



# オルタナティブ資産（インフラ、国内不動産）の 運用受託機関採用及び投資マンドート付与について

区分	報告	対象範囲	オルタナティブ投資
----	----	------	-----------

## エグゼクティブサマリー

本年4月に開始したオルタナティブ資産の運用受託機関の公募において、インフラストラクチャーおよび国内不動産分野の運用受託機関を選定し、投資マンドートを付与することとなったもの。  
選定先およびマンドートの概要につき報告する。

## バックグラウンド

- オルタナティブ資産への投資については、戦略策定のためのコンサルタント採用などの準備段階を経て、投資一任形態での投資を開始すべく本年4月に運用受託機関の公募を開始した。
- インフラストラクチャーおよび国内不動産分野についての運用受託機関候補者の審査が先行し、10月初に国内不動産分野1社、インフラストラクチャー分野2社を選定し、投資マンドートを付与することとなった。

## フィードバック期間及び検証方法

--

## 便益及びリスク

便益：オルタナティブ投資の進捗による分散効果  
リスク：流動性、信用リスク

## 戦略プラン

- 債券型投資戦略にウエイトを置いた投資プラン。
- 各選定先による個別投資プランはマンドート内容参照。

## K P I

- 各選定先の目標投資リターン等の達成度。

## その他

--

# オルタナティブ資産（インフラ、国内不動産）の 運用受託機関採用及び投資マニデート付与について

## <要旨>

オルタナティブ資産の運用受託機関の公募において、インフラストラクチャーおよび国内不動産分野にて以下のとおり運用受託機関を選定し、投資マニデートを付与することとしたので、その概要を報告する。

(1) インフラストラクチャー：[GK（ゲートキーパー）/FoF（ファンド・オブ・ファンズ・マネジャー）]

- (GK)三井住友アセットマネジメント/(FoF)StepStone  
投資コミット額： x 年、運用期間： 年
- (GK)野村アセットマネジメント/(FoF)Pantheon  
投資コミット額： x 年、運用期間： 年

(2) 国内不動産：

- 三菱UFJ信託銀行  
投資コミット額： x 年、運用期間： 年

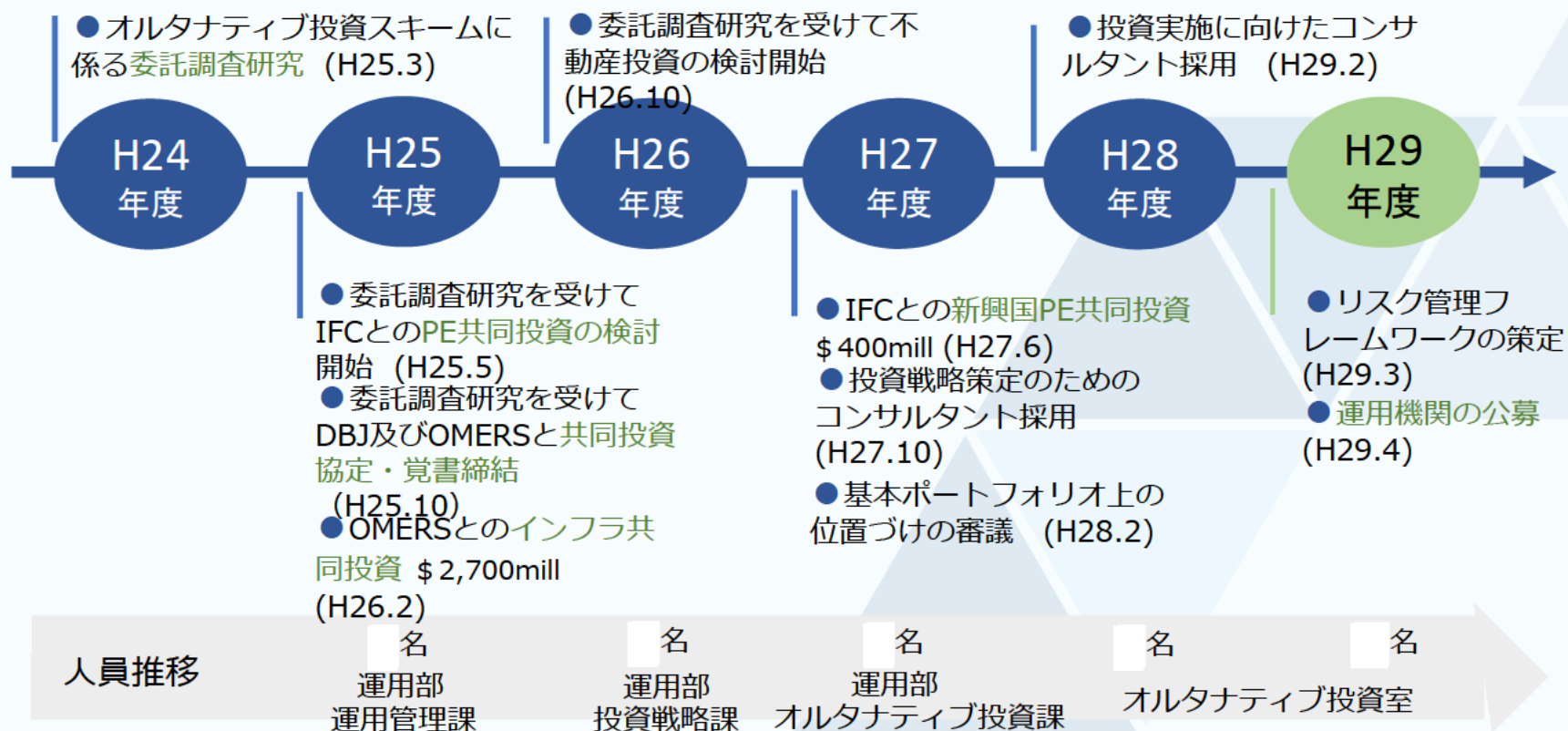
## <報告内容>

- I. 選定経緯
- II. インフラストラクチャー分野の受託機関の選定理由
- III. インフラストラクチャー分野の投資マニデート概要
- IV. 国内不動産分野の受託機関の選定理由
- V. 国内不動産分野の投資マニデート概要
- VI. オルタナティブ資産への期待リターン

