

## 【表紙】

【提出書類】	有価証券報告書
【提出先】	関東財務局長
【提出日】	2023年6月30日
【計算期間】	第1期（自 2022年3月31日 至 2022年12月31日）
【ファンド名】	ノムラ・ファンド・セレクト - ブラックストーン・リアルエステート・インカム・トラスト・ファンド （Nomura Fund Select - Blackstone Real Estate Income Trust Fund）
【発行者名】	グローバル・ファンズ・トラスト・カンパニー （Global Funds Trust Company）
【代表者の役職氏名】	取締役 フランソワ・ジョン （Francois John, Director）
【本店の所在の場所】	ケイマン諸島、KY1-1104、グランド・ケイマン、 ウグランド・ハウス、私書箱309 （PO Box 309, Ugland House, Grand Cayman KY1-1104, Cayman Islands）
【代理人の氏名又は名称】	弁護士 大西信治
【代理人の住所又は所在地】	東京都千代田区丸の内二丁目6番1号 丸の内パークビルディング 森・濱田松本法律事務所
【事務連絡者氏名】	弁護士 大西信治
【連絡場所】	東京都千代田区丸の内二丁目6番1号 丸の内パークビルディング 森・濱田松本法律事務所
【電話番号】	03（6212）8316
【縦覧に供する場所】	該当事項はありません。

（注1）アメリカ合衆国ドル（以下「米ドル」といいます。）の円貨換算は、2023年4月28日現在の株式会社三菱ＵＦＪ銀行の対顧客電信売買相場の仲値である、1米ドル＝134.13円によります。

（注2）ファンドは、ケイマン諸島の法律に基づいて設立されていますが、ファンド証券は、米ドル建のため以下の金額表示は別段の記載がない限り米ドル貨をもって行います。

（注3）本書の中で金額および比率を表示する場合、適宜の単位に四捨五入している場合があります。したがって、合計の数字が一致しない場合があります。また、円貨への換算は、本書の中でそれに対応する数字につき所定の換算率で単純計算のうえ、必要な場合四捨五入してあります。したがって、本書中の同一情報につき異なった円貨表示がなされている場合もあります。

（注4）本書の中で計算期間（以下「会計年度」ともいいます。）とは、毎年1月1日に始まり12月31日に終了する1年をいいます。ただし、第1計算期間とは、2022年3月31日から2022年12月31日までの期間を指します。

## 第一部【ファンド情報】

### 第1【ファンドの状況】

#### 1【ファンドの性格】

##### (1)【ファンドの目的及び基本的性格】

ノムラ・ファンド・セレクト（以下「トラスト」といいます。）は、ケイマン諸島の法律の下、受託会社と管理会社の間で締結された2012年6月8日付基本信託証書（2015年6月10日付変更証書により変更済）（以下「基本信託証書」といいます。）に基づき設立されました。

ノムラ・ファンド・セレクト - ブラックストーン・リアルエステート・インカム・トラスト・ファンド（以下「ファンド」といいます。）は、受託会社と管理会社の間で締結された2022年2月9日付補遺信託証書（以下「補遺信託証書」といい、「基本信託証書」と併せて「信託証書」と総称します。）に基づき設立されました。

ファンドにおける信託金の限度額の定めはありません。

ファンドの投資目的は、安定的なインカムとキャピタル・ゲインの獲得を目指すことです。

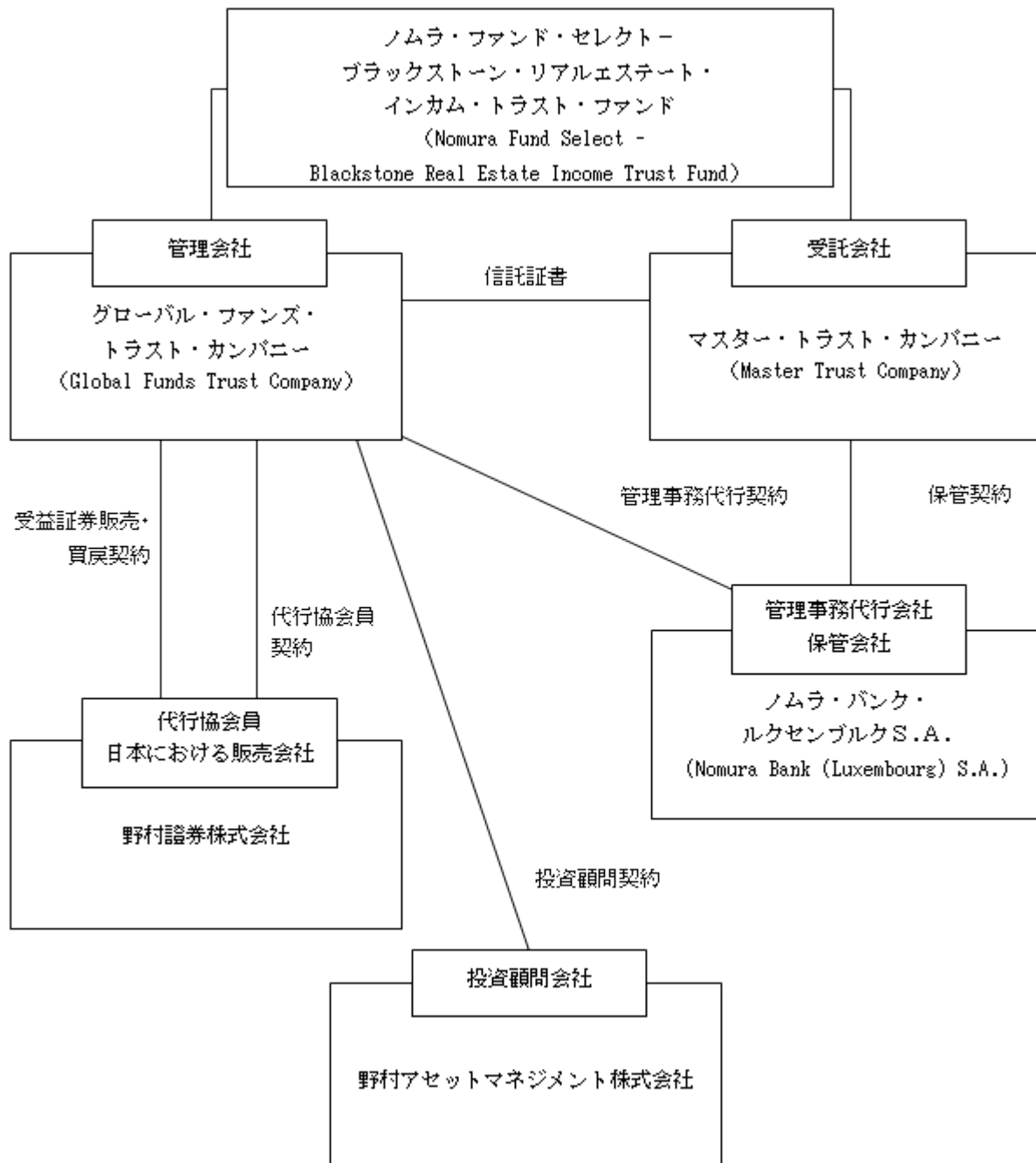
ファンドは、主にブラックストーン・リアルエステート・インカム・トラスト・インク（Blackstone Real Estate Income Trust Inc.）が発行するクラス 普通投資証券に投資することにより、その目的の達成を目指します。

##### (2)【ファンドの沿革】

1998年2月27日	管理会社の設立
2012年6月8日	基本信託証書の締結
2015年6月10日	基本信託証書の変更証書の締結
2022年2月9日	補遺信託証書の締結
2022年3月31日	ファンドの運用開始（設定日）

## ( 3 ) 【ファンドの仕組み】

## ファンドの仕組み



## 管理会社とファンドの関係法人の名称、ファンドの運営上の役割および契約等の概要

名称	ファンド運営上の役割	契約等の概要
グローバル・ファンズ・トラスト・カンパニー (Global Funds Trust Company)	管理会社	信託証書を受託会社と締結。ファンド資産の運用、管理、ファンド証券の発行、買戻しならびにファンドの償還について規定しています。
マスター・トラスト・カンパニー (Master Trust Company)	受託会社	信託証書を管理会社と締結。ファンド資産の運用、管理、ファンド証券の発行、買戻しならびにファンドの償還について規定しています。
ノムラ・バンク・ルクセンブルク S.A. (Nomura Bank (Luxembourg) S.A.)	管理事務代行会社 保管会社	2022年2月9日に管理会社との間で管理事務代行契約（注1）を締結。ファンドの管理事務代行業務について規定しています。また、2022年2月9日に受託会社との間で保管契約（注2）を締結。ファンドに対する保管業務の提供について規定しています。
野村アセットマネジメント株式会社	投資顧問会社	2022年2月9日に管理会社との間で投資顧問契約（注3）を締結。ファンド資産の投資および再投資に関する投資顧問業務の提供について規定しています。
野村證券株式会社	代行協会員 販売会社	2022年3月16日付で管理会社との間で代行協会員契約（注4）を締結。代行協会員業務について規定しています。また、2022年3月16日付で管理会社との間で受益証券販売・買戻契約（注5）を締結。ファンド証券の販売業務・買戻しの取次業務について規定しています。

（注1） 管理事務代行契約とは、管理会社によって任命された管理事務代行会社が計算および評価ならびにその他の管理事務代行業務をファンドに提供することを約する契約です。

（注2） 保管契約とは、受託会社によって任命された保管会社が、ファンドに対し保管業務を提供することを約する契約です。

（注3） 投資顧問契約とは、管理会社によって任命された投資顧問会社が、ファンド資産の投資および再投資に関する投資顧問業務を提供することを約する契約です。

（注4） 代行協会員契約とは、管理会社によって任命された代行協会員が、ファンド証券に関する目論見書、運用報告書の送付およびファンド証券1口当たり純資産価格の公表等を行うことを約する契約です。

（注5） 受益証券販売・買戻契約とは、管理会社によって任命された販売会社が、日本における募集の目的で管理会社から交付を受けたファンド証券を日本の法令・規則および目論見書に準拠して販売することを約する契約です。

## 管理会社の概況

## （ ）設立準拠法

管理会社は、ケイマン諸島において設立された有限責任会社です。

## （ ）事業の目的

管理会社の事業目的は、ケイマン諸島の法律に抵触しない範囲において、いかなる制約も受けません。

## （ ）資本金の額

2023年4月末日現在の資本金の額は50万ユーロ（約7,402万円）です。

（注）円貨換算は、2023年4月28日現在の株式会社三菱UFJ銀行の対顧客電信売買相場の仲値である、1ユーロ＝148.04円によります。

定款およびケイマン諸島会社法（改正済）に定める以外に、管理会社が発行する株式数の上限に関する制限はありません。

## （ ）会社の沿革

1998年2月27日設立

## （ ）大株主の状況

（2023年4月末日現在）

名称	所在地	所有株式数	比率
----	-----	-------	----

ノムラ・バンク・ルクセンブルク S.A. (Nomura Bank (Luxembourg) S.A.)	ルクセンブルグ大公国 エスペランジュ ガスベリッシュ通り33番 A棟 (Bâtiment A 33, rue de Gasperich L- 5826 Hesperange, Grand Duchy of Luxembourg)	50,000株	100%
--	--	---------	------

#### (4) 【ファンドに係る法制度の概要】

##### 準拠法の名称

ファンドには、ケイマン諸島の信託法(改正済)(以下「信託法」といいます。)が適用されるほか、ケイマン諸島のミューチュアル・ファンド法(改正済)(以下「ミューチュアル・ファンド法」といいます。)の規制も受けます。

##### 準拠法の内容

##### (a) 信託法

ケイマン諸島の信託法は、基本的には英国の信託法に従っており、英国における信託法および信託に関する判例法のほとんどの部分を採用しています。さらに、ケイマン諸島の信託法は、英国の1925年受託者法を実質的に基礎としています。投資者は、受託会社に対して資金を払い込み、投資者の利益のために投資運用会社が運用する間、受託会社は、一般的に保管者としてこれを保持します。各受益者は、信託資産の持分比率に応じた権利を有します。

受託会社は、通常の忠実義務に服し、かつ受益者に対して説明の義務を負います。その職務、義務および責任の詳細は、信託証書に記載されます。

大部分のユニット・トラストは、また、免税信託として登録申請されます。その場合、ケイマン諸島の居住者またはケイマン諸島を本拠地とする者を(限られた一定の場合を除きます。)受益者とししない旨宣言した受託会社の法定の宣誓書および信託証書が登録料と共に信託登記官に届出されます。

免税信託の受託会社は、受託会社、受益者、および信託財産が50年間課税に服さない旨の保証を取得することができます。

信託は、150年まで存続することができ、一定の場合には、無期限に存続できます。

免税信託は、信託登記官に対して、当初手数料および年次手数料を支払わなければなりません。

##### (b) ミューチュアル・ファンド法

後記「(6) 監督官庁の概要」を参照のこと。

#### (5) 【開示制度の概要】

##### ケイマン諸島における開示

##### (a) ケイマン諸島金融庁への開示

トラストは英文目論見書を発行しなければなりません。英文目論見書は、受益証券についてすべての重要な内容を記載し、投資しようとする者がトラストに投資するか否かについて十分な情報に基づく決定をなし得るために必要なその他の情報を記載しなければなりません。英文目論見書は、トラストについての詳細を記載した申請書とともにケイマン諸島金融庁(以下「CIMA」といいます。)に提出しなければなりません。

トラストは、CIMAが承認した監査人を選任し、会計年度終了後6か月以内に監査済会計書類を提出しなければなりません。監査人は、監査の過程においてトラストに以下に掲げるいずれかの事由があると信ずべき理由があることを知ったときは、CIMAに報告する法的義務を負います。

- ・ 弁済期に義務を履行できないか、または履行できないことが見込まれること。
- ・ 投資者または債権者の利益を害する方法でその事業を遂行している、もしくは遂行することを意図している、または任意解散を行おうとしていること。
- ・ 会計を適切に監査し得る程度に十分な会計記録を備置せずに事業を遂行している、または遂行することを意図していること。
- ・ 詐欺的または犯罪的な方法で事業を遂行している、または遂行しようとして意図していること。
- ・ ミューチュアル・ファンド法もしくはそれに基づいて定められた規則、金融当局法(改正済)、マネー・ロンダリング防止規則(改正済)または免許の条件を遵守せずに、事業を遂行している、または遂行しようとして意図していること。

トラストの監査人は、プライスウォーターハウスクーパース ケイマン諸島です。

##### (b) 受益者に対する開示

ファンドの会計年度は毎年12月31日に終了します。ルクセンブルグで一般に公正妥当と認められた会計原則に基づき、監査済決算書が作成され、原則として、各会計年度の末日から180日以内に受益者に送付されます。

## 日本における開示

## (a) 監督官庁に対する開示

## ( ) 金融商品取引法上の開示

管理会社は、日本における1億円以上の受益証券の募集をする場合、有価証券届出書を関東財務局長に提出しなければなりません。投資者およびその他希望する者は、金融商品取引法に基づく有価証券報告書等の開示書類に関する電子開示システム（EDINET）等において、これを閲覧することができます。

受益証券の販売会社は、交付目論見書（金融商品取引法の規定により、あらかじめまたは同時に交付しなければならない目論見書をいいます。）を投資者に交付します。また、投資者から請求があった場合は、請求目論見書（金融商品取引法の規定により、投資者から請求された場合に交付しなければならない目論見書をいいます。）を交付します。

管理会社は、ファンドの財務状況等を開示するために、ファンドの各会計年度終了後6か月以内に有価証券報告書を、また、ファンドの各半期終了後3か月以内に半期報告書を、さらに、ファンドに関する重要な事項について変更があった場合にはその都度臨時報告書を、それぞれ、財務省関東財務局長に提出します。投資者およびその他希望する者は、これらの書類を、EDINET等において閲覧することができます。なお、代行協会員は、日本証券業協会に外国証券の選別基準に関する確認書を提出しています。

## ( ) 投資信託及び投資法人に関する法律上の開示

管理会社は、受益証券の募集の取扱い等が行われる場合、あらかじめ、投資信託及び投資法人に関する法律（以下「投信法」といいます。）に従い、ファンドに係る一定の事項を金融庁長官に届け出なければなりません。また、管理会社は、ファンドの信託証書を変更しようとするとき等においては、あらかじめ、変更の内容および理由等を金融庁長官に届け出なければなりません。さらに、管理会社は、ファンドの資産について、ファンドの各計算期間終了後、投信法に従って、一定の事項につき交付運用報告書および運用報告書（全体版）を作成し、遅滞なく金融庁長官に提出しなければなりません。

## (b) 日本の受益者に対する開示

管理会社は、信託証書を変更しようとする場合であってその変更の内容が重大なものである場合等においては、あらかじめ、日本の知れている受益者に対し、変更の内容および理由等を書面をもって通知しなければなりません。

管理会社からの通知等で受益者の地位に重大な影響を及ぼす事実は、販売会社を通じて日本の受益者に通知されます。

上記のファンドの交付運用報告書は、日本の知れている受益者に交付され、運用報告書（全体版）は代行協会員のホームページにおいて提供されます。

## (6) 【監督官庁の概要】

トラストは、ミューチュアル・ファンド法に基づくミューチュアル・ファンドとして規制されています。CIMAは、ミューチュアル・ファンド法の遵守を確保するための監督権限および執行権限を有します。ミューチュアル・ファンド法に基づく規則により、法定の事項および監査済決算書を毎年CIMAに対して提出しなければなりません。

規制された投資信託であることから、CIMAはいつでも受託会社にファンドの決算書の監査を行い、これをCIMAが定める期限内に提出するよう指示することができます。かかる指示に従わない場合、受託会社に相当額の罰金が科されることがあるほか、CIMAは裁判所にファンドの解散を請求することができます。

CIMAは、以下の場合には、一定の措置を講じることができます。

- ・規制された投資信託がその義務を履行できなくなる可能性がある場合、また投資者や債権者の利益を害する方法で事業を遂行している、もしくは遂行することを意図している、または任意解散を行おうとしている場合
- ・規制された投資信託の監督および運営が適切な方法で行われていない場合
- ・規制された投資信託のマネージャーの地位を有する者が、当該地位に不適切な者である場合

CIMAの権限には、受託会社の交代を要求すること、ファンドの適切な業務遂行について受託会社に助言を与える者を任命すること、または、ファンドの業務監督者を任命すること等が含まれます。CIMAは、その他の権限（その他の措置の承認を裁判所に申請する権限を含みます。）も行使することができます。

## 2 【投資方針】

## (1) 【投資方針】

## 投資目的および投資方針

ファンドの投資目的は、安定的なインカムとキャピタル・ゲインの獲得を目指すことです。ファンドは、主として米国メリーランド州籍会社型不動産投資信託（REIT）であるブラックストーン・リアルエステート・インカム・トラスト・インク（Blackstone Real Estate Income Trust Inc.）（以下「投資対象ファンド」といいます。）が発行するクラス 普通投資証券（以下「投資対象ファンド投資証券」といいます。）に投資することで、主に米国の商業用不動産を中心に、不動産債権にも実質的に投資します。

ファンドは、投資対象ファンド以外の上場ＲＥＩＴもしくは非上場ＲＥＩＴに投資を行いません。投資対象ファンド以外に投資可能な資産は現金（下記＜キャッシュ・フロー＞を参照）および短期有価証券に限定されます。

投資対象ファンドの詳細は、下記の＜投資対象ファンド＞の項目において記載されます。ファンドの資産の大部分は投資対象ファンドに投資されます。そのため、ファンドの運用成果は、投資対象ファンドのポートフォリオの運用成果の影響を受けます。

#### ＜キャッシュ・フロー＞

ファンド証券の発行手取金の一部は、ファンド運営費用や買戻しに充当するため、投資対象ファンドには投資されず、投資顧問会社の裁量で保管会社の銀行預金口座に預け入れられることが企図されています（以下「キャッシュ・フロー」といいます。）。キャッシュ・フローは、ファンドの継続的な資金需要を充足するために随時使用され、ファンドの資産から支払われる料金および費用の支払いならびに／またはファンド証券の買戻しの決済に充当されることがあります。

投資顧問会社は、一時的な防衛策として、またはファンド証券の買戻しのための資金調達または為替差損の補填を見越して、現金および銀行預金を保有し、場合によっては米ドル建ての米国財務省証券、譲渡性預金および／またはコマーシャル・ペーパーなどの信用力の高い短期有価証券（以下「短期有価証券」といいます。）に投資することができます。

#### ＜投資目的および投資方針の変更＞

上記の投資目的および投資方針は、管理会社が投資顧問会社と協議の上、受益者に対して10ファンド営業日前までに（この事前通知期間は受益者により放棄または短縮することができます。）変更を通知することを条件として、随時、変更、追加、削除することができます。

#### ＜投資対象ファンド＞

##### 投資対象ファンドの投資目的

投資対象ファンドの投資目的は、投資対象ファンドにおいて以下のことを行うことが可能になる資産に投資することです。

- ・ 定期的に安定した現金を分配することで魅力的なインカム・ゲインを提供すること。
- ・ 投資元本を維持・保全すること。
- ・ 積極的な投資と資産管理により基準価額の上昇を実現すること。
- ・ 上場不動産会社のように日々の値動きに左右されず、長期投資ポートフォリオの一部を不動産に投資したいと考えている投資主に対して、投資の選択肢を提供すること。

投資対象ファンドは投資家に対して投資目的の達成を保証するものではありません。特に、非上場ＲＥＩＴの基準価額は投資対象資産の価値に関連して変動する可能性があることにご注意ください。

##### 投資対象ファンドの投資戦略

ブラックストーン・インク（以下、その関連会社と総称して「ブラックストーン」といいます。）のリアル・エーステート・グループ（以下「ブラックストーン・リアルエーステート」といいます。）との提携により、ＢＸリート・アドバイザーズ・エルエルシー（以下「投資対象ファンド投資顧問会社」といいます。）は、投資対象ファンドの取締役会の監督・監視の下、投資対象ファンドのために不動産の取得、管理および販売を行います。ブラックストーン・リアルエーステートは、世界最大の商業用不動産の所有者であり、2022年12月31日現在、3,260億米ドルの投資家資本を運用しており、約5,770億米ドルの債券および株式を保有しています（注：2022年12月31日現在、Real Capital Analytics調べ、推定市場価値ベースで、政府および宗教団体を除いて、ブラックストーンは世界最大の商業用不動産の所有者です。）。投資対象ファンドの目的は、インカム・ゲインを重視する投資家に対して、ブラックストーンの機関投資家向けの優れた品質の不動産投資プラットフォームを提供することです。

投資対象ファンドの投資戦略は、主に安定した収益性のある商業用不動産を米国内の様々な資産クラスで取得することですが、米国外でも取得する可能性があります。これらの投資対象には、不動産関連の事業会社が含まれる場合があります。また、投資対象ファンドは、分配金を提供するために、また投資対象ファンドのクレジット・ファシリティおよび運営キャッシュ・フローと合わせて、キャッシュ・マネジメントならびに投資対象ファンドの投資証券買戻計画に基づく買戻の実施およびその他の目的のための追加的な流動性の源泉を提供するため、不動産債権にも選択的に投資します。

投資対象ファンドの投資戦略は、ブラックストーンの規模および保有不動産から得られる鮮度の高い情報を活用して投資対象ファンドの投資先を発掘し、魅力的な価格で取得することを目指します。また、ブラックストーンの評判ならびに大規模な取引を迅速かつ確実に行う実行力、不動産業界において長年にわたって築いてきた幅広いリレーションシップの活用も図ります。

主に安定した収益性のある米国の商業用不動産を対象とする投資対象ファンドの投資資産は、様々な種類の資産に焦点を当てます。これらの投資対象資産には、不動産関連の事業会社が含まれることがあります。セクターとしては、賃貸住宅（集合住宅、中低所得者向け住宅、学生寮、戸建て賃貸住宅、組立住宅および高齢者向け住宅を含みます。）、物流、ネッ

トリース、ホテル・レジャー関連、データセンター、個人向け倉庫、オフィスおよび小売り、さらにより対象を絞ったセクターも含まれます。

投資対象ファンドの不動産債権戦略は、インカム・ゲインを生み出し、投資対象ファンドの純収益全体に貢献することに重点を置いています。投資対象ファンドのクレジット・ファシリティおよび運営キャッシュ・フローと合わせて、投資対象ファンドの不動産債権投資は、追加的な流動性の源泉を提供することがあります。これらの流動性の源泉は、まとめて、キャッシュ・マネジメント、投資対象ファンドの投資証券買戻計画に基づく投資証券買戻の実施およびその他の目的に使用されます。投資対象ファンドは、ポートフォリオのこの部分を支援するため、ブラックストーン不動産債権戦略チームを利用しています。ブラックストーン不動産債権戦略チームは、より広範なブラックストーン不動産プラットフォームの競争力と独自の投資モデルを活用し、資本構造全体で魅力的な不動産債権の投資機会を追求します。

投資対象ファンドは、償還期限のないREITであるため、その投資ポートフォリオの取得および運用について、よりアクティブで柔軟な方法を可能にするものと考えています。投資対象ファンドとしては、このストラクチャーは、あらかじめ決められた運用期間、および、その期間の終了時に現金化する必要性といった制約がないため、投資家の投資に有益であると考えています。

#### 投資対象ファンドの投資ガイドラインおよびポートフォリオの配分

独立取締役を含む投資対象ファンドの取締役会は、投資対象ファンドの投資ポートフォリオを少なくとも四半期ごとに見直します。また、投資対象ファンドの取締役会は、投資対象ファンドが対象とする不動産の種類への投資ガイドライン、および、以下に詳述する特定の種類の投資を制限する一定の投資方針などを定めた投資ガイドラインを採択しています。独立取締役を含む投資対象ファンドの取締役会は、投資対象ファンドの投資ガイドラインを年1回または適切と判断した場合はそれ以上の頻度で見直します。投資対象ファンドの投資ガイドラインの変更は、投資対象ファンドの独立取締役の過半数を含む投資対象ファンドの取締役会の承認を得なければなりません。投資対象ファンドの取締役会は、投資対象ファンドの投資主の同意を得ることなく、投資対象ファンドの投資ガイドラインを変更することができます。ただし、投資対象ファンドの取締役会は、投資対象ファンドの投資主の権利、選好および特権に不利な影響を与えず、かつ、メリーランド州の法律により投資主の承認を必要としない改正を除き、投資対象ファンドの基本定款に定められ、下記「投資対象ファンドの基本定款に基づく投資制限」に記載されている投資方針を含む投資対象ファンドの基本定款を、投票権を有する発行済投資証券の過半数の投資主の同意なしに改正しません。

投資対象ファンドの投資ガイドラインは、投資対象ファンドの取締役会が採択した投資ガイドラインと一致する限り、不動産および不動産債権への投資の実行および処分を実行する権限を投資対象ファンド投資顧問会社に委任しています。投資対象ファンドの取締役会は、常に投資対象ファンドの投資を監督し、購入および売却取引に関して投資対象ファンド投資顧問会社に委任された権限の範囲を適宜変更することができます。また、投資対象ファンドの投資ガイドラインに基づき、投資対象ファンドの取締役会は、購入価格が投資対象ファンドの直近の月末の総資産額（一般に認められた会計原則（以下「GAAP」といいます。）に基づいて測定）に今後12か月間に投資対象ファンドの登録募集で誠実に調達されると予想される資金を加えた金額の10%を超える単一の不動産または不動産のポートフォリオの取得を承認することが求められています。投資対象ファンドの取締役会の過半数は、投資対象ファンドが取得する財産に対して支払われる対価が、原則として、その財産の公正市場価値に基づくことを定期的に決定します。投資対象ファンドの独立取締役の過半数が決定した場合、または、投資対象ファンド投資顧問会社、（投資対象ファンドの）取締役、ブラックストーンまたはその関連会社から不動産を取得した場合、かかる公正市場価値は、投資対象ファンドの独立取締役が選んだ資格のある独立した鑑定人によって決定されるものとします。

投資対象ファンドは、以下を目指します。

- ・ 資産の少なくとも80%を不動産に投資すること。
- ・ 資産の最大20%を不動産債権に投資すること。

上記にかかわらず、それぞれの種類の投資対象に投資される投資対象ファンドのポートフォリオの実際の配分は、短期間に大量の資金が流入した場合、投資対象ファンド投資顧問会社が相対的に魅力があると評価した場合、予想される現金需要や買戻請求が増加した場合などの要因により、また、REITとしての取り扱いに関わる米国連邦所得税法上の制限または要件により、随時、上記の水準から外れる可能性があります。優先株式投資などの一部の投資は、その条件や特性により、不動産または不動産債権とみなされる可能性があります。

#### 投資対象ファンドの不動産への投資

投資対象ファンドは、投資戦略を実行するために米国内の様々な資産クラスの安定した収益性のある商業用不動産に主に投資しますが、米国外に投資することがあります。また、投資対象ファンドは、不動産関連の事業会社を含む、不動産関連の会社の上場および非上場の株式に投資することがあります。さらに、投資対象ファンドは、改修または再配置のためにある程度の資本投下を必要とする資産および開発途中の物件を取得することがあり、また、インフラストラクチャーのようなその他の資産に投資することもあります。

投資対象ファンドは、ポートフォリオに特定の地域またはセクターの配分を指定することはなく、むしろ、その投資目的をサポートする最良の機会が見込まれる地域または資産クラスに投資することを意図しています。

投資対象ファンドは、取引に利害関係のない独立取締役の過半数を含む取締役の過半数において、当該投資が公正で競争的かつ商業的に合理的であると承認した場合にのみ、エクイティ証券に投資することができます。

#### 投資対象ファンドの所有権

デラウェア州のリミテッド・パートナーシップであり、投資対象ファンドがジェネラル・パートナーであるB R E I Tオペレーティング・パートナーシップ・エルピー（以下「投資対象ファンドのオペレーティング・パートナーシップ」といいます。）を含む投資対象ファンドの連結子会社または投資対象ファンドのオペレーティング・パートナーシップが支配する1社以上の子会社が投資対象ファンドのために不動産を取得します。多くの場合、投資対象ファンドは、不動産のすべての持分を取得し、当該不動産に対する支配権を行使します。しかしながら、投資対象ファンドは、物件を取得するために、投資対象ファンド投資顧問会社の関連会社を含む他の投資家とジョイント・ベンチャー、ジェネラル・パートナーシップ、共同賃借権およびその他の参加契約を締結することもあります。投資対象ファンドは、通常、不動産の単純所有権（土地と建物の両方を所有します。）を取得しますが、当該投資が投資戦略および投資方針に合致すると考えられる場合、賃貸料および賃貸権にも随時投資します。

#### 投資対象ファンドのジョイント・ベンチャーおよびその他の共同所有権の取り決め

投資対象ファンドの基本定款の制限に服しつつ、投資対象ファンドは、物件の取得または改善のために、投資対象ファンド投資顧問会社に関連する事業体および第三者と追加のジョイント・ベンチャー、パートナーシップ、テナント・イン・コモン（共有不動産権）投資またはその他の共同所有権の取り決めを行っており、また行うことを予定しています。特定のケースにおいて、投資対象ファンドは、ジョイント・ベンチャーの業務の管理をコントロールできない可能性があります。ジョイント・ベンチャーは、投資対象ファンドの投資主の利益のため、私的な資金源との利害の一致を生み出します。特定のジョイント・ベンチャーに投資するかどうかを決定する際、投資対象ファンド投資顧問会社は、投資対象ファンドの不動産投資の選択の際に用いられるのと同じ基準に基づいて当該ジョイント・ベンチャーが所有するかまたは所有するために設立された不動産を評価します。

特定のジョイント・ベンチャーの要項は、潜在的なジョイント・ベンチャーのパートナーの性質と属性、ジョイント・ベンチャーのストラクチャー案、事業の性質、提案されたジョイント・ベンチャーに関連する負債と資産、ジョイント・ベンチャーにおける投資対象ファンドの持分の大きさなど、すべての関連する事実を考慮してケース・バイ・ケースで決定されます。投資対象ファンドが考慮するその他の要因は以下のとおりです。(1)ジョイント・ベンチャーを管理・統制するための基礎となる投資対象ファンドの能力、(2)ジョイント・ベンチャーから撤退するための投資対象ファンドの能力、(3)他のパートナーが保有する持分の譲渡を管理するための投資対象ファンドの能力。投資対象ファンドの利益は、投資対象ファンドのパートナーの利益と完全に一致しない可能性があります。ジョイント・ベンチャー投資は、投資対象ファンドの唯一の意思決定権の欠如、投資対象ファンドのジョイント・ベンチャー・パートナーの財務状況への依存、および、投資対象ファンドと投資対象ファンドのジョイント・ベンチャー・パートナーとの間の紛争により悪影響を受ける可能性があります。

ジョイント・ベンチャー・パートナーが当該ジョイント・ベンチャーで保有する不動産の売却を選択した場合、投資対象ファンドは、投資対象ファンドが有する可能性のある先買権またはその他の購入権を行使するための十分な資金を有していない可能性があります。他のブラックストーンがスポンサーとなっているプログラムとジョイント・ベンチャーを行うことは一定の利益相反を生じさせます。

投資対象ファンドは、ブラックストーンがスポンサーとなっている他のプログラムを含め、ブラックストーン、投資対象ファンド投資顧問会社、1名以上の投資対象ファンドの取締役またはそれらの関連会社とジョイント・ベンチャーを行うことができますが、それは、独立取締役の過半数を含む、その取引に他の利害関係のない投資対象ファンドの取締役の過半数において、その取引が投資対象ファンドにとって公正かつ合理的であり、他の関連ジョイント・ベンチャー・パートナーが受けた条件と実質的に同じ、またはそれ以上に有利な条件であると承認した場合に限られます。

#### 投資対象ファンドの共同投資

投資対象ファンドは、現在存在しているか、その後に設立されたかを問わず、第三者、または、ブラックストーンもしくはその関連会社がスポンサー、助言および/または運用する投資ファンド、R E I T、ピークル、アカウント、商品、その他類似のアレンジメントと共同投資を行います（資産のポートフォリオを、対象ファンドと当該共同投資家の間で分割することを含みます。）（いずれの場合も、関連する後継ファンド、オルタナティブ・ピークル、サージ・ファンド、オーバーフロー・ファンド、その他、ブラックストーンまたはその関連会社のサイド・バイ・サイドまたは追加のジェネラル・パートナー投資に関連して設立された事業体を含みます。）（以下「その他のブラックストーン勘定」といいます。）。

#### 投資対象ファンドのデュー・ディリジェンス

包括的なデュー・ディリジェンスは、以下の4つの主要なタイプを含め、投資対象ファンド投資顧問会社が投資対象ファンドのために購入を提案する各不動産に対して行われます。

- 財務デュー・ディリジェンス

各取引の魅力を審査するために、それぞれの機会について予備的なレビューを行います。この予備審査に続いて、マクロ経済分析およびミクロ経済分析に基づいた初期予測が行われます。予測の前提条件は、通常、過去の営業実績の

分析、地元の不動産関係者やセクターの専門家との話し合い、公表されている情報源およびブラックストーンの他のポートフォリオのデータの検討から作成されます。投資対象ファンド投資顧問会社が適切と判断した場合、最初の財務調査を確認するために以下のようにさらなるデュー・ディリジェンスが行われます。投資対象ファンド投資顧問会社は、独自のモデルと入手した財務情報を用いて、予想されるキャッシュ・フローを予測し、様々なシナリオおよび出口戦略を分析します。ブラックストーンは、その分析の速さと精巧さが市場での競争力を高めていると考えています。

- ・ 帳簿および記録

必要と判断された場合、第三者の会計コンサルタントが、関連する帳簿や記録の確認（例えば、オフィスビルの賃貸契約書とレントロールの比較など）、売主から提供されたキャッシュ・フロー情報の確認、その他同様の分析を実施します。

- ・ 物理的デュー・ディリジェンス

これには主に第三者のコンサルタントによる環境およびエンジニアリングに関する分析が含まれます。環境／エンジニアリングレポートから得られた結論は、財務予測分析に組み込まれます。さらに投資対象ファンド投資顧問会社は、各投資候補物件および類似物件を調査し、相対的な市場での地位、機能性、陳腐化を評価します。

- ・ 法的・税務的デュー・ディリジェンス

投資対象ファンド投資顧問会社は、外部の弁護士と密接に協力して、投資に関連して適用される法律上および物件固有の文書（例：融資文書、リース、管理契約、購入契約など）の検討、精査および交渉を行います。さらに、投資対象ファンド投資顧問会社は、効率的な方法で投資を構成するために、社内外の税務アドバイザーと協働します。

投資対象ファンド投資顧問会社は、投資対象ファンドの投資基準を満たさない場合、投資を前に進めません。

#### 投資対象ファンドの出口戦略

投資対象ファンドは、ほとんどの物件を7～10年間保有することを想定しています。潜在的な投資機会を評価する際に投資対象ファンド投資顧問会社が基本的に考慮することの1つは可能性の高い出口戦略です。特定の資産を売却するかどうかを決定する際、投資対象ファンド投資顧問会社は以下のステップを踏みます。

- ・ 資産の状態を評価

資産が売却を成功させるために適切な状態にあるかどうかを評価します。

- ・ 市況の監視

市場を監視し、資産売却に有利な条件を特定します。

- ・ 資産からの収益の評価

予想される売却価格が予測されるキャッシュ・フローの正味現在価値を上回っているかどうかを判断するために、各投資からのリターンを評価します。

- ・ ビジネスプランの進捗状況の評価

取得時に策定した価値創造計画が成功しているかどうかを評価します。

投資対象ファンドは、対象資産を長期間保有することにより、事業計画を実行し、キャッシュ・オン・キャッシュの良好なリターンを生み出し、長期的なキャッシュ・フローと基準価額の成長を促進することができると考えています。

原則として、投資対象ファンドは、対象資産の売却、ファイナンスまたは処分による収益について、その投資戦略に沿った方法により再投資します（ただし、REITの要件を満たすために、そのような収益を投資主に対して分配しなければならない場合もあります。）。

