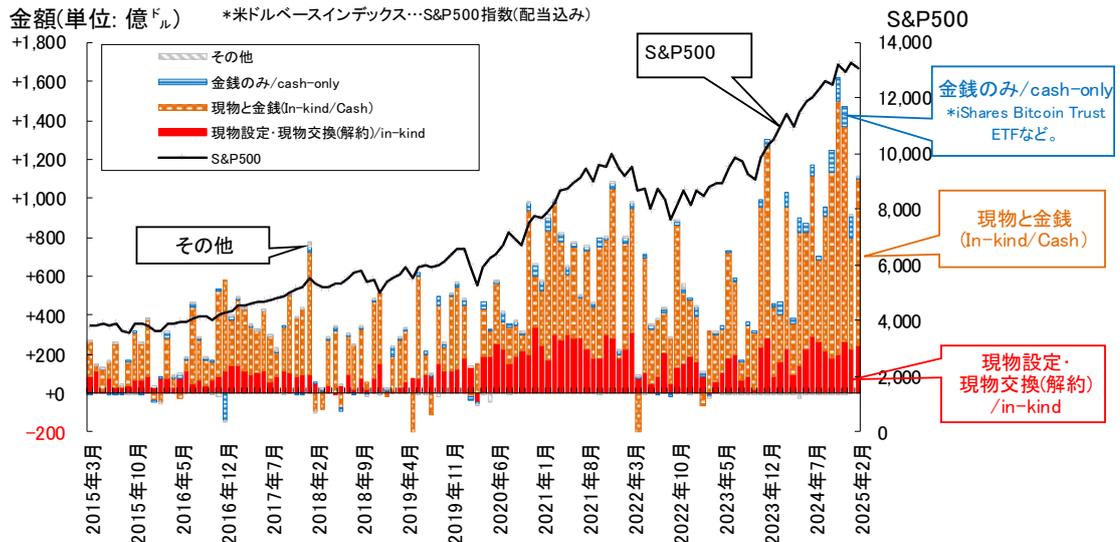


### 米国上場ETF・ETNの 設定解約(交換)方式別純設定推計とS&P500の推移

( 2015年3月 ~ 2025年2月 、月次 )

\*米国上場ETF・ETN…モーニングスターの「Global Exchange Traded Funds」、「Exchange Country=United States」。

金額(単位: 億ドル) \*米ドルベースインデックス…S&P500指数(配当込み)



(出所: ブルームバーグ、Morningstar Directより三菱UFJアセットマネジメント商品マーケティング企画部が推計・作成)

No.418「日本でETFは金銭信託型とファンド・オブ・ETFにより拡大? 米国やインド等のETF拡大にも寄与~現物設定・現物交換型と金銭設定・金銭償還型ETFとETN~」(https://www.am.mufg.jp/report/investigate/column\_418.pdf)。日本のETFは8割前後が日銀保有ETFの為、日銀が保有している日本株ETFを除いて見ている(日本株ETFは現物設定・現物交換が多い)。

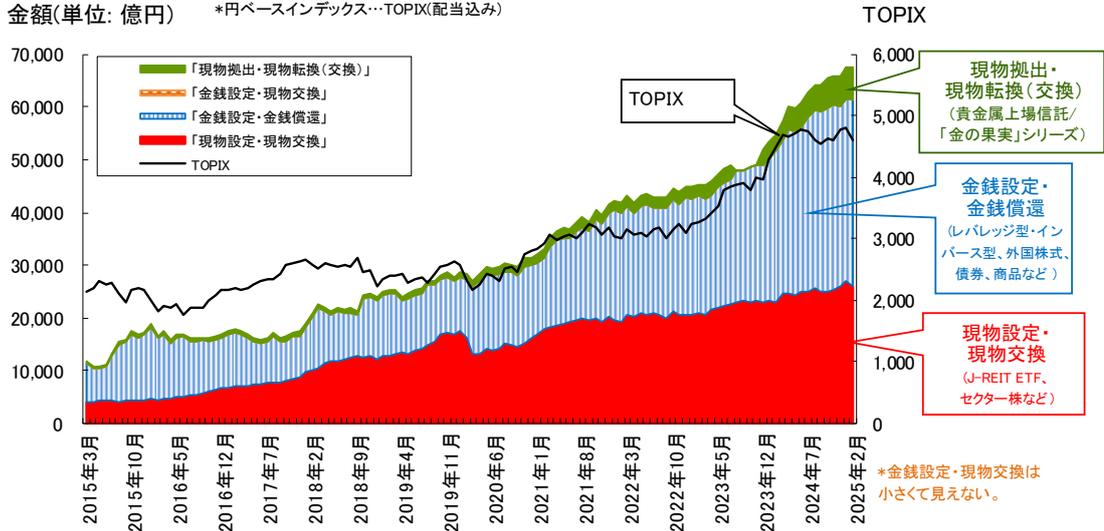


### 日本のETF(除く日本株型)の設定解約(交換)方式別純資産推計とTOPIXの推移

( 2015年3月 ~ 2025年2月 、月次 )