# I. 選定経緯

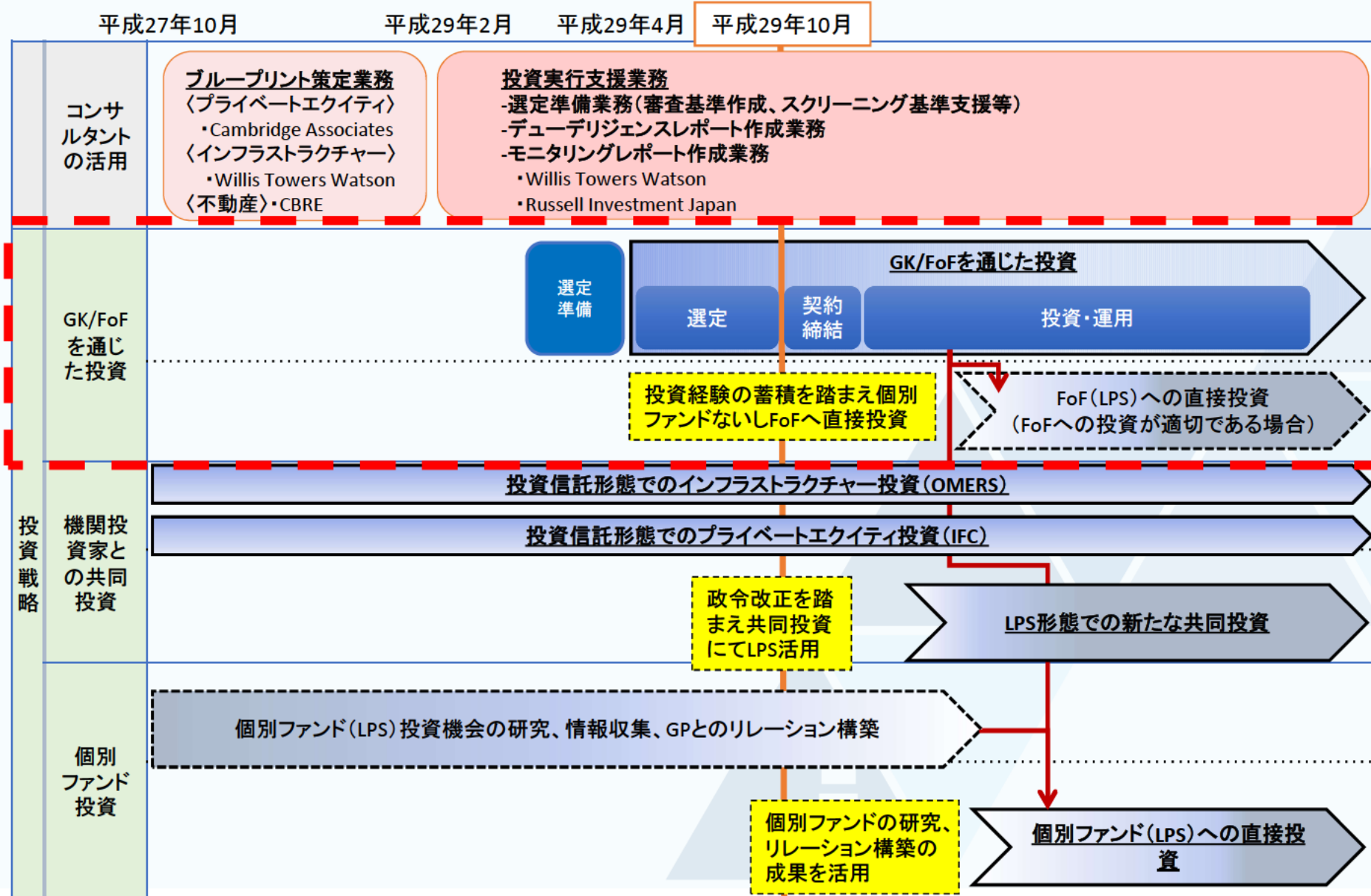
## 1. 公募までの準備：

- ✓ 委託調査研究の結果を踏まえ経験豊富な投資家との共同投資を開始し、知見を蓄積。
- ✓ オルタナティブ投資に関する人員体制を整備。
- ✓ オルタナティブ資産の基本ポートフォリオ上の位置付けを整理。
- ✓ 戦略策定コンサルタントを採用し、ブループリント作成。
- ✓ 投資実施をサポートするコンサルタント採用。
- ✓ リスク管理フレームワークを策定。



# I. 選定経緯

## 2. オルタナティブ投資の今後の方向性 [第110回及び第121回運用委員会にて説明]





# I. 選定経緯

## 3. オルタナティブ資産の運用受託機関の公募：（公募に関する説明資料参照）

- ✓ 各分野にて、主要地域・戦略に幅広くファンド投資するポートフォリオを構築する運用受託機関の選定
- ✓ 特に、インフラストラクチャー、不動産については債券型投資戦略にウェイトを置いたコア型運用を企図
- ✓ オルタナティブ資産の組み入れによる、当法人全体のポートフォリオに対する分散効果を目的とする

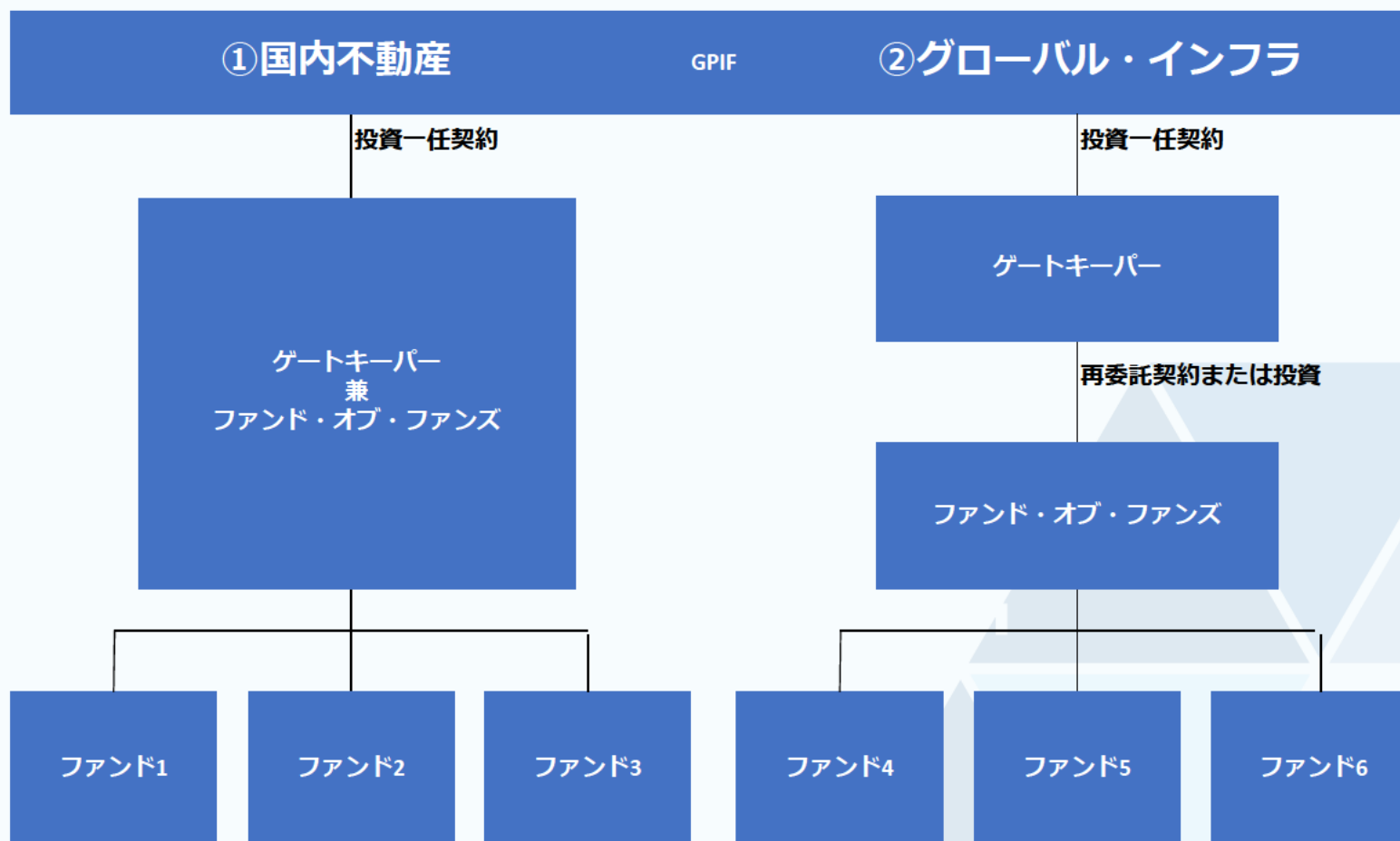
プライベートエクイティ						インフラストラクチャー						不動産					
運用スタイル						運用スタイル						運用スタイル					
グローバル・戦略分散型運用						グローバル・コア型運用						①グローバル・コア型運用 ②ジャパン・コア型運用					
幅広い投資戦略のプライベートエクイティ・ファンドへの分散投資						ブラウンフィールド・コア型のインフラストラクチャー・ファンドを中心とする分散投資						コア型の不動産ファンドを中心とする分散投資					
地域割等						地域割等						地域割等					
グローバル						主に先進国						主に先進国・日本					
	位置 付け	北米	欧州	その他	日本		位置 付け	北米	欧州	その他	日本		位置 付け	北米	欧州	その他	日本
プライベートデット	債券					インフラデット	債券					ノンリコースローン	債券				
ターンアラウンド	株式					ブラウン(安定収入)	債券					コア(債券型)	債券				
バイアウト	株式					ブラウン(変動収入)	株式					コア(株式型)	株式				
グロースエクイティ	株式					グリーンフィールド	株式					バリューアッド	株式				
ベンチャーキャピタル	株式											オポチュニスティック	株式				
上場プライベートエクイティ・ファンド等を 主な投資対象とした運用戦略は公募の対象外						上場インフラファンド等を主な投資対象とした 運用戦略は公募の対象外						上場リートや上場ファンド等を主な投資対象と した運用戦略は公募の対象外					