#### 投資対象ファンドの不動産債権への投資

投資対象ファンドの不動産債権投資は、ディストレス債ではない公的・民間の不動産債権（商業不動産担保証券（以下「CMBS」といいます。））、住宅ローン担保証券（以下「RMBS」といいます。）およびその他の住宅債券、不動産関連社債、モーゲージ、メザニンおよびその他の形式の債権、債務担保証券（CDO）およびローン担保証券（CLO）のピークルの持分、ならびに中核ビジネスの一つとして不動産債権に投資する公共団体および民間団体のエクイティ持分を含みますが、これらに限定されるわけではありません。）に焦点を当てますが、デリバティブを含む場合もあります。投資対象ファンドの不動産債権投資は米国にフォーカスしますが、米国以外の国々によって発行されるか、これらの国々の不動産を担保とする投資対象が含まれます。

（注）ディストレス債とは、発行企業の財務状況や信用力の悪化により著しく価格が低下した債券をいいます。

投資先ファンドの不動産債権投資戦略の一環として、CMBSに投資します。CMBSには、不動産関連会社または資産に関連する、複数発行体CMBS、単一発行体CMBSおよび「レイク・ボンド」が含まれることがあります。典型的な複数発行体CMBS発行においては、様々な規模、資産タイプ（オフィス、小売店、集合住宅、ホテル・レジャー、産業用および戸建て賃貸を含みますがこれらに限定されるわけではありません。）および地域の以上のモーゲージ・ローンがプールされ、信託に移管されます。信託は、その後、償還期限、支払優先順位および利回りが異なるシリーズ債券を発行しま

す。その後、格付機関（ムーディーズ、S & Pまたはフィッチなど）が投資適格から投資適格未満まで様々な債券クラスに信用格付を割り当てます。

また、投資対象ファンドは、R M B Sおよびその他の住宅債券にも投資します。典型的なR M B S発行においては、様々な規模および地域の住宅用モーゲージがプールされ、信託に移管されます。その後、信託は、償還期限、支払優先順位および利回りが異なるシリーズ債券を発行します。その後、格付機関（ムーディーズ、S & Pまたはフィッチなど）が投資適格から投資適格未満まで様々な債券クラスに信用格付を割り当てます。

さらに、投資対象ファンドは、コマーシャル・モーゲージ・ローン、銀行ローン、メザニンローン、不動産に関連するその他の持分ならびに不動産関連ビジネスを所有および／または運営する企業の不動産および債権を含むローンに投資することがあります。コマーシャル・モーゲージ・ローンは、戸建て住宅、集合住宅または商業用の物件によって通常担保され、滞納および差し押さえのリスクに晒されています。収益を生む物件を担保とするローンを返済する借入人の能力は、通常、借入人の独立した所得または資産の存在ではなく、当該物件の良好な運用に主に依存しています。

また、投資対象ファンドは、不動産債権を参照資産とするトータル・リターン・スワップおよびクレジット・デフォルト・スワップを含みますがこれらに限定されない不動産に関連するデリバティブに投資します。

投資対象ファンドは、他者への貸付または不動産および実物資産に関連するもの以外のいかなる種類の投資対象の売買にも従事する意図はありません。

メザニンローンは、不動産を所有する事業体または不動産を所有する事業体の持分を（直接または間接的に）所有する事業体の保有持分の質権によって担保される劣後ローンの形態をとることがあります。このようなタイプの投資資産は、投資対象が先順位の貸付人による差し押さえの結果、無担保となる可能性があるため、モーゲージ貸付より高いリスクを伴うことがあります。

投資対象ファンドの不動産債権投資への投資は、主に、（返済の可能性が少なからずあるとする投資対象ファンドの信念に基づき）ディストレス債ではないC M B Sおよびその他の債権を対象としますが、投資対象ファンドは、それにもかかわらず、発行体の資本構成において様々なレベルの信用度を持つ金融商品に投資することがあります。投資適格未満の債務証券は、元利金の支払い能力の点で高い投機的特質を有するとみなされており、一般に「ハイ・イールド」証券と言われていきます。C a a格付け以下およびC C C格付け以下の証券は、不払いになりやすく、発行体はその金銭上の債務の履行において良好なビジネス、金融および経済状況に依存していると考えられています。C a a / C C C格付け以下の証券は、すでにデフォルトしている債務を含むことがあります。投資適格最下位の債務証券は、投機的特質を持つ可能性があります。さらに、投資対象ファンドの投資の一部は、不動産債務証券またはローンへの投資として構成されることがありますが、関連する不動産のパフォーマンスに基づくリターンを投資対象ファンドに提供することを意図しています。このため、これらの債務証券またはローンは、不動産持分投資が保有するリスクに類似するリスクを持つ可能性があります。

さらに、投資対象ファンドは、無登録（ですが、一定の適格機関バイヤーによる売買の対象です。）か、発行体の支配者によって保有される証券、および、転売について契約上の制限に服する証券に対して、制限なく投資することができます。

#### 投資対象ファンドの物件に関する証券の発行

投資対象ファンドの基本定款に記載される制限に従い、投資対象ファンドは、不動産と交換するために、あらゆる方法により（および、あらゆる条項に基づき、その対価として）投資対象ファンドの投資証券または投資対象ファンドのオペレーティング・パートナーシップのリミテッド・パートナーシップ・ユニットを過去において既に発行しており、将来これらを発行するか、発行されることとなる場合があります。投資対象ファンドの既存の投資主は、かかる投資対象ファンドの投資証券またはリミテッド・パートナーシップ・ユニットを購入する優先引受権を保有しておらず、かかる発行により投資主の当初投資が希薄化する可能性があります。投資対象ファンドは、不動産の出資者との間で追加の契約を締結することがあり、この契約により、投資対象ファンドは、特定の時期に、出資者の選択により、投資対象ファンドの普通投資証券または現金と引き換えに出資者のユニットを買い戻すことに合意します。

#### 投資対象ファンドの不動産債権の投資プロセス

下記は、投資対象ファンド投資顧問会社が一般に用いる予定の不動産債権投資プロセスの主たる点の概要です。

- ・ ファンダメンタル分析  
投資対象ファンド投資顧問会社は、裏付けとなるキャッシュ・フロー予測、再調達価格およびマーケット毎の需給トレンドにフォーカスした潜在投資を評価するため資産毎の評価方法を用いる予定です。
- ・ 規律ある投資アプローチ  
投資対象ファンド投資顧問会社は、潜在的ダウンスайд・シナリオの影響を注意深く査定しながら、各投資に関して保守的なアンダーライティングおよび厳格なデュー・ディリジェンスを用いる予定です。
- ・ レバレッジに関する専門知識および関係  
投資対象ファンド投資顧問会社は、投資対象のスポンサーシップおよび担保を評価するため既存のブラックストーン不動産運営チームの知識、関係および専門性を活用する予定です。

#### 投資対象ファンドのデリバティブ投資およびヘッジ行為

投資対象ファンドは、ヘッジ目的でデリバティブを利用することがあります。また、投資対象ファンドは、投資対象ファンドのREITとしての地位を維持することおよびコモディティ・プール・オペレーターに対する規制から免除されることを条件に、投資目的で、かつ効果的なレバレッジの一形態として、デリバティブを利用することがあります。デリバティブへの投資対象ファンドの主な投資は、金利スワップ、トータル・リターン・スワップ、クレジット・デフォルト・スワップならびにそれらの指数および（通常、財務省証券に関連する）空売りへの投資を含みますが、投資対象ファンドは、先物取引、オプションおよび先物オプションにも投資することがあります。

#### 投資対象ファンドの現金、現金同等物およびその他の短期有価証券

投資対象ファンドは、現金、現金同等物およびその他の短期有価証券を保有します。これらの投資対象の種類は、投資対象ファンドが意図するREITとしての資格に一致する範囲において以下を含みます。

- ・ マネー・マーケット商品、現金およびその他の現金同等物（コマーシャル・ペーパー、預託証書、銀行引受手形、レボ契約、利付き定期預金および格付社債を含む高格付の短期債務証券など）
- ・ 米国債または米国政府機関証券
- ・ 米国または米国以外の事業体の格付社債もしくはアセット・バック証券、または米国以外の政府もしくは多国籍組織の格付債務証券

#### 投資対象ファンドのその他の投資資産

投資対象ファンドは、投資対象ファンドの取締役会の必要な合意を条件に、上記以外の投資を行うことがあります。常に、投資対象ファンドは、1986年米国内国歳入法（改訂済）（以下「歳入法」といいます。）に基づくREITとしての資格の維持および1940年米国投資会社法（以下「投資会社法」といいます。）に基づく非投資会社としての地位の維持に沿う方法により投資を行う予定です。投資対象ファンドは、他の発行体の証券を引き受けることを意図していません。

#### 投資対象ファンドの借入方針

投資対象ファンドは、その投資活動を支援するため追加資金を提供する目的で金融レバレッジを利用します。これにより、投資対象ファンドは他の場合より多くの投資を行うことができ、その結果、ポートフォリオをより分散化することができます。以下に記載する投資対象ファンドの基本定款における借入金に対する債務制限に従い、投資対象ファンドの目標レバレッジ比率は60%の範囲内です。投資対象ファンドのレバレッジ比率は、（ ）不動産レベルおよび事業体レベルの連結債務から現金および融資関連の使途制限付現金を控除したものを、（ ）不動産投資の資産価値（公正市場価値および原価のいずれか高い方を用いて測定されます。）に投資対象ファンドの決済済みの不動産債権投資に対する持分を加えたもので除すことにより測定されます。（ ）投資資産の手仕舞いに先立つ預託金の出資に関連して、または、（ ）その他の運転資金出資金として発生する債務は、上記計算の一部に含まれません。

投資対象ファンドの不動産債権ポートフォリオは、リバース・レボ契約の利用を通じてレバレッジを組み込んでおり、トータル・リターン・スワップ、証券貸付契約およびクレジット・デフォルト・スワップを含みますがこれらに限定されないデリバティブの利用を通じてレバレッジを組み込むこともあります。投資活動および資本市場活動の上昇時に、以下に記載する投資対象ファンドの基本定款における借入金に対する債務制限に従い、投資対象ファンドは、より広範囲の資産ポートフォリオを迅速に構築するためより大量のレバレッジを用いることがあります。投資対象ファンドは、担保付きもしくは無担保の資産レベルまたはエクイティ・レベルの債務を引き受けるか、負担することにより、ポートフォリオにレバレッジをかけることがあります。資産レベルの債務の例は、投資対象ファンドによる個々の不動産または不動産ポートフォリオの取得に関連して負担するか、引き受ける、当該不動産または不動産ポートフォリオにより担保されるモーゲージ・ローンです。エクイティ・レベルの債務の例は、投資対象ファンドまたは投資対象ファンドのオペレーティング・パートナーシップにより取得されるクレジット・ラインです。投資対象ファンドは、現在のところ、第三者の担保付きおよび無担保のクレジット・ライン、ならびにブラックストーンの関係会社の非約定ベースのクレジット・ラインを保有しています。投資対象ファンドは、投資対象ファンドの借入範囲を維持する追加クレジット・ラインの取得を目指すことを決定することがあります。クレジット・ライン、または将来のクレジット・ラインによる借入れは、投資証券の買戻しのためのみならず、企業買収の資金またはその他の会社目的のためにも使用することができます。

投資対象ファンドの実際のレバレッジ・レベルは、多くの要因によって影響されます。その一部は、投資対象ファンドの支配下にありません。投資対象ファンドの普通投資証券の売却代金の大量流入は、通常、純資産の割合である投資対象ファンドのレバレッジ、すなわちレバレッジ・レシオを少なくとも一時的に減少させます。投資対象ファンドの普通投資証券の買戻しの結果による持分の大量流出は、通常、レバレッジ・レシオを少なくとも一時的に上昇させます。さらに投資対象ファンドのレバレッジ・レシオは、それぞれ投資対象ファンドのポートフォリオの価額の下落または上昇により、低下または上昇します。投資対象ファンドがその普通投資証券の買戻資金または他の目的のため、クレジット・ラインにより借入れを行う場合、そのレバレッジは増加し、投資対象ファンドの目標レバレッジを超過することがあります。このような場合、投資対象ファンドのレバレッジは、継続募集による追加純手取金を受領するか、残存債務の返済のため資産の一部を売却するまで、より高い水準を維持することがあります。

投資対象ファンドの取締役会は、少なくとも四半期毎に投資対象ファンドの総借入額を見直します。このような見直しに関連して、投資対象ファンドの取締役会は、当該時点の経済状況、債務および資本金の相対的価格、投資対象ファンドの不

動産の公正価値、債券およびエクイティ証券の市場における一般的状況、成長および投資機会またはその他の要因を勘案して投資対象ファンドの目標レバレッジ・レシオの修正を決定することがあります。投資対象ファンド投資顧問会社が適切とみなす場合、投資対象ファンドは投資対象ファンドの目標レバレッジ・レシオを超過することがあります。例えば、投資対象ファンドがクレジット・ラインにより買戻資金を調達する場合、投資対象ファンドは投資対象ファンドが投資対象ファンドの目標レバレッジの範囲にあるか否かを決定する際に、実際の借入を検討しますが、未使用の借入能力については検討しません。このため、投資対象ファンドが60%のレバレッジ・レシオにあり、投資対象ファンドがクレジット・ラインにより追加借入を行う場合、または投資対象ファンドのポートフォリオの価額が低下する場合、投資対象ファンドのレバレッジは投資対象ファンドの総不動産資産の60%の範囲を超える場合があります。投資対象ファンドのレバレッジ・レシオが投資対象ファンドの目標値を超える場合、理由の如何にかかわらず、投資対象ファンドは以降、投資対象ファンドのレバレッジを投資対象ファンドの目標値に引き下げるよう努力します。

投資対象ファンドが個々の不動産またはポートフォリオについて借り入れることができる金額に制限はありません。しかしながら、投資対象ファンドの基本定款に基づき、投資対象ファンドは投資対象ファンドの純資産の取得原価の300%（投資対象ファンドの投資対象の取得原価の約75%の借入に相当します。）を超える金額の借入金について債務を負いません。ただし、投資対象ファンドの独立した取締役の過半数がこの制限超過を承認し、投資対象ファンドの次期四半期報告書に、当該超過の根拠を添えて開示される場合はこの限りではありません。この制限は、投資対象ファンドの不動産債権ポートフォリオに関連する借入金の債務を含みます。「純資産」は、投資対象ファンドの原価（減価償却費用、不良債権およびその他の非現金準備高控除前）で評価される無形資産を除く総資産から負債総額を控除したものと定義されています。

投資対象ファンドの基本定款は、当該取引に他の利害関係のない投資対象ファンドの取締役会の過半数（投資対象ファンドの独立取締役の過半数を含みます。）において、公正で、競争的かつ商業的に合理的であり、同一または類似する状況における関係会社間の類似するローンと比較して条件が劣らないとして承認される場合を除き、投資対象ファンドが投資対象ファンドの取締役、ブラックストーンまたはそれらの関係会社からローンを取得することを禁止しています。

#### 投資対象ファンドの一時的戦略

投資対象ファンド投資顧問会社が、経済状況または市況が投資家にとって不利益であり、ディフェンシブな戦略が有用であると判断している期間において、投資対象ファンドは一時的に投資対象ファンドの投資戦略から逸脱することがあります。このような期間中、投資会社法を遵守しつつ、投資対象ファンドは投資対象ファンドの投資指針である投資対象ファンド資産の少なくとも80%を不動産に投資することおよび/または投資対象ファンドの資産の20%までを不動産債権に投資することから逸脱するか、投資対象ファンド資産の全部または一部を米国政府証券（米国財務省または米国政府の機関もしくは下部組織により発行または保証される異なる償還期限および利率の為替手形、ノートおよび債券を含みます。）、最上位の投資適格格付けを受けた非米国政府証券、銀行もしくは貯蓄貸付組合に預託された資金に対して発行された預託証書、コマーシャル・ペーパー、銀行引受手形、定期預金、マネー・マーケット・ファンドの証券、クレジットリンク債、上記のいずれかに関連するレボ契約、または投資対象ファンド投資顧問会社がこの戦略に合致するとみなす他の確定利付証券に投資することがあります。この期間において、投資対象ファンドはさらに、投資対象ファンドの債務の一部を返済することを決定し、債務を投資対象ファンドの目標レバレッジ以下にするか、追加の流動性を提供するためさらに借入を行い、その結果、投資対象ファンドの目標レバレッジを超過する場合があります。投資対象ファンド投資顧問会社がこれらの代替戦略を利用する時期または期間を予測することは不可能です。これらの戦略が成功する保証はありません。

#### 投資対象ファンドの基本定款に基づく投資制限

投資対象ファンドの基本定款は、投資対象ファンドが投資対象ファンドの資金を投資する方法について、投資対象ファンドに数多くの制限を設定しています。さらに、投資対象ファンドの取締役会は、2019年年次投資主総会で提案された投資対象ファンドの基本定款への修正に沿った方法で行う方針を採択しています。

- 投資対象ファンドは、未開発の不動産または信託証書もしくは未開発の不動産のモーゲージ・ローンを担保とする債権に投資対象ファンドの総資産の10%を超えて投資しません。未開発の不動産とは、投資対象ファンドが賃料または他の収入を目的として取得されていない持分を有し、進行中の開発または建設がなく、誠実に一年以内に開始する予定の開発または建設が計画されていない物件を指します。
- 投資対象ファンドは、コモディティまたはコモディティ先物契約（この用語は、投資対象ファンドの不動産、モーゲージおよび不動産関連証券への通常の投資事業に関連するヘッジ目的でのみ利用される際の先物取引を含む、非コモディティ投資に関連するデリバティブを含みません。）に投資しません。

投資対象ファンドは、当該契約が記録可能な形式で、かつ権原連鎖において適切に記録されている場合を除き、土地売買契約として別途知られる不動産売買契約に投資しません。

- 投資対象ファンドは、政府または政府機関が保証するモーゲージ・ローンを除き、担保の不動産に関して評価が得られている場合を除き、個々のモーゲージ・ローンを組成またはこれに投資しません。投資対象ファンドの独立取締役の過半数が決定する場合およびモーゲージ・ローン取引が投資対象ファンド投資顧問会社、投資対象ファンドのスポンサー、投資対象ファンドの取締役またはその関係会社のいずれかとの取引であるすべての場合において、評価額は、独立した評価者から取得するものとします。投資対象ファンドは、評価額を投資対象ファンドの記録に少なくとも5年間維持し、これは投資対象ファンドの普通投資主の閲覧および複製作成のために利用可能です。投資対象ファ

ンドはさらに、モーゲージもしくは権原の条件の優先順位に関する抵当権者もしくは所有者の権原保険を入手します。

- ・ 投資対象ファンドは、当該不動産のモーゲージ・ローン全体の総額が評価により決定される当該不動産の評価額の85%に相当する額を超過する場合、他の引き受け基準の存在を理由に実質的正当性が存在する場合を除き、いずれか一つの不動産にモーゲージ・ローン（建設ローンを含みます。）を組成またはこれに投資しません。
- ・ 投資対象ファンドは、投資対象ファンドの取締役、投資対象ファンドのスポンサー、投資対象ファンド投資顧問会社またはそれらの関係会社の抵当権またはその他の債権もしくは持分に劣後するモーゲージ・ローンの組成またはこれらへの投資を行いません。
- ・ 投資対象ファンドは、（1）保有者の選択によってのみ償還可能な持分証券（投資主が投資対象ファンドの投資証券買戻計画に基づき、投資対象ファンドに投資対象ファンドの普通投資証券を売却する場合を除きます。）、（2）債務証券（ただし、（直近で終了した会計年度における）過去の元利金返済カバー率（知られたる変更を調整済み。）がかかる高水準の債務を適切に返済するに十分であると予測される場合を除きます。）、（3）繰延支払いベースまたは類似する取り決めに基づくエクイティ証券、または、（4）取締役、投資対象ファンドのスポンサー、投資対象ファンド投資顧問会社もしくはそれらの関係会社に対するオプションまたはワラント（当該オプションまたはワラントと同一の条件（もしあれば）で、公衆に販売される場合を除きます。）を発行しません。オプションまたはワラントは、取締役、投資対象ファンドのスポンサー、投資対象ファンド投資顧問会社もしくはそれらの関係会社以外の者に対して発行される場合がありますが、行使価格は付与日の裏付証券の公正価値を下回らず、独立取締役が付与日現在のオプションまたはワラントの価額を下回る公正価値を有すると判断する対価（サービスを含みます。）を求めるものではありません。
- ・ 投資対象ファンドは、他の者が発行する証券の引受け事業または代理販売に従事しません。
- ・ 投資対象ファンドは、投資対象ファンドが支配権を保有しない投資または国内証券取引所に上場しているもしくはディーラー間気配値システムの値付けに含まれる証券を有する事業体への投資を除き、投資対象ファンドの基本定款により禁止される投資資産を保有する、または、かかる行為に従事する事業体の持分もしくはエクイティ証券を取得しません。
- ・ 投資対象ファンドは、別途当該取引に利害関係を有しない取締役会の過半数（独立取締役の過半数を含みます。）が当該投資を、公正で競争的かつ商業的に妥当であるとして承認する場合を除き、エクイティ証券を取得しません。
- ・ 投資対象ファンドは、投資対象ファンドと一または複数のブラックストーン、投資対象ファンド投資顧問会社、投資対象ファンドの取締役またはそれらの関係会社が関わる、購入、売却、リース、ローンまたはその他の取引に関する投資対象ファンドの基本定款の規定に違反しません。
- ・ 投資対象ファンドは、ロールアップ取引に関連する投資対象ファンドの基本定款の規定に違反しません。

さらに、投資対象ファンドの基本定款は、関連する事業体または者との取引に関する他の多くの投資制限を含んでいます。これには、投資対象ファンドの基本定款において「資本金に関する記載 - ロールアップ取引に対する制限」との項目に記載されるロールアップ取引に対する制限が含まれます。

#### 基本定款の規定に関する投資対象ファンドの取締役会方針

一定の州における投資対象ファンド投資証券の募集の登録の更新に関する条件として、投資対象ファンドの取締役会は、州の規制当局との間で合意した、2007年5月7日に採択された北米証券監督者協会の不動産投資信託に関する方針書（改正済）（以下「N A S A A R E I Tガイドライン」といいます。）の正確な文言に合致する方法で行う方針を採択しました。取締役会方針が投資対象ファンドの基本定款の文言に行う変更の一部は、（ ）「独立取締役」の定義、（ ）希薄化防止のための投資主の議決権、（ ）上場に対する独立取締役の要件、および、（ ）ロールアップ取引規定に関するものです。上記は、一定の規定に関して投資対象ファンドの取締役会方針によって実施される投資対象ファンドの基本定款の文言に対する変更の概要にすぎません。この方針の写しは、投資対象ファンドの英文目論見書が一部を構成する投資対象ファンドの届出書の添付書類として提出されています。

#### 投資対象ファンド分配方針

投資対象ファンドは、その取締役会（または適切な権限を与えられた取締役会の委員会）により承認された月次分配を宣言し、ファンドの勘定のための受託会社を含む登録投資主に対して毎月支払っており、また今後も支払う予定です。

ファンドは、投資対象ファンドの分配金再投資プランに参加し、分配金を投資対象ファンドの（追加的な）投資証券に再投資します。投資対象ファンドの分配金再投資プランで購入する投資証券の購入価額は、分配金が支払われる時点の当該投資証券の取引価額と同額になります。

上記は、潜在的な投資家の便宜を図るために提供される、投資対象ファンドの戦略、ポートフォリオ、ガバナンスの概要です。上記の情報は、投資対象ファンドの裁量で適宜調整されることがあります。

#### 投資対象ファンドに関する投資会社法の留意事項

投資対象ファンドは、投資対象ファンドおよび投資対象ファンドの子会社のいずれもが投資会社法に基づく投資会社としての登録を要求されないように不動産への投資ビジネスに主に従事し、投資対象ファンドの運営を行うことを意図しています。投資会社法の下、関連する部分においては、会社とは下記の場合における「投資会社」を指します。

- ・ セクション3(a)(1)(A)に基づき、当該会社が証券の投資、再投資またはトレーディングのビジネスに主に従事しているか、従事していると自ら認めるか、または、これらに主に従事することを意図する場合。
- ・ セクション3(a)(1)(C)に基づき、当該会社が証券の投資、再投資またはトレーディングのビジネスに従事しているか、または、従事する予定であり、かつ、その非連結ベースの総資産（政府証券および現金項目を除きます。）の価額の40%を超える価額を持つ「投資証券」を保有するか、または、取得する予定である場合（投資対象ファンドはこれを“40%テスト”といいます。）。「投資証券」とは、政府証券、およびそれ自体が投資会社ではなく、投資会社法のセクション3(c)(1)またはセクション3(c)(7)に基づく投資会社の定義の免除に依拠していない過半数所有子会社の証券を除くすべての証券を含みます。

投資対象ファンドは、主に不動産のリース料の取得により直接的に不動産および不動産関連の資産を取得することを意図しています。さらに投資対象ファンドは、投資対象ファンドが支配権を有しないジョイント・ベンチャーを含むジョイント・ベンチャーへの投資を通じて間接的に不動産に投資することがあります。投資対象ファンドは、投資対象ファンドの資産が通常、投資対象ファンドの（それぞれ、特定の資産を保有するために設立された）全額出資子会社および過半数出資子会社に保有されることを想定しています。投資対象ファンドの資産の少量部分は、不動産債権になる予定です。

投資対象ファンドは、投資対象ファンドおよび投資対象ファンドの全額出資子会社および過半数出資子会社のすべてではないにせよ、その多くが40%テストを遵守するよう投資対象ファンドの運営を行うことを意図しています。投資対象ファンドは、このテストの遵守を判断するため投資対象ファンドの保有資産を継続的に監視します。投資対象ファンドは、投資対象ファンドの全額出資子会社および過半数出資子会社のすべてではないにせよ、その多くが投資会社法のセクション3(c)(1)またはセクション3(c)(7)のいずれかに基づく適用除外に依拠しないと予測しています。この結果、これらの子会社の持分（投資対象ファンドの資産の大多数を構成することが予定されています。）は、通常、「投資証券」を構成しません。したがって、投資対象ファンドは、投資対象ファンドおよび投資対象ファンドの全額出資子会社および過半数出資子会社のすべてではないにせよ、その多くが投資会社法のセクション3(c)(1)(C)に基づく投資会社とみなされないと考えています。

さらに、投資対象ファンドは、投資対象ファンドおよび投資対象ファンドの全額出資子会社および過半数出資子会社のいずれも、主に証券の投資、再投資またはトレーディング・ビジネスに従事しないか、これらに主に従事していると振る舞わないため、投資会社法のセクション3(c)(1)(A)に基づく投資会社とみなされないと考えています。むしろ、投資対象ファンドおよび投資対象ファンドの子会社は、主に不動産関連の非投資会社ビジネスに従事します。このため、投資対象ファンドおよび投資対象ファンドの子会社は、これらのいずれも投資会社法に基づく投資会社として登録を要することがないようそれぞれの運営を行うことができると予測しています。

投資対象ファンドは、事業体が投資対象ファンドの会社の過半数出資子会社であるか否かを決定します。投資会社法は、ある者による過半数出資子会社を、その者またはその者の過半数出資子会社である別会社によって発行済議決権付証券の50%またはそれ以上を所有されている会社として定義しています。投資会社法は議決権付証券を会社の取締役選任について証券の所有者または保有者に議決権を現在与えている証券と定義しています。投資対象ファンドは、40%テストの目的上、発行済議決権付証券の少なくとも過半数を投資対象ファンドが所有する事業体を過半数出資子会社として扱います。投資対象ファンドは、SECまたはそのスタッフに、事業体を過半数出資子会社とする投資対象ファンドの取扱を承認するよう要求したことはなく、SECおよびそのスタッフのいずれもそのように承認していません。SECまたはそのスタッフが一または複数の子会社を過半数出資子会社とする投資対象ファンドの取扱いに反対する場合、投資対象ファンドは、引き続き40%テストを充足するため、投資対象ファンドの戦略および投資対象ファンドの資産を調整することが必要になります。投資対象ファンドの戦略の調整は、ファンドに重大な影響を及ぼす可能性があります。

投資対象ファンドまたは投資対象ファンドの全額出資子会社および過半数出資子会社のいずれかが、不注意により「投資会社」の定義の一つに該当する場合、投資対象ファンドは、「不動産のモーゲージならびにその他の抵当権および持分を購入またはその他の方法により取得するビジネスに主に従事する」会社に適用される投資会社法のセクション3(c)(5)(C)に規定される適用除外に依拠する予定です。SECのスタッフは、この適用免除において、一定の種類の証券の発行禁止に加えて、一般に、事業体の資産の少なくとも55%がモーゲージならびにその他の抵当権および持分（「適格資産」としても知られています。）から構成されなければならない、かつ、事業体の資産の少なくともさらに25%が追加の適格資産、または、投資対象ファンドが投資会社法に基づく「不動産関連資産」と呼ぶより広範囲の資産カテゴリーから構成されなければならないことが義務付けられるという立場を取っています（この場合、事業体の資産の20%以下は、その他の付随資産により構成することができます。）。

投資対象ファンドは、投資対象ファンドの資産をSECスタッフによるノーアクション・ポジションならびにSECおよびそのスタッフが規定する解釈指針に基づく投資対象ファンドのセクション3(c)(5)(C)適用除外の目的のため、投資対象ファンドの資産を分類します。これらのノーアクション・ポジションは、投資対象ファンドが直面する可能性がある事実状況とは大幅に異なる可能性がある特定の事実状況に基づいており、これらの多数のノーアクション・ポジションは、20年以上前に発行されています。SECまたはそのスタッフが投資対象ファンドの資産の分類に同意する保証はありません。さらにSECまたはそのスタッフは、将来、投資会社法の目的のため、投資対象ファンドの資産を再分類するよう投資対象ファンドに義務付ける可能性がある更なる指針を発行する可能性があります。投資対象ファンドが投資対象ファンドの資産を再

分類しなければならない場合、投資対象ファンドは、投資会社法のセクション3(c)(5)(C)に規定される投資会社の定義の適用除外を遵守しなくなる可能性があります。

投資対象ファンドがSECスタッフが発行したノーアクション・レターに基づく55% / 25%テストを充足しているか否かを判断するため、投資対象ファンドは投資対象ファンドが直接保有するか、または、投資対象ファンドの全額出資子会社もしくは支配下にある子会社を通して保有する投資対象ファンドの現物不動産の所有権を適格資産として分類する予定です。さらに、SECスタッフが発行したノーアクション・レターに基づき、投資対象ファンドは、投資対象ファンドがジョイント・ベンチャーによる主要な決定を承認する権利を有する場合に限り、最終的に不動産などの適格資産に投資するジョイント・ベンチャーへの投資対象ファンドの投資資産を適格資産として取り扱うものとし、それ以外の場合は不動産関連資産として分類します。投資対象ファンドは、投資対象ファンドが支配権を持たないか、支配権を共有しないジョイント・ベンチャーへの参加が投資会社法の非投資会社適用除外としての投資対象ファンドの地位を潜在的に脅かす可能性があると考えられる場合には、ジョイント・ベンチャーへの参加を行いません。これにより、投資対象ファンドは、投資対象ファンドおよび一または複数のその他のブラックストーン勘定の両方にとって適切な投資機会に関連する割当ての受領を妨げられる可能性があります。投資対象ファンドは、投資対象ファンドの資産の55%以上が、投資対象ファンドが支配するジョイント・ベンチャーを含む不動産への投資から構成されることを予定しています。

投資会社法による登録免除の資格は、投資対象ファンドが一定の投資を行う能力を制限します。例えば、これらの制限により、投資対象ファンドおよび投資対象ファンドの子会社が、モーゲージ・ローン・プールの一部所有権を表章するモーゲージ・バック証券、証券化商品の債権および株式トランシェならびに一定のアセット・バック証券、不動産関連企業における非支配持分または不動産に関連しない資産に直接投資する能力を制限することがあります。ただし、投資対象ファンドおよび投資対象ファンドの子会社は、一定の範囲において当該証券に投資することができます。

投資対象ファンドは、投資対象ファンドのポートフォリオを監視する予定ですが、投資対象ファンドが登録免除を維持することができる保証はありません。

投資対象ファンドの資産の価額変化は、投資対象ファンドが投資会社法による規制適用除外を維持する能力に悪影響を及ぼす可能性があります。セクション3(c)(5)(C)適用除外の遵守を維持するため、投資対象ファンドは、投資対象ファンドが他の場合に売却を望む資産を売却することが出来ない可能性があり、投資対象ファンドが他の場合に維持することを望む資産を売却する必要が生じることがあります。さらに、投資対象ファンドは、投資対象ファンドが他の場合に取得していないか、投資対象ファンドが他の場合に取得する機会を見送らなければならないことがあります。

SECまたはそのスタッフが投資会社の定義および当該定義の適用除外に関連する事項についてより具体的な指針を提供する範囲において、投資対象ファンドは適宜、投資対象ファンドの戦略を調整しなければならないことがあります。2011年8月31日に、SECはセクション3(c)(5)(C)適用除外に関するコンセプト・リリースおよびコメント要望（リリース番号IC-29778）を発行し、その中で、SECは特に「不動産の抵当権およびその他の持分」の用語を定義するか、企業の「主たる事業」の決定において収入源を勘案する適用除外に関して新ルールを発行するか、新解釈を提供する可能性について検討しています。SECまたはそのスタッフによる追加指針は、投資対象ファンドに更なる柔軟性をもたらす可能性がある一方で、投資対象ファンドが選択した戦略を追求する投資対象ファンドの能力をさらに妨げる可能性もあります。

投資対象ファンドは、投資会社法に基づく投資会社として登録しなければならない場合、投資対象ファンドの資本構成（投資対象ファンドが借入金を利用する能力を含みます。）、運営、営業、関係者との取引（投資会社法に定義されています。）およびポートフォリオ構成（分散投資および業種集中投資ならびにその他の事項に関する開示要件および制限を含みます。）について実質的な規制を受けることになります。投資会社法の遵守は、したがって、投資対象ファンドが一定の投資を行う能力を制限し、投資対象ファンドに投資対象ファンドの事業プランを大幅に再構築することを義務付けることがあります。

## （２）【投資対象】

ファンドは、「投資対象ファンド投資証券」を主な投資対象とします。

## （３）【運用体制】

管理会社は、野村アセットマネジメント株式会社（以下「野村アセットマネジメント」といいます。）を投資顧問会社に任命しており、野村アセットマネジメントはその裁量によりファンド資産の運用などを行います。

野村アセットマネジメントは、日本において先駆的な投資顧問会社であり、証券投資信託の委託者の業務および有価証券等に関する投資運用業務を行っています。

野村アセットマネジメントは、日本国内および海外の多様な投資家に投資助言、資産運用およびその他関連サービスを提供しています。2023年4月末日時点において、野村アセットマネジメントの運用資産の総額は、国内外における株式および債券を含め約62兆754億円です。

上記の運用体制は2023年4月末日現在のものであり、随時変更されます。

#### （４）【分配方針】

管理会社は、ファンド証券１口当たり純資産価格、純投資収益および純実現・未実現キャピタル・ゲインを考慮の上、受託会社および投資顧問会社と協議して、毎年１月９日現在の受益者に対する年次分配を行うことがあります（１月９日がファンド営業日ではない場合、分配はその直前のファンド営業日に宣言されます。）。また、分配金を合理的な水準に保つために必要があると考える場合、分配可能なファンドの他の資産からも分配を行うことができます。

将来の分配金の支払いおよびその金額について保証するものではありません。

（注）「ファンド営業日」とは、ニューヨークおよびルクセンブルクの銀行営業日（毎年12月24日を除きます。）であり、ニューヨーク証券取引所の営業日であり、かつ日本の販売会社の営業日である日、および／または管理会社が投資顧問会社と協議した上で随時決定するその他の日をいいます。

ファンドの分配金は、預貯金の利息とは異なり、ファンドの純資産から支払われますので、分配金が支払われると、その金額相当分、純資産価格は下がります。

分配金は、分配計算期間中に発生した収益（インカム・ゲインおよび実現キャピタル・ゲイン）を超えて支払われる場合があります。その場合、分配基準日翌日の純資産価格は前回の分配基準日翌日と比べて下落することになります。また、分配金の水準は、必ずしも分配計算期間におけるファンドの収益率を示すものではありません。

受益者のファンドの購入価額によっては、分配金の一部または全部が、実質的には元本の一部払戻しに相当する場合があります。ファンド購入後の運用状況により、分配金額より純資産価格の値上がり小さかった場合も同様です。

#### （５）【投資制限】

##### 投資制限

投資顧問会社（またはその委託先）は、ファンドに関して、以下の投資制限に従います。

- １．ファンドの資産総額の少なくとも50%を、日本の金融商品取引法により定義される「有価証券」（金融商品取引法第２条第２項により有価証券とみなされる権利を除きます。）に投資しなければなりません。ただし、ファンドの運用開始直後、ファンドの償還が決定した場合、大量の買戻請求が予想される場合、または受託会社が回避不能なその他の状況が発生した場合等を除きます。
- ２．証券の空売りを行うことは禁止されます。
- ３．ファンドの資産を証券の引受に利用することはできません。

さらに、投資顧問会社（またはその委託先）は、ファンドの資産の投資に関して、日本証券業協会の規則の下で以下の投資制限に従います。

- １．ファンドによる借入れは、下記の「借入方針」に沿ったものを除いて禁止されます。
- ２．管理会社が運用するすべての投資ファンドのためにある会社の支配権を獲得する目的で当該会社の株式を取得することはできません（「支配権」とは、会社における公式な地位の結果としての権利を除き、会社の運営または方針に支配的な影響を及ぼす権利を行使することをいいます。）。
- ３．管理会社および投資顧問会社が運用するすべての投資ファンド合計で一発行会社の株式の議決権の50%以上を取得することはできません。
- ４．ファンドの純資産総額の15%を超えて流動性に欠ける資産に投資を行うことはできません。ただし、私募証券、非上場証券その他の流動性に欠ける資産に投資する際に価格の透明性を確保する適切な措置が講じられている場合を除きます。
- ５．管理会社または受益者以外の第三者の利益のための取引等の受益者保護に反するまたはファンドの資産の適正な運用を害する取引は禁止されます。
- ６．デリバティブ取引（金融商品取引法の第２条第20項に定義されます）は、かかる取引の結果、日本証券業協会の規則に準拠した「合理的な方法」として管理会社が投資顧問会社と協議の上または投資顧問会社が決定した方法に従ってリスクの総量として計算される額がファンドの純資産総額を超える場合、禁止されます。