\*日本のETF...モーニングスターの「Global Exchange Traded Funds」、「Exchange Country」=「Japan Equity」、ただし「Global Category」=「Japan Equity」を除く。

金額(単位: 億円) \*円ベースインデックス...TOPIX(配当込み)



(出所: 日本取引所グループ、ブルームバーグ、Morningstar Directより三菱UFJアセットマネジメント商品マーケティング企画部が推計・作成)

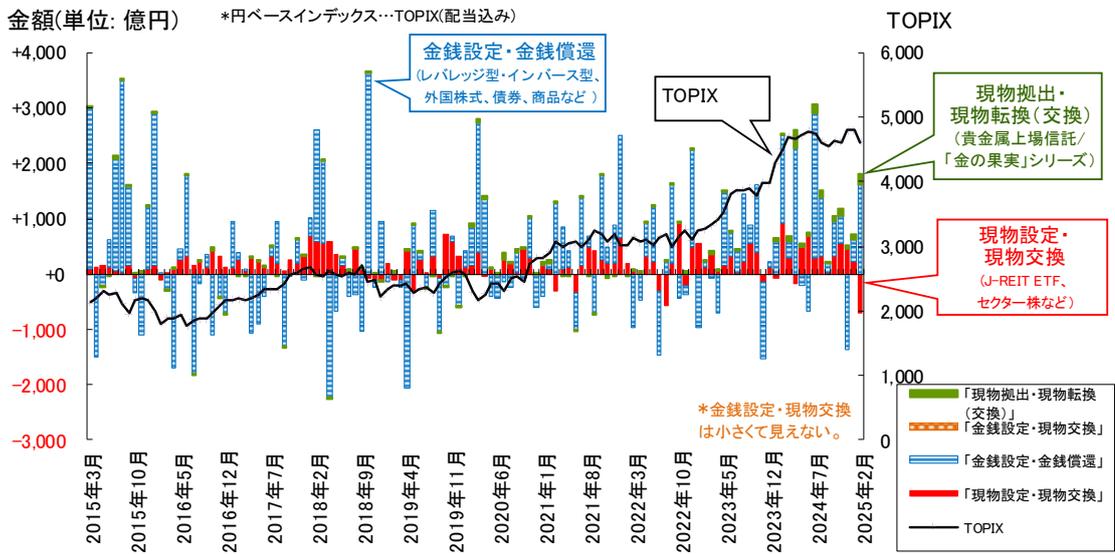


### 日本のETF(除く日本株型)の設定解約(交換)方式別純設定推計とTOPIXの推移

( 2015年3月 ~ 2025年2月 、月次 )

\*日本のETF...モーニングスターの「Global Exchange Traded Funds」、「Exchange Country」=「Japan Equity」、ただし「Global Category」=「Japan Equity」を除く。

金額(単位: 億円) \*円ベースインデックス...TOPIX(配当込み)



(出所: 日本取引所グループ、ブルームバーグ、Morningstar Directより三菱UFJアセットマネジメント商品マーケティング企画部が推計・作成)

以上

三菱 UFJ アセットマネジメント【投信調査コラム(日本版 ISA の道)】バックナンバー：  
「 <https://www.am.mufg.jp/report/investigate/> 」。

三菱 UFJ アセットマネジメント株式会社 商品マーケティング企画部  
松尾 健治( [kenji-matsuo@am.mufg.jp](mailto:kenji-matsuo@am.mufg.jp) )、  
窪田 真美( [mami1-kubota@am.mufg.jp](mailto:mami1-kubota@am.mufg.jp) )。

### 本資料に関してご留意頂きたい事項

- 本資料は内外の資産運用に関する情報提供のために、三菱 UFJ アセットマネジメントが作成した資料であり、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。販売会社が投資勧誘に使用することを想定して作成したものではありません。投資信託をご購入の場合は、販売会社よりお渡しする最新の投資信託説明書（交付目論見書）の内容を必ずご確認のうえ、ご自身でご判断ください。
- 本資料の内容は作成時点のものであり、将来予告なく変更されることがあります。
- 本資料は信頼できると判断した情報等に基づき作成しておりますが、その正確性・完全性等を保証するものではありません。
- 本資料中の運用実績等に関するグラフ・数値等はあくまでも過去の実績であり、将来の運用成果を示唆あるいは保証するものではありません。また、税金、手数料等を考慮しておりませんので、投資者の皆様の実質的な投資成果を示すものではありません。市況の変動等により、方針通りの運用が行われない場合もあります。
- 本資料に示す意見等は、特に断りのない限り本資料作成日現在の筆者の見解です。
- 投資信託は、預金等や保険契約とは異なり、預金保険機構、保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。
- 投資信託は値動きのある有価証券を投資対象としているため、当該資産の価格変動や為替相場の変動等により基準価額は変動します。従って投資元本が保証されているわけではなく、基準価額の下落により損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。
- 投資信託は、販売会社がお申込みの取扱いを行い委託会社が運用を行います。



三菱UFJアセットマネジメント

三菱UFJアセットマネジメント株式会社  
金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第404号  
加入協会：一般社団法人投資信託協会  
一般社団法人日本投資顧問業協会