※地域割について、インフラストラクチャー及びプライベート・エクイティは、グローバルのマンデートで公募を行う一方、

不動産は、日本のマーケット規模が大きいことから、日本とグローバル（日本除く）に分けて公募を行うものとする。

# I. 選定経緯

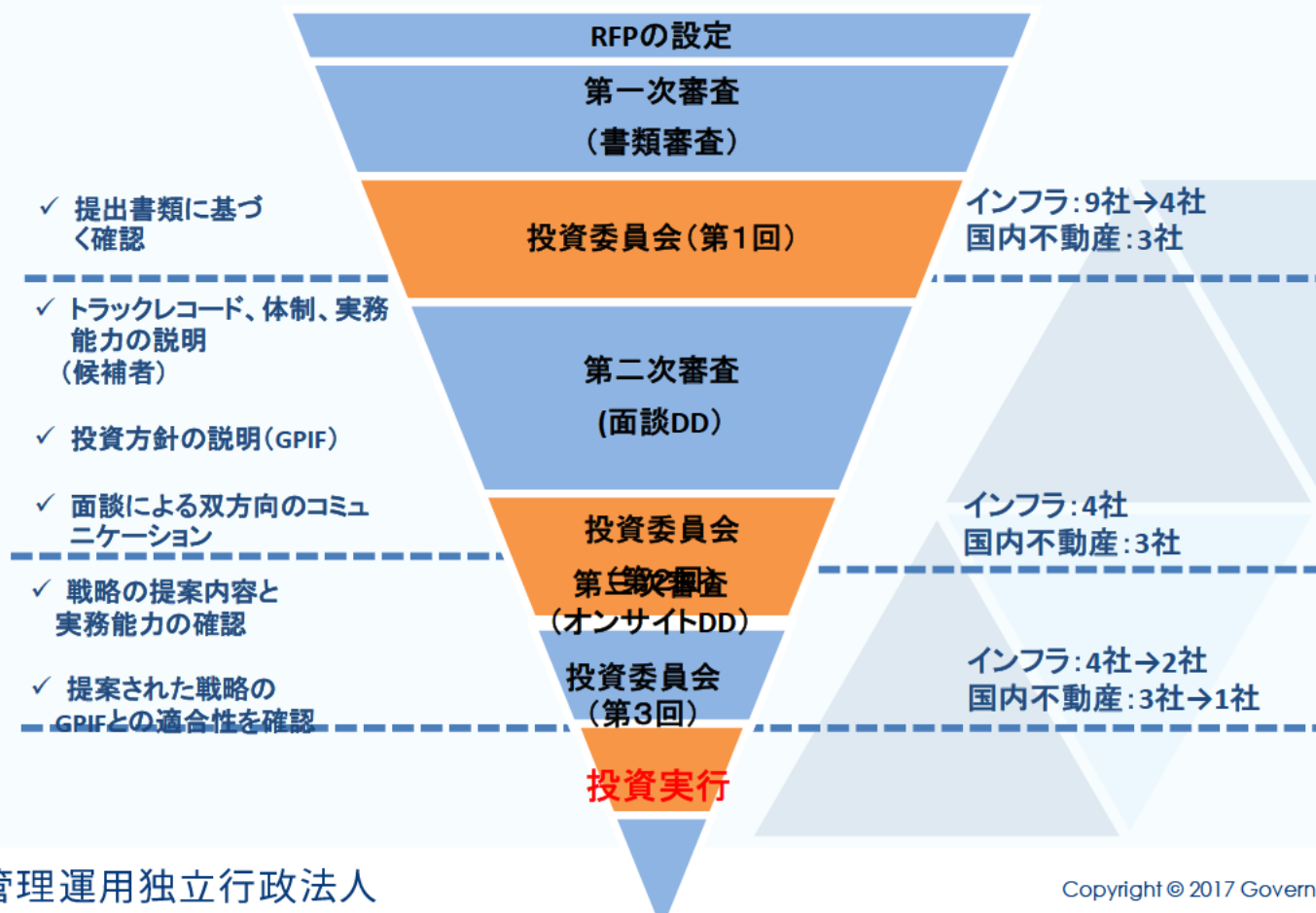
参考：GK/FoFの組み合わせイメージ図



# I. 選定経緯

## 4. 選定経緯：

- ✓ 1次審査：各候補者提出の書類審査。資格要件、審査基準に照らし運用能力、組織体制等評価。
- ✓ 2次審査：主な投資担当者を含めた面談による審査。
- ✓ 3次審査：現地DDによる組織体制面の確認を含めた詳細を審査。投資メモの承認。
- ✓ 上記プロセスを通じ、コンサルタントからの評価も参考。また、リスク管理関連項目についての評価も実施。
- ✓ 公募内容および審査の進捗状況については旧運用委員会へ報告。



## Ⅱ. インフラストラクチャー分野の受託機関の選定理由

### 1. 当法人の総合評価

業務方針に定める総合評価の各項目について、当法人およびコンサルタント2社にて評価。特に、コア型投資戦略を長期にわたり実施する投資方針や運用プロセス、また、組織・人材体制を評価。

定性評価スコア (配点 %)									
投資方針・ 運用プロセス %	ポートフォリオ構築立案・ 実行力	カスタムポートフォリオ構築力 ◎	直接投資による競合関係を懸念を 示すGPが多く実行力に不安 △	GPとのリレーション良好、 セカンダリー・共同投資のディー フロー確保の能力高い ◎	◎	◎	◎	○	
	分析能力	財務モデリング、深度ある案件分析 ◎	Relative Value分析 ◎	共同投資案件含め、迅速な案件評価 ◎	◎	◎	◎	○	
	運用状況、NAV評価の 適切なモニタリング	○	組織的モニタリング体制 ◎	○	◎	◎	◎	◎	
組織・人材 %	事業基盤の安定性	○	オルタナ特化の上場運用会社 ◎	親会社の意向により今後も独立運営なが ら安定した事業基盤を期待 ◎	◎	◎	◎	○	
	堅固な組織体制	○	統計的分析、CROの権限 ◎	○	◎	◎	◎	○	
	カバレッジ	大型から中小GPまで幅広いカバレッジ ◎	業歴の長いFoFマネージャーとして カバレッジは広いが、協働を拒むGPが 増えカバレッジが狭まっている懸念 ○	○	◎	◎	◎	海外拠点なし △	
	投資家とのアラインメント 重視	顧客意向を強く重視 ◎	顧客よりも会社利益を 優先している懸念 ○	GP出資(1%) ◎	◎	◎	◎	○	
スチュワードシップ 責任にかかる取組 %	適切なESG体制、 対応方針	PRI署名、投資プロセスにESG導入 ◎	PRI署名、ESGアセスメントA+ ◎	PRI署名、ESGが投資時の評価項目 ◎	◎	◎	◎	PRI署名、親会社が 本邦インフラESGをリード ◎	
付加価値 サービス %	ナレッジトランスファー	ソリューション構築 ◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	
定量評価スコア (配点 %)									
運用手数料スコア (配点 %)		・考え方は最もアラインした手数料体系 ・手数料率は低い ・(GK)考え方とアラインし水準も低い	・会社利益を優先し柔軟性に欠ける ・手数料水準は非常に高い ・(GK)考え方とアラインも、水準は高め	・考え方はアラインした手数料体系 ・手数料率・水準共に最も低い ・(GK)考え方とアラインし水準も合理的	◎	◎	◎	◎	新たに投資機会を発掘する分野を担う ことを想定、ランニングの水準は低い
3次審査スコア (定性+定量+運用手数料)		優れている	やや劣る	優れている	◎	◎	◎	優れている	

## Ⅱ. インフラストラクチャー分野の受託機関の選定理由

参考：ゲートキーパーの評価

定性評価項目					
投資方針・運用プロセス	運用状況、NAV評価の適切なモニタリング	個別性、長期性への対応が課題 △	独自情報少ない △	社のモニタリング情報 ◎	ファンド投資先企業に及ぶ情報提供 ◎
組織・人材	事業基盤の安定性	○	○	自社のFoF運営可能な陣容 ◎	○
	堅固な組織体制	組織としてインフラSAの取扱いは初 △	○	○	○
スチュワードシップ責任にかかる取組	適切なESG体制、対応方針	○	○	○	UN PRI署名、親会社が本邦インフラESGをリード ◎
運用手数料	考え方のアラインメント、手数料水準	考え方とアラインし、水準も低い ◎	考え方とアライン、水準は比較的高め △	考え方とアライン、水準は合理的 ◎	(FoFを含む) -