これらの投資制限は、ファンドのレベルで適用されるものであり、投資対象ファンドのレベルで適用されるものではありません（投資対象ファンドは、上記とは異なる固有の投資制限に服します。）。

ファンドは、日本証券業協会のガイドラインにおける「特化型運用を行うファンド」に該当します。特化型を行うファンドとは、支配的な銘柄が存在し、または存在することとなる可能性が高いファンドを指します。特定の発行体が発行する証券が投資資産の10%を超える場合、当該発行体は支配的な銘柄に該当します。ファンドは、投資対象ファンドが発行する投資証券に集中的に投資することを目的としますので、ファンドには支配的な銘柄が存在し、または存在することとなる可能性が高くなります。結果として、投資対象ファンドまたはその関係法人の債務不履行、倒産、経営や財務状況の悪化が生じた場合には、大きな損失が発生する可能性があります。

これらの投資制限は、受益者の最善の利益になると考えられる場合、10ファンド営業日前までに受益者に対して通知することにより（受益者が承認した場合はこの限りではありません。）、投資顧問会社と協議した上で、管理会社が随時修正、追加または削除する場合があります。

金融危機、債務不履行、政府または規制政策の大幅な変更、新たな規制の導入、資本統合、自然災害、クーデター、政治体制の大幅な変更、ファンドの資産を投資している国で発生した戦争などの異常事態または市場の状況によっては、上記の投資目的および投資方針ならびに投資制限を維持することができない場合があります。

投資顧問会社は、とりわけ、ファンドの投資対象の価値の変動、再建または合併、ファンドの資産からの支払い、または受益証券の買戻しの結果として、上記の投資方針または投資制限のいずれかを超えた場合、直ちに投資対象資産を売却する必要はありません。ただし、投資顧問会社は、違反が確認された後、合理的な期間内に、投資方針および投資制限を遵守するために、投資家の利益を考慮した上で、合理的に実行可能な措置を講じるものとします。

投資顧問会社は、以下の場合、本書に記載された投資方針、投資制限およびガイドラインから一時的に逸脱することがあります。（ ）独自の判断において、大量の受益証券の申込または買戻請求があった場合、（ ）独自の判断において、ファンドが投資する市場または投資対象に急激または重大な変化が予測される場合、その他投資顧問会社の合理的支配を超える事象があった場合、（ ）投資顧問会社が当初の投資を行うスタートアップ期、および／または、（ ）独自の判断において、(a) ファンドの償還準備のため、または、(b) ファンドの資産規模に起因して、乖離が合理的に必要とされる場合。投資顧問会社は、かかる乖離を認識した場合、受益者の利益を考慮し、合理的に実行可能な限り早期に修正することを目指します。

管理会社は、ファンド証券が販売される国の法令を遵守することを目的として、受益者の利益に相反しない、または受益者の利益となるその他の投資制限を随時課すことができます。

ファンドの投資対象資産およびその純資産価格は、市場環境により変動します。

ファンドがその投資目的を達成できるとの保証も、多額の損失を回避できるとの保証もありません。

### 借入方針

残存借入総額がファンドの純資産総額の10%を超える場合、借入れは禁止されます。ただし、合併等の特殊な事態により一時的に当該10%の制限を超える場合を除きます。

## 3【投資リスク】

### リスク要因

#### ファンドに関連するリスク

##### 投資目的および取引リスク

いずれの期間においても、特に短期間でファンドの投資目的が成功する保証はありません。投資者は、ファンド証券の価格が上昇することも下落することもあることを認識する必要があります。

##### 債券

コール・リスク：債券にはコール・リスクがあります。多くの債券は、満期前に発行体の選択により償還される、すなわち「コール」される可能性があります。一般に、発行体は、より低い金利の新しい債券を発行することで借り換えが可能な場合、その債券をコールします。ファンドは、金利が低下している期間において、債券の発行体が高利回りの債券をコールする可能性にさらされます。その場合、投資顧問会社は、予定外の収益をより低い金利で運用することを余儀なくされ、ファンドの収益が減少する可能性があります。

信用スプレッド・リスク：信用スプレッド・リスクとは、債券について一般にデフォルト（債務不履行）のリスクが高いと市場が判断した場合に信用スプレッド（証券の信用力の違いに起因する証券間の利回りの差）が拡大するリスクです。信用スプレッドの拡大は、ファンドの勘定で保有する有価証券の市場価値を低下させる可能性があります。信用スプレッドは、投資適格証券よりも低格付け証券や非格付け証券においてしばしば上昇します。また、信用スプレッドが拡大した場合、市場価値の低下は一般に満期の長い有価証券ほど大きくなります。

インカム・リスク：金利が低下した場合、ファンドは一般に受益証券の発行手取金および満期を迎えるポートフォリオ証券（またはコールされたポートフォリオ証券、上記の「コール・リスク」を参照）からの収入を低利回りの証券に投資しなければならないため、収益が低下する可能性があります。

##### 国債への投資のリスク

政府発行体の商品へのエクスポージャーは、重大な経済的・政治的リスクを伴う可能性があります。国債に投資することにより、ファンドは、関連諸国における政治的、社会的、経済的変化の直接的または間接的な影響を受けることになります。政治的变化は、関連する政府が債務の適時支払いを行う、または提供する意思に影響を与える可能性があります。また、インフレ率、対外債務額、国内総生産などに反映される当該国の経済状況は、当該政府の債務履行能力に影響を与えます。

特定のソブリン商品の保有者は、これらの債務のリストラクチャリングおよびリスケジュールへの参加、および発行体への追加融資を求められる可能性があります。ソブリン商品の保有者の利益は、リストラクチャリングの過程で不利な影響を受ける可能性があります。ファンドがエクスポージャーを得る可能性のあるソブリン債の発行体は、対外債務の支払いに深刻な困難を経験する可能性があります。このような困難は、他の影響も含めて、当該国に債務の利息および元本の支払いのリスケジュールや、特定の債務のリストラクチャリングを強いる可能性があります。リスケジュールやリストラクチャリングには、新規または修正されたクレジット契約の交渉、または未払いの元利金を「プレイディ債」または同様の商品に転換し、利払い資金を調達するために新たなクレジットを取得することにより、利払いや元利金の支払いを減らしたり、スケジュールを変更したりすることが含まれます。投資顧問会社、管理会社および／または受託会社は、ファンドの勘定に関して、特定のソブリン債務に関する債務不履行の場合に限定的な法的請求権しか有さない可能性があります。例えば、政府機関の特定の債務の不履行による救済は、民間の債務の場合とは異なり、場合によっては不履行の当事者自身の裁判所で追求しなければなりません。そのため、法的手段が大幅に減少する可能性があります。

#### 現金および現金等価物に関するリスク

ファンドの勘定で保有されている現金および現金等価物は、信用、流動性、市場、金利およびカウンターパーティーに係るリスクにさらされています。かかるリスクの一または複数が現実化した場合、ファンドの勘定で保有されている現金および現金等価物の価値は悪影響を被る可能性があります。投資顧問会社が、ファンドの勘定により、ファンドの勘定で保有されている現金の引出しおよび／または現金等価物の換金を行うことができない場合、投資顧問会社がファンドの投資目的および投資方針を達成する能力は悪影響を受ける可能性があります、ならびに／またはファンドが損失を被ることがあります。

#### カントリー・リスク（政治リスクおよび規制リスク）

ファンドの資産の価値は、政治不安、政府方針および税制の変更、外国投資および通貨の本国送金に対する制限ならびにその他適用ある法律および規制の動向などの不確実性による影響を受けることがあります。同様に、ファンドの勘定で実行される取引のカウンターパーティーは、それら自身が、銀行再建および破綻処理制度を含む規則の変更および規制監督の対象となることがあります。したがって、ファンドは、自己が対象となる規則の変更だけでなく、カウンターパーティーに影響を及ぼす規則の変更によっても影響を受けることがあります。

#### 経済情勢

経済情勢（例えば、インフレ率、産業の状況、競争、技術発展、政治的および外交的な事由および動向、税法などの要因）の変化は、ファンドのリターンに著しい悪影響を及ぼす可能性があります。そのような経済情勢は、投資顧問会社の支配の及ぶものではありません。ファンドが直接的または間接的にポジションを有する市場における予測不能なボラティリティまたは流動性によって、ファンドの資産の運用を管理する投資顧問会社の投資・再投資管理能力が損なわれ、ファンドに損失が生じる可能性があります。

#### 市場リスク

ファンドが保有する有価証券の価格は、通常の市場変動および国際的有価証券市場への投資に固有のリスクの影響を受けます。よって、ファンドへの投資がその価値を維持する、またはその価値が上昇するという保証はありません。

#### 潜在的な市場変動

ファンドの勘定で投資が行われる可能性のある市場は、近時、極端な価格変動を経験しています。このようなボラティリティが将来的に発生しないという保証はありません。このような変動は、純資産価額に悪影響を及ぼし、その結果、受益証券の買戻価格にも影響を及ぼす可能性があります。

#### 流動性リスク（ファンドの投資ポートフォリオの流動性）

流動性は、投資対象をファンドの勘定で適時に売却または換金する投資顧問会社の能力に関係します。さらに、ファンドの流動性および受益証券の買戻しプログラムは、後記「第2 管理及び運営、2 買戻し手続等、（1）海外における買戻し手続等」の「受益証券の買戻しの制限」の項目および本「リスク要因」の「ファンドが投資対象ファンドの投資証券を投資証券買戻計画を通じて換金する能力は制限されます。」の項目において詳述するとおり、投資対象ファンドの流動性の制限および投資証券買戻プログラムの制限に服することになります。投資対象ファンドは、投資対象ファンドの裁量により、いつでも買戻請求された口数よりも少ない口数の投資対象ファンドの投資証券の買戻しを行うことを選択することができ、投資対象ファンドが買い戻す投資証券の口数には上限があります。さらに、投資対象ファンドの取締役会は、投資対象ファンドの利益と投資対象ファンドの投資主の利益になると判断した場合、投資対象ファンドの投資証券買戻計画に例外を設け、修正または停止することがあります。相対的に流動性の低い有価証券の市場は、より流動性の高い

有価証券の市場に比べて変動性が高くなる傾向があります。ファンドの資産を相対的に流動性の低い有価証券に投資することにより、ファンドの投資対象を希望する価格および時期に処分する投資顧問会社の能力が制限されることがあります。先物のポジションは流動性が低い場合があります。例えば、一部の取引所では、「一日の価格変動幅」または「一日の値幅制限」と呼ばれる規制により、一日の間の特定の先物契約価格の変動を制限しています。特定の先物契約の価格が一日の限度額に相当する量だけ上昇または下降した場合、トレーダーが限度額の範囲内で取引を行う意思がない限り、将来のポジションを取ることも清算することもできません。同様の事態が発生した場合、投資顧問会社は不利なポジションを速やかに清算することができず、ファンドの投資は損失を被る可能性があります。さらに、かかる投資対象の転売は、時に、契約上の規定により制限されることがあり、かかる制限自体が当該投資対象の価値に影響を及ぼす場合があります。また、取引所が特定の契約の取引を停止し、特定の契約の即時清算および決済を命じ、または特定の契約の取引を清算目的に限定して行うよう命じる可能性があります。流動性を欠くことによるリスクは、店頭取引の場合においても生じます。現状、かかる契約の規制市場は存在せず、当該契約のディーラーのみが買呼値および売呼値の設定を行う可能性があります。市場性のない有価証券への投資は流動性リスクを伴います。また、かかる有価証券は評価が困難であり、その発行体は、規制市場の投資家保護に関する規則に常に従うとは限りません。

### カストディ・リスク

ファンドの勘定で直接的または間接的な投資がカストディおよび/または決済システムが十分に発達していない市場において行われることがあります。このような市場で取引され、（サブ・カストディアンの使用が必要な状況において）サブ・カストディアンに委託されたファンドの資産は、一定のリスクにさらされる可能性があります。このようなリスクには、真のＤＶＰでない決済、現物市場、その結果としての偽造証券の流通、コーポレートアクションに関する情報不足、証券の入手に影響を与える登録プロセス、適切な法務・金融インフラの欠如、中央預託機関への補償・リスク基金の欠如などが含まれますが、これらに限定されるものではありません。

### 為替変動リスク

ファンド証券は米ドル建てです。よって、投資者が米ドル以外の通貨（以下「投資者通貨」といいます。）で投資を行う場合には、受益証券の保有者は通貨の交換に関して一定のリスクを負うことになります。このリスクには、為替レートが大きく変動（米ドルの切下げまたは投資者通貨の切上げによる変動を含みます。）するリスク、および米ドルまたは投資者通貨（場合に応じて）を管轄する当局が為替管理を実施または変更するリスクが含まれます。投資者通貨の価値が対米ドルで上昇した場合、（a）純資産総額およびファンド証券１口当たり純資産価格の投資者通貨相当額、ならびに、（b）支払分配金（あった場合）の投資者通貨相当額は下落します。

### カウンターパーティー・リスク

ファンドの投資ポートフォリオは、契約条件に関する紛争（正当な根拠に基づくものであるか否かにかかわらず）または信用もしくは流動性の問題を理由にカウンターパーティーが取引をその条件に従って決済しないリスクにさらされ、ファンドが損失を被ることになる場合があります。満期までの期間が長く、何らかの出来事が決済を妨げる可能性がある契約の場合、または単独もしくは少数のカウンターパーティーとの間で取引が行われた場合には、このような「カウンターパーティー・リスク」が大きくなります。投資顧問会社は、ファンドの資産に関して、取引を特定のカウンターパーティーとの間に限定すること、またはすべてもしくはいずれかの取引を同一のカウンターパーティーに集中させることを制限されていません。さらに、投資顧問会社は、カウンターパーティーの信用力を評価する内部クレジット機能を有していない可能性があります。投資顧問会社がいかなるカウンターパーティーとも取引可能であること、およびかかるカウンターパーティーの財務能力に関する有意かつ独立した評価がないことにより、ファンドが損失を被る可能性が高まる場合があります。

また、ファンドは、非上場デリバティブ商品に関して、取引所決済機関の履行保証など、組織化された取引所におけるかかる商品の取引参加者に適用されるものと同様の保護を受けることができないことにより、取引を行うカウンターパーティーの信用リスクにさらされる場合があります。非上場デリバティブ取引のカウンターパーティーは、公認取引所ではなく取引に従事する特定の会社または企業であり、よって、投資顧問会社がファンドの投資に関して取引を行うカウンターパーティーの支払不能、破産または債務不履行の場合には、ファンドに多額の損失が生じる可能性があります。投資顧問会社は、ファンドに関して、特定のデリバティブ取引に関する契約に基づく債務不履行時には契約上の救済が得られることがあります。しかし、追及可能な担保またはその他の資産が十分でない場合には、かかる救済が不十分なものとなる可能性があります。

世界的な金融危機の間、複数の大手金融市場参加者（店頭取引およびディーラー間取引のカウンターパーティーを含みます。）が、支払期限の到来した契約上の債務を履行することができず、または不履行寸前の状態にあり、金融市場において認識された不確実性が高まるとともに、かつてないほどの政府の介入、信用および流動性の縮小、取引および金融取引決めの早期解約、ならびに支払いおよび引渡しの停止および不履行をもたらしました。このような混乱により、支払能

力のあるプライム・ブローカーおよびレンダーでさえ、新規投資への融資を望まないか、または過去に比べて著しく不利な条件での融資を行うことになりました。カウンターパーティーが債務不履行に陥らない、また、ファンドが結果として取引による損失を被らないとの保証はありません。

#### 予想される買戻しの影響

受益者による受益証券の大量の買戻しが行われた場合、買戻しに必要な現金を調達するため、適切な時期より早期にファンドの投資対象を清算することを余儀なくされる可能性があります。

#### 分配

原則として、管理会社は、受託会社および投資顧問会社と協議の上で、毎年1月9日に、受益者に対し年次分配を宣言することがあります（1月9日がファンド営業日ではない場合、分配はその直前のファンド営業日に宣言されます。）。投資者は、分配が実質的に投資者の当初元本またはキャピタル・ゲインを返還することになる可能性もあり、これにより、分配金として引当て可能な収益を超える場合、元本を減少させることになる可能性もあることに留意すべきです。したがって、投資元本の保全を重視する投資者は、ファンドの投資対象の価値が、資産価値の減少のみならず、分配による投資者への元本の返還によっても下落する可能性があることを考慮することが強く推奨されます。

#### 仲介およびその他の取り決め

ポートフォリオ取引を実行するためのブローカーまたはディーラーを選定する際、投資顧問会社は、競争入札を行う必要はなく、利用可能な最低手数料を追求する義務を負いません。投資顧問会社は、リサーチもしくはサービスを提供するか、またはそれらの対価の支払いを行うブローカーまたはディーラーへの手数料について、別のブローカーまたはディーラーが同様の取引を実行する際に請求する価格よりも高い価格で支払わせることができます。投資顧問会社は、原則として、かかるソフト・コミッションの取り決めを締結しないことを方針としています。

#### 決済ブローカーの支払不能リスク

投資顧問会社は、ファンドに関して、有価証券の取引の清算および決済を行うために複数のブローカーのサービスを利用することができます。適用ある規則および規制により、顧客資産に保護が与えられる場合がありますが、ファンドのブローカーのうちの一つが支払不能に陥った場合は、当該ブローカーの下で保管されているファンドの資産がリスクにさらされることがあります。

#### 将来の規制の変更は予測不可能であること

証券市場およびデリバティブ商品市場には包括的な法律、規制および証拠金要件が適用されます。さらに、証券取引所は、市場の緊急事態に際して、例えば投機的ポジション制限の適時的実施、証拠金の引上げ、値幅制限の設定、取引停止などの特別措置を講じる権限を有します。有価証券およびデリバティブ商品の規制は急速に進展しつつある法律分野であり、政府および司法機関の措置によって変更される場合があります。将来の規制の変更がファンドに及ぼす影響は予測が不可能ですが、重大かつ悪影響となることがあります。

#### 決済リスク

有価証券の決済その他の取引および資産の保管に関する市場慣行により、リスクが増大する可能性があります。取引実行のために利用可能な清算、決済および登録のシステムにより、取引の決済および移転の登録に関して遅延その他の重大な障害が生じる可能性があります。また、取引の顧客またはカウンターパーティーがその契約上のコミットメントを履行しない可能性もあります。決済に関する問題が発生した場合、ファンドの純資産価額および流動性が悪影響を受ける可能性があります。

#### 流通市場の不存在

受益証券には流通市場が存在しない予定です。したがって、受益者は、後記「第2 管理及び運営、2 買戻し手続等、（1）海外における買戻し手続等」の項目に定める手続きおよび制限に従った買戻しによってのみ、受益証券を処分することができる場合があります。受益証券の買戻しを請求する受益者が保有する受益証券に帰属する純資産価額が、関連する買戻通知の日付から関連する取引日までの期間中に下落するリスクは、当該買戻しを請求する受益者が負担します。また、受益者が自己の受益証券の買戻しを行わせることができない状況となる可能性もあります。

#### 源泉徴収税リスク

投資者は、一部の市場におけるファンドの投資対象の売却、またはかかる投資対象に関する配当、分配金もしくはその他の支払金の受取りによる手取金が、当該市場の当局により賦課される税金、課徴金、関税またはその他の費用もしくは手数料（源泉徴収税を含みます。）の対象である、または対象となる可能性があることに留意すべきです。

米国外国口座税務コンプライアンス法（以下「FATCA」といいます。）は、原則として、一定の米国源泉その他の支払いに対し30%の源泉徴収を課します。ファンドがFATCA関連の該当する要件または義務を遵守しなかった場合、ファンドは、ファンドが受領した支払いについて源泉徴収税の対象となる可能性があり、その場合は純資産価額が減少し、受益証券の価格に悪影響を及ぼすこととなります。ファンドは、FATCAによる源泉徴収税の課税を回避するために、ファンドに課される義務を履行するよう図るものの、ファンドがこれらの義務を履行できるとの保証はありません。ファンドは、関連する源泉徴収税の課税の原因または一因となった投資者に当該源泉徴収税を割り当てることができない場合があります。また、FATCAの遵守に起因する管理上の費用は、ファンドの運営費の増加を招くこともあります。

#### OECD共通報告基準

OECDは、FATCAを実施するための政府間アプローチを広範囲に活用しつつ、世界的なオフショア脱税の問題に対処するため、共通報告基準（以下「CRS」といいます。）を発展させました。金融機関の効率性を最大化し、そのコストを削減することを目的として、CRSは、金融口座情報のデュー・ディリジェンス、報告および交換に関する共通基準について定めています。CRSに基づき、参加する法域は、共通のデュー・ディリジェンスおよび報告手続きに基づいて金融機関が特定したすべての報告対象口座に関する金融情報を、報告を行う金融機関から取得し、これを交換パートナーとの間で年に一度自動的に交換します。ケイマン諸島は、CRSの実施を約束しています。その結果、ファンドは、ケイマン諸島が採用するところに従い、CRSのデュー・ディリジェンスおよび報告要件を遵守する必要があります。投資者は、ファンドによるCRS上の義務の履行を可能にするために、管理事務代行会社から追加の情報提供を求められることがあります。求められた情報を提供しない場合、投資者は、これにより生じる罰金もしくはその他の課徴金を課され、ファンドの受益証券の強制的買戻しの対象となり、および/または、投資者がFATCAに関連して請求された情報を提供しない場合と同様のその他の悪影響を受けることがあります。

#### 先行投資

受益者は、投資顧問会社が、申込みが受諾された旨の通知に応じて、申込金が受領される前に、当該金銭の決済を見越してファンドの勘定において投資を行うことがあることに留意すべきです（以下「先行投資」といいます。）。かかる先行投資は、ファンドの利益に適うことが意図されていますが、決済が不履行の場合、ファンドは、損失を被る可能性があります。かかる損失には、取引の手仕舞い費用（その時までには市場が好ましくない方向に動いている可能性もあります。）および先行投資の資金の調達先であるファンドの銀行預金口座または関連するファシリティ契約が借越しとなった場合の遅延利息の支払いが含まれますが、これらに限定されるものではありません。その結果、先行投資により生じるファンドの損失は、受益証券1口当たり純資産価格に悪影響を及ぼすことがあります。受託会社、管理会社および投資顧問会社（場合に応じて）のいずれも、当該損失が発生した場合に責任を負わないものとします。

## サイバー犯罪およびセキュリティ侵害

ファンドの運営に関連するインターネットおよび技術の使用が増加するにつれて、ファンドは、サイバーセキュリティ侵害によるオペレーショナル・リスクおよび情報セキュリティリスクの増大にさらされています。サイバーセキュリティ侵害には、資産もしくは機密情報の不正流用、データの破損または運営の妨害を目的とした、「ハッキング」またはその他の手段によるコンピューターウイルスへの感染およびファンドのシステムへの不正アクセスが含まれますが、これらに限定されるものではありません。サイバーセキュリティ侵害は、D o S 攻撃、または許可された個人がファンドのシステムに保存された秘密情報を開示する（故意か否かを問いません。）場合など、不正アクセスを必要としない方法で発生する場合があります。サイバーセキュリティ侵害により、ファンドの事業運営に支障が生じ、これに影響を及ぼす場合があります、その結果、潜在的に、財務上の損失を生じ、ファンドの純資産価額の決定の不能、適用ある法律の違反、規制上の違約金および／または罰金、コンプライアンスその他の費用が発生する可能性があります。その結果、ファンドおよびその投資者は、悪影響を受ける可能性があります。また、ファンドは第三者サービス提供者と密接に協力しているため、かかる第三者サービス提供者における間接的なサイバーセキュリティ侵害により、ファンドおよびその投資者が直接的なサイバーセキュリティ侵害に関連するのと同じリスクにさらされる可能性があります。ファンドは、サイバーセキュリティ侵害に関連するリスクを軽減するよう設計されたリスク管理システムを構築していますが、かかる措置が成功する保証はありません。

## 情報請求

受託会社、管理会社またはケイマン諸島に住所を有するこれらの取締役もしくは代理人は、規制当局・機関または政府当局・機関が適用ある法律に基づき行う情報請求に従い、情報の提供を強制されることがあります。これには、例えば、ケイマン諸島金融庁が、自らもしくは公認の外国の規制当局のために、金融庁法（改正済み）に基づいて請求する場合、または、ケイマン諸島税務情報局が、ケイマン諸島税務情報局法（改正済み）ならびに関連する規則、合意、協定および覚書に基づいて請求する場合があります。これらの法律に基づく秘密情報の開示は、いかなる秘密保持義務の違反ともみなされず、一定の状況において、受託会社、管理会社およびこれらの取締役または代理人は、かかる請求を受けたことの開示を禁止される場合があります。

## 郵便物の取扱い

受託会社、管理会社および／またはファンドの登記上の事務所において受領された、受託会社、管理会社および／またはファンド宛の郵便物は、処理のため、受託会社および／または管理会社が提供する転送先所在地に未開封のまま転送されます。受託会社、管理会社、これらの取締役、役員、顧問またはサービス提供者（ケイマン諸島における登記上の事務所サービスを提供する機関を含みます。）はいずれも、何らかの経緯で生じた転送先所在地への郵便物の配達遅延に対していかなる責任も負いません。特に受託会社および／または管理会社の取締役は、自身個人宛の郵便物（受託会社、管理会社またはファンド宛の郵便物ではないもの）のみを、受領、開封または直接処理します。

## 追加のクラスの費用

将来において、追加のクラスの受益証券が発行されることがあります。かかる追加のクラスの設定に関連する経費および費用の全部または一部が、当該クラスのみによって負担されず、例えばファンド全体によって負担される可能性があります。これは、かかる追加のクラスが設定される前に発行されていたクラスの受益証券 1 口当たり純資産価格に悪影響を及ぼす可能性があります。

## 制裁

受託会社およびファンドは、適用ある制裁制度の対象となっている事業体、個人、組織および／または投資対象と取引を行うことが制限される法律に服します。

したがって、受託会社は、投資者に対し、当該投資者が以下のいずれにも該当しないこと、および、当該投資者が了知し、または信じる限りにおいて、当該投資者の実質的所有者、支配者または被授權者（以下「関係者」といいます。）（もしあれば）が以下のいずれにも該当しないことを継続的に表明保証することを要求することができます。（ ）国際連合、米国財務省外国資産管理局（以下「O F A C」といいます。）もしくは日本の財務省が保持するか、または欧州連合（以下「E U」といいます。）および／もしくは連合王国（以下「英国」といいます。）の規制（英国の規制は行政委任立法によりケイマン諸島にまで及びます。）および／もしくはケイマン諸島の法律に従って保持される制裁の対象となる事業体または個人の一覧表に氏名または名称が記載されていること、（ ）国際連合、O F A C、日本の財務省、E U、英国および／もしくはケイマン諸島が科す制裁が適用される国もしくは領土に運営上の拠点を置いているか、またはかかる国もしくは領土を住所地としていること、または（ ）その他国際連合、O F A C、日本の財務省、E U、英国

（英国の制裁が行政委任立法によりケイマン諸島にまで及ぶ場合を含みます。）またはケイマン諸島が科す制裁の対象となっていること（以下、総称して「制裁対象」といいます。）。

投資者または関係者が制裁対象であるか、または制裁対象となった場合、受託会社は、直ちに、かつ、申込人に対して通知することなく、申込人とのさらなる取引および／またはファンドに対する申込人の持分のさらなる取引について、当該投資者または関係者が制裁対象でなくなるか、または適用ある法律に基づきかかる取引を継続する許可を取得するまで停止するよう義務付けられることがあります（以下「制裁対象者事由」といいます。）。受託会社およびファンドは、制裁対象者事由により投資者に生じた債務、経費、費用、損害および／または損失（直接的損失、間接的損失または派生的損失、利益の喪失、収益の喪失、評判の喪失ならびにすべての利息、違約金および法務経費その他すべての専門家経費および費用を含みますが、これらに限定されるものではありません。）につき、一切責任を負わないものとします。

また、ファンドのために行われた投資が後に適用ある制裁の対象となった場合、受託会社は、直ちに、かつ、申込人に対して通知することなく、当該投資のさらなる取引について、適用ある制裁が解除されるか、または適用ある法律に基づきかかる取引を継続する許可を取得するまで停止することができます。

## 投資戦略に関連するリスク

### 不動産投資リスク

ファンドは、不動産セクターで運用されるＲＥＩＴである投資対象ファンドに投資します。その結果、ファンドは、不動産への投資に関連するリスクにさらされる可能性があります。かかるリスクには、投資対象不動産の価値変動、借入人またはテナントによる債務不履行、市場飽和、全般的および地域的な経済情勢の変化、賃料相場下落、競争の激化、固定資産税、資本的支出または運営費用の増加その他不動産業界の企業に影響を与える経済上、政治上または規制上の出来事が含まれますが、これらに限定されるものではありません。

### ＲＥＩＴへの投資リスク

投資対象ファンドのようなＲＥＩＴへの投資には、一般的に不動産投資に関連するリスクに加えて、その構造と焦点に関連するその他の一定のリスクが伴います。かかるリスクには、運用技能への依存、限られた分散化、プロジェクトのための資金調達の実施および管理のリスク、多額のキャッシュ・フロー依存、借入人による債務不履行の可能性、一または複数の保有資産の自己清算の経費および潜在的損失、モーゲージ・ファンドの欠如の可能性およびそれに伴う金利リスク、過剰建築、不動産空室、固定資産税および運営費用の増加、都市計画法の変更、環境破壊による損失、近隣の土地評価額および買主に対する訴求力の変化、ならびに、多くの場合、比較的小さな市場資本規模（これにより市場流動性が低下し、価格の変動が大きくなる可能性があります。）が含まれますが、これらに限定されるものではありません。ＲＥＩＴは、経済情勢や、その他の資産クラス、特にインカム投資者をめぐって競合する資産クラスの動向にも影響を受ける可能性があります。例えば、金利または国債の上昇は、不動産証券の利回りを相対的に低下させ、それにより不動産証券の魅力や価値が低下する可能性があります。

### 不動産証券の発行体に関連する信用リスク

不動産証券（投資対象ファンドにより発行される有価証券を含みます。）の発行体が自己の債務の支払いを行うことができなくなるか、もしくは支払不能な状態となった場合、またはこれらのいずれかの状況が予想される場合、ファンドは、多額の損失を被ることがあります。また、当該発行体が一連の基準を満たさない場合、かかる証券の金融商品取引所への上場が廃止される可能性があります。上場廃止となるか、またはそのおそれがある場合、当該不動産証券の価格は下落するため、ファンドが損失を被る可能性があります。

## ＲＥＩＴの価格変動リスク

一般的に、ＲＥＩＴの収益源は、不動産または不動産証券化商品の売却による利益と、かかる商品への投資から得られる収益です。これらの投資ピークルは、規制および不動産を取り巻く環境、賃料相場、稼働率、不動産市況、短期および長期金利の動向ならびにマクロ経済の変化など、多くの要因の影響を受けます。また、かかる投資ピークルの価値は、経年変化、立地条件の変化、火災および天災地変による不動産の喪失または不動産への損害の影響を受けることがあります。ＲＥＩＴの財務状況または経営成績が悪化した場合、または市況が悪化した場合には、ＲＥＩＴが発行する有価証券の配当、利払いおよび価格が下落し、ファンドが損失を被るおそれがあります。

## ＲＥＩＴの金利リスク

金利リスクとは、市場金利の変動によって、優先証券や債券のような確定利付証券の価値が下落するリスク、および、比較的規模は小さいものの、ＲＥＩＴの普通投資証券のような配当支払型普通投資証券の価値が下落するリスクです。市場金利が上昇すると、かかる有価証券の市場価値は一般的に下落します。ファンドの勘定におけるかかる有価証券への投資は、市場金利が上昇した場合に、普通投資証券の基準価額および市場価格が下落する傾向があることを意味します。投資者は一般的に、収入源としてＲＥＩＴに期待を寄せているため、ＲＥＩＴの投資証券の価格はその他のエクイティ証券よりも金利の変動による影響を受けやすいことがあります。金利の下落時には、有価証券の発行体は、予定よりも早い元本の期限前償還オプションを行使することができ、これは一般に繰上償還リスクまたは期限前償還リスクと呼ばれます。この場合、投資顧問会社は、より低い利回りの有価証券に再投資せざるを得なくなることがあります。これが再投資リスクと呼ばれるものです。優先証券および債券には、所定の満期前に当該有価証券を買い戻すことを発行体に許可するコール条件がしばしば付されています。発行体は、金利の下落または当該発行体の信用状態の改善により、より低いコストでの債務の借換えが可能な場合には、債務を償還することができます。金利の上昇時には、元本返済が予想よりも遅くなることから、一定の種類の有価証券の平均残存期間が延長されることがあります。これにより、市場金利を下回る金利が固定され、当該証券のデフレーションが長期化し、また当該証券の価値が低下することがあります。これが延長リスクと呼ばれるものです。投資顧問会社がファンドの勘定において投資する投資適格確定利付証券の市場金利は、最近、かかる有価証券の直近の平均金利を大幅に下回っています。このような金利の下落は、将来かかる金利が上昇するリスク（純資産価額の下落の原因となります。）を高め、その場合の資産価値の下落幅を広げている可能性があります。過去の金利水準は必ずしも将来の金利水準を予測するものではありません。

## 投資対象ファンドの投資目的の達成、投資リターンが無保証

投資対象ファンドの投資目的が成功する旨の保証または表明は行われず、投資対象ファンドがその投資目的を達成する保証はありません。投資対象ファンドが投資者のためのリターンを得ること、またはそのリターンが本書に記載された種類の資産に対するリスクに見合ったものになるという保証はありません。ファンドへの投資は、投資額のすべてを失う可能性があることをご認識ください。投資対象ファンドに関連する投資事業体の過去のパフォーマンスは必ずしも投資対象ファンドの将来のパフォーマンスを示唆するものではなく、投資対象ファンドの予測または目標リターンが達成される保証はありません。

## 投資の集中

ファンドはほぼすべての資産を投資対象ファンドに投資するため、投資対象ファンドにおいて発生した損失はファンドの全体的な財政状態に重要な悪影響を及ぼします。

## 投資対象ファンドへの依存

ファンドの投資目的に沿った運用を行うためには、投資対象ファンドに継続的に投資する必要があります。投資対象ファンドは償還または解散する可能性があり、またその他の理由でファンドが投資対象ファンドの発行する投資証券に投資できなくなる可能性があります。

## 支配の欠如

受託会社または管理会社はいずれも、投資対象ファンドまたは投資対象ファンドの行う投資を支配しません。投資対象ファンドまたは投資対象ファンドの投資に対するこの支配の欠如は、ファンドにとって不利となる可能性があります。管理会社が（その代理人または受任者を通じて）投資対象ファンドの投資に関して議決権を行使できる場合であっても、管理会社によるかかる投資に関する議決権行使は、投資対象ファンドの他の投資家による議決権行使と一致しない可能性があります。あり、かかる他の投資者はより多くの議決権を有している可能性があります。

## 第三者の運用への依存

投資対象ファンドのパフォーマンスはモニターされているものの、ファンドは、投資対象ファンド投資顧問会社の運用チームの技能および専門性に大部分を依拠します。投資対象ファンド投資顧問会社が投資対象ファンドの運用を継続して行うことの保証はなく、またはその場合であったとしても投資対象ファンド投資顧問会社の運用が継続して成功する保証はありません。

ファンドのリターンは、投資対象ファンド投資顧問会社の取組みおよび成績にその大部分を依存し、投資対象ファンド投資顧問会社およびその従業員の成績不振により著しい悪影響を受ける可能性があります。ファンドの投資顧問会社またはファンドに対するその他の業務提供者はいずれも、投資対象ファンドの日々の運用において役割を持たず、投資対象ファンド投資顧問会社が行う具体的な投資または運用上の意思決定を承認する権限を持ちません。さらに、一般に、投資対象ファンドに不利な業績が発生した場合でも、ファンドは、投資対象ファンドへの投資をやめることはできません。ファンドの投資顧問会社は、投資対象ファンドおよび投資対象ファンド投資顧問会社のパフォーマンス履歴や投資対象ファンドの投資戦略等の基準に基づいて投資対象ファンドを評価するよう努めるものの、投資対象ファンドおよび投資対象ファンド投資顧問会社の過去のパフォーマンスが将来のパフォーマンスの信頼できる指標になるとは限らず、また投資対象ファンド投資顧問会社、その主要人物、または投資対象ファンドの投資戦略はファンドの合意なしに随時変更される可能性があります。

### 間接投資

受益者は、投資対象ファンドへの直接投資者ではなく、投資対象ファンドとの間に一切契約関係を有さず、ファンドへの投資に関して投資対象ファンドに対する求償権を有することはできません。

### 費用の重層構造

投資対象ファンドは、投資対象ファンドの投資の収益性に応じて成功報酬を支払い、投資対象ファンドの管理報酬およびその他の費用を支払います。かかる費用の一部はファンドによって間接的に負担されます。これにより、受益者が負担する費用は、投資対象ファンドに直接投資した場合より増大することとなります。これは、ファンド・オブ・ファンズのアプローチを使用しない他の投資主体に関連する費用に比べて、ファンドの費用がファンドの純資産に対して高い割合を構成する可能性があるためです。

### 投資対象ファンドの戦略は成功しない可能性があること

投資対象ファンドの戦略が実行され、その投資目的が達成され、投資対象ファンドがその投資元本を回収できる保証はありません。

### 投資対象ファンドに関するリスク

投資対象ファンド投資証券の投資にはリスクが伴います。受益者は、本書に記載される他の情報に加えて、以下の重要なリスクを特に考慮すべきです。以下のいずれかのリスクの発生により、ファンドは、その投資対象の相当部分を失う可能性があります。以下に記載されているリスクおよび不確実性のみが投資対象ファンドが直面するリスクおよび不確実性ではありませんが、投資対象ファンドの事業、運用成績、財務状況、見通しおよび将来に関する記述にとって最も重要であると投資対象ファンドが判断するリスクおよび不確実性を表しています。

### 資産の大部分を投資対象ファンドに投資

本書に詳述されるリスクに加え、ファンドはその資産の大部分を投資対象ファンドに投資し、投資対象ファンドを通じて投資プログラムを実行するため、投資予定者は、投資対象ファンドへの投資に伴うリスクを慎重に考慮すべきです。ファンドのリターンは、投資対象ファンドへの投資におけるパフォーマンスにほぼ完全に依存し、投資対象ファンドが、その投資目的および戦略を実施できるという保証はありません。ファンドが投資対象ファンドへの投資者として負担する費用（投資対象ファンドの資産ベース管理報酬、設立費、投資費用、運用費用、ならびに投資対象ファンドへの投資者が負担するその他の費用および負債など）に追加される、ファンドの継続的運用費用の一部は、通常、ファンドおよび受益者によって負担され、受益者に対するリターンは、かかる負担に対応する影響を受けます。かかるファンドの追加費用により、ファンドのパフォーマンスは、投資対象ファンドに比べて低下します。ファンドは投資対象ファンドへの投資者となりますが、ファンドへの投資者自体は投資対象ファンドへの投資者とはならず、投資対象ファンドに対し直接何らかの権利を行使する、または投資対象ファンドもしくはその関連会社に対し直接請求権を主張する権限を有することにはなりません。ファンドへの投資者は、信託証書および本書に規定される権利のみを有します。管理会社は、投資対象ファンドのジェネラル・パートナーまたはマネージャーではなく、投資対象ファンドの取引戦略または取引方針に対していかなる支配権も有しません。ファンド、ファンドの管理会社およびそれらの関連会社のいずれも、投資対象ファンドの運営に関与することなく、投資対象ファンドの運営戦略および運営方針に対する支配権を持つことはありません。ファンドは、投資対象ファンド投資顧問会社の判断ミス、過失または不正行為のリスクにさらされます。投資対象ファンドの投資者に

よって議決権が行使される事柄がある場合、管理会社は、投資顧問会社と協議の上、ファンドが有する投資対象ファンドの持分についてどのように議決権を行使するかを決定します。投資対象ファンドの条件は変更されることがあります。投資対象ファンドの経営陣および／または投資者が、投資対象ファンドの設立文書を今後さらに変更しないという保証はありません。ファンドまたは管理会社のいずれも、投資対象ファンドの設立文書の変更を一方的に阻止する能力はありません。投資対象ファンドの設立文書が変更された場合であっても、ファンドおよび管理会社のいずれも、本書を改定または補足する責任または義務はありません。

#### ファンドと投資対象ファンドのパフォーマンスが異なる可能性

ファンドはその資産の大部分を投資対象ファンドに投資しますが、ファンドのパフォーマンスは、投資対象ファンドが達成するリターンと同一とはなりません。ファンド自体への投資に適用されるコストおよび費用（あらゆる報酬を含みます。）があるため、ファンドの成績は必ず投資対象ファンドのクラスⅠ投資証券のパフォーマンスを下回ることになります。さらに、その他の様々な要因（投資対象ファンドに投資されないファンドの現金準備金の規模を含みますが、これに限られません。）が、ファンドのパフォーマンスと投資対象ファンドのパフォーマンスとの間の乖離の原因となる可能性があります。ファンドのパフォーマンスと投資対象ファンドのパフォーマンスの間には、随時かつ経時的に差異が生じ、かかる差異は、特定の状況において重大となる可能性があります。

#### アクセス・ファンド・リスク

ファンドは、そのポートフォリオに組入れられた投資対象を直接所有しませんが、第二の投資事業体である投資対象ファンドの投資証券保有者であり、かかる投資対象ファンドは、その取締役会の監督に服しつつ投資先の取得および処分を管理する別の投資顧問により運営されます。この構造は、典型的なアクセス・ファンド構造に類似しています。ファンドは、その資産の大部分を投資対象ファンドの投資証券に投資する「アクセス・ファンド」として機能します。受益者による申込みおよび買戻しは、ファンドが、これに対応する申込みおよび買戻しを投資対象ファンドに対して実行できるかどうかにかかわらず依存します。投資対象ファンドの運営および業務は、投資対象ファンドの取締役会により決定されます。投資対象ファンドの投資主としてのファンドの権利は、通常、管理会社による行使が可能であり、投資対象ファンドが設立された法域である米国メリーランド州の法律に準拠しますが、かかる権利は限定的であり、ファンドがポートフォリオに組入れられた投資対象に直接投資した場合と同一の効力を有するものではありません。

#### 資産および負債の評価

ファンドの投資対象ファンドにおける持分は、投資対象ファンドの評価方針および手続に従って評価されます。投資先の評価は、投資対象ファンドがかかる投資先の清算時に受領すると考えられる実際の金額を反映していない場合があります。加えて、投資先を清算する時期が、かかる清算により取得可能な価格に影響を与えることもあります。投資対象ファンドの評価手続においては、鑑定会社および価格設定サービスを含む第三者から提供された価格設定情報および評価が使用されます。

#### 一般的な税務リスク

ファンドは、米国連邦所得税の目的上、法人として分類されることが予想されています。ファンドへの投資には、様々な所得税リスクが伴います。例えば、ファンドは随時、IRSが疑義を呈する可能性のある税務ポジションについて報告を行います。IRSがかかるポジションに疑義を呈し、疑義が認められた場合、高額な遡求的課税が行われる可能性があります。加えて利子および場合によっては罰金が科される可能性があります。

行政的に行われた、または公開された内国歳入庁通達および歳入手続きに記載された既存の司法上の決定またはIRSの現在の見解の変更もしくは修正、ならびに新たな法律の可決は（いずれも遡及的に適用される場合があります。）、本書に概説される税務上の取扱いを実質的に減らす、排除する、または修正する可能性があります。加えて、歳入法に大幅かつ複雑な変更を加えるような法律が、最近、米国で可決されました。かかる変更の一部については、米国財務省規制およびその他の公式な解釈がまだ発表されておらず、それらの目的が不明瞭な場合があります。

#### 投資対象ファンドの流動性および評価に関するリスク

投資対象ファンドは、現状の投資案件の一部を限られた期間しか保有しておらず、また、ファンドは投資対象ファンドが投資を行う前にそれらを経営する機会が無い場合、ファンドの投資はより投機的なものとなります。

投資対象ファンドは、現状の投資案件の一部を限られた期間しか保有しておらず、投資対象ファンドが将来取得し得る特定の不動産または不動産債権の利点についてファンドが評価する際の助けとなる情報を、投資対象ファンドの一つまたは複数の英文目論見書の補遺で説明される投資対象を除き、ファンドに提供することができません。投資対象ファンドは現状の投資対象の一部を長期間保有しないため、投資対象ファンドがその投資目標を達成できたか否かについてファンド

が評価を下すことが困難な場合があります。投資対象ファンドは、報酬および費用支払後の資産の実質的にすべてを、不動産および不動産債権の取得またはそれらの持分に投資することを目指すことを継続します。ただし、ファンドは、投資対象ファンドが将来行う投資対象の経済的利点を、当該投資が行われる前に評価することができないため、適切かつ成功する投資機会を選択する投資対象ファンド投資顧問会社の能力に全面的に依存しなければなりません。また、投資対象ファンド投資顧問会社は、投資対象ファンドが投資する不動産の種類およびそれらの不動産のテナントの選択に関して幅広い裁量権を有しており、ファンドは候補となる投資先を評価する機会がありません。これらの要因により、ファンドの投資が、不動産投資の他の選択肢に匹敵するリターンを生まないというリスクが高まります。

投資対象ファンドは、過去においてG A A Pに準拠して純損失を計上したことがあり、将来においても純損失を計上する可能性があります、また、繰越損失を計上しており、将来においても繰越損失を計上し続ける可能性があります。

2022年12月31日に終了した年度および2021年12月31日に終了した年度において、投資対象ファンドは、それぞれ約8億8,350万ドルおよび約8億480万ドルの投資対象ファンドの投資主に帰属する純損失を計上しました。2022年12月31日および2021年12月31日現在、投資対象ファンドの繰越損失はそれぞれ約33億ドルおよび約24億ドルでした。これらの金額は、主に、G A A Pに準拠した不動産の減価償却費およびその他の償却費を反映したものであり、上記期間における当該費用はそれぞれ約41億ドルおよび約19億ドルでした。2022年12月31日に終了した年度および2021年12月31日に終了した年度の投資対象ファンドの分配可能資金は、それぞれ19億ドルおよび13億ドルでした。

純損失および繰越損失はG A A Pに準拠して計算および表示されており、特に不動産投資対象の減価償却については定額法による計算が求められています。そのため、投資対象ファンドの運用成績においては、投資対象ファンドの不動産投資対象の価値が一定の期間にわたって均等に減少することになっています。しかしながら、投資対象ファンドとしては、不動産投資対象の価値は市況に応じて時間の経過とともに変動すると考えています。したがって、投資対象ファンドの経営陣は、投資対象ファンドの運用成績についての評価材料の提供のため、G A A Pに基づく財務指標に加えて、不動産関連の減価償却費およびその他の償却費を除いた一定の非G A A Pによる財務指標（分配可能資金を含みます。）を、追加の重要な非G A A P指標の補足開示として精査します。

投資対象ファンド投資顧問会社は、極めて広範な投資指針に基づき投資対象ファンドのポートフォリオを運用しており、通常、各投資先、資金調達またはアセットアロケーションに関して自らが下した決定につき、投資対象ファンドの取締役会の承認を求める必要がありません。このため、投資対象ファンドがより高リスクの投資を行う結果となる場合があり、投資対象ファンドの運用成績および財務状況に悪影響を及ぼす可能性があります。

投資対象ファンドの取締役会は、投資指針および投資対象ファンドの基本定款に合致している取得または処分である限り、投資対象ファンドのために不動産および不動産債権の取得および処分を実行する権限を投資対象ファンド投資顧問会社に委託する、極めて広範な投資指針を承認しました。投資対象ファンドの投資指針および投資対象ファンドの基本定款に基づく制限に服することを条件として、投資対象ファンド投資顧問会社は、投資対象ファンドのためにその目的推進のため、当該時点における市況に最も適していると随時考えられる戦略および裁量的アプローチを実施します。投資対象ファンド投資顧問会社が投資対象ファンドの投資活動に対して実行する特定の戦略または裁量的アプローチが成功するという保証はありません。さらに、投資先の分散および投資先の種類は、投資対象ファンドの過去の投資における場合と大きく異なることがあります。例えば、将来の投資は、ファンドの英文目論見書補遺の日付（2023年6月）現在における投資対象ファンドの投資ポートフォリオとは異なる不動産のセクターまたは地理的地域に焦点を当てる場合があります。投資対象ファンドの取締役会は、投資対象ファンドの投資指針を年に一度（あるいは適切と判断される場合はより頻繁に）見直し、投資対象ファンドの投資ポートフォリオを定期的に見直します。投資対象ファンドの取締役会または独立取締役委員会の事前承認は、投資対象ファンドの基本定款に規定されている場合（投資対象ファンド投資顧問会社の関連会社との取引を含みます。）、または投資対象ファンドの投資指針に準拠していない資産の取得または処分についてのみ必要となります。また、投資対象ファンドの取締役は、定期的な見直しを行うにあたって、主として投資対象ファンド投資顧問会社から提供された資料に依拠します。さらに、投資対象ファンド投資顧問会社が投資対象ファンドのために行った取引は、その後投資対象ファンドの取締役会による見直しを受ける時点においては、解消に多額の費用を要する、または解消が困難もしくはは不可能な場合があります。

現在、投資対象ファンド投資証券のための公開取引市場は存在しないため、ファンドが保有する投資対象ファンドの投資証券の処分は、投資対象ファンドによる買戻しに限定されと考えられます。ファンドが、保有する投資対象ファンドの投資証券を投資対象ファンドに売却した場合、ファンドは、支払金額を下回る金額しか受け取れない場合があります。

投資対象ファンド投資証券のための公開取引市場は、現在存在せず、投資対象ファンドは当該公開市場が今後発展するとは予想しておりません。したがって、投資対象ファンドによる投資対象ファンド投資証券の買戻しが、ファンドが保有する投資対象ファンドの投資証券を処分する唯一の方法となることが考えられ、かかる買戻しは投資証券買戻計画に限られます。投資対象ファンドは、ファンドが投資証券を購入した当初の価格に基づく価格ではなく、買戻日に買い戻されるクラス投資証券の取引価格に等しい価格（これは、通常、投資対象ファンドの前月の投資証券1口当たり純資産価格に等しくなります。）で投資証券の買戻しを継続的に行う予定ですが、最低1年以上発行されていない投資証券は、特定の例外を除いて、取引価格の98%で買い戻されます。結果として、ファンドが、投資対象ファンドの投資証券買戻計画に従って、投資対象ファンドに投資証券を売却する際、ファンドは、投資対象ファンド投資証券に対して支払った価格を下回る金額を受領する場合があります。

ファンドが投資対象ファンドの投資証券を投資証券買戻計画を通じて換金する能力は制限されます。投資対象ファンドは、その裁量により、いつでも請求された口数よりも少ない口数の投資対象ファンドの投資証券を買い戻すことができ、投資対象ファンドが買い戻す投資証券の口数には、投資対象ファンドの取締役会が監督する上限があります。投資対象ファンドの取締役会は、投資対象ファンドにとって最善の利益であり、投資対象ファンドおよび投資対象ファンドの投資主の最善の利益になると判断した場合、投資対象ファンドの投資証券買戻計画に例外を設け、修正または停止すること（買戻しの制限に例外を設けること、または制限よりも少ない口数の投資証券を買い戻すことを含みます。）ができます。

投資対象ファンドは、いずれの特定の月においても、投資対象ファンドの取締役会により承認および管理されている投資対象ファンドの投資証券買戻計画において、請求された口数より少ない口数の投資証券を買い戻す、または投資対象ファンドの裁量により、いつでも、一切買い戻さないことを選択することができます。投資対象ファンドは、投資対象ファンドの支配が及ばない不利な市況、投資対象ファンドの運営のために流動性を維持する必要がある、または不動産もしくは他の流動性の低い投資先への投資が投資対象ファンド投資証券の買戻しよりも投資対象ファンドの資本のより有効な活用方法であると投資対象ファンドが判断したために、直ちに提供可能な資金が不足していることを理由として、請求された買戻口数より少ない口数の投資証券を買い戻すことができます。さらに、買戻総口数の合計基準価額（投資対象

ファンド投資証券を保有することを主な目的として設定された一定の非米国人投資者アクセス・ファンドにおける買戻しを含みますが、買戻される投資証券に適用される早期買戻控除は除きます。）は、いかなる暦月においても投資対象ファンドの純資産の2%以下（直前月の月末における投資対象ファンドの純資産を用いて算出されます。）に制限され、またいかなる暦四半期においても、買戻される投資証券の総額は、投資対象ファンドの純資産の5%以下（直前3か月の月末における投資対象ファンドの純資産の平均額を用いて算出されます。）に制限されます。疑義を避けるために申し添えると、当該制限のいずれも、一暦四半期の各月で評価されます。投資対象ファンドは、投資対象ファンドの投資証券買戻計画に基づく制限を上回る買戻請求を過去に受領したことがあり、また将来も受領する可能性があり、過去には請求よりも少ない額を比例按分して、買戻しを行う結果となりました。また、投資対象ファンドの取締役会は、投資対象ファンドにとって最善の利益であり、投資対象ファンド投資主の最善の利益に資すると合理的に判断した場合に、これまで投資対象ファンドの投資証券買戻計画に例外を設けたことがあり、将来、特定の状況において、投資対象ファンドの投資証券買戻計画に例外を設け、修正または停止すること（買戻しの制限に例外を設けること、または制限よりも少ない口数の投資証券を買い戻すことを含みます。）ができます。投資対象ファンドの取締役会は、投資対象ファンド投資主が現金または国内の証券取引所の上場有価証券を受領する事態を引き起こす流動性イベントがない場合、またはその他法律により要求されていない場合は、投資対象ファンドの投資証券買戻計画を終了させることはできません。任意の月において買戻しを請求された投資対象ファンド投資証券のすべてが買い戻されない場合、買い戻される普通投資証券の合計口数に基づき、クラスに関係なくかつ数量制限に従って、資金は比例按分されます。履行されなかった買戻請求はすべて、場合に応じて翌月もしくは翌四半期の開始後、または投資証券買戻計画の再開後に再提出されなければなりません。

投資対象ファンドの資産の大部分は、通常、処分される際に投資対象ファンド全体の価値の現金化に影響を与えずに容易に換金することができない不動産により構成されています。そのため、投資対象ファンドは、買戻請求に直ちに対応できるだけの十分な現金を常に保有しているわけではありません。買戻請求があった場合、投資対象ファンドの取締役会の判断により、投資対象ファンドの流動性に不当な負担を課す、投資対象ファンドの運営に悪影響を及ぼす、もしくは投資対象ファンド全体に悪影響を及ぼすおそれがある場合、またはこの他に、投資対象ファンドの投資証券を買い戻すのではなく、投資対象ファンドの流動資産を不動産または他の投資対象に投資することが投資対象ファンド全体の最善の利益になると投資対象ファンドの取締役会が判断した場合、投資対象ファンドは、請求された買戻口数より少ない口数の投資証券を買い戻すこと（投資対象ファンドの投資証券買戻計画に基づく毎月2%の制限および四半期ごとに5%の制限に関連するものを含みます。）、または一切買い戻さないことを選択することができます。投資対象ファンドの投資証券買戻計画が停止された場合、投資対象ファンドの投資証券買戻計画においては、投資対象ファンドの取締役会が少なくとも四半期ごとに、当該計画の停止継続が投資対象ファンドおよびその投資主にとって最善の利益となるかどうかを検討するよう求められますが、投資対象ファンドは、所定の期間内に投資証券買戻計画の再開を承認するよう求められているわけではありません。結果として、ファンドが保有する投資対象ファンド投資証券を投資対象ファンドに買い戻させるファンドの能力は、過去に限定的となったことがあり、将来も限定的となる場合があり、ファンドは、自身の投資を清算できなかったこと、また将来も清算できない場合があります。

*投資対象ファンド投資主が、投資対象ファンドに対して自身が保有する投資証券の買戻しを請求する事態を引き起こす可能性のある経済イベントは、投資対象ファンドのキャッシュ・フローならびに投資対象ファンドの運用成績および財務状況に重大な悪影響を及ぼす可能性があります。*

不動産セクターの全体的なマイナスのパフォーマンス（インフレまたは高金利の結果を含みます。）、米国銀行システムまたは市場ボラティリティの現在のもしくは予想される不安定さ（最近のロシア・ウクライナ危機の勃発の結果を含みます。）など、米国内および/またはその他の地域もしくは世界の経済に影響を与えるイベントにより、投資対象ファンドの投資主は、当該イベントが投資対象ファンドの資産のパフォーマンスに悪影響を与える時期に、投資対象ファンドの投資証券買戻計画に従い、投資対象ファンドに自身の投資証券を売却しようとする可能性があります。投資対象ファンドが、結果として生じる買戻請求すべてに応じることを決定したとしても、投資対象ファンドのキャッシュ・フローおよび流動性に重大な悪影響を受ける可能性があり、投資対象ファンドに追加レバレッジが生じる可能性があります。さらに、投資対象ファンドが買戻請求に応じるために資産を売却することを決定した場合、投資対象ファンドは、投資対象ファンドがより有利な時期に売却した場合投資対象ファンドが当該資産に関して達成し得た収益を実現することができない可能性があり、また、投資対象ファンドの運用成績および財務状況（不動産の種類および所在地に関する投資対象ファンドのポートフォリオの投資範囲を含みますがこれに限定されません。）に重大な悪影響をおよぼす可能性があります。

さらに、ファンドは自身が保有する投資対象ファンドの投資証券の一部またはすべての持分の買戻しを求めたり、継続して求める可能性があります。これまで、特定の期間に大量の買戻請求がなされたことがあり、将来も投資対象ファンドの投資証券買戻計画に基づく毎月2%および各四半期5%の制限を上回る請求が行われる可能性があり、その結果、当該期間には買戻請求の全額が支払われないことがあります。

投資対象ファンドは、その資本投入に関連するリスクを負います。

投資対象ファンドの投資戦略に関連した継続的募集の性質および潜在的投資機会を活用するために巨額となり得る資金を迅速に投入できる必要があることを考慮すると、投資対象ファンドが魅力的な条件で適切な不動産を特定し購入することが困難な場合、投資対象ファンド投資証券の発行による純手取金を投資対象ファンドが受領する時点と、当該純手取金を投資対象ファンドが投資する時点との間に遅延が生じる可能性があります。投資対象ファンドはまた、投資先への資金投入までの間現金を保有する場合、または投資対象ファンドの目標とするレバレッジ金額より少ない金額しか利用していない場合があります。特に、投資対象ファンドが高額の発行手取金を受け取っている場合、および／または魅力的な投資機会が少ない場合には、かかる現金または目標とするレバレッジ金額に対する不足額が高額となる可能性があります。そのような現金は、投資対象ファンド投資主の利益のために保有され、マネー・マーケット口座または他の類似の一時的な投資先に投資される場合があります、それぞれの場合において投資対象ファンドの管理報酬が課せられます。

投資対象ファンドが適切な投資先を見つけることができない場合には、そのような現金はより長い期間保持される場合があります、投資全体の収益を希薄化させることとなります。これにより、投資対象ファンドが稼得し得る収益すべてを実現するまでに要する時間が、大幅に遅れる可能性があります、また、運営によるキャッシュ・フローをファンドに対して定期的に分配する投資対象ファンドの能力に悪影響を及ぼす可能性があります。そのような現金を、投資に投入するまでの間マネー・マーケット口座またはその他の類似する一時的な投資先へ一時的に投資することにより、大きな利子が生まれるとは予想されておらず、一時的に投資された現金に対するかかる支払金利の低さが、全体としての収益に悪影響を与える可能性があります。投資対象ファンドが普通投資証券の発行手取金の純額を適時に投資できない場合、または投資対象ファンドの目標とするレバレッジ金額を満たすために十分な資本を投入しない場合、投資対象ファンドの運用成績および財務状況に悪影響を及ぼす可能性があります。

投資対象ファンドが、新たな投資先を上手く組み入れ、投資対象ファンドの成長を管理できない場合、投資対象ファンドの運用成績および財政状況に悪影響を及ぼす可能性があります。

投資対象ファンドは、そのポートフォリオにおいて、投資先の規模を大きく増大させたことがあるもしくは今後増大させる可能性があります、かつ／または投資先の種類を変更したことがあるもしくは今後変更する可能性があります。投資対象ファンドは、新規に取得した投資先を投資対象ファンドの既存のポートフォリオに上手くかつ効率的に組み入れることができない、またはその他投資対象ファンドの資産もしくは成長を効果的に管理することができない可能性があります。さらに、投資対象ファンドの投資ポートフォリオの規模の増大および／または投資対象ファンドの投資における焦点が変わることにより、投資対象ファンド投資顧問会社の管理事務、運営、資産運用、資金源その他の資源を大いに必要とする場合があります、これが効率性の低下につながる可能性があります。このような成長および規模の増大を効果的に管理できない場合、投資対象ファンドの運用成績および財政状況に悪影響を及ぼす可能性があります。

投資対象ファンドが投資対象ファンド投資主に対して行う分配の金額およびその資金源は不確定であり、投資対象ファンドは、将来のいずれかの時点において、投資対象ファンド投資主に分配を行うのに十分なキャッシュ・フローを投資対象ファンドの運営により生み出すことができない可能性があります。

投資対象ファンドは、分配金の最低水準を定めておらず、投資対象ファンドが投資主に分配を行う能力は、本書に記載されるリスク要因を含む多くの要因によって悪影響を受ける可能性があります。投資対象ファンドは、投資対象ファンド投資主に対して分配を行うのに十分な利益を生み出すことができない可能性があります。投資対象ファンドの取締役会（または投資対象ファンドの取締役委員会）は、特に、投資対象ファンドの財務パフォーマンス、元利返済金、債務約定、REIT資格要件および税制上の要件、資本的支出要件などの要因に基づいて分配金を決定します。投資対象ファンド投資主に対して分配を行う投資対象ファンドの能力を損なう要因としては、以下があります。

- ・投資対象ファンドが、その投資証券の売却手取金を、収益を生む不動産に適時に投資することができない。
- ・投資対象ファンドが、その投資対象から、魅力的なリスク調整後リターンを得ることができない。
- ・長期間にわたり、投資対象ファンドの投資証券買戻計画に基づく買戻請求が高水準であるために、買戻請求に応じるため流動性のある投資対象を売却しなければならない。
- ・投資対象ファンドのキャッシュ・フローまたは現金以外の収入を減少させる高水準の費用、または収益の減少
- ・投資対象ファンドの投資ポートフォリオにおける債務不履行、または投資対象ファンドの投資先の価値の減少

結果として、投資対象ファンドは、将来のいずれかの時点において、投資対象ファンド投資主に対して分配を行うことができない可能性があり、投資対象ファンドがその投資主に対して行う分配の水準が、長期にわたって上昇しない、または維持さえされない可能性があり、いずれの場合であれ、ファンドの投資対象の価値に重大かつ不利な影響を与える可能性があります。

投資対象ファンドは、借入金、投資対象ファンドの資産の売却、投資対象ファンドの不動産債権の返済、資本または発行手取金の返還、および報酬および費用の前払いもしくは遅延金を含みますがこれらに限られない、投資対象ファンドの運営によるキャッシュ・フロー以外の資金源から分配金を支払うことができ、投資対象ファンドはそのような資金源から調達可能な金額につき、制限を設けていません。

投資対象ファンドは、ファンドのような投資主への分配金全額の資金として十分なキャッシュ・フローを、運営によって生み出すことができない場合があります。よって、投資対象ファンドは、借入金、投資対象ファンドの資産の売却、投資対象ファンドの不動産債権の返済、資本または発行手取金の返還、および報酬および費用の前払いもしくは遅延金を含みますがこれらに限られない、運営によるキャッシュ・フロー以外の資金源から投資対象ファンド投資主への分配金を調達することができます。投資対象ファンドが運営によるキャッシュ・フロー以外の資金源から分配金を調達する範囲は、投資対象ファンド分配金再投資計画への参加水準、投資対象ファンド投資顧問会社が、投資対象ファンドのクラス投資証券および／または投資対象ファンドのオペレーティング・パートナーシップ・ユニットにおける運用手数料について選択した受領額、およびBREITスペシャル・リミテッド・パートナー・エルピー（以下「投資対象ファンド・スペシャル・リミテッド・パートナー」といいます。）が、保有する投資対象ファンドのオペレーティング・パートナーシップ・ユニットのパフォーマンス参加持分の分配金として選択した受領額、投資対象ファンドがいかに迅速に発行手取金を投資したか、およびその投資先（投資対象ファンドの不動産債権ポートフォリオを含みます。）のパフォーマンスなどの、様々な要因に左右されます。借入金、投資対象ファンドの資産の売却、投資対象ファンドの不動産債権の返済、資本または発行手取金の返還、ならびに報酬および費用の前払いもしくは遅延金による分配金の調達は、結果として、不動産または他の不動産関連投資先を取得するために投資対象ファンドが利用可能な資金を減少させることとなります。その結果、ファンドの投資対象に関するリターンが減少する可能性があります。また、かかる分配金の調達は、投資対象ファンドがキャッシュ・フローを生み出す力に悪影響を及ぼす可能性があります。同様に、証券の追加販売による分配金の調達は、とりわけ、投資対象ファンドがこれらの証券を、投資対象ファンドの持分に対してファンドが支払った価格を下回る価格で販売した場合、ファンドが保有する投資対象ファンドの持分の割合を希薄化させ、ファンドの投資対象の価値に影響を与える可能性があります。投資対象ファンドの投資先が利益を出さない場合、費用が投資対象ファンドの収益を上回る場合、またはその他の多くの要因により、投資対象ファンドは、上記の資金源をいくつか組み合わせて通常の分配金の資金調達を続けなければならない可能性があります。投資対象ファンドは、借入金および手取金から分配金の資金調達を行なう可能性があっても、それがいつ発生するのか予想することはできず、そしてそのような支払いの長期化は維持できない可能性が高いです。投資対象ファンドは、これらの資金源から調達可能な投資対象ファンドの分配金の金額につき、制限を設けていません。

投資対象ファンドが分配金支払いのために資金を借り入れる場合、投資対象ファンドは借入れコストを負担し、将来においてかかる借入金を返済する必要が生じることとなります。これらの資金源を分配金に使用し、生じた負債を最終的に

返済することは、将来において分配金を支払う投資対象ファンドの能力に悪影響を及ぼし、投資対象ファンドの基準価額を減少させ、運営および新規投資先に使用可能な現金額を減少させ、ファンドの投資対象の価値に悪影響を及ぼす可能性があります。

投資対象ファンドはまた、分配金を支払うためのキャッシュ・フローを保持するために、運営費用を繰り延べる、または投資対象ファンド投資証券および投資対象ファンドのオペレーティング・パートナーシップ・ユニットをもって費用（投資対象ファンド投資顧問会社の報酬または投資対象ファンド・スペシャル・リミテッド・パートナーへの分配金を含みます。）を支払うことができます。これらの繰延費用の最終的な返済は、当投資対象ファンドの運営に悪影響を及ぼし、ファンドの投資対象に関する将来のリターンを減少させる可能性があります。投資対象ファンドは、投資証券または投資対象ファンドのオペレーティング・パートナーシップ・ユニットを対価として発行したすぐ後に、投資対象ファンド投資顧問会社または投資対象ファンド・スペシャル・リミテッド・パートナーからそれらを買戻すまたは償還することができます。投資対象ファンド投資証券または投資対象ファンドのオペレーティング・パートナーシップ・ユニットでの費用の支払いは、投資対象ファンドの資産ポートフォリオに対するファンドの保有持分を希薄化させることになります。投資対象ファンドの運営費用が繰り延べられるという保証はなく、投資対象ファンド投資顧問会社および投資対象ファンド・スペシャル・リミテッド・パートナーは、投資対象ファンド投資証券または投資対象ファンドのオペレーティング・パートナーシップ・ユニットで将来の報酬または分配金を受け取る義務を負わず、かかる金額を現金で受け取ることを選択することができます。

投資対象ファンド投資顧問会社または投資対象ファンド・スペシャル・リミテッド・パートナーが、その報酬や分配金に代えて受領することを選択した、普通投資証券または投資対象ファンドのオペレーティング・パートナーシップ・ユニットの形による支払いは、将来において投資対象ファンド投資主に対して分配可能な現金を希薄化させます。

投資対象ファンド投資顧問会社または投資対象ファンド・スペシャル・リミテッド・パートナーは、一定の報酬または分配金に代えて、投資対象ファンド投資証券または投資対象ファンドのオペレーティング・パートナーシップ・ユニットを受領することを選択することができます。また過去に受領したことがあります。投資対象ファンドのオペレーティング・パートナーシップのすべてのユニット保有者は、投資対象ファンドに支払われる分配金に比例して、運営による現金を受け取る権利を有し、投資対象ファンドのオペレーティング・パートナーシップのユニット保有者に対する当該分配金は、投資対象ファンドおよびファンドを含む投資対象ファンドの投資主に対して分配可能な現金を減少させます。さらに、一定の状況下では、投資対象ファンド投資顧問会社または投資対象ファンド・スペシャル・リミテッド・パートナーが保有する投資対象ファンドのオペレーティング・パートナーシップ・ユニットが、保有者の選択により現金による買戻しを要求され、かつ当該買戻しに対する支払いを行うのに十分な現金がない場合があるため、投資対象ファンドは、当該支払いのために、運営、借入れ、発行手取金またはその他の資金源による現金を使用しなければならない場合があります。その結果、ファンドに対する分配または投資対象ファンドの運営上の投資に利用可能な現金が減少することになります。投資対象ファンド・スペシャル・リミテッド・パートナーは、自身のパフォーマンス参加持分に関連して、ユニットによる分配を四半期ごとに受領することができ、当該分配金が、投資対象ファンド・スペシャル・リミテッド・パートナーに年次ベースで支払われていた従前の期間と比較して、投資対象ファンド・スペシャル・リミテッド・パートナーによるユニットの買戻しの頻度が増える可能性があります。投資対象ファンド・スペシャル・リミテッド・パートナーは、四半期配分（以下に定義されます。）に関連して受領したユニットに関して四半期不足額債務（以下に定義されます。）を支払わなければならないませんが、当該四半期不足額債務が投資対象ファンドの希薄化の影響を十分に相殺するという保証はありません。管理報酬として投資対象ファンド投資顧問会社に対して支払われた、投資対象ファンド投資証券または投資対象ファンドのオペレーティング・パートナーシップ・ユニットを、投資対象ファンド投資顧問会社から買戻す場合、当該買戻しは、月毎および四半期毎の数量制限または早期買戻し控除の対象とはならず、当該売却は、その期間において買戻しが提出された他の投資証券に対する優先権を付与されます。投資対象ファンド・スペシャル・リミテッド・パートナーに対して発行される投資対象ファンドのオペレーティング・パートナーシップ・ユニットが多額になる可能性があり、特に、投資対象ファンドの不動産ポートフォリオの価値が上昇している期間においては、パフォーマンス参加の配分がより高くなります。パフォーマンス参加持分に関して投資対象ファンド・スペシャル・リミテッド・パートナーに分配された投資対象ファンドのオペレーティング・パートナーシップ・ユニットまたは投資対象ファンド投資証券を、投資対象ファンド・スペシャル・リミテッド・パートナーから買戻す場合、当該買戻しは、早期買戻し控除の対象とはなりません。当該買戻しは、月毎および四半期毎の数量制限の対象となり、当該期間中に買戻しが提出された他の投資証券に対する優先権を付与されません。

投資対象ファンド投資証券の買付および買戻しは、最新の投資対象ファンド投資証券の当該時点における投資証券1口当たり基準価額に基づいて行われるものではありません。

一般に、投資対象ファンドを売買する際に使用される買付価格および買戻価格は、前月の最終暦日の基準価額（買付の場合は適用される販売手数料およびディーラー管理手数料をそれに加えたもの）となります。これらの価格は、ファンドが投資対象ファンドの買付または買戻の請求を行う日時点の投資対象ファンドの基準価額（仮に算出された場合）と大きく異なる可能性があります。投資対象ファンドの一定の投資対象または負債は、随時、高水準のボラティリティにさらされ、投資対象ファンドの基準価額が決定された前月末日と、ファンドが投資対象ファンド投資証券を取得または買い戻した日との間で、価値が著しく変動する可能性があります。一般的には、前月の投資証券1口当たり基準価額が、投資証券1口当たりの取引価格および買戻価格として使用されます。例外的な状況においては、前月末以降、投資証券1口当たり基準価額に重大な（プラスまたはマイナスの）変動があり、価格を更新することが適切であると投資対象ファンドが考える場合には、投資対象ファンドはその単独の裁量において、以前に開示された取引価格を更新することを含め、前月の投資証券1口当たり基準価額よりも当該投資証券の1口当たり基準価額をより適切に反映していると投資対象ファンドが考える別の価格で投資証券の募集および買戻しを行うことができますが、これは義務ではありません。かかる例外的な状況の場合、取引価格および買戻価格は、いつの時点における投資対象ファンドの投資証券1口当たり基準価額とも等しくなりません。

投資対象ファンドの不動産および不動産債権の評価および鑑定は公正価値の見積りであり、必ずしも実現可能な価値とは限りません。

投資対象ファンドの月次基準価額を計算するために、投資対象ファンドの不動産は通常、投資対象ファンドが当該時点における公正価値を表すと考える原価で、当初、評価されます。投資対象ファンド投資顧問会社は、最新の重要な市場データおよび関連性があると思われるその他の情報に基づき、投資対象ファンドの不動産を毎月評価し、独立した第三者評価会社による月次の合理性の審査を受けます。各不動産は、独立した第三者である評価会社によって毎年評価されます。例外的な状況においては、年次評価が短期間延期される場合があります。審査の過程と同時に、投資対象ファンド投資顧問は、各資産を評価、および、とりわけ当該審査を考慮して、独立した第三者である評価会社が提供する範囲で適切な評価額を決定します。

不動産債権および直ちに市場相場が入手可能なその他の有価証券は、公正市場価値で毎月評価されます。モーゲージ、メザニンローン、優先株式または非公開企業への投資等の特定の投資対象は、市場相場がある可能性が低くなります。投資対象ファンドが取得したローンの場合、通常、その当初価格は、当該ローンの取得価格になります。投資対象ファンドが設定したローンの場合、通常、その当初価格は、当該ローンの額面価額になります。かかる投資対象は、それぞれ、投資対象ファンド投資顧問会社により、投資対象ファンドが当該投資対象に投資を行ってから3か月以内に評価されるものとし、その後は少なくとも四半期毎に評価されます。さらに、投資対象ファンド投資顧問会社は、投資対象ファンドの資産および負債の評価ならびに特定の月における投資対象ファンドの基準価額の計算を行う該当月末以後に入手可能になる重大な市場データおよびその他の情報をその裁量で考慮することができます。

投資対象ファンドの各不動産の月次評価は、独立した評価アドバイザーによってその合理性についての審査を受けますが、当該評価は、投資対象ファンド投資顧問会社によって提供される、資産およびポートフォリオのレベルにおける情報（不動産の過去の運営収益および費用、不動産のリース契約、不動産の収益および費用、最近または予定されている資本的支出に関する情報、ならびに不動産の評価に関連するその他のあらゆる情報を含み、これらの情報について、独立した評価アドバイザーによる独自の検証は行われません。）に基づいています。同様に、独立した評価アドバイザーは、毎月、投資対象ファンドの不動産債権および相場が容易に入手できないその他の有価証券について投資対象ファンドが行う四半期毎の評価（および当該評価について投資対象ファンドが毎月行う更新）の合理性を審査します。

しかしながら、当該評価は、投資対象ファンド投資顧問会社から提供された情報に基づいており、それらの情報が投資対象ファンドの独立した評価アドバイザーによって検証されることはありません。独立した評価アドバイザーは、投資対象ファンドの評価ガイドラインに規定される投資対象ファンドの不動産および一部の不動産債権、ならびにその他の証券の評価に責任を有する一方で、独立した評価アドバイザーは、投資対象ファンドの基準価額につき責任を有さず、その計算も行っておらず、投資対象ファンドの基準価額の決定に対する最終的かつ単独の責任は投資対象ファンド投資顧問会社が有します。キャッシュ・フローの実績または市場性等の要因により、ある物件に対する投資対象ファンドの純エクイティ持分が純資産価値ゼロと投資対象ファンド投資顧問会社が合理的に決定した場合、投資対象ファンド投資顧問会社は、投資対象ファンドの独立した評価アドバイザーによる検証から当該物件を除外することができます。