## Ⅱ. インフラストラクチャー分野の受託機関の選定理由

### 2. コンサルタント評価と当法人の評価との相違点

コンサルタントによる評価とオルタナティブ投資室との評価が異なる点については、以下の通り。

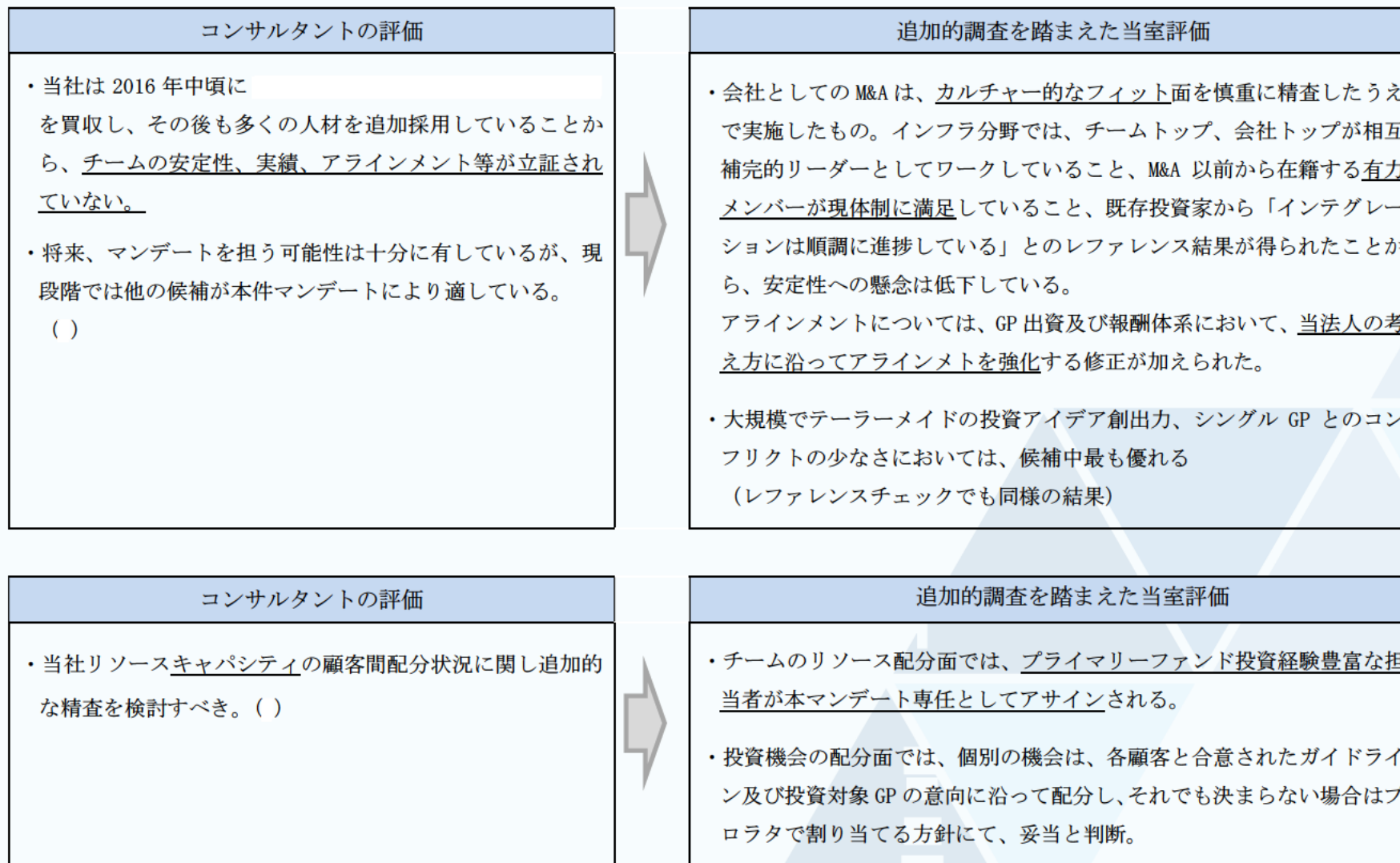
①

コンサルタントの評価	追加的調査を踏まえた当室評価
<ul style="list-style-type: none"> <li>・チームの安定性、実績、アラインメント等の面で、今回の候補の中で最も有力な1社。( )</li> <li>・直接投資分野でより積極的にトップであり続け価値創造に取り組むなど、付加価値向上を図っている。( )</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・報酬体系及び水準において、他候補に比べ、当法人の考え方とのアラインメントが一致しない点が多い。</li> <li>・直接投資分野を有することの影響として、本件マンドートの中核を成すシングルファンドGPの一部へのアクセスが競合への懸念から、制約を受けるおそれがある。 (レファレンスチェックにおいて、GPからの指摘多数あり)</li> </ul>

( ) :  
( ) :

## Ⅱ. インフラストラクチャー分野の受託機関の選定理由

②



尚 については、コンサルタント評価と当室評価は概ね一致。

### Ⅲ. インフラストラクチャー分野の投資マンドート概要

#### 1. マンドート割りのイメージ（詳細は今後協議）

投資戦略	海外コア型インフラ資産へのエクイティ投資						同左デット投資	
	プライマリー		セカンダリー		共同投資		シニア	メザニン
	代表的スキーム							
大型ファンド(*1)	コミングル	SMA	LP持分取得	戦略的投資	プライマリー由来	独自案件		
中小型ファンド(*2)								

(\*1)過去5年間のファンド募集累計額が\$ 以上のGP。直近 誌ランキング 位以上。

(例)

(\*2)同上、\$ 未満。同上ランキング 位以下。

(例)

# Ⅲ. インフラストラクチャー分野の投資マンドート概要

## 2. 投資マンドート概要 ( )

1. ゲートキーパー/FoF マネジャー	<ul style="list-style-type: none"> <li></li> <li></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li></li> <li></li> </ul>																																																																																						
2. 投資対象・戦略	<ul style="list-style-type: none"> <li>● ブラウンフィールド型のインフラストラクチャー・ファンドを中心とした分散投資を、市場環境を踏まえタイムリーかつ効率的に行うことを通じて、安定的なリターンを獲得を目指す。</li> <li>● 少数の優良 GP への大口戦略的投資とミドル中心の GP への分散投資を組み合わせる形でプライマリー投資（エクイティ及びデット）を行い、当該 GP とのリレーションを足掛かりにセカンダリー投資及び共同投資機会を獲得する戦略。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 「コア」インフラ資産への分散投資を実現するため、トップティア GP が運用するプライマリーファンド（エクイティ及びデット）を中心に、戦術的にセカンダリー及び共同投資を組入れたカスタム・ポートフォリオを構築する戦略。</li> </ul>																																																																																						
3. コミットメント金額	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 毎年 億ドル x 回 想定総額上限 億ドル ( 回の合計)</li> <li>● ゲートキーパーは各年度の予算額を投資計画にて定め、重大な点につき当法人の承認を得る。また、投資計画を年度中に大きく変更する場合、当法人の承認を得る。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 毎年 億ドル x 回 想定総額上限 億ドル ( 回の合計)</li> </ul>																																																																																						
4. 投資期間/運用期間	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 運用期間： 年 ( 年 x 回の延長可)</li> <li>● 投資期間：トランシエ毎に 年 ( 年 x 回の延長可)</li> </ul>																																																																																							
5. 目標リターン	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 長期的な目標リターン：ネット IRR [ ] 程度</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 長期的な目標リターン：ネット IRR [ ] 程度</li> </ul>																																																																																						
6. ポートフォリオ・アロケーション (想定)	<table border="1"> <thead> <tr> <th colspan="6">＜リスク・リターン別分類＞</th> <th colspan="6">＜地域別分類＞</th> </tr> <tr> <th rowspan="2">戦略</th> <th rowspan="2">分類</th> <th colspan="2">当法人より提示</th> <th colspan="2">の提案</th> <th rowspan="2">国・地域</th> <th colspan="2">当法人より提示</th> <th colspan="2">の提案</th> </tr> <tr> <th>中心値</th> <th>レンジ</th> <th>提案</th> <th>の提案</th> <th>中心値</th> <th>レンジ</th> <th>提案</th> <th>の提案</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>インフラデット</td> <td>債券</td> <td>[ %]</td> <td>[ %]</td> <td>[ %]</td> <td>[ %]</td> <td>日本</td> <td>[ %]</td> <td>[ %]</td> <td>[ %]</td> <td>[ %]</td> </tr> <tr> <td>ブラウンフィールド(安定収入)</td> <td>債券</td> <td>[ %]</td> <td>[ %]</td> <td>[ %]</td> <td>[ %]</td> <td>北米</td> <td>[ %]</td> <td>[ %]</td> <td>[ %]</td> <td>[ %]</td> </tr> <tr> <td>ブラウンフィールド(変動収入)</td> <td>株式</td> <td>[ %]</td> <td>[ %]</td> <td>[ %]</td> <td>[ %]</td> <td>欧州</td> <td>[ %]</td> <td>[ %]</td> <td>[ %]</td> <td>[ %]</td> </tr> <tr> <td>グリーンフィールド</td> <td>株式</td> <td>[ %]</td> <td>[ %]</td> <td>[ %]</td> <td>[ %]</td> <td>アジア(日本以外)</td> <td>[ %]</td> <td>[ %]</td> <td>[ %]</td> <td>[ %]</td> </tr> <tr> <td></td> <td></td> <td></td> <td></td> <td></td> <td></td> <td>新興国(日本以外)</td> <td>[ %]</td> <td>[ %]</td> <td>[ %]</td> <td>[ %]</td> </tr> </tbody> </table>		＜リスク・リターン別分類＞						＜地域別分類＞						戦略	分類	当法人より提示		の提案		国・地域	当法人より提示		の提案		中心値	レンジ	提案	の提案	中心値	レンジ	提案	の提案	インフラデット	債券	[ %]	[ %]	[ %]	[ %]	日本	[ %]	[ %]	[ %]	[ %]	ブラウンフィールド(安定収入)	債券	[ %]	[ %]	[ %]	[ %]	北米	[ %]	[ %]	[ %]	[ %]	ブラウンフィールド(変動収入)	株式	[ %]	[ %]	[ %]	[ %]	欧州	[ %]	[ %]	[ %]	[ %]	グリーンフィールド	株式	[ %]	[ %]	[ %]	[ %]	アジア(日本以外)	[ %]	[ %]	[ %]	[ %]							新興国(日本以外)	[ %]	[ %]	[ %]	[ %]
＜リスク・リターン別分類＞						＜地域別分類＞																																																																																		
戦略	分類	当法人より提示		の提案		国・地域	当法人より提示		の提案																																																																															
		中心値	レンジ	提案	の提案		中心値	レンジ	提案	の提案																																																																														
インフラデット	債券	[ %]	[ %]	[ %]	[ %]	日本	[ %]	[ %]	[ %]	[ %]																																																																														
ブラウンフィールド(安定収入)	債券	[ %]	[ %]	[ %]	[ %]	北米	[ %]	[ %]	[ %]	[ %]																																																																														
ブラウンフィールド(変動収入)	株式	[ %]	[ %]	[ %]	[ %]	欧州	[ %]	[ %]	[ %]	[ %]																																																																														
グリーンフィールド	株式	[ %]	[ %]	[ %]	[ %]	アジア(日本以外)	[ %]	[ %]	[ %]	[ %]																																																																														
						新興国(日本以外)	[ %]	[ %]	[ %]	[ %]																																																																														