投資対象ファンドの評価指針のパラメータの範囲内で、投資対象ファンドの不動産および投資対象ファンドの一定の投資対象を評価するために使用される評価方法は、主観的な判断および予測を含んでおり、正確でない可能性があります。また、評価方法には、将来の出来事に関する仮定や見解が含まれており、それらが正しい場合もあれば、正しくない場合もあります。投資対象ファンドの不動産およびその他の投資先の評価および鑑定は、公正価値の見積りにすぎません。資産の最終的な価値の実現は、投資対象ファンド、投資対象ファンド投資顧問会社および独立した評価アドバイザーの支配の及ばない、経済状況、市況その他の条件に大きく左右されます。

さらに、資産の市場価格は自発的な買い手と売り手との間における交渉によってのみ決定されるため、評価は必ずしも資産が売却される価格を表しているわけではありません。そのため、資産の帳簿価額は、当該資産が市場で売却され得る価格を反映していない可能性があり、帳簿価額と最終的な売却価格との差額が重大となる可能性があります。さらに、査定を行うにあたり考慮できる市場取引が少ないため、取引量が少ない時期に正確な評価を得ることはより困難となります。当該資産の評価、投資対象ファンド普通投資証券の申込価格、投資対象ファンド投資証券の買戻しに対して投資対象ファンドが支払った価格、または投資対象ファンドが投資対象ファンド投資顧問会社および投資対象ファンド投資顧問会社の関連会社である投資対象ファンドのディーラーマネージャー（以下「投資対象ファンド・ディーラーマネージャー」といいます。）に対して支払った、基準価額に基づく報酬に関して、当該評価が投資対象ファンド資産の実現可能な価値を正確に反映していないと判明した場合も、遡及的な修正は行われません。ファンドが投資対象ファンド投資証券に対して支払う価格、およびファンドの持分が、投資対象ファンドの投資証券買戻計画に基づいて投資対象ファンドにより買い戻される価格は、通常、投資対象ファンドの前月の投資証券1口当たり基準価額に基づいているため、ファンドは、その投資対象について、実現可能価額を上回る金額を支払う、または実現可能価額を下回る金額を受け取る可能性があります。

投資対象ファンドの不動産の鑑定額が大きく変更される場合、または特定の月の実際の運用成績が、当該月における投資対象ファンドの当初予算と異なる場合、投資対象ファンドの投資証券1口当たり基準価額は、大きく変動する可能性があります。

投資対象ファンドは、投資対象ファンドの不動産の年次査定がローリング方式で行われることを想定しており、そのため、不動産は異なった時期に鑑定されることがあるものの、それぞれの不動産は少なくとも年に1回は鑑定されることになります。また、投資対象ファンドの一戸建賃貸住宅（以下「SFR」といいます。）すべてについては、同時に年次鑑定が行われます。これらの鑑定が、関連する不動産の評価を目的として投資対象ファンド投資顧問会社によって検討される場合には、投資対象ファンドの普通投資証券の各クラスに関する投資証券1口当たり基準価額は、以前に報告された金額から大きく変動する場合があります。さらに、任意の月の実際の運用成績は、当該月における投資対象ファンドの当初予算と異なる可能性があり、その結果、投資証券金1口当たり基準価額が大幅に増減する可能性があります。投資対象ファンドは、前月に報告された各クラスの投資証券1口当たり基準価額について、遡及的な調整を行いません。したがって、新たな年次鑑定が、前回の鑑定と大きく異なる場合があります。また、実際の運用成績は、特定の月に関する投資対象ファンドの事前予算よりも良い場合も悪い場合もあるため、新たな鑑定または実際の運用成績を考慮するための調整は、投資対象ファンド普通投資証券の各クラスの投資証券1口当たり基準価額を増減させる可能性があり、かかる増減は、調整が行われた月に生じます。

投資対象ファンドの毎月の基準価額は、影響を受ける可能性のある重要な事象を完全かつ正確に反映することが困難となる場合があります。

投資対象ファンド投資顧問会社による、毎月の投資対象ファンド投資証券1口当たり基準価額の決定は、独立した評価アドバイザーによって審査された個別の評価報告書において毎年提供される独立した第三者評価会社による投資対象ファンドの各不動産の鑑定、ならびに投資対象ファンド投資顧問会社によって提供され、独立した評価アドバイザーの審査を受けた投資対象ファンドの不動産債権および容易に市場価格が入手できないその他の有価証券に関する四半期毎の評価（それぞれ投資対象ファンドの取締役会により承認された評価指針に従って行われます。）に部分的に依拠しています。その結果、任意の月における投資対象ファンド投資証券1口当たりの公表基準価額は、直近の評価または鑑定後に生じた可能性のある価値の変動の一部または全部を完全に反映していない場合があります。投資対象ファンド投資顧問会社は、鑑定報告書を審査し、投資対象ファンドの不動産および不動産債権を監視し、不動産評価に重大な変化を引き起こす可能性があると考えられる不動産固有のまたは市場主導の事象の発生について、該当する独立した評価アドバイザーに通知する責任を負いますが、急速に変化する市況もしくは投資対象ファンドの不動産および不動産債権もしくは負債の価値に影響を及ぼす可能性のある重大な事象を複数の評価の間で完全に反映する、または当該事象に関する完全な情報を適時に入手することは困難な場合があります。例えば、重要なリース物件の予期せぬ終了もしくは更新、空室の大幅な増減、または不動産における予期せぬ構造的もしくは環境的事象は、不動産の価値を著しく変化させる可能性があります。発生が明らかになった後に十分な関連情報を入手すること、および/または当該事象の財務的影響を完全に分析することが困難であり、一定の時間を要する可能性があります。結果として、投資証券1口当たり基準価額は、十分な情報が入手され、かつ分析され、財務的影響が完全に評価され、投資対象ファンドの評価指針に従って投資対象ファンドの基準価額が適切に調整できるまで、重大な事象が反映されない可能性があります。状況によっては、結果として生じ得る投資対象ファン

ドの基準価額における差異が、投資証券を買い戻す投資主、新たに投資証券を購入する投資主、または既存の投資主のいずれかにとって有利になる、または不利になる可能性があります。

基準価額の計算は、政府によるまたは独立の、有価証券、財務、会計に関する規則もしくは基準に準拠しているわけではありません。

投資対象ファンドの投資顧問会社およびステート・ストリート・バンク・アンド・トラスト・カンパニー（以下「ステート・ストリート」といいます。）またはその関連会社が、投資対象ファンドの毎月の基準価額を計算するために使用する方法は、投資対象ファンドの基準価額を計算するために使用する要素を含め、米国証券取引委員会（以下「SEC」といいます。）または他の規制当局の規則によって規定されておりません。さらに、基準価額の計算に使用すべき要素を規定した会計規則または基準は存在せず、投資対象ファンドの基準価額は、投資対象ファンドの独立登録公認会計士事務所による監査を受けません。投資対象ファンドは、投資対象ファンド投資証券の月単位で販売および買戻しを行う価格を設定する目的においてのみ、基準価額を毎月計算および公表しており、ファンドは、投資対象ファンドの毎月の基準価額を、投資対象ファンドの過去または将来の財務状況またはパフォーマンスの指標として考えるべきではありません。投資対象ファンドの基準価額を計算する際に使用される要素および方法は、現在または将来において他の会社が使用するものとは異なる場合があります。

さらに、投資対象ファンドの資産および負債の評価を織り込む場合、投資対象ファンドの基準価額の計算は、GAAPに従って計算されておりません。これらの評価は、投資対象ファンドが資産の売却を余儀なくされた場合に実現し得る清算価値とは異なる場合があります。

また、投資対象ファンドの基準価額の計算に誤りが発生し、投資対象ファンドが投資対象ファンド投資証券の販売および買戻しを行う価格、ならびに投資対象ファンド投資顧問会社の管理報酬額、および投資対象ファンド・スペシャル・リミテッド・パートナーのパフォーマンス参加持分に影響を及ぼす可能性があります。投資対象ファンド投資顧問会社は、基準価額計算上のそのような誤りに対処するために、一定の方針および手続きを実施しています。かかる誤りが発生した場合、投資対象ファンド投資顧問会社は、個々の誤りを取り巻く状況、および誤りが投資対象ファンド投資証券の販売価格もしくは買戻価格、または投資対象ファンド投資顧問会社の管理報酬額もしくは投資対象ファンド・スペシャル・リミテッド・パートナーのパフォーマンス参加持分に与える影響の範囲に応じて、ブラックストーンの方針および手続きに従って以前の基準価額の計算の修正を行うなど、単独の裁量において当該誤りに対応する一定の是正措置の実施を決定することができます。

投資対象ファンドの取締役会は、将来において、投資主が保有する投資証券に関する「支配権プレミアム」を受け取る可能性を低くする効果のある一定の措置を、メリーランド州の法律に基づき、投資主の承認なしに採用することができません。

メリーランド州法に基づき設立され、1934年証券取引所法（随時改正されます。以下「証券取引所法」といいます。）に基づき登録された持分証券クラスを有し、少なくとも3名の独立取締役を有する法人は、基本定款もしくは附属定款の規定または取締役会の決議により、かつ基本定款または附属定款の別段の規定にかかわらず、以下の5つの規定のいずれかまたはすべてに従うことを選択することができます。

- ・取締役会を3つのクラスに分ける
- ・取締役の解任は、投資主の3分の2の票を必要とする
- ・取締役会のみが、取締役会の規模を決定することができる旨を規定する
- ・取締役会における欠員はすべて、欠員が生じた経緯にかかわらず、残りの在任取締役の過半数の賛成票により、欠員が生じたクラスの取締役の任期の残余期間に限り補充することができる
- ・投資主による特別投資主総会の招集について、過半数要件を規定する

これらの規定は、合併、公開買付け、または投資対象ファンドの資産の全部もしくは実質的に全部の売却といった、投資主の投資証券にプレミアム価格を与えるような特別な取引を抑制する場合があります。投資対象ファンドは、投資対象ファンドの基本定款において、投資対象ファンドの取締役会の欠員は、残りの取締役により、かつ欠員が発生した取締役の任期の残りの期間のみについて補充される旨を選択しました。投資対象ファンドは、投資対象ファンドの基本定款および附属定款における他の規定を通じて、投資対象ファンドの取締役会に対し取締役の人数（3名以上であることを条件とします。）を決定する排他的権限を付与します。投資対象ファンドは、上記で説明されるその他の規定について従うことを選択しておりませんが、投資対象ファンドの基本定款は、投資対象ファンドの取締役会が将来においてそれらの規定を選択することを禁止するものではありません。

さらに、メリーランド州事業結合法に基づき、投資対象ファンドは、「利害関係投資主」（（1）投資対象ファンドの発行済議決権付投資証券の議決権の10%以上を、直接または間接的に実質的所有している者、および（2）問題の日から2年前までの期間におけるいずれかの時点で、投資対象ファンドの当該時点における発行済投資証券の議決権の10%以上

を、直接または間接的に実質的に所有していた、投資対象ファンドの関連会社または関係会社と定義されます。)または当該利害関係投資主の関連会社と、利害関係投資主となった直近の日から5年間、合併その他の事業結合を行うことはできません。本来ならば利害関係投資主に該当することになる取引を、投資対象ファンドの取締役会が事前に承認した場合、当該投資主は利害関係投資主には該当しません。取引の承認にあたって、投資対象ファンドの取締役会は、承認時または承認後において投資対象ファンドの取締役会によって決定された諸条件を遵守することを、当該承認の条件として規定することができます。5年の期間終了後、利害関係投資主または利害関係投資主の関連会社との合併またはその他の事業結合は、投資対象ファンドの取締役会によって推奨され、少なくとも以下の賛成票をもって承認されなければなりません。

- ・発行済投資対象ファンド投資証券の保有者により投票可能な全議決権の80%
- ・利害関係投資主もしくはその関連会社と事業結合が行われる場合において当該利害関係投資主により所有もしくは保有される投資証券、または利害関係投資主の関連会社もしくは関係会社により保有される投資証券を除く、発行済投資対象ファンド投資証券の保有者により投票可能な全議決権の3分の2

これらの特別多数の議決権に関する規定は、とりわけ、投資対象ファンドの投資主が自らの普通投資証券について最低価格（メリーランド州一般会社法（以下「MGCL」といいます。）に定義されています。）を受領し、対価が現金または利害関係投資主により以前に支払われたものと同一の形態で受領される場合には適用されません。

同法は、利害関係投資主が、利害関係投資主に該当するようになる前に投資対象ファンドの取締役会によって免除された事業結合を含め、同法の規定に関する様々な免除を認めています。投資対象ファンドの取締役会は、投資対象ファンドならびにブラックストーン、投資対象ファンド・ディーラマネージャー、および投資対象ファンド投資顧問会社を含むいずれかの者が関与する事業結合について、投資対象ファンドの取締役取締役会によって最初に承認を得ることを条件として、これを免除する旨の決議を採択しています。

投資対象ファンドの基本定款では、投資対象ファンドの取締役会に対し、投資対象ファンドの現状の普通投資証券の保有者の権利を劣後させる、または第三者による投資対象ファンドの買収を思いとどまらせるような条件で優先投資証券を発行する権限を付与しています。

投資対象ファンドの取締役会は、投資対象ファンドの基本定款に定められた一定の制限を条件として、投資主の承諾なしに優先投資証券を発行する権限を付与されています。さらに、投資対象ファンドの取締役会は、普通投資証券または優先投資証券の未発行投資証券を、他のクラスまたはシリーズの投資証券に分類または再分類し、投資証券に関する優先権、転換権またはその他の権利、議決権、制約、配当およびその他の分配に関する制限、資格、ならびに償還に関する諸条件を定めることができ、また、投資対象ファンドが投資主の承認なしに発行する権限を有する投資証券の総数、またはクラスもしくはシリーズの投資証券の総数を増減できるよう、投資対象ファンドの基本定款を随時修正することができます。そのため、投資対象ファンドの取締役会は、合併、公開買付け、または投資対象ファンドの資産の全部または実質的に全部の売却といった、投資対象ファンド普通投資証券の保有者にプレミアム価格を与え得る特別な取引を含め、投資対象ファンドの普通投資証券保有者の権利を劣後させる、または投資対象ファンドの支配権の変更を遅らせる、繰り延べる、または防止する効果を有する可能性のある条件付で優先投資証券を発行する権限を投資対象ファンドに付与する場合があります。

メリーランド州法は、第三者が「支配株式取得」で取得した株式につき議決権を行使することを制限する場合があります。

メリーランド州支配株式取得法は、株主によって該当事項に関して行使することのできる議決権の3分の2の賛成により承認される場合を除き、「支配株式取得」で取得されたメリーランド州法人の「支配株式」が議決権を有しないことを規定しています。取得者、当該法人の取締役である役員または従業員が所有する株式は、当該事項に関して議決権を有する株式から除外されます。「支配株式」とは、取得者が所有する他のすべての株式または取得者がその議決権を行使しもしくはその議決権の行使を指示することができる株式（ただし、取消可能な代理権による場合に限り。）と合算した場合に、特定の議決権の範囲内で、取締役を選任する際に議決権を行使することができる権利を取得者に付与する議決権株式をいいます。支配株式は、取得者が株主の承認を以前受けた結果として議決権を有することとなった株式または当該法人から直接取得した株式を含みません。「支配株式取得」とは、発行済支配株式の取得（一部の例外を除きます。）を意味します。支配株式取得法は、（１）メリーランド州法人が取引の当事者である場合における合併、併合もしくは法定株式交換で取得された株式、または（２）メリーランド州法人の基本定款もしくは附属定款により承認もしくは除外された取得には適用されません。投資対象ファンドの附属定款には、あらゆる者による投資対象ファンドの投資証券の一切の取得を支配株式取得法の適用から除外する規定が含まれています。本規定が将来のいかなる時点においても修正または削除されないという保証はありません。

メリーランド州法および投資対象ファンドの設立文書は、投資対象ファンドの取締役および役員に対する債権を回収する投資対象ファンドの権利および投資対象ファンド投資主の権利を制限しているため、当該取締役および役員により投資対象ファンドが損失を被った場合、当該取締役および役員に対するファンドおよび投資対象ファンドの回収額が減額される可能性があります。

メリーランド州法は、取締役が適用される行動規範に従ってその職務を遂行する限り、取締役としていかなる責任も負わないことを規定しています。また、投資対象ファンドの基本定款は、N A S A A R E I Tガイドラインおよびメリーランド州法の制限の範囲内で、金銭的損害に対する投資対象ファンドの取締役および役員の個人的責任を一般的に制限しています。メリーランド州法および投資対象ファンドの基本定款は、取締役または役員が、（１）金銭、財産もしくはサービスの形で不適切な便益もしくは利益を実際に享受した場合、または（２）訴訟原因にとって重要な積極的かつ故意の不正行為を行ったことが確定判決により証明された場合を除き、いかなる取締役または役員も投資対象ファンドまたは投資対象ファンド投資主に対して金銭的損害賠償責任を負わないことを規定しています。さらに、投資対象ファンドの基本定款は、投資対象ファンドに対し、投資対象ファンドの取締役および役員がその立場において職務を遂行することによって

被る損失につき、これらの者を補償し、これらの者に対して費用を前払いすることを一般的に要求しています。ただし、（１）これらの者の作為もしくは不作為が、訴訟の発生原因にとって重要であり、不誠実に行われもしくは積極的かつ故意の不正行為の結果であった場合、（２）これらの者が、金銭、財産もしくはサービスの形で不適切な個人的利益を実際に享受した場合、または（３）刑事訴訟の場合、これらの者がかかる作為もしくは不作為が違法であると考えられる合理的な理由を有していた場合はこの限りではありません。さらに、投資対象ファンドは、投資対象ファンドのそれぞれの役員および取締役と個別の補償契約を締結しています。その結果、ファンドおよび投資対象ファンドは、投資対象ファンドの取締役または役員に対し、コモンローの下で存在する権利よりも限定的な権利を有する可能性があるため、かかる取締役または役員が投資対象ファンドに損失を被らせる行為を行った場合、これらの者に対するファンドおよび投資対象ファンドの回収額が減額される可能性があります。また、投資対象ファンドは、これらの者が負担する防御費用の資金を提供する義務を負う場合があります。しかし、投資対象ファンドの基本定款の規定によれば、投資対象ファンドは、投資対象ファンドの取締役もしくは役員または投資対象ファンド投資顧問会社およびその関連会社に対し、これらが被った負債または損失を補償することができず、投資対象ファンドが被った負債または損失につき投資対象ファンドの取締役または役員、投資対象ファンド投資顧問会社およびその関連会社を免責することができません。ただし、これらの者において、当該損失もしくは負債を生じさせた行動が投資対象ファンドの最善の利益となると誠実に判断していた場合、これらの者が投資対象ファンドを代理して行為もしくは投資対象ファンドのために業務を遂行していた場合、または、当該負債もしくは損失が、投資対象ファンドの非独立取締役、投資対象ファンド投資顧問会社およびその関連会社による過失もしくは不正行為によって生じたものではない場合もしくは投資対象ファンドの独立取締役による重過失もしくは故意の不正行為によって生じたものではない場合にはこの限りではありません。補償または免責契約は、投資主からではなく投資対象ファンドの純資産からのみ回収可能です。

メリーランド州法は、投資対象ファンド投資主が、投資対象ファンドの取締役会の承認を得ることなく、投資対象ファンドの基本定款を修正または投資対象ファンドを解散する能力を制限しています。

NASAA REITガイドラインは、投資主が投資対象ファンドの取締役会の同意を得ることなく、投資対象ファンドの基本定款を修正または投資対象ファンドを終了させることができることを示していますが、投資対象ファンドは、投資対象ファンドの基本定款の修正または投資対象ファンドの解散を行う際には、まず投資対象ファンドの取締役会がこれらを推奨すべきものとして宣言しなければならないことを規定するMGLを遵守することが求められます。よって、投資対象ファンド投資主は、投資対象ファンドの基本定款の修正または投資対象ファンドの解散を承認するために議決権を行使することができますが、かかる議決権は、投資対象ファンドの取締役会が当該措置を推奨すべきものとして宣言した後のみ行使することができます。したがって、投資対象ファンド投資主に提示される投資対象ファンドの基本定款の修正または投資対象ファンドの解散に関する議案は、投資対象ファンドの取締役会により推奨すべきものとして宣言されたものに限られ、かつ、投資対象ファンド投資主の承認を必要とします。

投資対象ファンドが追加の投資対象ファンド投資証券を発行した場合、投資対象ファンドに対するファンドの持分は希薄化されます。また、投資対象ファンドのオペレーティング・パートナーシップが追加のユニットを発行した場合、投資対象ファンドの資産に対するファンドの持分は希薄化されます。

投資対象ファンド投資証券の保有者は、投資対象ファンドが将来において発行するいかなる投資証券に対しても優先引受権を有しません。投資対象ファンドの基本定款は、投資対象ファンドに対し、投資口を12,100,000,000口まで発行する権限を付与しており、そのうち12,000,000,000口は1口当たり0.01米ドルの普通投資証券に分類され（そのうち500,000,000口はクラスT投資証券に分類され、3,000,000,000口はクラスS投資証券に分類され、1,500,000,000口はクラスD投資証券に分類され、6,000,000,000口はクラスI投資証券に分類され、500,000,000口はクラスC投資証券に分類され、500,000,000口はクラスF投資証券に分類されます。）、100,000,000口は1口当たり0.01米ドルの優先投資証券に分類されます。また、投資対象ファンドは、私募により投資対象ファンド投資証券および投資対象ファンドのオペレーティング・パートナーシップ・ユニットを投資対象ファンド以外の保有者に対して発行しており、また、投資対象ファンドの独立した取締役およびサービス提供者に対してエクイティが付与されており、将来においてもこのような発行を増やしていく予定です。さらに、投資対象ファンドの取締役会は、投資主の承認を得ることなく、発行可能投資口総数または任意のクラスもしくはシリーズの発行可能投資口数を増減させるために、投資対象ファンドの基本定款を随時修正することができます。投資対象ファンドの取締役会は、投資主の承認を得ることなく、（１）当該公募もしくは将来の公募において追加の投資証券を売却し、（２）私募において投資対象ファンド投資証券もしくは投資対象ファンドのオペレーティング・パートナーシップ・ユニットを発行し、（３）投資対象ファンドが投資対象ファンドの独立取締役もしくは将来の従業員に付与することができるオプションが行使された場合に投資対象ファンド投資証券もしくは投資対象ファンドのオペレーティング・パートナーシップ・ユニットを発行し、（４）投資対象ファンドに提供されたサービスの費用の支払いに係る未

払債務もしくはパフォーマンス参加配分の支払いにおいて、投資対象ファンド投資顧問会社もしくはスペシャル・リミテッド・パートナー、もしくはこれらの承継人もしくは譲受人に対して投資対象ファンド投資証券もしくは投資対象ファンドのオペレーティング・パートナーシップ・ユニットを発行し、(5) 投資対象ファンドが取得する不動産の売り手に対して投資対象ファンド投資証券もしくは投資対象ファンドのオペレーティング・パートナーシップ・ユニットを発行し、または(6) インセンティブ報酬制度に基づく義務の履行として、投資対象ファンドのポートフォリオ組入企業、その他関連するサービス提供者の特定の従業員もしくは第三者に対して株式インセンティブ報酬を発行することを選択することができます。投資対象ファンドがファンドによる購入の後に追加の普通投資証券を発行する場合、投資対象ファンドに対するファンドの所有持分の割合は希薄化されます。投資対象ファンドは、オペレーティング・パートナーシップを通じて投資対象ファンドのすべての資産を保有しているため、投資対象ファンドがファンドによる購入の後に投資対象ファンドのオペレーティング・パートナーシップの追加のユニットを発行する場合、投資対象ファンドの資産に対するファンドの所有持分の割合は希薄化されます。投資対象ファンドのオペレーティング・パートナーシップの一定のクラス・ユニットは、投資対象ファンドの取締役会の裁量により、投資対象ファンド投資証券と交換することができるため、投資対象ファンドのオペレーティング・パートナーシップと他の事業体との間の合併、交換または転換は、最終的に相当数の投資対象ファンド投資証券の発行をもたらし、これにより他の投資主の所有持分の割合が希薄化されるおそれがあります。上記およびその他の理由により、投資対象ファンド投資主は、自らの投資対象ファンド投資証券の所有割合または投資対象ファンドのオペレーティング・パートナーシップが保有する原資産に対する持分につき大幅な希薄化を被る可能性があります。投資対象ファンドのオペレーティング・パートナーシップ・ユニットは、投資対象ファンド投資主が保有する普通投資証券に対応する投資対象ファンドのオペレーティング・パートナーシップの普通ユニットの請求権とは異なる権利および当該請求権に対する優先権を有する場合があります。投資対象ファンドのオペレーティング・パートナーシップの一定のユニットは、投資対象ファンド投資主が保有する普通投資証券に対応する投資対象ファンドのオペレーティング・パートナーシップの普通ユニットの条件とは異なる権利および当該条件に対する優先権を有する場合があります。

投資対象ファンドは、他の公開会社に適用される一定の報告要件（財務報告、会計基準および投資対象ファンドの役員報酬の開示に係る投資対象ファンドの内部統制システムの有効性に関する監査人の証明報告書に関連する報告要件を含みます。）を遵守する必要がありません。

投資対象ファンド投資証券が証券取引所で取引されていない限り、投資対象ファンドは証券取引所法に基づく「非早期提出会社」とみなされ、投資対象ファンドは、非早期提出会社として、サーベンス・オクスリー法第404条の監査人証明要件の遵守を免除されます。また、投資対象ファンドが投資対象ファンド投資顧問会社により外部運用され、かつ、投資対象ファンドが、投資対象ファンドの執行役員に対して報酬を直接支払っていないか、または投資対象ファンド投資顧問会社もしくはその関連会社に対し、投資対象ファンドの執行役員もしくは投資対象ファンド投資顧問会社の執行役員を兼務する者の給与、賞与、手当および退職金を支払っていない限り、投資対象ファンドは役員報酬を有していません。

投資対象ファンドのUPREIT構造により、投資対象ファンド投資主とは異なる利益を有する可能性がある投資対象ファンドのオペレーティング・パートナーシップのリミテッド・パートナーとの間に潜在的な利益相反が生じるおそれがあります。

投資対象ファンドの取締役および役員は、投資対象ファンドの運用に関して、投資対象ファンドおよび投資対象ファンド投資主に対してメリーランド州法および投資対象ファンドの基本定款に基づく義務を負います。同時に、投資対象ファンドは、ジェネラル・パートナーとして、投資対象ファンドのオペレーティング・パートナーシップの運用に関して、投資対象ファンドのオペレーティング・パートナーシップおよびリミテッド・パートナーに対してデラウェア州法に基づく受託者義務を負います。投資対象ファンドのオペレーティング・パートナーシップおよびそのパートナーのジェネラル・パートナーとしての投資対象ファンドの義務は、投資対象ファンドおよび投資対象ファンド投資主に対する投資対象ファンドの取締役および役員の義務と相反する可能性があります。デラウェア州法に基づき、デラウェア州のリミテッド・パートナーシップのジェネラル・パートナーは、そのリミテッド・パートナーに対して誠実義務および公正取引義務を負います。受託者義務を含むその他の義務は、パートナーシップのパートナーシップ契約において変更または削除される可能性があります。投資対象ファンドのオペレーティング・パートナーシップのパートナーシップ契約の規定によれば、投資対象ファンドが投資対象ファンドのオペレーティング・パートナーシップの支配持分を保有している限り、投資対象ファンド投資主またはリミテッド・パートナーのいずれにも不利にならない方法で解決することができない紛争は、投資対象ファンド投資主の利益となるように解決することができます。

また、パートナーシップ契約は、投資対象ファンドならびに投資対象ファンドの役員、取締役、代理人および従業員が、これらが誠実に行為した場合に発生した損失、負債または逸失利益につき、投資対象ファンドのオペレーティング・パートナーシップに対して責任を負わず、または説明責任を負わないことを規定することにより、投資対象ファンドの責任を明示的に制限しています。さらに、投資対象ファンドのオペレーティング・パートナーシップは、適用ある法律により認められる範囲内において、投資対象ファンドのオペレーティング・パートナーシップの運営から発生するすべての請求につき、投資対象ファンドならびに投資対象ファンドの役員、取締役、従業員、代理人および被指名人を補償する必要があります。ただし、（１）かかる作為もしくは不作為が、訴訟の発生原因にとって重要であり、不誠実に行われたこともしくは積極的かつ故意の不正行為の結果であったこと、（２）被補償当事者が、金銭、財産もしくはサービスの形で不適切な個人的利益を享受したこと、または（３）刑事訴訟の場合、被補償者が、かかる作為もしくは不作為が違法であるとする合理的な理由を有していたことが証明された場合はこの限りではありません。

パートナーシップ契約によってジェネラル・パートナーの受託者義務を変更することを認めるデラウェア州法の規定は、裁判所において審理されておらず、投資対象ファンドは、投資対象ファンドの受託者義務を放棄または制限することを意図したパートナーシップ契約の規定を対象とする法律顧問の意見書を取得していません。

投資対象ファンドが投資会社法に基づく投資会社として登録を行う必要がある場合、ファンドの投資リターンは減少するおそれがあります。

投資対象ファンドは、投資対象ファンド、投資対象ファンドのオペレーティング・パートナーシップおよび投資対象ファンドのオペレーティング・パートナーシップの子会社が、投資会社法に基づく投資会社に該当しないように投資対象ファンドの運用を継続して行う予定です。ただし、投資対象ファンドおよび投資対象ファンドの子会社が、投資会社としての運用の回避に成功できるという保証はありません。

投資対象ファンドのいずれかの資産の価値変動により、投資会社法に基づく規制からの免除を維持する投資対象ファンドの能力に悪影響が及ぶおそれがあります。投資会社法に基づき適用される免除規定の遵守を維持するために、投資対象ファンドは、本来であれば売却を希望するであろう資産を売却することができず、また、本来であれば保有を希望するであろう資産を売却しなければならない可能性があります。さらに、投資対象ファンドは、本来であれば取得しなかった可能性がある追加資産を取得しなければならず、または本来であれば取得を希望するであろう資産で、投資対象ファンドの投資戦略にとって重要となるであろう資産を取得する機会を見送ることが必要となる可能性があります。

仮に投資対象ファンドが投資会社として登録を行う必要があるにもかかわらず、登録を怠った場合、投資対象ファンドは、投資対象ファンドの資本構成（借入れを利用する投資対象ファンドの能力を含みます。）、管理、運用、関係者（投資会社法で定義されます。）との取引およびポートフォリオ構成（開示要件ならびに分散および産業集中に関する制限を含みます。）ならびにその他の事項に関して、数多くの規制の対象となります。投資会社法を遵守することにより、特定の投資を行う投資対象ファンドの能力は制限され、投資対象ファンドはその事業計画を大幅に再構築することが必要となり、その結果、投資対象ファンドの基準価額および投資対象ファンド投資主に分配金を支払う投資対象ファンドの能力に重大な悪影響が及ぶ可能性があります。

投資対象ファンドは、オペレーショナル・リスクを管理するための適切なシステムおよび手続きの策定において、投資対象ファンド投資顧問会社およびその関連会社に依存します。

取引の確認もしくは決済における誤り、適切に記帳、評価もしくは計上されていない取引、または投資対象ファンドの運営におけるその他の類似する混乱に起因するオペレーショナル・リスクにより、投資対象ファンドは、財務上の損失、事業の混乱、第三者に対する責任、規制当局の介入、または評判の毀損を被る可能性があります。投資対象ファンドは、オペレーショナル・リスクを管理するための適切なシステムおよび手続きの策定において、投資対象ファンド投資顧問会社およびその関連会社に依存します。投資対象ファンドは、投資対象ファンド投資顧問会社の財務、会計、資金、通信およびその他のデータ処理システムに大きく依存しています。また、投資対象ファンド投資顧問会社のシステムの取引に対する対応能力によって、投資対象ファンドがそのポートフォリオを適切に運用する能力が制約を受ける可能性もあります。一般的に、投資対象ファンド投資顧問会社は、このような誤りが発生したことから生じる損失につき責任を負いません。

投資対象ファンドは、その売買注文が様々な事情（システム障害または人為的ミスを含みますが、これらに限定されるものではありません。）により適時かつ効率的な方法で執行されないリスクにさらされます。その結果、投資対象ファンドは、投資対象ファンド投資顧問会社が選択した市場ポジションを達成することができず、または投資対象ファンドのポジションを清算する際に損失を被る可能性があります。投資対象ファンドが取引を実行する市場の一部は、店頭市場またはディーラー間市場であり、このような市場への参加者は、通常、取引所ベースの市場のメンバーのように信用評価または規制当局の監督の対象とはなりません。また、投資対象ファンドは、カウンターパーティーがその条件に従って取引を決済しないリスクにさらされ、投資対象ファンドが損失を被ることになる場合があります。

サイバーセキュリティ・リスクおよびデータ保護は、データの喪失、投資対象ファンドの事業の中断、投資対象ファンドの評判の毀損を生じさせ、規制当局の措置、費用の増加および財務上の損失を投資対象ファンドにもたらす可能性があります。これらは投資対象ファンドの事業および業績に重大な悪影響を及ぼすおそれがあります。

投資対象ファンドの業務は投資対象ファンドの情報システムおよび技術への依存度が高く、投資対象ファンドは、投資対象ファンドおよびブラックストーンの金融、会計、財務、通信およびその他のデータ処理システムに著しく依存しています。かかるシステムは、不正利用またはネットワークセキュリティシステムの侵害もしくはその他の方法により、適切に動作せず、または無効となる可能性があります。また、かかるシステムは、随時、サイバー攻撃の対象となり、サイバー攻撃は、将来においても引き続き高度化および頻発化する可能性があります。ブラックストーンおよびその関連会社、ならびにそれらの投資先企業およびサービス提供者のシステムに対する攻撃には、「フィッシング」攻撃およびその他のソーシャル・エンジニアリング、コンピューターウイルスおよびその他の悪意あるコードの導入などを通じ、投資対象ファンドの専有情報もしくは投資対象ファンド投資主の個人識別情報に不正にアクセスし、データを破壊し、もしくは投資対象ファンドのシステムを無効化し、劣化させ、もしくは妨害し、または資金を流用しもしくはその他の方法で盗用することを意図した試みが含まれる可能性があります。過去においてはこのような試みが実際に行われたことがあります。

サイバーセキュリティ事故およびサイバー攻撃は、世界的に頻度が増え、深刻化しており、将来においても頻度が増え続けるものと考えられます。投資対象ファンド、ブラックストーンおよびその投資先企業ならびにサービス提供者などのその他の関係当事者の情報および技術システムは、サイバーセキュリティ侵害、コンピューターウイルスまたはその他の悪意あるコード、フィッシング攻撃およびその他の形態のソーシャル・エンジニアリング、ネットワーク障害、コンピューターおよび通信の障害、権限のない者による侵入およびその他のセキュリティ侵害、それぞれの専門家またはサービス提供者による利用上のエラー、電力、通信またはその他のサービスの停止、ならびに火災、竜巻、洪水、ハリケーンおよび地震、戦争ならびにテロ攻撃などの災害事由により、損害または妨害を受ける可能性があります。サイバー攻撃およびその他のセキュリティ上の脅威は、サイバー犯罪者、国家ハッカー、ハクティビストおよびその他の外部者を含む多種多様な外部要因から発生する可能性があります。また、サイバー攻撃およびその他のセキュリティ上の脅威は、従業員などの内部者または投資対象ファンドの第三者代理人およびコンサルタントによる悪意または過失の行為から発生する可能性があります。また、公表されているケースでは、ハッカーが、顧客情報を開示しないこと、またはデジタル・インフラへのアクセス（およびそこに保存された情報）の回復と引き換えに身代金の支払いを要求したものがあります。ブラックストーンが直面するサイバーおよびセキュリティ上の脅威の頻度および複雑化は増しており、攻撃は、企業にとって一般的なものからより高度かつ永続的なものまで多岐にわたり、ブラックストーンがその投資者、投資先企業および潜在的な投資対象について非常に多くの機密情報を保有しているため、ブラックストーンを標的とする可能性があります。その結果、ブラックストーンは、かかる情報に関してより高いセキュリティ侵害または混乱のリスクに直面するおそれがあります。特に、利用されるサイバー攻撃の手法は、頻繁に変更され、または成功するまで認識されないため、ブラックストーンが自らのシステムの完全性を確保するために講じた措置が保護を提供するという保証はありません。

権限のない当事者がかかる情報および技術システムへのアクセスを得た場合、かかる者により、非公開情報および機密情報（投資主（およびその実質的所有者）に関係する非公開の個人情報および重要な非公開情報を含みます。）が盗用、公表、削除または修正されるおそれがあります。ブラックストーンはこれらの種類の事象に関するリスクを管理するための各種措置を既に実施しており、ブラックストーンの投資先企業およびサービス提供者はかかる措置を実施することができますが、かかるシステムは、不適切であることが判明する可能性があり、損なわれた場合、長期間運用することができなくなったり、適切に機能しなくなったり、非公開情報を十分に保護することができなくなったりする可能性があります。ブラックストーンは、第三者サービス提供者が実施するサイバーセキュリティ計画およびシステムを管理しておらず、かかる第三者サービス提供者は、ブラックストーン、その投資先企業および投資対象ファンドに対して限定的な補償義務しか負わないことがあり、いずれの者も結果として悪影響を受ける可能性があります。秘密裏に導入されたマルウェア、認定ユーザーへのなりすましおよび産業スパイまたはその他のスパイ行為などを伴う侵害は、洗練された予防・検知システムをもってしても識別することができず、潜在的に更なる損害をもたらし、適切な対処を妨げる可能性があります。かかるシステムまたは災害復旧計画の失敗は、その理由を問わず、ブラックストーン、その関連会社、これらの投資先企業または投資対象ファンドの運営を著しく妨害し、結果として機密データ（投資主に関する個人情報、重要な非公開情報ならびにブラックストーンおよび投資先企業が所有する知的財産および営業秘密その他の機密情報を含みます。）のセキュリティ、秘密性またはプライバシーを維持できなくなる可能性があります。投資対象ファンド、ブラックストーンまたは投資先企業は、かかる失敗の影響、名誉への毀損、自らおよびそれぞれの関連会社が対象とされ得る法的主張、適用あるプライバシーおよびその他に関する法律に起因する規制措置または執行、不利な公表ならびに自らの事業および財務成績に影響を与え得るその他の事由を是正するため、多額の投資を行うよう要求される可能性があります。

サイバーまたはその他のセキュリティ上の脅威または混乱に関連する費用は、他の手段では完全に付保することができず、または補償されない可能性があります。また、投資対象ファンドは、投資対象ファンドの情報システムおよび技術の更新または適時更新の不実施に関連して損失を被る可能性があります。さらに、投資対象ファンドは、投資対象ファンドの事業の特定の側面（投資対象ファンドの管理を含みます。）ならびに特定の情報システムおよび技術（クラウドベースのサービスを含みます。）について、第三者サービス提供者に依存しています。また、これらの第三者サービス提供者は、継続的なサイバーセキュリティ上の脅威およびシステム障害に直面する可能性があり、その結果、権限のない個人が一定の機密データにアクセスすることができるおそれがあります。

サイバーセキュリティは、世界中の規制当局にとって最優先事項となっています。最近、SECは、サイバーセキュリティのリスク管理、戦略、ガバナンスおよびインシデント報告に関する規則の改訂を提案し、ブラックストーンが事業を行う多くの法域は、データ・プライバシー、サイバーセキュリティおよび個人情報保護に関する法律および規制を有するか、または採用を検討しており、その例としては、2018年5月に施行された欧州連合の一般データ保護規則および2020年1月1日に施行され、カリフォルニア州プライバシー権法により改正され、2023年1月1日に有効となったカリフォルニア州消費者プライバシー法が挙げられます。ヴァージニア州、コロラド州、ユタ州およびコネチカット州も、最近、類似のデータ・プライバシー法規を制定し、これらは2023年に施行されます。また、一部の法域では、特定の種類の個人データに関係するデータセキュリティ侵害について個人および政府機関に通知するよう企業に要求する法律が制定または提案されています。投資対象ファンドまたは第三者サービス提供者へのセキュリティ侵害は、性質上悪意のあるものであるか、または不用意な送信もしくはその他のデータの喪失によるものであるかにかかわらず、ブラックストーンのコンピューターシステムおよびネットワーク内で処理および保管され、当該コンピューターシステムおよびネットワークを通じて送信されるブラックストーン、その従業員、もしくは投資対象ファンドの投資者もしくはカウンターパーティーの秘密情報、専有情報およびその他の情報を潜在的に危険にさらし、またはその他の方法でブラックストーン、その従業員、投資対象ファンドの投資者、投資対象ファンドのカウンターパーティー、もしくは第三者の事業および業務の中断もしくは混乱を生じさせる可能性があり、その結果、多大な財務上の損失、費用の増加、投資対象ファンドの投資者およびその他のカウンターパーティーに対する責任、規制当局の介入、ならびに評判の毀損が生じるおそれがあります。さらに、ブラックストーンが関連する法律および規制を遵守せず、または侵害につき適切な規制上その他の通知を適時に行わなかった場合、規制当局による調査および違約金が発生し、評判の悪化および風評被害につながる可能性があるほか、投資対象ファンドの投資者またはブラックストーンのリテンダーは、投資対象ファンドまたはブラックストーンのセキュリティ対策の有効性に対して信頼を失う可能性もあります。

さらに、ブラックストーンの投資先企業は、データ処理システムならびに情報（支払いおよび健全性に関する情報を含みます。）の安全な処理、保管および送信にも依存しています。かかるシステムの混乱または障害は、これらの企業の価値に重大な悪影響を及ぼす可能性があります。

最後に、ブラックストーンの技術、データおよび知的財産、ならびにその投資先企業の技術、データおよび知的財産は、ブラックストーンおよびその投資先企業が米国外（特に、専有情報および資産（知的財産、商標、営業秘密、ノウハウならびに顧客の情報および記録など）が同程度に保護されない法域）で事業を行う場合、より高い盗難リスクまたは障害リスクにもさらされます。また、ブラックストーンおよびその投資先企業は、外国法域で運営しまたはその市場に参入するために、技術、データおよび知的財産に対する保護を損ない、またはこれらに対する権利を放棄することを要求される可能性があります。このような資産の直接的または間接的な障害は、これらの事業に重大な悪影響を及ぼすおそれがあります。

参加ブローカー・ディーラーがSECの最善の利益規則を遵守することは、投資対象ファンド投資証券の募集における投資対象ファンドの資金調達力に悪影響を及ぼし、投資対象ファンドの投資目的を達成する能力を損なう可能性があります。

ブローカー・ディーラーは、SECの最善の利益規則（以下「最善の利益規則」といいます。）を遵守することが求められており、かかる規則は、とりわけ、ブローカー・ディーラーおよびその関係者が一般投資者に対して証券取引または有価証券を伴う投資戦略を推奨する際の新たな行動規範を定めています。最善の利益規則が参加ブローカー・ディーラーに及ぼすすべての影響を現時点で判断することはできませんが、参加ブローカー・ディーラーおよびその関係者が一定の一般投資者に対して投資対象ファンド投資証券の募集を推奨するか否かに悪影響を及ぼす可能性があります。特に、最善の利益規則に関するSEC指針に基づき、投資対象ファンド投資証券への投資を推奨するブローカー・ディーラーは、最善の利益規則の注意義務に基づく多くの要素（投資の費用および複雑性、ならびに推奨に合理的な根拠があるか否かを判断する際に合理的に利用可能な代替手段を含みますが、これらに限定されるものではありません。）を考慮すべきです。その結果、高コスト、高リスクで複雑な商品は、ブローカー・ディーラーのより精緻な調査の対象となる可能性があります。ブローカー・ディーラーは、特定の一般投資者の最善の利益になると考える合理的な根拠を有する限り、より高額または複雑な商品を推奨することができます。

しかし、ブローカー・ディーラーが、上場企業への投資のような、低コスト、当初購入時のわずかな手数料、複雑でなく、低リスクまたは異なるリスク等を特徴とし、投資対象ファンドへの投資対象の合理的な代替物となる等、数多く存在すると考えられるその代替物を選択した場合、投資対象ファンドの資金調達力は悪影響を受けることになります。最善の利益規則により投資対象ファンド投資証券の募集における投資対象ファンドの資金調達力が低下した場合、投資対象ファンドの目的を達成する能力が損なわれる可能性があります。

## 不動産への投資に関するリスク

投資対象ファンドの運用成績は、不動産市場全般に影響を与える経済および規制の変更の影響を受けます。

投資対象ファンドは、一般的に、以下を含む不動産の所有権に起因するリスクにさらされています。

- ・世界、各国、地域または地方の経済状況、人口統計状況または資本市場の状況の変化（現在進行中のロシア・ウクライナ間の対立がもたらすボラティリティ、および米国銀行システムの実際のまたは予想される不安定さに起因した急速に進化する対応措置および経済的影響を含みます。）
- ・空室率の上昇、賃料の低下、市況の全体的悪化を含む、将来における国内不動産の不利な動向
- ・空室率の上昇または賃料相場下落を引き起こす可能性のある、任意の市場または首都圏における類似不動産に対する需給の変化
- ・ホテル用不動産の空室率、平均稼働率および室料の変動、または有利な条件により物件の賃貸ができないこと
- ・投資対象ファンドがその投資戦略により取得を目指す不動産をめぐる競争の激化
- ・投資対象ファンドのテナント、特に大規模不動産のネットリース契約を締結したテナントによる破産、財政危機、または賃料支払の不履行
- ・金利上昇および資金調達源の不存在
- ・政府の規則、規制、財政政策の変更（不動産税の引き上げ、土地利用に関する法律の変更、賃料の制限、環境法遵守のためのコスト増を含みます。）

これらはすべて、投資対象ファンドの支配が及ばない要因です。これらの要因におけるマイナスの変化は、投資対象ファンドのパフォーマンス、および投資対象ファンドがその債務を履行し、投資主に分配を行う投資対象ファンドの能力に影響を与える可能性があります。

投資対象ファンドの成否は、全般的な市況および経済状況に左右されます。

不動産業界全般、および特に投資対象ファンドの投資活動の成否は、双方とも、世界および各国の経済および市況全般、ならびに投資対象ファンドの不動産が所在する地方の経済状況の影響を受けます。これらの要因は、不動産価格の水準およびボラティリティに影響を与える可能性があり、投資対象ファンドの収益性を害する、または損失を招く可能性があります。さらに、有価証券の市場価格、金利およびインフレの全般的な変動は、投資対象ファンドの投資機会および投資対象ファンドの投資先の価値に影響を及ぼす可能性があります。ブラックストーンの財務状況は、大幅な景気後退によって悪影響を受ける可能性があり、ブラックストーン（投資対象ファンド投資顧問会社を含みます。）の事業および運営に重大な悪影響を及ぼす可能性のある法律上、規制上および評判上のリスクならびにその他の予期せぬリスクを負う可能性があります。

米国または一つもしくは複数の地域の不動産市場、および程度は低いですが世界経済（またはその特定のセグメント）における不振、停滞または減退は、投資対象ファンド、投資対象ファンドの資産価値および投資対象ファンドの収益性に

著しい影響を及ぼし、投資対象ファンドの資産が利益を上げるまたは既存債務の借換を行う能力を妨げ、投資対象ファンドの資本を効果的に活用する、または有利な条件で投資対象を換金する能力を損なわせます。投資対象ファンドはまた、金融市場全体の下落または混乱の影響を受けます。上記のいずれかの事象により、投資対象ファンドの事業に重大な損失が生じる可能性があり、かかる場合、投資対象ファンドの資本構成、または投資対象ファンドの投資先の資本構成に存在するレバレッジにより、損失が悪化する可能性が高くなります。

一つの国における市場の混乱は、地域レベル、さらには世界レベルで状況の悪化を引き起こす可能性があり、一国の経済問題が、他の市場および経済に影響を及ぼす例が増えてきています。この傾向が続けば、一国における問題が、地域の経済および市場、さらには世界の経済および市場にまでも悪影響を与える可能性があります。

米国政府は鋼鉄およびアルミニウムなど一定の外国製品に関税を課しており、他の製品の輸入に対しても関税を課す意向を示しています。中国を含む一部の外国政府は、一定の米国製品に報復関税を課し、米国製品に追加関税を課す意向を示しています。世界的な貿易の混乱、大きな貿易障壁の導入および二国間の貿易摩擦は、それらに起因して将来において生じる世界経済の減退と相まって、投資対象ファンドのパフォーマンスに悪影響を及ぼす可能性があります。

一部の金融機関（いわゆる銀行）の破綻が、金融市場の流動性の悪化を長引かせる可能性、または決済、キャッシュ・マネジメントおよび／または保管に関わる金融機関での流動性の欠如を増幅させる可能性があります。投資対象ファンドおよび／または投資対象ファンドのテナントが業務上の関係を有する銀行の破綻は、とりわけ、投資対象ファンドまたは投資対象ファンドのテナントが望ましい条件で金融機関に預金または金融機関から借入れを行う能力に悪影響を与える可能性があります。

インフレ率の上昇は、投資対象ファンドの財務状況および運用成績に悪影響を及ぼす可能性があります。

米国におけるインフレは近年加速しており、今後も加速が続く可能性があります。米国の大幅なインフレが長期間持続するかまたは米国もしくはその他の経済に重大な影響を与えるのかについては依然として不透明です。インフレ率の上昇は、投資対象ファンドの変動金利不動産担保貸付、クレジット・ファシリティ、不動産運営費および一般管理費を含む運営コストに悪影響を及ぼす可能性があり、これらの費用は投資対象ファンドの賃料およびその他の収益よりも高い率で増加する可能性があります。また、インフレは、個人消費に悪影響を及ぼし、投資対象ファンドのテナントの収益、ひいては投資対象ファンドの歩合賃料（該当する場合）にも影響を及ぼす可能性があります。

さらに、長期にわたるリース契約、または賃料の最大引き上げ額を規定する更新オプションを含むリース契約は、投資対象ファンドがインフレ率または賃料相場を正確に見積もっていない場合、長期にわたり賃料が相場を下回る結果となる可能性があります。インフレ・リスクおよび定期的な賃料の引き上げなどの賃料相場の予期せぬ上昇のリスクを軽減するために設定された投資対象ファンドのリース契約の条項は、インフレおよび賃料相場の予期せぬ上昇の影響から投資対象ファンドを適切に保護できない可能性があります。投資対象ファンドが長期リース契約に基づき、相当数の投資対象ファンドの不動産において賃料相場を下回る賃料を課しており、投資対象ファンドの運営費用およびその他の費用が予想よりも速く増加した場合、投資対象ファンドの事業、財務状況、運用成績、キャッシュ・フロー、または投資対象ファンドの債務返済義務の履行、または投資対象ファンドの普通投資証券に係る分配金の支払いを行う能力に、重大な悪影響を及ぼす可能性があります。

米国における金融規制の変更は、投資対象ファンドの事業に悪影響を及ぼす可能性があります。

金融サービス業界は、米国において引き続き規制上の監視強化の対象となっています。私募投資ファンドおよびその管理者に対する規制および監督の適正範囲については、活発な議論が行われています。投資対象ファンドは、SECまたは金融市場を監督するその他の米国政府規制当局もしくは自主規制機関により課せられる規制の新設または改正によって悪影響を受ける可能性があります。また、投資対象ファンドは、このような政府当局および自主規制機関による既存の法律および規制の解釈または施行の変更により悪影響を被るおそれがあります。さらに、既存の法律における新たな規制または解釈によって、投資対象ファンドがマイナスの影響を受け、また、投資対象ファンドの規制上の負担を著しく増大させる可能性のある開示義務（気候変動または環境、社会およびガバナンス要因に関するものを含みます。）が強化される場合があります。規制の増加は、概して、投資対象ファンドのコストを増大させるものであり、また、新たな法律の有効な遵守のために投資対象ファンドがより多くの時間を費やしまたは新技術の購入を要求される場合、投資対象ファンドが負担するコストは引き続き増加する可能性があります。

投資対象ファンドの事業に適用ある規制の枠組みが変更された場合（上記の変更を含みます。）、追加のコンプライアンスその他の費用が課せられ、投資対象ファンドの資金の投資活動に関する規制上の調査が増加し、投資対象ファンドの経営幹部の注意が要求され、投資対象ファンドの事業の遂行方法が影響を受け、また、投資対象ファンドの収益が悪影響を被る可能性があります。提案される可能性のある新たな法律、規制または取組みが投資対象ファンドに及ぼす影響の全容を確定することは不可能です。

投資対象ファンド、投資対象ファンド投資顧問会社、投資対象ファンド・ディーラーマネージャーおよびそれぞれの関連会社は、投資対象ファンドの運営、キャッシュ・フローまたは財務状況に悪影響を及ぼし、投資対象ファンドに追加コストを課しまたはその他投資対象ファンドの事業に悪影響を及ぼす可能性のある規制上の監督の対象となっています。

SECおよび様々なその他の米国連邦、州および地方機関を含む多数の規制当局が、投資対象ファンドおよびその関連会社のそれぞれの事業を多角的に監督しており、また、投資対象ファンド、投資対象ファンド投資顧問会社、投資対象ファンド・ディーラーマネージャーおよびそれぞれの関連会社のいずれかについて審査および照会を行い、またこれらに対する審査、執行およびその他の手続を提起する可能性があります。投資対象ファンド、投資対象ファンド投資顧問会社、投資対象ファンド・ディーラーマネージャーおよびそれぞれの関連会社はまた、かかる照会および手続に関連して随時、また、その他通常の業務過程において、かかる規制当局から情報請求または召喚状を受領しており、また将来において受領する可能性があります。かかる請求は、投資対象ファンドの特定の事業慣行、投資対象ファンド投資顧問会社、投資対象ファンド・ディーラーマネージャー、投資対象ファンドの投資または投資対象ファンド投資顧問会社もしくはその関連会社がその顧客を代理して行うその他の投資、投資対象ファンドと投資対象ファンド投資顧問会社、投資対象ファンド・ディーラーマネージャーもしくはその関連会社の間の潜在的な利益相反、または業界全体の慣行を含む広範囲に及ぶ事項に関連する場合があります。法律上または規制上の情報の請求、報告、登録およびコンプライアンス要件の強化に対応するコストは、投資対象ファンドにより、法律費用もしくはその他の費用、訴訟、規制手続または罰金の形で負担されることになり、投資対象ファンドの経営陣の注意を逸らさせ、投資者心理に悪影響を及ぼすマイナスの評判を引き起こ

し、また、投資対象ファンドを競争上不利な立場（投資対象ファンド、投資対象ファンド投資顧問会社、投資対象ファンド・ディーラーマネージャーまたはそれぞれの関連会社のいずれかがセンシティブな事業情報の開示または事業慣行の変更を要求される範囲におけるものを含みます。）に置く可能性があります。

投資対象ファンドの事業に対する広範な規制は、投資対象ファンドの活動に影響を及ぼし、また重大な責任および罰金を生じさせる可能性があります。規制上の焦点が強化される可能性は、特に現政権を考慮すると、投資対象ファンドの事業にさらなる負担を強いるおそれがあります。

投資対象ファンドの事業ならびに投資対象ファンド投資顧問会社、投資対象ファンド・ディーラーマネージャーおよびその関連会社の事業は、これらが事業を展開する世界各地の法域における政府機関および自主規制機関による定期的な審査、照会および調査を含む広範な規制の対象になっています。かかる機関は、特定の活動を実行する許可を付与した特定の場合にはこれを取り消す権限を含む、金融サービスの多くの側面に対する規制上の権限を有しています。

投資対象ファンド、投資対象ファンド投資顧問会社、投資対象ファンド・ディーラーマネージャーまたはその関連会社はまた、SECおよびその他の規制当局による情報請求、照会および非公式または公式調査の対象となっています。SECの措置および取組みは、制裁の賦課、投資対象ファンド、ブラックストーンもしくは投資対象ファンドの従業員の活動制限または投資対象ファンドの従前の慣行の変更などにより、投資対象ファンドの財務成績に悪影響を及ぼす可能性があります。調査、手続またはかかる制裁の賦課に関する悪評により、投資対象ファンドまたはブラックストーンの評判が損なわれ、また、投資対象ファンドの将来の資金調達または運営に悪影響が及ぶおそれがあります。法律上または規制上の情報の請求、報告、登録およびコンプライアンス要件の強化に対応するコストは、投資対象ファンドにより、法律費用もしくはその他の費用、訴訟、規制手続または罰金の形で負担されることになり、投資対象ファンドの経営陣の注意を逸らさせ、投資者心理に悪影響を及ぼすマイナスの評判を引き起こし、また、投資対象ファンドを競争上不利な立場（投資対象ファンド、投資対象ファンド投資顧問会社、投資対象ファンド・ディーラーマネージャーまたはそれぞれの関連会社のいずれかがセンシティブな事業情報の開示または事業慣行の変更を要求される範囲におけるものを含みます。）に置く可能性があります。

COVID-19パンデミックの長期的なマクロ経済への影響および将来のパンデミックまたはエピソードが、投資対象ファンドのパフォーマンスおよび運用成績に重大な悪影響を及ぼす可能性があります。

COVID-19パンデミックの直接的な影響の多くが緩和されてきた一方で、グローバル・サプライチェーン、インフレ、労働力不足および賃上げに対する長期的なマクロ経済効果が、多くの産業（投資対象ファンドの一部の投資先を含みます。）に引き続き影響を与えています。さらに、COVID-19には新たな変異株の出現の可能性があるため、政府および業界も将来その拡大を抑えるために積極的な措置を再び講じる可能性があります。よって、とりわけ世界的な影響の可能性は不確定であり、見積もりは困難です。

投資対象ファンドは、その事業が新型コロナ後の環境に十分に対応していると考えますが、供給および労働力不足によるものを含む、COVID-19のパンデミックの長期的なマクロ経済効果は、投資対象ファンドの基準価額、運用成績（運営による資金（以下「FFO」といいます。）、調整後FFOおよびFADを含みます。）、キャッシュ・フローおよび資金調達に悪影響を及ぼし、また、将来において及ぼす可能性があり、特に、投資対象ファンドが新たな投資先を取得し、資金を調達し、投資主への分配金の資金を調達し、買戻請求に対応する能力に悪影響を及ぼす可能性があります。

COVID-19の影響が最大どの程度になるかは、関連する渡航助言、検疫および制限、混乱したサプライ・チェーンおよび産業の回復時間、労働市場の混乱の影響、政府の介入の影響、ならびに世界経済の後退期間に関する不確定要素と並んで、とりわけウィルスの今後の変異、ワクチンの入手、承認および効果等の将来の展開に依存しています。COVID-19または今後のパンデミックまたはエピソード、およびそれが金融、経済および資本市場にもたらす影響、ならびにこれらおよびその他の分野の今後の展開が、投資対象ファンドのパフォーマンス、運用成績および継続して分配を行う能力に関する不確実性およびリスクとなります。

投資対象ファンドは、投資対象ファンドの非米国投資先により生じる追加的なリスクにさらされています。

投資対象ファンドは、米国外に所在する不動産、および米国以外の国々で発行された、および/またはかかる国々の不動産を担保とした不動産債権に従来から投資を行っており、今後も投資を行う可能性があります。米国外の不動産および不動産関連投資先には、米国の不動産および不動産関連投資先への投資には一般的に関係しない特定のリスク要因が含まれます。かかるリスクには、以下に関するものが含まれます。

- ( ) 米ドルと該当する投資先の様々な非米国通貨との間における為替レートの変動、ならびに投資元本および収入の通貨から他の通貨への換算に関連するコストなどの為替に関するリスク
- ( ) 文書化、決済、企業行動、利害関係者の権利およびその他の事項に関する慣行の違い

- ( ) 一部の非米国市場における潜在的な価格ボラティリティおよび相対的な非流動性を含む、米国と米国外の不動産市場の違い
- ( ) 統一された会計、監査および財務報告に関する基準、実務および開示要件の不存在、ならびに政府の監督および規則の違い
- ( ) 為替管理規制の可能性、特定の経済的、社会的および政治的リスク（米国外での投資および資本の本国送金に関する制限の可能性を含みます。）、政治的、経済的または社会的不安定性に伴うリスク（ソブリンデフォルトのリスク、規制変更リスク、ならびに配当、利子、キャピタル・ゲイン、その他の収入もしくは売却もしくは処分における手取総額に対する収用もしくは没収ともいえる課税または源泉徴収税その他の税が課される可能性、ならびに経済および政治状況のマイナスの変化を含みます。)
- ( ) 米国外の投資先に関して認識された収入、利益および総売上、またはその他の手取金に対する米国外の課税の可能性
- ( ) 利害関係者の権利、債権者の権利（担保権者の権利を含みます。）、信任義務および投資者の保護に関する会社法が異なり、かつ未整備で未熟であること
- ( ) 法規制における相違（法規制環境の相違または法規制遵守の強化を含みます。)
- ( ) 外国人投資者による投資に対する政治的敵愾心
- ( ) 戦争またはその他の対立
- ( ) 公開情報の少なさ

さらに、投資対象ファンドは、一定の外国為替ヘッジ手段の活用を含め、このような追加的なリスクを緩和する能力を有していますが、緩和する義務は負わず、投資対象ファンドがこのようなリスクの緩和において成功する保証はなく、ひいては、そのような努力に関連して追加的なリスクおよび費用が生じる可能性があります。

投資対象ファンドのポートフォリオは、現在、一定の業界および地域に集中しており、将来においても、限られた数の業界、地域または投資先に集中している可能性があります。

投資対象ファンドのポートフォリオは、限られた数の業界、地域、投資先のみ常に大きく集中している可能性があります。その結果、当該投資先のパフォーマンスが不調であれば、投資対象ファンドの総収益が大きく影響を受ける可能性があります。現在、投資対象ファンドのポートフォリオは、賃貸住宅と産業資産に大きく集中しており、米国の南部および西部、特にアトランタ、ジョージアおよびネバダ州ラスベガスに地理的に集中しています。投資対象ファンドの投資先が特定の種類の資産または地域に集中しているため、投資対象ファンドは、投資対象ファンドのポートフォリオによって、その特定の種類の資産または地域に影響を与える不利な経済的または事業的条件から生じる価値の変動の影響をより受けやすくなります。投資対象ファンドがラスベガスに集中的に投資していることにより、投資対象ファンドは、同市に特有の経済的状況およびその他の要因に関連するリスクにさらされ、かかる要因は、ゲーミング産業および観光産業に大きく依存しています。投資対象ファンド投資顧問会社が（直接的に、または資産の売却によって）資金調達を行おうとする投資先については、そのような資金調達が完了しない可能性があり、その結果、投資対象ファンドの資産のうち、投資対象ファンドが望ましいと考える割合より大きな割合を一つの投資先および資産タイプに投資することになる可能性があります。投資対象ファンドの投資先における地理的地域または資産タイプ別の分散の程度について、投資者に対する保証は一切ありません。

投資対象ファンドは、その投資方針および運営方針を、投資主の同意を得ることなく変更する可能性があります。

変更するにあたり投資主の同意を必要とする投資対象ファンドの基本定款に記載される投資制限の変更を除き、投資対象ファンドは、投資先、運営、債務、資本組入れおよび分配に関する投資対象ファンドの方針を含む投資対象ファンドの投資方針および運営方針を、投資対象ファンドの投資主の同意を得る事なく変更する可能性が常にあり、その結果、投資対象ファンドが、本書に記載されている投資先の種類とは異なった、場合によってはよりリスクが高い、またはよりレバレッジが高い投資を行う可能性があります。また、投資対象ファンドの取締役会は、投資対象ファンドが遵守すべき、非常に広範囲におよぶ投資指針を承認しましたが、この指針は投資対象ファンド投資顧問会社に幅広い裁量を与えるものであり、投資対象ファンドの取締役会による変更が可能となっています。投資対象ファンドの投資戦略の変更は、特に不動産市場の変動リスク、債務不履行リスクおよび金利リスクに対する投資対象ファンドのエクスポージャーを増加させる可能性があります。これらはいずれも投資対象ファンドの運用成績および財務状況に重大な影響を及ぼす可能性があります。

投資対象ファンドは、その保有する不動産を売却することが困難になる可能性があり、その場合、投資対象ファンドの分配金支払いにおける柔軟性および能力が制限される可能性があります。

不動産投資は相対的に流動性が低いいため、投資対象ファンドが保有する一つまたは複数の不動産を有利な条件で迅速に売却することが難しい、またはできない可能性があります。さらに、取得した不動産または不動産に対する投資対象ファンドの持分の売却を実質的に一定期間制限するような不動産を投資対象ファンドが取得した際に、投資対象ファンドは、ロックアウト条項またはその他の条項に同意したことがあり、また将来において同意する可能性があります。かかる同意により、当該不動産のパフォーマンスの悪化および経済または市場動向の不利な変動に対し、投資対象ファンドがそのポートフォリオを迅速に変更する能力、または買戻請求に応じるか、もしくはは分配水準を維持するための流動性を生み出す能力が制限される可能性があります。さらに、REITによるディーラー不動産（一般的には、投資目的ではなく売却目的で保有される不動産）の売却益に対して100%の消費税を課す米国連邦税法は、投資対象ファンドの不動産を売却する能力を制限する可能性があります。投資主へのリターンに悪影響を与えずに不動産を売却する投資対象ファンドの能力に影響を与える可能性があります。これらの制限は、投資対象ファンドの運用成績および財務状況に悪影響を及ぼす可能性があります。

投資対象ファンドは、不動産取得に伴うリスクに直面します。

投資対象ファンドは、投資対象ファンドの資本構成に変化をもたらす可能性のある大規模なポートフォリオを含む不動産および不動産ポートフォリオを取得します。投資対象ファンドの取得活動およびその成否は、以下のリスクにさらされます。

- ・払戻しのないデポジットまたは保証金を差し入れ、その他一定の取得関連費用を負担した後に、投資対象ファンドが取得を完了することができない可能性があります。
- ・投資対象ファンドが、取得のための資金を商業的に合理的な条件で調達できない、または全く調達できない可能性があります。
- ・取得不動産が想定どおりに利益を上げない可能性があります。
- ・取得した不動産は、投資対象ファンドが、市場に関する知識および現地経済に対する理解の欠如、当該地域における取引関係の欠如、現地政府および許可手続きの不慣れに伴うリスクに直面する可能性のある新しい市場に所在している場合があります。
- ・投資対象ファンドは、新規に取得した不動産、特に取得した不動産ポートフォリオを、投資対象ファンドの現行業務に迅速かつ効率的に組み入れることができない可能性があります。

さらに、投資対象ファンドは、主に安定した収益を生む不動産に投資しますが、改装または再配置のためにある程度の設備投資を必要とする資産を取得することがあります。これらの投資は、一般的に安定した不動産に対する投資よりも損失リスクが高く、いかなる改装または再配置も、成功するまたはその実際の費用が投資対象ファンドの見積りよりも大きくならないという保証はありません。

不動産の売却および処分には、不動産レベルにおいて、投資対象ファンドの収益性およびファンドの投資に関するリターンを低下させる可能性のある一定の訴訟リスクが伴います。

不動産の取得、所有および処分には、特定の訴訟リスクが伴います。投資対象ファンドが取得した不動産について、投資対象ファンドによる取得前に行われた措置に関連して訴訟が開始される場合があります。さらに、個別不動産の処分時に、投資対象ファンドが売却手取金を最大化するための措置の一環としてある購入希望者を外して他の希望者を選んだ場合、かかる外された購入希望者が、資産購入の機会を与えられるべきであった、またはその代わりとして当該購入希望者が負担したデュー・ディリジェンス費用の支払いを受ける、もしくはは開示に関連する不実表示に関して発生した法定損害賠償の支払いを受けるべきであると主張する可能性があります。同様に、成功した購入者が、後に隠れた瑕疵およびデュー・ディリジェンスで発見されなかったその他の問題に関連する損失について、様々な損害理由（不法行為と思われるものも含みます。）に基づき、投資対象ファンドを訴える可能性があります。

投資機会をめぐる競争は、投資対象ファンドの収益性およびファンドの投資に関するリターンを減少させる可能性があります。

投資対象ファンドは、様々な事業体と、他のREIT、不動産運用会社、年金ファンド、保険会社、投資ファンド、投資会社、パートナーシップおよびデベロッパーを含む不動産への投資機会をめぐる競争に直面しており、かかる不動産の中には、最善の利益規則に基づき合理的な代替的投資先の源泉となる可能性が高いものもあります。第三者である競争者に加えて、投資対象ファンド投資顧問会社およびその関連会社がスポンサーとなっている他のプログラム、特に投資対象ファンドの戦略と重複する投資戦略を有するプログラムは、ブラックストーンの現行方針および手続に従った投資機会を模索する可能性があります。これらの中には、不動産を取得するための資本を投資対象ファンドより多く得ることができ

る事業体がある場合があります。これらの事業体との競争により、投資対象ファンドに提供される適切な投資機会の数が減少する、または売却を模索している不動産所有者が優位な交渉力を持つ可能性があります。さらに、クレジット市場の混乱および混迷は、投資対象ファンドの取得戦略における重要要素である不動産取得資金の調達における債務費用および債務の利用可能性に重大な影響を及ぼす可能性があります。利用可能な債務が、合理的な条件で存在しない、または全く存在しないことにより、適切な投資機会が一層減少し、投資対象ファンドよりも大きな財源を有する他の事業体に競争上の優位性をもたらす可能性があります。また、ここ数年、不動産ファンド、上場ＲＥＩＴおよび非上場ＲＥＩＴが数多く組成され、また、不動産および／または不動産関連資産への投資を目的としてその他のファンドが統合されてきています（また、そのような既存ファンドの多くは規模が大きくなってきています。）。投資目的が類似している不動産ファンド、ピークルおよびＲＥＩＴが他の第三者により今後さらに組成されると予想され、統合が一層進む可能性があります（結果として、より大規模なファンドおよびピークルが生まれることとなります。）。その結果、適切な投資機会をめぐる競争は、投資対象ファンドが利用可能な投資機会の数を減少させ、価格を含む投資を実施する際の条件に悪影響を及ぼすことが予想されます。このような競争により、投資対象ファンドは、不動産およびその他の投資対象をより高い価格、または理想的でない資本構成を使用することにより取得することがあり、このような場合、投資対象ファンドのリターンは低下し、投資対象ファンドの資産の価値が上昇しない、またはそのような資産に対して支払われた金額を大きく下回る可能性があります。かかる事象が発生した場合、ファンドの投資におけるリターンは低下する可能性があります。

投資対象ファンドは、ブラックストーンの関連会社との投資を含む、多額のジョイント・ベンチャー投資を行う可能性があります。ジョイント・ベンチャー投資は、投資対象ファンド単独の意思決定権の欠如、投資対象ファンドのジョイント・ベンチャー・パートナーの財務状況への依存、および投資対象ファンドとそのジョイント・ベンチャー・パートナーとの間の紛争によって悪影響を受ける可能性があります。

投資対象ファンドは、第三者およびブラックストーンの関連会社と共にジョイント・ベンチャー投資を行っており、将来においても、投資対象ファンドは新たにジョイント・ベンチャー投資を行うことを想定しています。投資対象ファンドは、不動産取得の一環として、不動産の売主とのジョイント・ベンチャーに従事しており、今後も継続する見込みです。投資対象ファンドは、ジョイント・ベンチャーにおける非支配持分または共有支配持分を取得する場合があります。投資対象ファンドがジョイント・ベンチャーにおいて何らかの支配権を有している場合であっても、投資対象ファンドは当該ジョイント・ベンチャーに関して単独の意思決定権を行使する立場にはありません。ジョイント・ベンチャーへの投資は、一定の状況下では、ジョイント・ベンチャー・パートナーが破産する、または必要な出資額の資金を調達できない可能性を含め、他の当事者が関与していない場合には存在しないリスクを伴います。ジョイント・ベンチャー・パートナーは、投資対象ファンドの事業上の利益または目的と相反する経済的その他の事業上の利益または目的を有する可能性があります。投資対象ファンドの方針または目的に反する措置を講じる立場にある場合があります。また、かかる投資においては、投資対象ファンドもジョイント・ベンチャー・パートナーもジョイント・ベンチャーを完全に支配することはできないため、売却などの意思決定において行き詰るという潜在的リスクがあります。投資対象ファンドとジョイント・ベンチャー・パートナーとの間の紛争は、投資対象ファンドの費用を増大させ、投資対象ファンドの役員および取締役が自らの時間と労力を投資対象ファンドの事業に集中させることを妨げるような訴訟または仲裁につながる可能性があります。したがって、ジョイント・ベンチャー・パートナーによる法的手続きまたはジョイント・ベンチャー・パートナーとの紛争は、ジョイント・ベンチャーにより所有される不動産に追加的なリスクをもたらし可能性があります。投資対象ファンドのジョイント・ベンチャー・パートナーは、ジョイント・ベンチャーの取り決めの一環として、不動産管理報酬、プロモーションその他の成功報酬の支払いを受ける権利を有する場合があります。さらに、一定の状況においては、投資対象ファンドのジョイント・ベンチャー・パートナーの行動に対して投資対象ファンドが責任を負う可能性があります。

また、投資対象ファンドがその他のブラックストーン勘定と共に参加する投資に関連して、投資対象ファンド投資顧問会社は、法務、税務、規制上その他の理由により、かかる共同投資に関連する一定の支配権、担保の実行権および類似の管理上の権利の行使またはそれらの第三者への委託を拒否することがあります。投資対象ファンドが将来において、その他のブラックストーン勘定と共同出資できるという保証はありません。投資対象ファンドは、参加した場合、非投資会社として投資会社法の免除を受けることができる投資対象ファンドの地位を脅かす可能性があると考えられる場合、自身が支配権または共同支配権を有していないジョイント・ベンチャーには参加しません。この場合、投資対象ファンドは、投資対象ファンドおよび一つまたは複数のその他のブラックストーン勘定の双方に適した特定の投資機会に関して、その割当を受けることができなくなる可能性があります。

投資対象ファンドが、ジョイント・ベンチャー・パートナーを買収する先買権を有しており、かかる権利が行使可能になった場合、または投資対象ファンドにとって買収が最善の利益にならない時に投資対象ファンドがジョイント・ベンチャー・パートナーの持分の買収を要求された場合、投資対象ファンドは買収資金を調達できない可能性があります。投資対象ファンドのジョイント・ベンチャーにおける持分が購入権または売却権の対象である場合、投資対象ファンドが、購入権または売却権の対象であるジョイント・ベンチャー・パートナーのジョイント・ベンチャーにおける持分の買収を選択できるだけの十分な現金、借入能力またはその他の資金源を有していない場合があります。その場合、投資対象ファンドは、本来であればジョイント・ベンチャーにおける持分の保持を望む場合であっても、当該権利の行使の結果、投資対象ファンドのジョイント・ベンチャーにおける持分を売却せざるを得なくなる可能性があります。一部のジョイント・ベンチャーにおいて、投資対象ファンドは、クリスタライゼーション事由に関連して投資対象ファンドのジョイント・ベンチャー・パートナーの持分の全部または一部を買い取る義務を負う可能性があります。また、投資対象ファンドは、そのようなクリスタライゼーション事由が発生した場合、当該買収の資金を調達できない可能性があり、その結果、買取価格に対する利子またはその他の違約金が生じる可能性があります。投資対象ファンドが、そのジョイント・ベンチャー・パートナーの持分を買い取った場合、投資対象ファンドは原投資先に対するエクスポージャーを増加させたことになります。投資対象ファンドがそのジョイント・ベンチャー・パートナーのジョイント・ベンチャーにおける持分の買収、または投資対象ファンドのジョイント・ベンチャーにおける持分の売却に使用する価格は、通常、投資対象ファンドとそのジョイント・ベンチャー・パートナーとの間の交渉によって決定され、そのような価格が原不動産の価値を表すものである、または投資対象ファンドの基準価額を計算するために使用される投資対象ファンドのジョイント・ベンチャーにおける持分の当該時点における評価額に等しいという保証はありません。最後に、投資対象ファンドが何らかの理由でジョイント・ベンチャーから撤退することを望んでいる場合、または投資対象ファンドの持分が、同様に投資対象ファンドのジョイント・ベンチャー・パートナーの先買権の対象である場合、投資対象ファンドは、自身のジョイント・ベンチャーにおける持分を売却することができない可能性があり、当該権利は、かかる持分を売却する投資対象ファンドの能力に悪影響を及