## IV. 国内不動産分野の受託機関の選定理由

### 1. 当法人の総合評価

業務方針に定める総合評価の各項目について、当法人およびコンサルタント2社にて評価。特に、コア型投資戦略を長期にわたり実施する投資方針や運用プロセス、また、組織・人材体制を評価。

定性評価スコア (配点 %)							
投資方針・ 運用プロセス 【 %】	ポートフォリオ構築立案・実行力		△大型マndेट集中リスク		○		△限定された実績とAMユニバース ◎リソース補強、グループ情報
	分析能力		△投資経験の浅いチーム		○		◎詳細で論理的分析
	運用状況、NAV評価の適切なモニタリング		○		○		○
組織・人材 【 %】	事業基盤の安定性		○		○		◎FoFビジネスの位置付け トップのコミットメント
	堅固な組織体制		△対受託マndेट比での 人材リソースの不足		△人材リソースの分散		◎専用チーム人員の経験・知識
	カバレッジ		△短いトラックレコード 浅い大口投資家のアカウント経験		◎豊富な実績		△実績上、用途・地域が限定的 大口投資家のアカウントなし
	投資家とのアラインメント重視		○		○		◎セームポート投資 利益相反回避ルール
スチュワードシップ責任 にかかるとの取組 【 %】	適切なESG体制、対応方針		○		○		○
付加価値 サービス 【 %】	ナレッジトランスファー		○		○		○
コンプライアンス・事務処理体制	-	-	特段の問題なし	-	特段の問題なし	-	特段の問題なし
情報セキュリティ対策	-	-	特段の問題なし	-	特段の問題なし	-	特段の問題なし
定量評価スコア (配点 %)							
運用手数料スコア (配点 %)			・投資家利益に合致した手数料体系。 ・手数料水準は相対的に低い。		・一部、コア不動産投資に合致しない手数料体系。 ・手数料水準は相対的に高い。		・投資家利益、投資方針に合致した手数料体系。 ・手数料水準は最も低い。
3次審査スコア (定性+定量+運用手数料)			やや劣る		優れている		優れている



## IV. 国内不動産分野の受託機関の選定理由

### 2. コンサルタント評価と当法人の評価との相違点

コンサルタントによる評価とオルタナティブ投資室との評価が異なる点については、以下の通り。

①

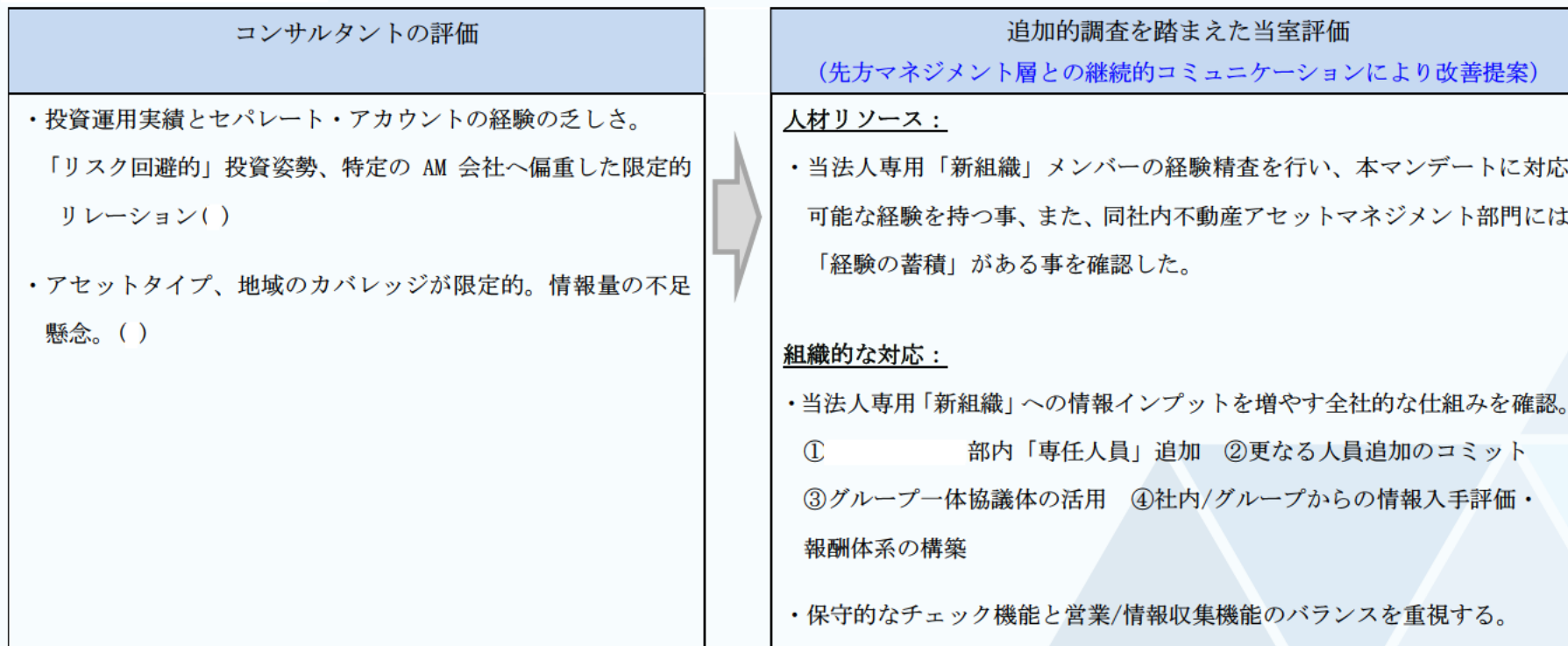
コンサルタントの評価	追加的調査を踏まえた当室評価 (担当者個別インタビュー9回/社、及び業界ヒアリング)
<ul style="list-style-type: none"> <li>・業界随一の投資運用実績と多様な経験、幅広い AM 会社との取引実績によるネットワークの充実、豊富な情報 ( )</li> <li>・広いアセットタイプ、地域のカバレッジ ( )</li> </ul>	<p><u>過去の実績と将来の再現性とのギャップ：</u></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・過去、豊富な実績を上げてきた ( ) の担当者は現在の受託運用部門に残っておらず、チームリーダーと他の担当者の識見、ネットワークのギャップが大きい。</li> </ul> <p><u>当マニデートに対するコミットメント、アラインメント：</u></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・DD 当初より本マニデートの担当者を入れ替える等、体制が流動的である。また、キーマンの関与、利益相反整理についても明確な方針は示されていない。</li> </ul>

( ) :

( ) :

## IV. 国内不動産分野の受託機関の選定理由

②



尚、                    については、コンサルタント評価と当室評価は概ね一致。

# V. 不動産分野の投資マンドート概要

## 投資マンドート概要 ( )

1. 投資対象・戦略	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 不動産（ジャパン・コア型運用）</li> <li>● コア型の不動産ファンドを中心とした分散投資を、市場環境を踏まえタイムリーかつ効率的に行うことを通じて、安定的なリターンの獲得を目指す</li> </ul>																																							
2. コミットメント金額	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 総額 億円（年間の合計）</li> <li>● 原則、毎年 億円を上限とした投資を実施することとし、年度計画において各年度の予算額を定め当法人の承認を得る</li> <li>● 上記投資予算の変更を年度中に行う場合は、当該年度計画の変更につき当法人の承認を得る</li> </ul>																																							
3. 投資期間/運用期間	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 投資期間： 年（当法人の承認により、最長 年まで、投資期間の延長を認める）</li> <li>● 投資期間後の運用期間： 年</li> </ul>																																							
4. 目標リターン	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 長期的な目標トータルリターン：[ ]%程度</li> </ul>																																							
5. ポートフォリオ・アロケーション（想定）	<ul style="list-style-type: none"> <li>● リスク・リターン別分類 <table border="1" data-bbox="739 845 1590 1037"> <thead> <tr> <th>戦略</th> <th>分類</th> <th>中心値</th> <th>レンジ</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>不動産デット</td> <td>債券</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>コア（債券型）</td> <td>債券</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>コア（株式型）</td> <td>株式</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>バリューアッド</td> <td>株式</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>オポチュニスティック</td> <td>株式</td> <td></td> <td></td> </tr> </tbody> </table> <p>※コア（債券型/株式型）は、LTV水準や物件・テナントのクオリティ等で分類される。</p> </li> <li>● アセットタイプ別分類 <table border="1" data-bbox="739 1133 1590 1300"> <thead> <tr> <th></th> <th>中心値</th> <th>レンジ</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>オフィス</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>リテール</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>ロジスティックス</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>その他</td> <td></td> <td></td> </tr> </tbody> </table> <p>※その他：レジデンシャル等</p> </li> <li>● 地域別分類 <p>を中心とした分散投資（アセットタイプ、戦略に応じ協議）</p> </li> </ul>	戦略	分類	中心値	レンジ	不動産デット	債券			コア（債券型）	債券			コア（株式型）	株式			バリューアッド	株式			オポチュニスティック	株式				中心値	レンジ	オフィス			リテール			ロジスティックス			その他		
戦略	分類	中心値	レンジ																																					
不動産デット	債券																																							
コア（債券型）	債券																																							
コア（株式型）	株式																																							
バリューアッド	株式																																							
オポチュニスティック	株式																																							
	中心値	レンジ																																						
オフィス																																								
リテール																																								
ロジスティックス																																								
その他																																								
6. その他（ガバナンス）	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 利益相反が懸念される案件等のうち重要性があるものについては、専門性を持った第三者が投資判断に関与する仕組みを構築し、客観性・透明性を高める。</li> </ul>																																							

## VI. オルタナティブ資産への期待リターン

伝統的資産で用いる政策ベンチマークにオルタナティブ資産特有の非流動性プレミアムを加味してオルタナティブ資産に用いる「期待リターン」を以下のとおり設定する。

伝統資産区分	政策ベンチマーク	① 伝統資産の期待リターン		② 非流動性プレミアム	③ 各代替区分の期待リターン(①+②)	
		市場基準ケース	経済中位ケース		市場基準ケース	経済中位ケース
国内債券代替	BPI (除く ABS)					
国内株式代替	TOPIX 配当込					
外国債券代替 (インフラ <sup>①</sup> )	Citigroup WGBI					
外国債券代替	Citigroup WGBI					
外国株式代替	MSCI ACWI					

グローバル・インフラストラクチャー/国内不動産について、各マネジャーから提案された投資計画（債券型/株式型）の配分に応じて上記③を加重平均し、下記のとおり「期待リターン」を計算の上、マネジャーからの提案による目標リターンと比較した。

マネジャー名 (投資計画)	全体期待リターン			マネジャー提案 目標リターン
	市場基準ケース	経済中位ケース		
➤			⇔	% (Net IRR)
➤			⇔	% (Net IRR)
➤			⇔	% (Net IRR)

※インフラのNet IRRはFoFフィー控除後、GKフィー控除前  
不動産はGK・FoFフィー控除後

いずれの目標リターンも「経済中位ケースをもとにした」期待リターンは下回るが、今般の投資計画開始に当たっては、投資後のインカム及びキャピタルリターンの伸びを抑制的に見ていること及び伝統的資産に対する分散効果が期待出来ることに鑑み、許容可能な水準であると思料した。



# 参考資料1. 運用リスク管理フレームワーク

## 役割

<マネジャー選定・投資実行まで投資委員会で2回の審議を受ける多層的プロセス>

	オルタナティブ投資室	運用リスク管理室	その他
RFP の設定	▶ DDQ 作成	▶ DDQ の運用リスク管理 項目案のレビュー	-
第一次審査 (書類審査)	▶ DD 実施 ▶ ショートリスト作成	▶ ショートリスト先の運用 リスク管理項目のレビュー	-
第二次審査 (面談 DD)	▶ DD 実施	▶ 面談 DD の運用リスク管理 項目のレビュー	-
投資委員会 (第一回)	▶ DD 実施結果等の報告	▶ 確認すべきリスク管理項目 の指摘	-
第三次審査 (オンサイト DD)	▶ DD 実施、契約条件・ フィーの交渉等	▶ オンサイト DD の運用リス ク管理項目のレビュー	▶ 法務・税務・会計等の リスクを検証
投資委員会 (第二回)	▶ DD 実施結果等の報告	▶ リスク評価と軽減策の検証	-
運用委員会	▶ ゲートキーパー/ファンド・オブ・ファンズの選定の報告		

✓ 提出書類に  
基づく確認

✓ トラックレコード、体制、  
実務能力の説明  
(候補者)

✓ 投資方針の説明  
(GPIF)

✓ 面談による双方向の  
コミュニケーション

✓ 戦略の提案内容と  
実務能力の確認

✓ 提案された戦略の  
GPIFとの適合性を確認



<複数の部署における牽制がきいたガバナンス体制に基づくモニタリング>

	オルタナティブ投資室	運用リスク管理室	その他
担当部署	▶ モニタリングの実施	▶ 運用リスク管理項目案及び実施内容のレビュー ▶ オルタナティブ投資全体・資産全体パフォーマンス及び運用リスクのモニタリング	
運用リスク管理 委員会	▶ オルタナティブ投資全体・資産全体のパフォーマンス及び運用リスクのモニタリング		
投資委員会	▶ ゲートキーパー/ファンド・オブ・ファンズを評価の上、更新・解約等の審議		
運用委員会	▶ ゲートキーパー/ファンド・オブ・ファンズの選定状況の報告 ▶ 投資先の状況の報告 ▶ パフォーマンス、リスクの状況の報告 (原則四半期毎)		

▶ 定期的に運用リスク管理関連項目のチェックを実施するとともに、必要に応じて、適切な対応を取ることを想定している。

- ・ パフォーマンスの変動が大きい先：「」として、関連部署が共同して要因分析を実施
- ・ 問題のある先：「」として、関連部署が共同して対応策を検討



## 参考資料2. 中期計画終了時の時価総額予測

### 中期計画終了時（2020年3月末）の時価総額予測

現在のマーケット状況、投資機会を勘案した、マネージャーからの投資積み上げ見込みに基づき、残高を試算。  
基本ポートフォリオ上の資産区分における、中期計画終了時点で見込まれる本投資の残高内訳は以下のとおり。