ばす可能性があります。また、ブラックストーンの関連会社との共同出資契約についても、さらなる利益相反が生じる可能性があります。ジョイント・ベンチャー・パートナーは、ジョイント・ベンチャーおよびその不動産に対するサービス提供に関連して、その資本投資額を超える報酬（プロモーション報酬を含みます。）を継続的に受け取ることができますが、これは投資対象ファンドが有する経済的利益の金額を減少させることになります。

投資対象ファンドのジョイント・ベンチャー投資（ブラックストーン関連会社とのジョイント・ベンチャー投資を含みます。）に関連する追加的なリスクおよび紛争には、以下が含まれます。

- ・ジョイント・ベンチャー・パートナーは、当該ジョイント・ベンチャーにより購入された資産の資金調達、管理、ガバナンス、運営、リース、売却に関する利益を含む、投資対象ファンドの利益と相反する、または異なった経済的またはその他の利益を有する可能性があります。
- ・投資対象ファンドのジョイント・ベンチャー・パートナーは、投資対象ファンドのジョイント・ベンチャーからプロモーション報酬の支払いを含む報酬を継続的に受領し、また、そのジョイント・ベンチャーへの資本投資は買い取られる可能性があり、これらはすべて、本来であれば投資対象ファンドへ支払われる金額を減少させる可能性があります。
- ・ジョイント・ベンチャー・パートナーに適用される税務規制、投資会社法およびその他の規制上の要件により、ジョイント・ベンチャー・パートナーは、投資対象ファンドの利益に反する措置を希望する可能性があります。例えば、ジョイント・ベンチャー・パートナーが投資会社法第3(c)(1)(C)条に基づく要件を遵守することで投資会社とならないようにするために、その運営を行うか、またはその投資の一部またはすべてを、過半数を所有している、投資会社法第3(c)(5)(C)条に基づく免除の適用を受ける子会社に対して行う場合、かかるジョイント・ベンチャー・パートナーは、特定の資産の業務上の事由以外の理由でジョイント・ベンチャー投資を売却することを追求するか、または継続して保有することもできますが、これは投資対象ファンドに不都合な可能性があります。
- ・ジョイント・ベンチャー・パートナーは、そのジョイント・ベンチャーに対する経済的関与が投資対象ファンドの経済的関与を著しく下回る場合であっても、ジョイント・ベンチャーの共同支配権または共同ガバナンスを有する可能性があります。
- ・ジョイント・ベンチャーの取り決めにに基づき、投資対象ファンドおよびジョイント・ベンチャー・パートナーの双方が、単独でジョイント・ベンチャーを支配する立場にない場合があり、行き詰る可能性があります。このような行き詰りは、潜在的な取得または処分に関連してジョイント・ベンチャーが迅速に行動できない結果となる場合を含め、ジョイント・ベンチャーの運営および収益性に悪影響を及ぼす可能性があります。さらに、かかるジョイント・ベンチャー・パートナーのガバナンス構造によっては、そのようなビークルの決定は、ブラックストーンから独立した個人による承認を必要とする可能性があります。
- ・ジョイント・ベンチャー・パートナーがジョイント・ベンチャー契約に対して報酬またはインセンティブの配分を行う場合、ジョイント・ベンチャー・パートナーは、かかる行為が投資対象ファンドの最善の利益でない場合でも、より長く資産を保有するインセンティブが働くか、または別途支払われる報酬およびインセンティブ配分を最大化する行動をとる可能性があります。
- ・ジョイント・ベンチャー・パートナーは、ブラックストーンの関連会社であるジョイント・ベンチャーの投資運用会社を解任する権限を有する可能性があります。かかる解任が発生した場合、投資対象ファンドは、第三者である管理者とジョイント・ベンチャー・パートナーとなり、その場合、当該ジョイント・ベンチャーを通じて保有する投資対象ファンドの投資先のいずれについても投資対象ファンドの投資目的を遂行することが非常に困難となる可能性があります。
- ・ジョイント・ベンチャーの取り決めにに基づき、投資対象ファンドおよびジョイント・ベンチャー・パートナーが購入権または売却権を有する場合があり、かかる権利行使のきっかけを生んだ困難な局面の結果、投資対象ファンドは、本来であれば投資対象ファンドにとって最善の利益とならない時期に、当該ジョイント・ベンチャーに対する投資対象ファンドの投資を売却する、またはジョイント・ベンチャー・パートナーが保有するジョイント・ベンチャーの持分の買取を余儀なくされる可能性があります。
- ・ジョイント・ベンチャー・パートナーが参加する投資対象への投資対象ファンドの参加は、当該ジョイント・ベンチャー・パートナーが参加しなかった場合に投資対象ファンドが参加したであろう金額を下回り、また、当該ジョイント・ベンチャー・パートナーが調達できる資本の金額に制限がない可能性があるため、投資対象ファンドによる当該投資対象への参加の程度が、経時的に低下する可能性があります。
- ・ジョイント・ベンチャーの取り決めにに基づき、投資対象ファンドおよびジョイント・ベンチャー・パートナーは、ジョイント・ベンチャーが将来行う発行に関してそれぞれ先買権を持つ可能性があり、そのためジョイント・ベンチャーによる新たな第三者資本の獲得が制限される可能性があります。
- ・ジョイント・ベンチャーの取り決めにに基づき、投資対象ファンド投資顧問会社の解任は、上記のような購入権または売却権を含む支配権に対する制限の変更、ジョイント・ベンチャーにおけるガバナンス権の喪失またはその他の不利な結果を引き起こす可能性があります。

- ・ジョイント・ベンチャーの取り決めに基づき、投資対象ファンドおよびジョイント・ベンチャー・パートナーはロックアップの対象となる可能性があり、投資対象ファンドがジョイント・ベンチャーから撤退することが有利と判断した時点で、投資対象ファンドが保有するジョイント・ベンチャーの持分を処分することができない可能性があります。
- ・ジョイント・ベンチャー・パートナーは、ジョイント・ベンチャーにおける所有持分の第三者への譲渡に関して、優先交渉権、タグアロング権、ドラッグアロング権、同意権その他の類似する権利を有している可能性があり、そのため、かかる譲渡がより複雑になる、または投資対象ファンドがジョイント・ベンチャーへの投資における持分を売却する際に制限を受けるもしくは遅延を生じさせる効果を持つ可能性があります。

さらに、投資対象ファンドがその関連会社またはその他の関連事業体と不動産を取得する場合、投資対象ファンドは相反する受託者としての義務を有する可能性があり、その結果、そのような取引において投資対象ファンドは、非関連当事者間で通常行われる種類の独立企業間交渉の恩恵を受けることができない可能性があります。

一回の取引で複数の不動産を取得した、または取得を試みた場合、投資対象ファンドの運営に悪影響を及ぼす可能性があります。

投資対象ファンドは、一回の取引により複数の不動産を取得したことがあり、将来においても取得する可能性があります。ポートフォリオの取得は、通常、単一の不動産の取得よりも複雑で高額となり、複数の不動産の取得が完了しないリスクは、単一の不動産の取得におけるリスクよりも高い可能性があります。また、ポートフォリオの取得は、地理的に分散された市場において投資対象ファンドが投資先を保有する結果となり、ポートフォリオ内の不動産の管理において投資対象ファンド投資顧問会社に対する要求が増えることになる可能性があります。さらに、売主が、複数の不動産の一括購入、および/または、取引全体の一部ではないにもかかわらず一定の追加投資または取引を含めることを要求する場合があり、投資対象ファンドは、かかるポートフォリオに含まれる一つもしくは複数の不動産を購入する、または追加投資もしくは取引に参加することを望まない可能性があります。このような状況において、投資対象ファンドが、不要な不動産および投資先を取得する他者および事業体を見つけれない場合、または売主がその後の売却についてロックアウト期間その他の制限を課した場合、投資対象ファンドは、かかる不動産を運営しなければならない、またはかかる（ロックアウト期間が課されていない場合において）不動産もしくは投資対象の処分を試みる可能性があります。また、投資対象ファンドは、その関連会社と大規模な不動産ポートフォリオを共同で取得したことがあり、また将来において共同で取得する可能性があり、ポートフォリオ内の不動産の割当および当該不動産に帰属する価格に関するものを含む、利益相反を生じる可能性があります。また、投資対象ファンド投資顧問会社が大規模なポートフォリオの個別の不動産を十分に分析することが困難な場合があり、かかる不動産が想定どおりのパフォーマンスを発揮しないリスクが高まります。さらに、投資対象ファンドはかかる大規模ポートフォリオの取得のために、多額の現金を蓄積しなければならない可能性があります。投資対象ファンドは、蓄積された現金から投資対象ファンドが得るリターンは、不動産への投資から得られるリターンよりも小さくなると想定しています。個々の物件の価値が相対的に小さい多数のSFR物件を大規模なポートフォリオとして取得するSFRの取得においては、個々の物件を分析することが投資対象ファンド投資顧問会社にとって困難であることから、一回の取引で複数の不動産を取得することに伴うリスクがより顕著となる可能性があります。したがって、一回の取引で複数物件を取得することは、投資対象ファンドのポートフォリオ全体の利回りを低下させる可能性があります。

投資対象ファンドが不動産取得のためのオプションを得た場合、原不動産が購入されたか否かにかかわらず、投資対象ファンドは、当該オプションに対して支払われた金額を失う可能性があります。

投資対象ファンドは、特定の不動産を取得するためのオプションを取得することができます。オプションに対して支払われた金額（もしあれば）は、通常、不動産が購入されない場合には放棄され、不動産が購入された場合には、購入価格に対して計上される場合もあれば、されない場合もあります。オプション支払い金額が返金されないことにより、さらなる投資に利用可能な現金または投資対象ファンドの投資主への分配に利用可能な現金額は減少することになります。

投資対象ファンドによる投資対象候補のデュー・ディリジェンス調査において、投資対象ファンドは、第三者であるコンサルタントおよびアドバイザー、ならびにポートフォリオ不動産候補の売主による表明に依存する場合があります。また、投資対象候補を検討する上で必要または有益となり得る関連事実すべてを把握し得ない場合があります。

デュー・ディリジェンスは、通常、投資を行う前に、各投資対象に該当する事実および状況に基づき、投資対象ファンドが合理的かつ適切と判断する方法で実施されます。デュー・ディリジェンスは、重要かつ複雑な問題（財務、税務、会計、環境、ESG、不動産、法律および規制、ならびにマクロ経済トレンドに関するものを含みますが、これに限定されません。）の評価を伴う場合があります。ESG関連については、投資対象ファンド投資顧問会社のディリジェンスの性質および範囲は、投資対象により異なりますが、とりわけ、エネルギー管理、大気および水質汚染、土壌汚染、多様性、人権、従業員の健康および安全、会計基準ならびに贈収賄の確認を含む可能性があります。重要なESG要因の選択および評価は、本来客観的であり、投資対象ファンド投資顧問会社または第三者であるESG専門家（もしあれば）が活用する基準または実行する判断が、特定の投資家の信念、価値観、内部方針または好ましい慣行を反映するか、その他の資産管理者の信念もしくは価値観または好ましい慣行、または市場のトレンドと一致する保証はありません。サステナビリティ・リスクの重要性および個々の投資の可能性またはポートフォリオ全体への影響は、多くの要因（関連する産業、国、資産クラスおよび投資スタイルを含みます。）に依存しています。投資対象ファンドおよび投資対象ファンド投資顧問会社は、ESGに基づく投資戦略を追求せず、特定のESG基準に合致するものに投資を制限することはありません。ESGに関する言及は、リスク調整後リターンを最大化するために投資対象ファンドの目的を限定する意図はありません。

外部のコンサルタント、法務アドバイザー、鑑定士、会計士、投資銀行およびその他の第三者（投資対象ファンド投資顧問会社またはブラックストーンの関連会社を含みます。）は、投資先の種類に応じて程度の差はあるものの、デュー・ディリジェンスの作業に関与する可能性があり、その費用は投資対象ファンドが負担することになります。このような第三者であるアドバイザーおよびコンサルタントの関与は、主に外部委託された機能に対する投資対象ファンド投資顧問会社の支配権の低下に関連する多数のリスクを伴う可能性があります。ブラックストーンの関連会社が利用されている場合、当該関連会社に支払われた手数料または払い戻された費用が、投資対象ファンド投資顧問会社の運用報酬によって相殺されることはありません。さらに、投資対象ファンド投資顧問会社が第三者としての業務提供者を適時に関与させることができない場合、より複雑な投資対象を評価し、取得する能力に悪影響を及ぼす可能性があります。

投資対象ファンド投資顧問会社は、デュー・ディリジェンスのプロセスにおいて、および投資対象候補に関する評価を行う際に、投資対象から提供された情報、および状況によっては第三者による調査を含め、利用可能な情報源に依存することになります。いずれの投資機会に関して実施されたデュー・ディリジェンス調査であれ、特に大規模なポートフォリオ投資の場合、かかる投資機会を評価する上で必要または有益となり得る関連事実すべてを明らかにする、または浮かび上がらせることはできません。さらに、投資対象ファンド投資顧問会社のディリジェンスがカバーする事項（ESG等）は、次々と変化しており、投資対象ファンド投資顧問会社は、かかる変化を正確にまたは完全には予測できません。例えば、ブラックストーン・リアル・エステートのESGのフレームワークは、かかる問題に対する多数の国際的なイニシアチブがあることに加えて、その他の資産管理者が実施する様々なフレームワークおよび手法が存在するため、ユニバーサルに認識されたESG考慮事項を調査する基準ではありません。さらに、かかる調査が必ずしも投資の成功につながるとは限りません。本書に記載されたリスク管理手順に従うことを含め、投資に関する不利な側面を抑制しようとする試みが、その期待される効果を達成する保証はなく、投資予定者は、投資対象ファンドへの投資を、投機的かつ高度のリスクを有するものとして捉えるべきです。

デュー・ディリジェンスの段階、または継続的に投資対象に関する情報を監視し開示する投資対象ファンドの取組みにおいて、投資対象ファンド投資顧問会社が不正会計、従業員の違法行為もしくはその他の不正行為、または重大な虚偽表示もしくは不作為を発見または防止できる保証はなく、投資対象ファンドが実施するリスク管理手順が適切であるという保証もありません。

デュー・ディリジェンスを実施し、投資対象に関する評価を行う場合、投資対象ファンド投資顧問会社は、投資対象の売主により提供または報告された情報および、状況によっては第三者による調査を含む、利用可能な情報源に依存することになります。投資対象ファンド投資顧問会社が行ういかなる投資機会に関するデュー・ディリジェンス調査であれ、かかる投資機会を評価する上で必要または有益となり得る関連事実すべてを明らかにする、または浮かび上がらせることはできません。さらに、かかる調査が必ずしも投資の成功につながるとは限りません。ポートフォリオの不動産において生じた行動は、投資対象ファンドの投資前に行われたものであっても、投資対象ファンドに悪影響を及ぼす可能性があります。

ポートフォリオの不動産の売主による不正がある場合、投資対象ファンドは当該不動産に投資された資本の一部または全部を失う可能性があります。さらに売主側の重大な不実表示または不作為の可能性に対する不安もあります。かかる不正確さおよび不完全性は、該当するポートフォリオ不動産に対する投資対象ファンドの投資価値に悪影響を与える可能性があります。投資対象ファンドが投資を行う際、投資対象ファンドは、デュー・ディリジェンスのプロセスにおいてポートフォリオ不動産の売主が行う表明の正確性および完全性に合理的な範囲で依存することになりますが、その正確性または完全性を保証することはできません。

さらに、投資対象ファンドは、投資対象ファンドの投資者に対する、取得予定資産または投資対象ファンドが現状所有する資産に関する情報公開において、投資対象ファンドの投資先の売主が提供する情報（財務情報および非G A A P指標を含みます。）に依存します。したがって、投資対象ファンドは、かかる情報が正確であると信じているものの、かかる情報を投資対象ファンド投資顧問会社が独立の立場から検証することはできず、また、場合によっては、かかる情報は投資対象ファンドの所有または支配下にある間に独立の立場から審査もしくは監査を受けていない、または審査もしくは監査を受けたことが全くありません。投資対象ファンドは、投資対象ファンドが取得したまたは取得予定の不動産の財務諸表または指標が、それらが独立した監査または審査を受けた場合に大きく相違することはない旨を、ファンドに対して保証することはできません。

コンサルタント、法務アドバイザー、鑑定士、会計士、投資銀行およびその他の第三者は、投資先の種類に応じて程度は異なるものの、デュー・ディリジェンスのプロセスおよび／または投資対象ファンドのポートフォリオ不動産の継続的運用に関与することがあります。例えば、ポートフォリオ不動産に関するデータ入力のような特定の資産管理および財務機能は、かかるポートフォリオ不動産または投資対象ファンドが手数料および費用を負担して、第三者としてのサービス提供者に外部委託されることがあります。このような第三者としてのアドバイザーまたはコンサルタントの関与は、主に外部委託された機能に対する投資対象ファンドの支配権の低下に関連する多数のリスクを伴う可能性があります。

投資対象ファンドは、投資対象ファンドが所有する特定のポートフォリオ組入事業体の従業員に関連して費用および責任を負う可能性があります。

投資対象ファンドは、投資対象ファンドが所有する特定のポートフォリオ組入事業体の従業員に関連して費用および責任を負う可能性があります。例えば、投資対象ファンドによるシンプリー・セルフ・ストレージ、アメリカン・キャンパス・コミュニティーズ、エイプリル・ハウジングおよびホーム・パートナーズ・オブ・アメリカ取得の一環として、運用チームを取得し、投資対象ファンドは、将来において取引の一部として他の運用チームを取得する可能性があります。かかる費用および責任には、報酬、間接費およびその他の管理事務費、ならびに労働者の障害および補償請求、労働争議の可能性、ならびにその他の従業員関連の責任および苦情など、雇用主が一般的に直面し得る責任が含まれます。また、投資対象ファンドは、サイバーセキュリティ・リスクまたは従業員の誤りや不法行為の結果による、そのような従業員によるその他の運用上のリスクにさらされる可能性があります。さらに、かかるポートフォリオ組入事業体の取得に伴い予想外のコストおよび費用が投資対象ファンドに発生する場合があります、かかる費用等が投資対象ファンドの運用成績に悪影響を及ぼす可能性があります。

投資対象ファンドは、投資対象ファンドの不動産の運用については不動産マネージャーに、投資対象ファンドの不動産の空室のリースについてはリース・エージェントに依存しています。

投資対象ファンド投資顧問会社は、投資対象ファンドの不動産運用のために不動産マネージャーを雇用し、投資対象ファンドの不動産の空室リースのためにリース・エージェントを雇用します。これらの不動産マネージャーは、投資対象ファンドの関連会社、または投資対象ファンドが従事するジョイント・ベンチャーのパートナーである場合があります。投資対象ファンドはまた、これらの不動産の運用、リースおよび類似のサービスを提供するために、投資対象ファンドが所有するポートフォリオの組入事業体を使用する場合があります。不動産マネージャーは、投資対象ファンドの不動産の運用に関して重大な意思決定権を有します。投資対象ファンドは特に、投資対象ファンドが投資するホテル・レジャー事業用不動産およびレジャー用不動産の不動産マネージャーに依存しています。投資対象ファンドが、第三者である不動産マネージャーを利用している場合、投資対象ファンドの不動産の日々運用方法を指揮し管理する投資対象ファンドの能力が制限される可能性があります。そのため、投資対象ファンドの事業の成否は、投資対象ファンドの不動産マネージャーによる日々の運用管理能力、および投資対象ファンドのリース・エージェントによる投資対象ファンドの不動産の空室をリースする能力に大きく左右される可能性があります。投資対象ファンドが、不動産運用サービス提供のために投資対象ファンドのポートフォリオ組入事業体の一つを使用する場合、投資対象ファンドは、不動産の運用費用、およびポートフォリオ組入事業体の運営に伴うその他の費用および義務（投資対象ファンドのポートフォリオ組入事業体の従業員の報酬を含みます。）を直接負うことになります。投資対象ファンドの不動産マネージャーもしくはリース・エージェントが直面した難局、または当該マネージャーもしくはエージェントと投資対象ファンドとの関係において発生した問題により、投資対象ファンドの不動産の運営および収益性に悪影響が及ぶ可能性があります。

投資対象ファンドは、その収益においてテナントに依存しているため、投資対象ファンドの収益は、投資対象ファンドのテナントの成否および経済的な存続可能性に左右されます。投資対象ファンドが特定の建物において単一または重要なテナントに依存することは、空き物件をリースする投資対象ファンドの能力を低下させ、投資対象ファンドの収入、パフォーマンス、運営および分配金支払能力に悪影響を及ぼす可能性があります。

不動産からの賃料収入は、直接または間接的に、投資対象ファンドの収入の大部分を構成しています。テナントからの未収賃料回収の遅延は、投資対象ファンドのキャッシュ・フローおよび財務状況に悪影響を及ぼす可能性があります。さらに、単一の主要テナントまたは多数の小規模テナントが賃料債務を履行できない場合、投資対象ファンドの収入に悪影響を及ぼす可能性があります。したがって、投資対象ファンドの財務上の成功は、投資対象ファンドの不動産または投資対象ファンドが保有する債権の担保となっている不動産のテナントが運営する事業の成功に、間接的に左右されます。重要テナントまたは多数の小規模テナントの財務状況の悪化または破産もしくは支払不能、ならびにテナントの債務不履行またはリース契約満了による空室は、投資対象ファンドの運営、パフォーマンスおよび分配金支払能力に悪影響を及ぼす可能性があります。

一般的に、債務者であるテナントは、米国の破産法に基づき、非住宅用不動産の満了前のリース契約における義務の引受または拒絶のオプションを行使するために120日の期間を与えられますが、当該期間は、破産裁判所により一度に限り90日間延長される場合があります。テナントがリース契約を引き受けた場合、テナントは、当該リース契約に基づくすべての債務不履行を是正しなければならず、また、リース契約に基づく将来における履行を十分に保証することを要求される可能性があります。テナントがリース契約を拒絶した場合、投資対象ファンドはテナントの破産財産に対する請求権を持つことになります。破産申立てからリース契約の拒絶までの間に支払われるべき賃料には、管理費優先権が付与され、全額支払われることもありますが、破産前の滞納とリース契約の残存期間に基づく支払金額は、一般的無担保債権の地位が付与されます（請求権を保証する担保がありません。）。さらに、リース契約の残存期間に基づいて支払うべき金額には上限が設けられます。エクイティおよび劣後債権を除けば、一般的無担保債権は破産時に最後に支払われる請求権であるため、かかる債権の全額が支払うだけの資金がない可能性があります。

投資対象ファンドの不動産の一部は、単一または重要なテナントにリースされることがあり、そのため、かかるテナントの特定または固有の要求に適合している場合があります。空き物件の間取りにより、大規模な改修を行わずに利用できる事業の種類が制限される場合、投資対象ファンドは、このようなテナントの入替えにおいて困難に直面する可能性があります。また、特定の不動産の市場価格は主に当該不動産のリース価格に左右されるため、不動産の転売価格が下がる場合があります。

同様に、一部のネットリース、工場用倉庫および学生寮用不動産を含む投資対象ファンドのその他の不動産の一部は、単一のテナントまたは事業の継続において単一の事業体に依存するテナントに対してリースされており、投資対象ファンドのホテル用不動産は通常、単一の運営業者によって運営されています。市場もしくは経済状況の変化、自然災害、感染症の発生、パンデミックもしくはその他の重大な公衆衛生上の不安、政治的事象、またはこれらの不動産の運営に影響を

与え得るその他の要因によるものを含む、かかるテナント、事業または運営者への悪影響は、投資対象ファンドの事業および財務成績に悪影響を及ぼす可能性があります。結果として、このようなテナントまたは運営業者は、長期となり得る期間において、投資対象ファンドの不動産における業務停止を要求されたことがあり、また、将来においても要求される可能性があります。さらに、このようなテナントがリース契約において債務不履行に陥った場合、またはかかる運営業者が投資対象ファンドの不動産を運営できない場合、投資対象ファンドは当該不動産について新しいリース契約または運営の取り決めに迅速に締結することができない可能性があります、新たなリース契約または運営の取り決めに基づく賃料またはその他の条件は、現行のリース契約または運営の取り決めの条件よりも不利になる、または、投資対象ファンドが新規テナントもしくは運営業者のために当該不動産の改良のための資本投資を要求される可能性があります、これらのいずれかが投資対象ファンドの運用成績に悪影響を及ぼす可能性があります。

投資対象ファンドは、リース契約の期間満了時に、リース契約を更新できない可能性があります。

投資対象ファンドは、テナントがリース契約の更新を行わないと判断したため、またはリース契約においてテナントによる債務不履行が続いているために空室であった、または空室となった不動産を、リースできない可能性があります。また、投資対象ファンドが取得した不動産の一部には、取得時にある程度の空室がある場合があります。その他の一部の不動産は、テナントの特定の要求に特に適合している場合があります、投資対象ファンドがそれらを取得した後に空室となる場合があります。テナントがリース契約を更新する、または投資対象ファンドが新規テナントとリース契約を締結した場合であっても、新しいリース契約の条件が、以前のリース契約の条件よりも不利なものとなる可能性があります。また、市場価格は主に不動産のリース価格に左右されるため、不動産の転売価格が下がることがあります。投資対象ファンドが新規のリース契約を直ちに更新もしくは締結できない場合、または賃料が予想を下回る場合には、投資対象ファンドの運用成績および財務状況に悪影響を及ぼす可能性があります。例えば、テナントのリース契約の終了または満了後に、入れ替わったリース契約に基づき投資対象ファンドが賃料の支払いを受け取り始めるまでに期間がある場合があります。かかる期間において、投資対象ファンドは、利子、不動産税、維持費、セキュリティ費、修繕費およびその他の運営費などの固定費を負担し続けます。また、経済状況の悪化により、投資対象ファンドが入替テナントを誘致し、従来のリース契約において支払われていた賃料と同等以上の賃料を受けることができない可能性があります。テナントをめぐる競争の激化により、投資対象ファンドは、本来ならば計画されていなかった不動産に対する設備投資を行わなければならない可能性があります。投資対象ファンドが実施する予算外の設備投資によって、本来なら分配金または買戻請求に応じるために利用可能であった現金が流用される可能性があります。投資対象ファンドがリース期間満了に伴い、リース契約の更新または再リースを行うことができない場合、最終的には、テナントからのキャッシュ・フローが減少し、投資対象ファンドの運用成績に悪影響を及ぼす可能性があります。

投資対象ファンドは、欠陥の修復のため、または魅力的な賃料相場で不動産のテナントを見つけるもしくは不動産への投資を売却する前に改良を行うため、資金を投入しなければならない可能性があります。投資対象ファンドが、そうした欠陥の修復を行う、または改良を行うために利用可能な資金を有するという保証はありません。投資対象ファンドは、不動産の取得に際して、投資対象ファンドによる当該不動産の売却を実質的に一定期間制限するロックアウト条項、または当該不動産に関して実行可能な債務額の制限を含むその他の制限の賦課に同意する場合があります。これらの要因、および投資対象ファンドの不動産のパフォーマンスの悪化に対応する投資対象ファンドの能力を阻害する可能性があるその他の要因は、投資対象ファンドの財務状況および運用成績に重大な影響を及ぼす可能性があります。

商業用不動産のテナントとのリース契約は、投資対象ファンドによる物件の再リースを制限する可能性があります。

小売業テナントとのリース契約の大半は、特定のテナントに対し、特定の商業センター内で特定の種類の商品を販売する独占的権利または特定の種類のサービスを提供する権利を与える条項を含んでいます。これらの条項により、特定の商業用不動産の賃貸物件に関心のあるテナント候補の数および種類が制限される可能性があります。

投資対象ファンドの不動産は激しい競争に直面しています。

投資対象ファンドは、不動産の所有者、運営業者および開発者との激しい競争に直面しています。投資対象ファンドの実質的にすべての不動産は、同一市場における類似の不動産との競争に直面することになります。このような競争は、投資対象ファンドのテナント誘致および維持能力に影響を及ぼし、投資対象ファンドが徴収可能な賃料を引き下げる可能性があります。これらの競合不動産は、投資対象ファンドの不動産よりも空室率が高い場合があり、その結果、その所有者が投資対象ファンドの不動産における物件よりも低い価格で空き物件をリースしようとする可能性があります。投資対象ファンドの不動産の一つがアンカーテナントを失うことになった場合、他のテナントのリース契約に影響を与え、その結果他のテナントによるリース契約の変更または終了が可能になる場合があります。

投資対象ファンドの不動産は、長期リース契約のもとで、賃料相場を下回る価格でリースされる場合があります。

投資対象ファンドは、リースのロールオーバーに伴うキャッシュ・フローの変動を減少させるために、一般的に賃料増加が契約において含まれることを条件として、長期リース契約を目指したことがあり、将来においてもそのような交渉を目指す可能性があります。さらに、投資対象ファンドは、場合に応じて、運営費用または費用の増加分がテナントによって支払われる旨を規定したリース契約を目指します。これらのリース契約により、テナントは所定の割合の賃料引き上げとともに、リース契約を更新することができます。投資対象ファンドが賃料相場の上昇の可能性を正確に判断できない場合、または、投資対象ファンドが交渉した引き上げ率が、当該時点における賃料相場に対して（変動が少ないことと引き換えに）割安である場合、投資対象ファンドはこれらの長期リースの賃料を、契約上の賃料の引き上げ後であっても賃料が当該時点における賃料相場よりも低くなる水準に設定することがあります。さらに、投資対象ファンドは、それらのリースを終了させる、またはその時点での賃料相場に調整することができない可能性があります。結果として、投資対象ファンドの収入および投資主に対する分配金は、投資対象ファンドが長期リース契約を締結しなかった場合よりも低くなる可能性があります。

投資対象ファンドは、投資対象ファンドの不動産に関連して重大な損失または損害を被る可能性があり、そのような損失は保険では補償されない可能性があります。

投資対象ファンドは、異常気象イベント、気候変動、地震もしくは洪水、および天変地異などの自然災害、破壊行為その他の犯罪、欠陥建築もしくは事故、火災、感染症の発生、パンデミックもしくは深刻な公衆衛生上の不安、戦争、テロ行為（サイバーサボタージュまたは同様の攻撃を含みます。）またはその他の破滅的な災害により生じる、投資対象ファンドの不動産に関連する重大な損失を被る可能性があります。投資対象ファンドは、投資対象ファンド投資顧問会社が適切と判断する保険契約に基づき、投資対象ファンドの不動産を対象とする保険を付保する予定です。投資対象ファンド投資顧問会社は、相対的損失リスク、付保内容の費用および業界の慣行を考慮して、適切かつ十分であると思われる保険内容および保険適用限度額を選択します。投資対象ファンドの不動産に関する保険契約には、テロ、地震および洪水による損失など、一般的に破滅的な性質の損失を含む場合がありますが、投資対象ファンドはファンドに対して、かかる保険契約がすべての損失を補填するのに十分である旨を保証することはできず、また、投資対象ファンドの保険契約の一部は、多額の免責条項または共同支払いを含む制限、および損失を補填するのに十分でない可能性のある保険限度額の対象となる保険が付されます。一般的に、テロに関連した損失は、保険をかけることがますます困難かつ、費用がかかるようになってきています。保険会社がテロを除外する場合もあれば、テロ行為に対する補償範囲が限定されている、または高額な価格でしか付保できない場合もあります。特定の天候および火災事象に関しても、同様の動きが広がっており、保険会社は、天候、地震または火災事象のリスクの高い特定の投資対象を除外しています。投資対象ファンドは、気候変動の影響が大きくなるにつれて、天候および気候関連の事象および状況の発生頻度ならびに影響も増加する可能性があるかと予測しています。また、気候変動により、投資対象ファンドが受け入れ可能な条件での不動産に対する保険にかかる費用が増加するか、または利用機会が減る可能性があります。こうした要因で、すべての投資対象についてテロ、天候または火災に対する保険を付すことができなくなる可能性があります。投資対象ファンド、または一つもしくは複数の投資対象ファンドのテナントが保険の適用を受けない、または契約上の上限を超える損失を被った場合、投資対象ファンドは、損害を

受けた不動産に投資された資本およびそれらの不動産から予想される将来のキャッシュ・フローを失う可能性があります。また、損害を受けた不動産がリコース債務を負っている場合、たとえこれらの不動産が修復不能の損害を受けたとしても、投資対象ファンドは引き続き債務を負うことになります。戦争および感染症の発生などのこれらの事象の一部は、グローバル経済または地域経済に広範な悪影響を及ぼし、ひいては投資対象ファンドまたは投資対象ファンド投資顧問会社に影響を与える可能性があります。

**投資対象ファンドが環境に関する違反を起こしたかどうかにかかわらず、投資対象ファンドが環境に関する違反の責任を負う可能性があります。**

投資対象ファンドは、環境に関する法律および規制の不遵守に対し、罰金または損害賠償という形で責任を負う可能性があります。これらの法律および規制は、一般に、廃水の排出、大気排出、地中および地上貯蔵タンクの運転および撤去、固体有害物質の使用、貯蔵、処理、輸送および処分、固体有害物質の処分に伴い汚染された不動産の改良、ならびにその他の衛生および安全上の懸念事項を規定しています。これらの法律および規制の中には、汚染された不動産の調査または改良の費用について、当初の処分における過失または適法性にかかわらず、テナント、所有者または管理業者に連帯責任を課すものがあります。連邦、州、および地方のさまざまな環境法、条例および規制に基づき、不動産の現所有者もしくは旧所有者、または管理業者は、当該不動産上の、当該不動産の地下の、当該不動産からの、または当該不動産内の有害もしくは有毒な物質、廃棄物、または石油製品を除去または改良する費用を負担する可能性があります。これらの費用は、高額になる可能性があり、所有者もしくは管理業者が汚染の有無を知っているか、またはそれに対する責任を有するか否かを問わず、これらの法律に基づく責任を負うことになる可能性があります。たとえ複数の者が汚染について責任がある場合であっても、発生した浄化費用の全額について各責任者が全面的に負担する可能性があります。

さらに、人身被害、天然資源もしくは物的損害に基づく損害、および/または環境汚染に起因する調査および浄化費用を含むその他の費用について、第三者が不動産の所有者または管理業者を訴える可能性があります。投資対象ファンドの不動産の一つに汚染がある場合、または汚染された不動産の適切な改良が行われない場合、汚染に対処するために負担する費用の先取特権が政府に付される可能性があります。また、当該不動産を売却もしくはリースし、または当該不動産を担保として借入れを行う投資対象ファンドの能力にその他の悪影響及ぼす可能性があります。また、投資対象ファンドの不動産において汚染が判明した場合、環境法により、当該不動産の使用法および事業の運営方法に制限が課される可能性があります。これらの制限により多額の支出が必要となる、または投資対象ファンドとテナント候補者とのリース契約の締結が妨げられる可能性があります。また、将来において法令および規制により重大な環境責任が課されることはなく、また、投資対象ファンドの不動産の環境状況が、テナントの運営、土地の現況、または当該不動産周辺における営業による影響を受けないという保証はありません。これらの法律またはこれらの法律の変更が、投資対象ファンドの事業、運用成績または財務状況に重大な悪影響を及ぼさないという保証はありません。また、準備金または受取保険金がそのような事項を補填するのに不十分であることが判明した場合、投資対象ファンドは損失を被る可能性があります。いずれかの改良を実行する費用、および関連する請求に対する防衛費用は、関連する投資の価値を上回る可能性があります。そのような場合には、投資対象ファンドは他の資産および投資によりかかる請求に応じることを余儀なくされる可能性があります。投資対象ファンドは、これらの負債の補填を主張する第三者からの補償を受けることができますが、請求が発生した時点における補償当事者の財務上の実行可能性について保証することはできません。さらに、環境関連の法律の中には、汚染された資産について、汚染に関連して発生し得る費用に対して政府または政府機関に先取特権を付すものがあります。

1990年障害のあるアメリカ人法（以下「ADA」といいます。）の遵守に伴う投資対象ファンドの費用は、分配可能な現金に影響を及ぼす可能性があります。

投資対象ファンドが取得する米国内のすべての不動産は、通常、ADAの対象となります。ADAの下では、公共施設のすべての場所において、障害者によるアクセスおよび利用に関する連邦政府の要件を遵守することが義務づけられています。ADAは、「公共施設」および「商業施設」のそれぞれについて、障害者が建物およびサービスにアクセスでき、かつ利用できるようにすることを一般的に要求するコンプライアンス要件を別個に定めています。ADAの要件は、アクセス上の障壁の除去を必要とする場合があり、差止命令による救済、制裁金、または場合によっては損害賠償の裁定を課されることになる場合があります。投資対象ファンドは、ADAを遵守した不動産を取得できない、またはすべての案件においてADAの遵守を確保するための負担額を、売主またはテナントなどの他の第三者に割り当てることのできない場合があります。

投資対象ファンドの不動産、および将来において投資対象ファンドが取得する不動産は、財産税が課され、かかる税は将来において増額される可能性があるため、投資対象ファンドのキャッシュ・フローに悪影響を及ぼす可能性があります。

投資対象ファンドの不動産、および将来において投資対象ファンドが取得する不動産は、不動産および動産税の対象となり、かかる税は、財産税率の変更および税務当局による評価または再評価に伴い増額される可能性があります。投資対象ファンドの一部のリース契約においては、財産税またはその増額分は、賃借人が占有する不動産に関連する費用として賃借人に請求される旨が規定されている場合があります。しかし、投資対象ファンドは、政府への納税に関し、不動産の所有者として最終的な責任を負います。財産税が増額された場合、投資対象ファンドのテナントは必要とされる納税を行うことができない（または義務付けられない）可能性があり、最終的には投資対象ファンドが納税を求められることになります。さらに、投資対象ファンドは一般的に空き物件に関連する財産税について責任を負います。投資対象ファンドが賃貸住宅用不動産を購入する場合、かかる不動産のリース契約は、通常、投資対象ファンドが当該不動産の居住者に不動産税およびその他の税金を転嫁することを認めていません。結果として、いかなる増税も、当該不動産における投資対象ファンドの運用成績に悪影響を及ぼす可能性があります。