	インフラストラクチャー	国内不動産	合計
国内債券代替			
国内株式代替			
外国債券代替			
外国株式代替			
合計			

※インフラストラクチャーおよび不動産を含むオルタナティブ資産については、投資戦略毎に基本ポートフォリオ上の債券代替・株式代替のいずれかに区分。詳細は別紙1参照。

※インフラストラクチャーは2017年9月末の米ドル為替レート112.565で円換算

## 公募開始時の説明会資料より抜粋

### 1. GPIFにおけるオルタナティブ投資、及びその手法についての考え方

▶ オルタナティブ投資に期待する効果

- ▶ 伝統的な投資対象である上場株式、債券等とは異なるリスク・リターン特性を持ったオルタナティブ投資をポートフォリオに組み入れることにより、分散投資による効率性の向上
- ▶ 投資手法についての考え方(2016年10月実施企画競争入札「オルタナティブ資産への投資に係るコンサルティング業務」における業務内容説明より)
  - (1) ゲートキーパー/FoF投資
  - (2) 機関投資家との共同投資
  - (3) 個別ファンド投資
- ▶ 今回は、(1)のゲートキーパー/FoF形態での投資を行うための公募  
((2)、(3)については、今後の環境整備、体制の更なる拡充等を踏まえ検討予定)

(ご参考：GPIFにおける、オルタナティブ資産の基本ポートフォリオ上の位置付け（中期計画より抜粋）)

“運用体制の整備に伴い管理・運用されるオルタナティブ資産（インフラストラクチャー、プライベートエクイティ、不動産その他運用委員会の議を経て決定するもの）は、リスク・リターン特性に応じて国内債券、国内株式、外国債券及び外国株式に区分し、資産全体の5%を上限とする。”

## 2. 今回の公募内容

- ▶ GPIF専用のセパレート・アカウント形態のFoF設定による、オルタナティブ資産に係るマルチ・マネジャー運用戦略を行う運用機関の選定
- ▶ 対象資産クラス、運用スタイル
  - (1) プライベート・エクイティ: グローバル・戦略分散型運用
  - (2) インフラストラクチャー: グローバル・コア型運用
  - (3) 不動産: ①グローバル・コア型運用, ②ジャパン・コア型運用
  - ※ 投資対象地域、戦略については、範囲を限定して応募することも可能
  - ※ 上場ファンド等を主な投資対象とする運用戦略は対象外
  - ※ コア型の定義: 安定的なインカムの獲得を主な目的とした運用戦略
- ▶ 公募方法: 応募期限を設けないマネジャー・エントリー(オルタナティブ資産)制度による(随時応募可能)  
審査は平成29年6月1日より実施

プライベート・エクイティ(PE)						インフラストラクチャー						不動産					
・グローバル、全戦略を対象としたマニデートを基本形態と想定						・同左。						・地域について、日本とグローバルに分割					
戦略	位置付け	北米	欧州	その他	日本	戦略	位置付け	北米	欧州	その他	日本	戦略	位置付け	北米	欧州	その他	日本
プライベート・デット	債券					インフラ・デット	債券					不動産デット	債券				
バイアウト	株式					コア	債券					コア	債券				
グロース・キャピタル	株式					オポチュニスティック	株式					オポチュニスティック	株式				
ベンチャー・キャピタル	株式					バリュー・アッド	株式					バリュー・アッド	株式				



## 2. 今回の公募内容(続き)

### ▶ 応募資格

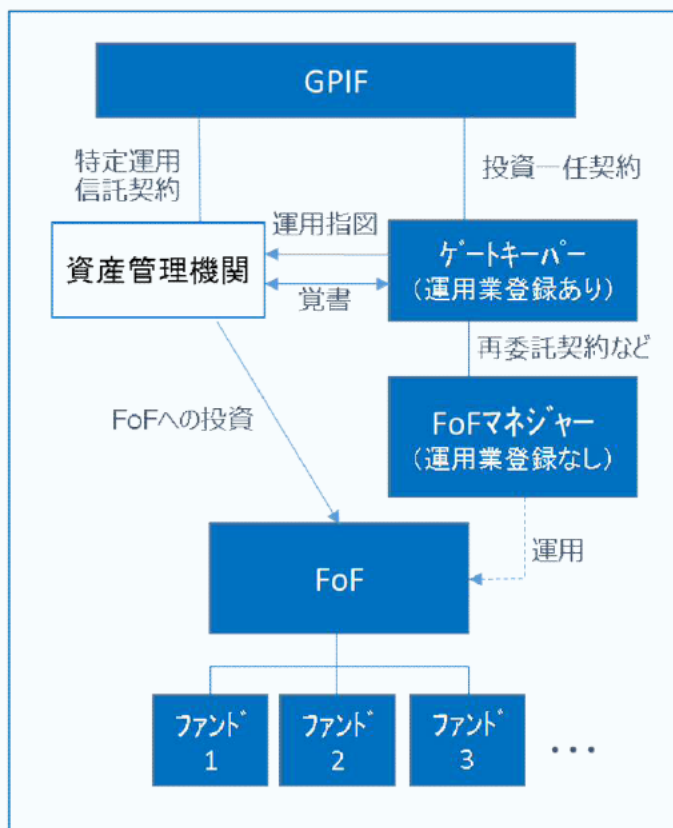
項目	資格要件
投資運用業の登録	「金融商品取引法」(昭和23年法律第25号)に基づく投資運用業としての登録を行っており、投資業務を行うことができること。実質的投資判断が他の法人で行われている運用機関にあつては、再委託先の法人が運用拠点のある国の監督当局から必要な認可等を受けていること、又は当該国の法令等に基づく登録・届出等を行っていること。
運用資産残高	国内外の直近の年金運用資産残高(投資一任契約、単独運用指定信託契約等)がグループ(注1)全体で1,000億円以上(これに満たない場合は、機関投資家(金融機関、大学基金等)からの受託残高を加えて1,000億円以上)であること。 ただし、実質的投資判断が他の法人で行われている運用機関にあつては、再委任先の法人が属するグループ(注2)について同様の基準とする。 (注1) 連結財務諸表原則に基づく連結財務諸表を提出する会社、子会社及び関連会社から構成される企業グループであつて、応募運用機関を含みます。 (注2) 運用拠点のある国の会計基準による連結財務諸表の対象となる会社、子会社及び関連会社から構成される企業グループであつて、当該再委託先の法人を含みます。
応募資産クラスの資産残高・運用実績	応募プロダクトの運用実績(セパレート・アカウント、アドバイザーを含む。)が原則として5年以上あり、かつ、直近の運用資産残高が原則として300億円以上であること。 ただし、実質的投資判断が他の法人で行われている運用機関にあつては、再委任先について同様の基準とする。
再々委託の禁止	実質的投資判断が他の法人で行われている運用機関にあつては、実質的投資判断が再委託先の法人内部で行われているものに限る(再々委託は不可)。
不適當行為	グループ内において、直近3年以内に資金運用業務に関し著しく不適當な行為をしていないこと。実質的投資判断が他の法人で行われている運用機関にあつては、再委託先のグループについても同様とする。

※ 応募資格を満たさない場合でも、情報提供は受け付け。

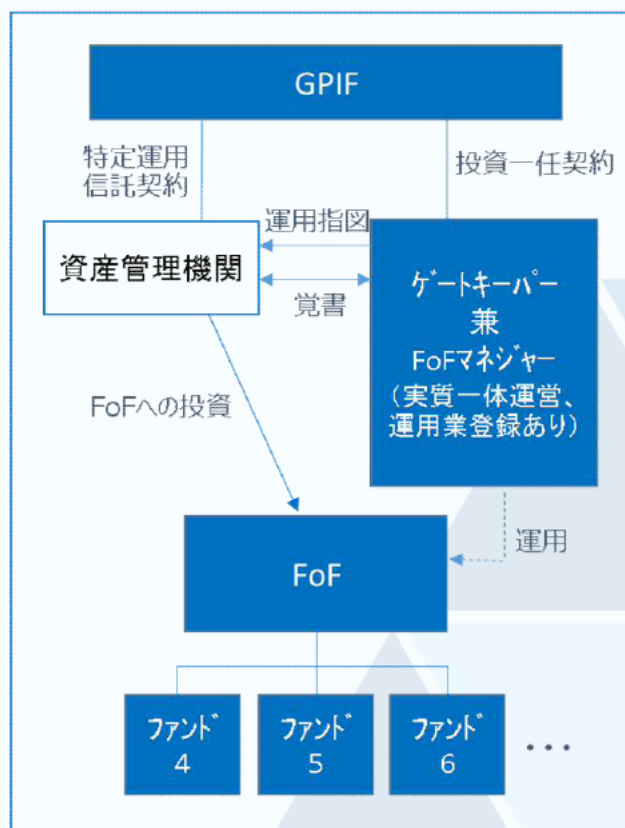
## 3. 運用機関への役割期待

(1) マルチ・マネジャー運用戦略におけるゲートキーパー/FoFマネジャーとの取引形態のイメージ図

<パターン1>



<パターン2>

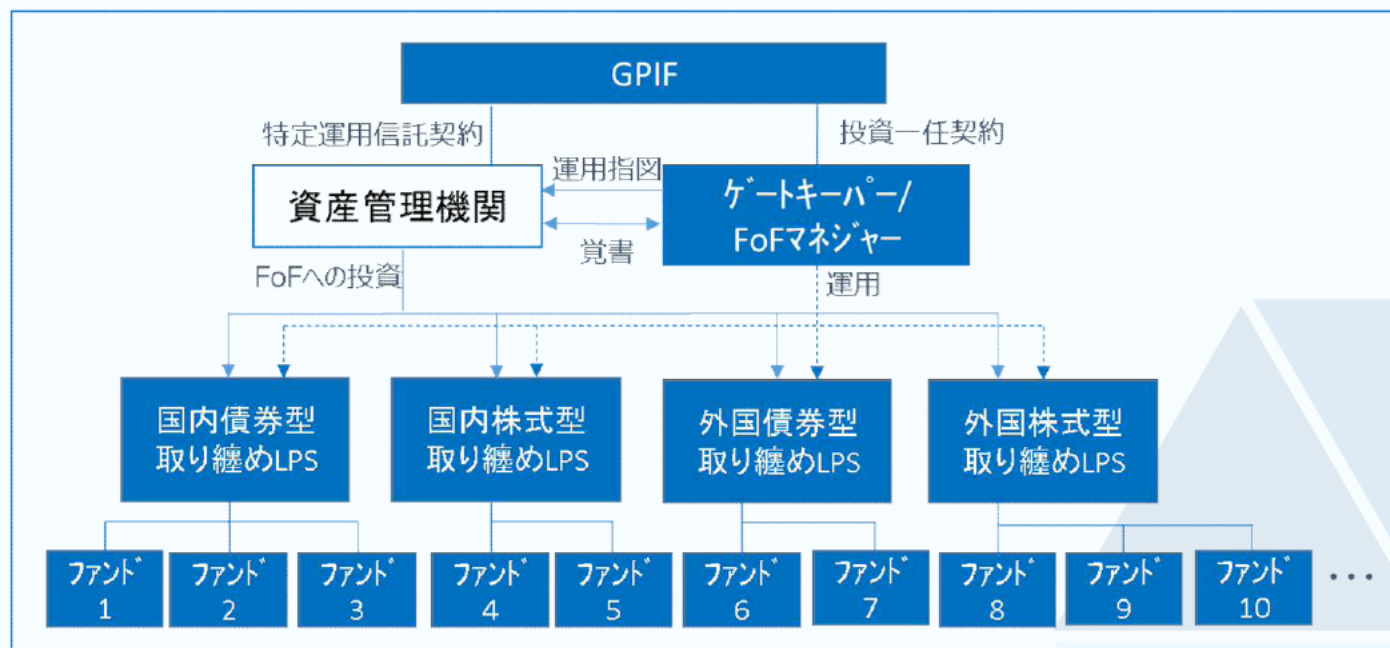


- ✓ <パターン1>運用業登録のあるゲートキーパーと、公募対象となるプロダクトの運用実績はあるものの、運用業登録がないFoFのマネジャーが共同で応募  
(例：運用業登録のある本邦投資顧問会社と海外FoFマネジャーのペア)
- ✓ <パターン2>公募対象となるプロダクトの運用実績があり、運用業登録のある本邦信託銀行、投資顧問会社や外資系運用会社が単独で応募
- ✓ <情報提供について>優れた運用能力を持つ運用機関の情報を幅広く収集する観点より、共同で応募する相手のない海外FoFのマネジャー等からの「情報提供」を受け付け



## 3. 運用機関への役割期待(続き)

- ▶ グローバル・マニデートにおけるゲートキーパーへの管理面のお願い (例:プライベート・エクイティ分野のグローバル・戦略分散型運用の場合)
  - GPIFにおけるオルタナティブ資産の位置付け(リスク・リターン特性に応じ基本ポートフォリオ上の四資産のいずれかに位置付ける(P.3参照))のため、以下のような、資産区分に応じたピークル(LPSなど)の設定を想定



### (2)ゲートキーパーに期待する役割:

- 投資前 :善管注意義務によるFoFマネジャーのDD、GPIFに最適なセパレートアカウントの設定、資産管理機関とのコミュニケーション
- 投資開始以降 :FoFマネジャーと連携した、各取り纏めLPSの運営事務(キャピタル・コール、配当対応等含めたキャッシュマネジメント、モニタリング(パフォーマンス分析、時価の妥当性チェック含む)、レポートイング)

### 3. 運用機関への役割期待（続き）

#### (3) FoFマネジャーに期待する役割

- 投資前 : GPIFにおける投資原則やガイドラインを踏まえた、ポートフォリオ戦略、配分計画の立案、及び実施
- 投資実行時 : 投資案件(個別ファンド)のソーシング、DD、条件交渉、ストラクチャリングなど
- 投資開始以降 :
  - 投資先ファンドのモニタリング、パフォーマンス分析、
  - リスク管理、
  - 時価の妥当性チェック
  - 定期レポートニング
  - 会計、税務、法務対応
  - ナレッジトランスファー、
  - GPとのリレーション構築サポート、etc.

## 参考資料3. 公募開始時の説明会資料抜粋

### 3. 運用機関への役割期待(続き)

(参考:「求めるプロダクトの概要」)

	プライベート・エクイティ	インフラストラクチャー	不動産
1.投資目標	市場環境を踏まえて効率的に行う分散投資を通じた、 <u>リスク調整後リターン</u> の向上	市場環境を踏まえて効率的に行う分散投資を通じた、 <u>安定的なリターン</u> の獲得	市場環境を踏まえて効率的に行う分散投資を通じた、 <u>安定的なリターン</u> の獲得
2.投資戦略	(1) 戦略 多様な投資戦略のプライベート・エクイティ・ファンドへの分散投資  (2) 地域 グローバル分散投資	(1) 戦略 ブラウンフィールド・コア型のインフラストラクチャー・ファンドを中心とする分散投資  (2) 地域 グローバル分散投資 主に先進国	(1) 戦略 コア型の不動産ファンドを中心とする分散投資  (2) 地域 グローバル分散投資 ・主に先進国(除く日本) ・日本
3.FoFの投資先	対象:インフラ・不動産資産/未上場企業のエクイティまたはデットへの投資を目的とした非上場ファンド ①マネジャー、ビンテージ等の分散に留意する ②ESGに関して、適切な取組を行っていることを確認する 手法:プライマリー投資及びセカンダリー投資		
4.レバレッジ	FoFにおいて、リターンの向上を企図したレバレッジの利用は認めない。(キャッシュ・マネジメント上必要となる短期借入は認める。)投資先ファンドにおいては過度な借入が行われないこと、また借入先及び満期の分散に留意する。		
5.投資スキーム	法制度、税制度及び会計制度等に従った適切であるもの		
6.情報開示	GPIFの求める情報開示の水準を満たすもの		
7.パフォーマンス評価	内部収益率、キャッシュイールド等を用いて、目標に対する超過収益率により評価		

## 4. 今後のスケジュール

- ▶ エントリー書類、情報提供書類は随時受付
  - 必要に応じて面談を実施(注:公平性、情報管理の維持を前提に運用機関との面談は継続)
- ▶ エントリー書類の審査は6月1日より実施予定(以降、随時実施)
  - 選定期間は未定
- ▶ 審査基準:GPIFの業務方針、「第5運用受託機関の選定及び評価等に関する事項、4. 総合評価の方法」ご参照

### ▶ 審査プロセス



※ 審査過程にはコンサルタント(ラッセル・インベストメント(株)およびタワーズワトソン・インベストメント・サービス(株))によるDDを含む