投資対象ファンドの一定の投資は、原不動産に対する限定的な権利を提供するグラウンド・リース契約の形態を取っています。

投資対象ファンドは、グラウンド・リース契約による不動産を保有しており、また将来において随時投資する可能性があります。グラウンド・リース契約の賃借人として、投資対象ファンドは、グラウンド・リース契約の終了、または投資対象ファンドによるグラウンド・リース契約の初期の違反に伴い不動産を失う可能性があり、これは投資対象ファンドの投資パフォーマンスに悪影響を及ぼす可能性があります。さらに、グラウンド・リース契約は通常、リース対象となる特定の不動産の売却権限を制限する一定の条項を規定しています。投資対象ファンドは、一部のグラウンド・リース契約に基づく権利および義務を譲渡または移転するために、通常、該当する不動産の所有者の同意を得る必要があります。それが今後は、かかる売却から実現される価格に対して悪影響を及ぼす可能性があります。

投資対象ファンドの産業用不動産の一部は、特殊な用途のため、および／または特別の目的に適合するように建築されたものであり、テナントの債務不履行またはリース契約の終了時に売却または転貸することが困難な場合があります。

投資対象ファンドの産業用不動産の一部には、特殊な用途のため、および／または特別の目的に適合するように建築された不動産が含まれる場合があります。これらの種類の不動産は、他の種類の不動産および金融資産と比較して相対的に流動性が低く、かかる流動性の低さは、経済的その他の状況の変化に応じて投資対象ファンドがそのポートフォリオを迅速に変更する能力を制限することになります。このような不動産では、現行のリース契約が終了した場合、または更新されなかった場合、投資対象ファンドは、その不動産を別のテナントにリースする、当該不動産について資金調達を行う、または当該不動産を売却するために、不動産の改装または賃料の譲歩を要求される可能性があります。また、投資対象ファンドが不動産の売却を余儀なくされた場合、当該不動産が設計された特殊な目的のために、テナントまたは賃借人以外の者に売却することが困難となる可能性があります。これらの制限およびその他の制限は、投資対象ファンドの産業用不動産の売却または再リースを行う能力に影響を与え、かかる不動産における投資対象ファンドの運用成績に悪影響を及ぼす可能性があります。

一定の不動産は迅速な取引を必要とする場合があります、その結果、取得前に不動産に関して取得可能な情報が限定的である場合があります。

投資機会を捉えるために、投資対象ファンド投資顧問会社による投資分析および投資決定を迅速に行うことが求められる場合があります。このような場合、投資決定を行う際に投資対象ファンド投資顧問会社が入手可能な情報は限定され、投資対象ファンド投資顧問会社は、物理的特性、環境問題、土地利用規制またはかかる投資先に影響を与えるその他の地域状況などの、投資先の不動産または不動産ポートフォリオに関する詳細な情報にアクセスできない場合があります。そのため、投資対象ファンド投資顧問会社が、投資先に悪影響を及ぼす可能性のあるあらゆる状況について承知しているという保証はなく、投資対象ファンドは、より広範なデュー・ディリジェンスが行われたならば投資対象ファンドが行っていなかったと考えられる投資を行う可能性があります。大規模な不動産ポートフォリオは、通常、大規模であってもなお、個々の不動産分析において調査が必要であるため、大規模なポートフォリオの迅速な取引においては、これらのリスクはさらに悪化します。さらに、投資対象ファンド投資顧問会社は、一定の投資先の評価および／または調査に関連して、コンサルタント、法務顧問、鑑定人、会計士、投資銀行およびその他の第三者を利用することができます。当該第三者から提供された情報の正確性または完全性について保証することはできず、投資対象ファンドは、当該第三者の行為に起因して責任を負う可能性があります。

投資対象ファンドは、運用の改善を実行するにあたり、複数のリスクに直面します。

投資の成否が、投資対象ファンドが不動産の運用において再編および改善を行う能力に部分的に左右される場合があります。不動産に関して、再編プログラムおよび運用の改善を特定し実行するという行為は、高い不確実性を伴います。投資対象ファンドがこのような再編プログラムおよび改善をうまく特定し、実行できるという保証はありません。

多くの要因が一戸建賃貸住宅市場に影響を及ぼしており、投資対象ファンドは、一户建賃貸住宅市場を取り巻く前提条件および一般的な状況により悪影響を受ける可能性があります。

一户建賃貸住宅市場に関連する投資対象ファンドの投資において稼得し得る収益は、以下を含む多くの要因に依拠します。

- ・投資対象ファンドの投資基準を満たす不動産またはその他の投資対象の入手可能性およびかかる不動産を有利な価格で獲得する投資対象ファンドの能力
- ・投資対象ファンドのターゲット市場における不動産の値上がりまたは値下がり
- ・投資対象ファンドの不動産の状態
- ・投資対象ファンドの不動産の改装、維持、マーケティングおよびその他の運営コストを抑える投資対象ファンドの能力
- ・高い稼働率および目標の賃料水準を維持する投資対象ファンドの能力
- ・投資対象ファンドのターゲット市場における一般的な経済情勢（雇用および家計の収入と支出の変化、家賃統制、家賃安定化法および賃料やテナント権に関するその他の法律または規制の効果など）、ならびに
- ・法律、規制および政府方針（健康、安全、環境、不動産、土地利用および税金に関する法律を含みます。）の変更およびその施行の変更

投資対象ファンドは、これらの要因の多くに対して支配権を有しておらず、そのため投資対象ファンドの運営に悪影響が及ぶ可能性があります。投資対象ファンドの成功もまた、投資対象ファンドのターゲット不動産、ターゲット賃借人、改装、維持およびその他の運営コスト、賃料ならびに稼働率に関する投資対象ファンドの仮定に部分的に依拠することになり、投資対象ファンドの仮定が不正確であることが判明した場合は、投資対象ファンドの運営および実績に悪影響が及ぶ可能性があります。

投資対象ファンドの多くの賃貸住宅用不動産は、管理組合（以下「H O A」といいます。）に属しており、投資対象ファンドおよび当該不動産のテナントは、当該H O Aの規則および規制に従うものであり、当該規則および規制は変更される可能性があり、かつ恣意的または制限的である可能性があります。このような規則に違反した場合、投資対象ファンドは追加料金、罰金、および当該H O Aとの訴訟の対象となり、これには多額の費用がかかる可能性があります。

投資対象ファンドの多くの賃貸住宅用不動産は、賃貸住宅区の不動産の所有者および入居者の活動を規制し、不動産に対して分担金を課す民間事業体であるH O Aの管理区内に所在しています。投資対象ファンドは、すべてのH O A手数料と分担金を直接支払います。投資対象ファンドの不動産が支払うH O A手数料の大半は、年単位で請求されます。手数料は、支払期限が到来した時点で投資対象ファンドの不動産マネージャーによって支払われ、投資対象ファンドの不動産お

よび運営費用に加えられます。投資対象ファンドが所有する不動産のH O Aは、投資対象ファンドが不動産の修復、マーケティング、もしくはリースを行う能力を制限する、または投資対象ファンドの計画予算を上回る規格もしくは費用でそのような不動産の修復または維持を投資対象ファンドに要求するような、負担の大きい、または恣意的な規則を有する、または制定する可能性があります。かかる規則には、景観に関する要件、不動産のリースもしくは売却を促進する看板の制限、または修復に使用される特定の建築資材に関する要件が含まれる場合があります。また、H O Aの中には、家をリースできる不動産所有者の数を制限しているものがあり、かかる制限が満たされた、またはそれを超えた場合には、投資対象ファンドは不動産を売却するための追加的な費用、および賃料収益の喪失による機会費用を負担することになります。さらに、多くのH O Aは、家の住人の行動および共用部の利用に制限を設けており、投資対象ファンドのテナントがH O Aルールに違反し、投資対象ファンドが不動産所有者としてその責任を負う可能性があります。加えて、投資対象ファンドが保有している不動産のH O Aの取締役会は、不動産に関する重要な開示を行わない、または投資対象ファンドによるH O Aの記録の入手を妨げる、訴訟を起こす、投資対象ファンドの不動産を売却する能力を制限する、分担金を課す、またはH O A規則を恣意的に変更する可能性があります。さらに、いくつかの管轄区域においては、H O Aが、投資対象ファンドが売却を希望する特定の種類の不動産の買取について先買権を有する場合があります。また、（フロリダ州などの）特定の管轄区域において、H O Aは賃料の増額に異議を唱える権利を有することがあり、仲裁となる可能性があります。投資対象ファンドは、不動産を購入する前にH O A規則を知らない、または遵守できない可能性があり、そのような過度に制約的または恣意的な規制により、投資対象ファンドが損失を出して当該不動産を売却することになる、投資対象ファンドによる当該不動産の賃貸を妨げる、またはその他投資対象ファンドが当該不動産から得るキャッシュ・フローを減少させる可能性があり、投資対象ファンドがこれらの不動産から得るリターンに悪影響を与える可能性があります。

投資対象ファンドの産業テナントは、米国における製造活動の減退により悪影響を受ける可能性があります。

米国における製造活動の変化は、投資対象ファンドの産業テナントに悪影響を及ぼす可能性があり、そのため投資対象ファンドの産業用不動産に対する需要と収益性にも悪影響を及ぼす可能性があります。外国との通商協定により、雇用主には、安価な外国の製造業労働者を利用するという選択肢があります。製造活動の海外移転は、米国の労働者需要を減らし、その結果、投資対象ファンドの産業テナントの収益性、ならびに投資対象ファンドの産業用不動産の需要および収益性を低下させる可能性があります。

ファニーメイまたはフレディマックの状態、および賃貸住宅に対する政府の支援策の変更が、投資対象ファンドに悪影響を及ぼす可能性があります。

連邦住宅抵当公庫（以下「ファニーメイ」といいます。）および連邦住宅金融抵当公庫（以下「フレディマック」といいます。）は、米国における賃貸住宅用不動産のための主要な資金調達源です。投資対象ファンドは、これらの事業体が提供する融資プログラムを、投資対象ファンドの成長および投資対象ファンドの運用のための主要な資金源として活用する予定です。2008年9月、米国政府はファニーメイおよびフレディマックに対する支配権を増大させ、両社を連邦住宅金融庁の下で政府の管理下に置きました。2009年12月、米国財務省はこれらの管理に対する財政支援を増額しました。2011年2月、オバマ政権は、ファニーメイおよびフレディマックの段階的解体および住宅金融制度改革の青写真を公表しました。この公表以来、ファニーメイおよびフレディマックの段階的解体およびその目的、事業、業務の変更に向けた包括的または段階的なアプローチを含む多数の議案が、議員により提出され、議会委員会により検討されてきました。ファニーメイおよびフレディマックの解体もしくは縮小、または賃貸住宅に対する政府支援を縮小するという米国政府の決定は、金利、利用可能な資本、賃貸住宅コミュニティの開発、および賃貸住宅資産の価値に悪影響を与え、その結果、投資対象ファンドの将来における成長および運用に悪影響を与える可能性があります。ファニーメイおよびフレディマックによるローン、保証、信用補完の取り決めが減少するという可能性は、賃貸住宅セクターのデリバティブ証券市場の有効性を脅かし、ローン契約条項の違反を引き起こす可能性があり、また、利用可能なローンの減少を通じて賃貸住宅資産の価値に影響を与え、賃貸住宅コミュニティの大部分において価値が損なわれる可能性があります。具体的には、ファニーメイおよびフレディマックが賃貸住宅セクターに提供している流動性が低下した場合、以下の事象を引き起こす可能性があります。

- ・投資対象ファンドが取得する賃貸住宅開発プロジェクトのための新たなテイクアウト・ローンの確保が困難になります。
- ・投資対象ファンドが、完成した賃貸住宅資産のために再融資を受けることが困難になります。
- ・賃貸住宅資産の取得を通じて投資対象ファンドのポートフォリオを拡大するために利用する可能性がある、利用可能な流動資産およびクレジットの金額が減少します。
- ・投資対象ファンドは、条件が異なる可能性のある別の借入資本調達源の確保を求められます。

短期リース契約により、投資対象ファンドは、賃料相場の低下の影響を受けることになり、投資対象ファンドがファンドに対して現金で分配金を支払う能力に悪影響を与える可能性があります。

投資対象ファンドの賃貸住宅リース契約の大部分は、短期リース契約です。これらのリース契約は、一般的に、リース期間終了時に入居者が違約金なしで退去することを認めているため、投資対象ファンドの賃料収益は、投資対象ファンドのリース契約が長期にわたる場合よりも早い段階で、賃料相場の低下の影響を受けることとなります。

失業率の上昇は、投資対象ファンドが取得する賃貸住宅用不動産の稼働率および賃料相場に悪影響を及ぼす可能性があります。

失業率の水準の上昇は、賃貸住宅市場において稼働率および賃料相場を大幅に低下させる可能性があります。失業率が上昇する時期において、賃貸住宅稼働率および賃料相場は、過去に以下の悪影響を受けたことがあります。

- ・アパートメントの供給過剰および需要の減少
- ・賃借居住者が、賃借する部屋のシェアを選択するため、賃借される部屋数が減少
- ・居住する可能性のある者が、家族の家へ転居する、または家族の家からの転居を延期する
- ・賃料の高い部屋に対する需要の減少
- ・世帯構成員の減少
- ・大学在学生在が、就職口がないことから大学卒業を延期する、または大学院への進学もしくは復帰を選択する
- ・投資対象ファンドが、運用コストの増加を相殺するのに十分なだけ賃料を引き上げることを妨げる、家賃統制および賃料の安定化に関する法律、またはその他の住宅を規制する法律
- ・居住者が、引き上げられた賃料を支払うことができないまたは支払いを滞る
- ・回収不能額の増加

これらの要因は、一般的に賃料相場を低下させる一因となっています。投資対象ファンドが賃貸住宅用不動産に投資している限りにおいて、これらの要因が改善しない、または悪化した場合、投資対象ファンドの運用成績、財務状況およびファンドへの分配を行う能力に悪影響を及ぼす可能性があります。

クレジット市場の混乱または景気の減速が生じた場合、集合住宅への投資は、一戸建住宅および賃貸用マンションとの競争の激化に直面する可能性があります。その場合、投資対象ファンドが居住者を維持する、アパートメントの部屋をリースする、または賃料を引き上げるもしくは維持する能力が制限される可能性があります。

投資対象ファンドが投資するいかなる集合住宅も、居住者の誘致において、一戸建住宅および賃貸用マンションを含む多数の代替的住居と競合する可能性があります。モーゲージ・ローンの引受け基準の厳格化、住宅所有者の担保実行、一戸建住宅およびマンション販売の減少、または利用可能なクレジットの不足が生じた場合、特定の地域において、このような競合する代替的住居がより優勢になる可能性があります。特定の地域における賃貸一戸建住宅および賃貸マンションの数により、投資対象ファンドが居住者を維持する、アパートメントの部屋をリースする、または賃料の引き上げもしくは維持する能力が制限される可能性があります。

投資対象ファンドが投資する賃貸集合住宅用不動産は、1988年改正公正住宅法を遵守しなければなりません。

投資対象ファンドが米国内で投資を行っている賃貸集合住宅用不動産（もしあれば）は、最初の入居が1991年3月13日以降である集合住宅について、障害のある居住者および訪問者による利用を可能とすることを定めた1988年改正公正住宅法（以下「F H A A」といいます。）を遵守しなければなりません。F H A Aを遵守するためには、F H A Aの対象となるアパートメントの部屋の内装を含む、コミュニティにおける障害者のアクセスに係る構造的な障壁の撤廃が求められる場合があります。最近、集合住宅コミュニティに対しては、F H A AおよびA D Aの要件の遵守に関する調査が厳格化しており、集合住宅コミュニティに対するこれらの要件の確実な遵守のための実質的な強制措置および民事訴訟が増加しています。F H A AおよびA D Aの不遵守は、罰金の賦課、民事訴訟当事者に対する損害賠償の裁定、原告に対する弁護士費用およびその他の費用の支払い、実質的な訴訟費用および修復費用の支払いにつながる可能性があります。

投資対象ファンドは、低所得地域または中低所得者向け住宅の開発への投資を行っており、今後も引き続き行う予定です。

投資機会には、低所得地域に拠点を置くプロジェクトおよび取り組み（低所得者向け住宅または中低所得者向け住宅の開発および低所得地域に拠点を置く事業を含みますが、これらに限定されるものではありません。）が含まれることがあります。これらのプロジェクトおよび取り組みの所有権には重大なリスクが伴います。かかる投資対象の運営、賃貸および譲渡に対しては、連邦、州および地方政府の規制上の制限（投資対象の所有者が、中低所得者または中低所得世帯に一定の賃貸住宅を賃貸または販売し、また、当該住宅の賃料を相場より低い水準に設定する要件など）が課せられる可能性があります。かかる制限は、その対象ではない物件に関連する経済的パフォーマンスにも悪影響を与える可能性があります。例えば、中低所得者向け住宅に係る規制上の制限の対象である物件を販売する場合、その販売価格を抑える可能性があります。その結果、投資対象ファンドの投資パフォーマンスが悪影響を被ることがあります。さらに、政府支援住宅への投資の長期的な性質により、経済、財務および投資状況に応じてそのポートフォリオを変更する投資対象ファンドの能力が制限され、また、かかる物件は、地方の経済情勢および住宅パターンの変化に加えて、運営コストの引き上げ、空室、賃料回収の困難性、エネルギー不足および不動産価値に影響を及ぼすその他の要因の影響も受けます。かかる物件はまた、従来型の住宅プロジェクトと比べて、より優れた経営に関する専門知識を要するものであり、また、運営費もより高くなる可能性があります。投資対象ファンドの一定の物件は、米国連邦低所得者用住宅税額控除（以下「L I H T C」といいます。）プログラムに基づき開発されたものであり、かかる物件には、規制上および賃料の制限が課せられます。また、低所得地域における物件は、（a）発展の初期段階にあり、証明された運用歴がなく、（b）赤字経営を行っておりもしくは運用成績の変動が激しく、（c）著しい衰退リスクにさらされる商品を取り扱う急速な変化を伴う事業に従事し、（d）その運営を支え、拡大に向けた資金を調達し、もしくはその競争上の地位を維持するために多額の追加資本を要し、（e）少人数の主要な個人の業務に依拠し、そのいずれかを失った場合はプロジェクトのパフォーマンスが著しい悪影響を被り、（f）より多くの財源、より広範な開発、マーケティングその他の能力、より多くの適格な経営陣および技術要員を有する企業およびプロジェクトとの競争を含む熾烈な競争にさらされ、（g）新規の事業パートナーシップおよびチームを含む革新的かつ未検証の運営および事業戦略を利用し、また（h）その他プロジェクトの債務不履行、清算、解散、再編または破産を引き起こし得る脆弱な財務状態にありまたは財務上の困窮に直面する可能性があります。米国の議会および現大統領政権は、L I H T Cプログラムに関する様々な変更を提案しています。2021年11月、米国下院は、その他の措置のなかでも特にL I H T Cプログラムの拡大を含むビルド・バック・ベター法案（H . R . 5376）を可決しました。ビルド・バック・ベター法案は、法律化されておらず、変更される可能性があります。投資対象ファンドは、いずれのL I H T Cに関する提案（もしあれば）が実際に議会により制定される可能性があるのか、またかかる提案が投資対象ファンドの運営にどのような効果（もしあれば）をもたらすかを予測することはできません。また、これらの物件に関する入手可能な公開情報は、より大規模かつ確立された事業と比べて、限定される場合が多いです。かかるリスク

は、当該物件のパフォーマンスに悪影響を与えかつ重大な損失をもたらすおそれがあります。さらに、不動産投資に伴うリスクの多くは、低所得地域における物件に関連して悪化する場合があります。低所得地域における事業の成功およびテナントの運営は、不況の影響を受けることがあります。投資対象ファンドの投資先事業において減収または破産の申立てが発生する可能性もあります。また、投資対象ファンドが保有する物件のテナントについて、減収、早期退去または破産の申立てが発生する場合もあり、その結果、テナントの基本賃料、歩合賃料またはその他の手数料の支払能力が損なわれる可能性があります。最後に、投資対象ファンドは、税務上または規制上の理由による複雑な所有構造を通じて、一定の低所得者向け物件を所有する場合があります、これにより投資対象ファンドの当該物件の経営における柔軟性が制限されるおそれがあります。

気候変動および気候関連イニシアティブの影響は、投資対象ファンドの事業および財務状況に悪影響を及ぼし、投資対象ファンドの評判を損なう可能性があります。

過去の規範の範疇を超えた深刻な天候およびその他の気候事象に対する認識が高まっており、また、気候変動が環境に及ぼす影響についての政府機関の懸念も強くなっています。

温室効果ガス排出量および潜在的な気候変動の影響を削減することを目的とした政府による制限、基準または規制などの移行リスクが出現しており、今後は商業用不動産の開発に対する制限または追加要件の形で増大する可能性があります。気候変動の要因として懸念されることから、温室効果ガス（以下「GHG」といいます。）の排出量を制限し得る法律および規制が、政府機関および様々な利害関係者グループによって推進されています。かかる制限および要件は、投資対象ファンドのコストを増大させまたは投資対象ファンドの借入人に対して追加の技術および設備投資を要求する場合があります、これにより投資対象ファンドの運営が悪影響を被る可能性があります。例えば、ESGの範囲内における取組みの発展および実施ならびにESG関連の情報および指標の収集、測定および報告は、コストや時間がかかりかつ困難である可能性があります、またSECの近年提案された気候関連報告要件およびその他の国際規制機関による類似の提案を含む発展途上の報告基準に基づいています。投資対象ファンドはまた、SECへの届出またはその他の開示において、一定の気候関連イニシアティブ、コミットメントおよび目標を伝達する場合があります、その結果、投資対象ファンドは、「グリーンウォッシュ」の非難を受けるリスクおよび「投資対象ファンドの事業は、発展途上のコーポレート・ガバナンスおよび情報開示の規制および予想（環境、社会およびガバナンス事項に関するものを含みます。）の影響を受け、その結果、投資対象ファンドは、多数のリスクにさらされる可能性があります」に記載されるその他のリスクを含む追加リスクにさらされるおそれがあります。米国環境保護庁（以下「EPA」といいます。）は、一連のGHG監視、報告および排出量管理に関する規則を最終決定しており、また米国議会は、排出量削減に向けた法律の採択を随時検討しています。さらに、GHG排出量の削減を要求するため、一定の州によるプログラムおよび地域によるプログラムも実施されています。

これは、米国で最も広範かつ厳格な環境法および建築基準の一部が制定されており、かつ、投資対象ファンドの投資ポートフォリオにおける多数の不動産が所在する米国西部で特に懸念材料となっています。（i）EPAが提案した、または将来において提案する規制、（ii）州のプログラムおよび規制、または（ ）将来における議会の新たなGHA法制定の取組みなど、追加的な課税またはエネルギー使用の規制は、投資対象ファンドが実質的に投資対象ファンドのテナントに移転することができない運用コストの増加につながる可能性があります。また、GHGの排出規制厳格化により、投資対象ファンドの産業テナントに相当なコストを負担させる可能性があります。これらのコストには、例えば、投資対象ファンドの産業テナントが購入する燃料その他のエネルギーコストの増加、および計画を前倒してトラックを更新または交換することに関連する資本コストが含まれます。このようなコストの増加は、投資対象ファンドの産業テナントの財務状況、ならびにそのリース債務の履行能力および投資対象ファンドの不動産を賃借するまたは再度賃借する能力に影響を及ぼす可能性があります。

さらに、ハリケーンまたは洪水などの異常気象を含む気候変動の物理的な影響は、投資対象ファンドの不動産、運営および事業にも悪影響を及ぼす可能性があります。例えば、投資対象ファンドの不動産は、単一の異常気象（洪水、暴風および山火事など）または長期的な気候条件の影響（降水頻度、天候不安定および海面上昇）のいずれかにより深刻な損傷または破壊を被るおそれがあります。かかる事象はまた、投資対象ファンドまたはその不動産のテナントが当該事象に起因する損害により自らの事業を運営することができない場合に、投資対象ファンドまたは当該テナントにも悪影響を及ぼす可能性があります。投資対象ファンドがかかる事象に適切に備えることができない場合、投資対象ファンドの収益、運用成績および財務状況に影響が及ぶことがあります。気候変動はまた、投資対象ファンドの不動産の運営に係る公共料金およびその他のコストの上昇（エネルギー、水道およびその他のサプライチェーン材料のコストの上昇を含みます。）を引き起こし、これが賃貸収入の増加により相殺されずおよび／またはテナントにより支払われない場合は、投資対象ファンドの不動産、運営および事業に重大な悪影響を及ぼす可能性があります。また、投資対象ファンドは、将来起こり得る気候変動もしくは気候関連イベントに対する準備または投資対象ファンドのテナントによるかかる投資の要求への対応において多額のコストを被る可能性があり、また、かかる投資の望ましいリターンを実現することができない場合があります。

投資対象ファンドの事業は、発展途上のコーポレート・ガバナンスおよび情報開示の規制および予想（環境、社会およびガバナンス事項に関するものを含みます。）の影響を受け、その結果、投資対象ファンドは、多数のリスクにさらされる可能性があります。

近年、E S G問題に対する懸念が利益団体、政府機関および一般市民の間で高まっており、規制機関、消費者、投資者、従業員およびその他の利害関係者は、E S G問題および関連開示への注目を強めています。気候変動、人的資本、労働およびリスク監視などの議題に関する強制および任意の報告、精査および開示の拡大を含むかかるE S G問題への政府、投資者および社会の注目は、投資対象ファンドがその管理、評価および報告を要求される事項の性質、範囲および複雑性を拡大させる可能性があります。また、E Uおよび英国における気候変動およびE S Gに関連する新たな規制上の取り組み（欧州委員会の「持続可能な成長への資金提供に関する行動計画」（2018年5月）および英国の気候関連財務情報開示タスクフォース（以下「TCFD」といいます。）に基づく開示要件などの取り組みを含みます。）は、投資対象ファンドの事業に悪影響を及ぼす場合があります。さらに、いずれかの適用ある「グリーン」ビルディング基準の遵守により、投資対象ファンドは、その既存の不動産の改良を要求されまたは投資対象ファンドが実質的に投資対象ファンドのテナントに移転することができない運用コストの増加につながる可能性があります。かかるいずれかの法律または規制は、投資対象ファンドのテナントに相当なコストを負担させる可能性もあり、その結果、投資対象ファンドのテナントの財務状況、ならびにそのリース債務の履行能力および投資対象ファンドの不動産を賃借するまたは再度賃借する能力に影響を及ぼす可能性があります。

このような変化する規則、規制および投資主の期待は、一般管理費の増加ならびにかかる規制および期待の遵守または充足に費やされる経営陣の時間および注意の増大をもたらしており、また今後も継続する可能性が高くなります。E S G、実際のまたは認識されるE S G問題および当該問題に関する投資対象ファンドの対応は、投資対象ファンドの事業（ダイバーシティ、エクイティおよびインクルージョン、人権、気候変動および環境スチュアードシップ、地域社会の支援、コーポレート・ガバナンスおよび透明性ならびに投資対象ファンドの投資プロセスにおけるE S G要因の考慮などの分野におけるものを含みます。）を損なう可能性があります。さらに、投資対象ファンドは、そのS E C届出またはその他の開示において、環境問題、ダイバーシティ、責任ある調達および社会的投資ならびにその他のE S G関連問題に関する一定の取り組みおよび目標を伝達することを選択する場合があります。E S Gの範囲内におけるこれらの取り組みおよび目標は、実施が困難でありかつ費用を要する可能性があり、また投資対象ファンドは、開示の正確性、適切性または完全性について批判を受ける可能性があります。投資対象ファンドのE S G関連の取り組みおよび目標ならびに当該目標に対する進捗に関する申告は、発展途上にある進捗測定基準、継続的に発展する内部統制およびプロセスならびに将来変更される可能性のある仮定に基づいている場合があります。また、投資対象ファンドは、かかる取り組みもしくは目標の範囲もしくは性質またはかかる目標に対する何らかの修正について批判を受ける可能性があります。投資対象ファンドが、かかるE S G問題に適切に対応することができずまたはE S Gの範囲内におけるその目標の進展を適時にもしくは全く達成することができない場合、または、投資対象ファンドもしくはそのテナントが、すべての法律、規制、方針および関連する解釈を遵守せずもしくはは遵守していないと認識される場合、投資対象ファンドの評判および経営成績が悪影響を被るおそれがあります。

投資対象ファンドはまた、そのS E C届出において、環境、ダイバーシティおよびその他のE S G関連問題に関する一定の取り組み、コミットメントおよび目標を伝達することがあります。これらの取り組み、コミットメントおよび目標は、実施が困難でありかつ費用を要し、その実施に必要な要員、プロセスおよび技術のコスト効率が悪く、十分な速度で進展せず、また投資対象ファンドが公表したスケジュールの範囲内でまたは全くこれを達成することができない可能性があります。投資対象ファンドは、例えば、コスト、時期またはその他の検討材料に基づき、一定のかかる取り組み、コミットメントまたは目標の実施または完成が実行可能または実現可能ではないと判断することがあります。また、投資対象ファンドは、投資対象ファンドまたはその資金におけるE S G関連方針、慣行、取り組み、コミットメントおよび目標ならびにかかる目標に対する進捗に関連する開示（かかる開示は、発展途上にある進捗測定基準、継続的に発展する内部統制およびプロセスならびに将来変更される可能性のある仮定に基づいている場合があります。）の正確性、適切性または完全性について批判を受ける可能性があります。また、投資対象ファンドは、かかる取り組みもしくは目標の範囲もしくは性質またはかかる目標に対する何らかの修正について批判を受ける可能性があります。さらに、投資対象ファンドは、そのE S G慣行の一環として、随時、第三者データ、サービスおよび手法に依拠しており、かかるサービス、データおよび手法が、不完全または不正確であることが判明する場合があります。投資対象ファンドまたはかかる第三者のE S G関連データ、プロセスまたは報告が不完全または不正確である場合または投資対象ファンドがE S Gの範囲内におけるその目標の進展を適時にまたは全く達成することができない場合、投資対象ファンドは、強制措置を受ける可能性があります、また特にかかる問題に関して投資対象ファンドが「グリーンウォッシュ」を問われた場合には、その評判に悪影響が及ぶおそれがあります。

投資対象ファンドの賃貸住宅用不動産については、望ましいテナントの誘致ができず、債務不履行に陥ったテナントの退去が困難な場合があります。

投資対象ファンドの賃貸住宅の賃貸における成否は、その大部分が、投資対象ファンドの賃貸住宅用不動産に適格なテナントを誘致し維持する能力にかかっています。投資対象ファンドが優良なテナントを誘致できない場合、投資対象ファンドの賃料収益が悪影響を受けることになります。投資対象ファンドのテナントの一部が賃料の支払いを停止した場合、投資対象ファンドは、法律、規制または実務上の懸念により、そうしたテナントを退去させることができない、または退去させることに乗り気ではない場合があります、その結果、該当する部屋または不動産について新たなリース契約を締結することができず、収益を失うことになる可能性があります。さらに、投資対象ファンドが賃貸住宅テナントの退取に取り組んだ結果、訴訟が発生し、その結果、投資対象ファンドの賃貸用不動産の費用および潜在的な債務が増加する可能性があります。

家賃統制およびその他の適用ある法律の変更、または適用ある法律の不遵守が、投資対象ファンドの賃貸住宅用不動産に悪影響を及ぼす可能性があります。

家賃統制もしくは賃料安定化法、またはその他の賃貸住宅貸主／テナント法の変更により、収益成長の低下または多額の予想外の支出が生じる可能性があります。市町村は、家賃統制および賃料の安定化法もしくは規制、または投資対象ファンドが市況に応じて賃料を引き上げる能力を制限するようなその他の措置を施行する、検討する、または利益団体によって検討するよう促されることがあります。例えば、2016年、カリフォルニア州マウンテンビューにおいて、有権者らは、1995年以前に建設された集合住宅の既存テナントの賃料増額を制限する（ただし、新しい入居者については制限しません。）ことにつき、住民投票で可決しました。これらの動き、および家賃統制もしくは賃料安定化法、または賃貸住宅を規制するその他の法律の制定、ならびにこのような家賃統制またはその他の法律に起因する投資対象ファンドに対する訴訟は、賃料収益を減少させる、または運用コストを増大させる可能性があります。かかる法律および規制により、投資対象ファンドは、賃料の請求、賃料の引き上げ、テナントの立ち退き、または投資対象ファンドの運用コストの増分を回収する能力が制限される可能性があり、一定の状況下では投資対象ファンドが不動産を処分することがより困難になる可能性があります。債務元利払い、不動産税、保険および維持費などの賃貸住宅用不動産への投資に伴う費用は、当該不動産からの賃料収益を減少させる状況においても、通常減額されません。

ホテル・レジャー市場は季節性があり、競争が激しく、一般的に投資対象ファンドの他の市場セグメントよりも大きなボラティリティにさらされています。

ホテル・レジャー事業は、季節性があり、競争が激しく、全体のおよび地域的な経済状況、立地、室料、品質、サービス水準、評判および予約システムなどの多くの要因の影響を受けます。ホテル・レジャー産業は一般的に、毎年、第3四半期に季節的な減速があり、第4四半期においても第3四半期程ではないものの、季節的な減速があります。このような季節要因により、投資対象ファンドが所有するホテル・レジャー用不動産の運用成績は、四半期ごとに変動しやすくなります。この市場には多くの競合企業が存在し、これらの競合企業は、投資対象ファンドが利用可能なマーケティング資源および資金源よりもはるかに大きな資源を有している可能性があります。また、ホームシェアリング・プラットフォームのような非従来型ホテル・レジャー提供企業との競争も存在します。このような競争は、ホテル・レジャー産業における過剰建設、および旅行を抑止する特定の事項といった他の要因とともに、利用可能な客室の数を増加させ、投資対象ファンドのホテル・レジャー用不動産の平均稼働率および室料を低下させる可能性があります。投資対象ファンドが取得する可能性のあるホテル・レジャー用不動産における客室需要は、投資対象ファンドが取得する他の不動産の物件需要よりもはるかに急速に変化します。また、投資対象ファンドが保有する不動産は、異常気象もしくは自然災害、テロ攻撃もしくはそれに対する警戒態勢、感染症の発生、航空会社のストライキ、経済的要因、または旅行に影響を与えるその他の事情など、投資対象ファンドの支配のおよばない要因により悪影響を受ける可能性があります。これらの要因は、投資対象ファンドの財務状況、運用成績および投資主への分配能力に重大な悪影響を及ぼす可能性があります。

投資対象ファンドの学生寮用不動産は季節性があります。

学生寮用不動産は、一般的に賃貸における繁忙期中にリースされるため、投資対象ファンドの不動産は、そのような繁忙期におけるマーケティングならびにリースに向けた取組みおよびに投入人員の效果に大きく依存します。また、投資対象ファンドの学生寮用不動産は、一般的に短期リース契約であり、投資対象ファンドは高い賃貸リスクにさらされます。投資対象ファンドは、地元のマーケットにおける学生寮用物件の需要と供給、テナントの質、その他の住宅用不動産と比べてテナントの回転率が高いこと、競合する建物との関連での当該建物の物理的な魅力（例えば、築年数、コンディション、デザイン、外見、アメニティおよびロケーション等）、ならびに、とりわけ、キャンパスへの交通手段と近さに関わる経済的かつ運営上のリスクにも直面します。投資対象ファンドが投資対象ファンドの不動産を再リースできるとしても、投資対象ファンドは、類似の条件で投資対象ファンドの不動産を再リースできない可能性があります。更新または再リースの条件（必要な改装費用を含みます。）は、前回のリース条件よりも投資対象ファンドにとって好ましくない場合があります。投資対象ファンドが、その不動産の全部もしくは相当部分を再リースできない場合、または、当該再リースに係る賃料が想定賃料を大幅に下回る場合、投資対象ファンドの運営キャッシュ・フローに悪影響を及ぼす可能性があります。

投資対象ファンドでは、各リースの新たな契約期間の開始前に、新しい居住者のために部屋の準備を行います。「ターン」と呼ばれるこの期間において、投資対象ファンドは、契約を更新する居住者のためのリース中の部屋による収益を除き、投資対象ファンドにはリース中の部屋がないため、通常、リース収益を認識しません。さらに、ターン期間中、投資対象ファンドは、投資対象ファンドの部屋の入居に向けた準備費用を負担し、投資対象ファンドは当該費用を直ちに認識します。このリースにおけるターン期間は、投資対象ファンドの運用成績に季節性をもたらし、その結果、当該期間において投資対象ファンドのキャッシュ・フローが大幅に減少する可能性があります。

さらに、投資対象ファンドは、大学の入学者受け入れ方針の変更によって悪影響を受ける可能性があります。例えば、大学が受け入れる学生数を減らした場合、投資対象ファンドの学生寮用不動産の需要が減り、投資対象ファンドの稼働率が低下する可能性があります。投資対象ファンドの学生寮用不動産はまた、大学所有の学生寮、ならびに、多数の市場における校外の学生寮の全国規模のオーナー経営者および地域規模のオーナー経営者、さらにはより小規模な地元のオーナー経営者と競合します。学生寮用不動産の需要は、COVID-19パンデミックのような、エピソードまたはパンデミックにより影響を受けており、また将来も受ける可能性があり、そのような場合、学生は学年のすべての期間または相当期間にわたり、学生寮に居住できない（または、当該期間に授業がオンラインで行われるため等、学生寮に住むことを希望しない）可能性があります。そのような状況では、学生寮用不動産は、未入居のままとなり当該期間中は、収益およびキャッシュ・フローを生み出すことができず、当該不動産への投資価値が悪影響を受ける可能性があります。

政府の住宅規制は、投資対象ファンドが投資する一部の政府支援住宅用不動産における機会を制限する可能性があり、また、居住者の資格要件を遵守しなければ、金銭的罰則および／または政府機関が支払う賃料収入などの利益の喪失をもたらす可能性があります。

投資対象ファンドが政府支援住宅に投資する場合、投資対象ファンドは、低所得または中所得の個人に手頃な価格の住宅を提供することを意図した政府プログラムの恩恵を受ける不動産を取得することができます。これらのプログラムは、通常、米国住宅都市開発省（以下「HUD」といいます。）または州の住宅金融機関により管理されており、一般的に不動産所有者に対して、モーゲージ保険、有利な融資条件、税額控除または賃料補助金の支払いを提供します。これらのプログラムに基づく援助を受ける条件として、不動産は様々な要件を遵守しなければならず、その要件は、通常、賃料を事前に承認された金額に制限し、居住者の所得に制限を課すものとなります。これらの要件および制限を遵守しない場合、金銭的罰則および利益の喪失につながる可能性があります。さらに、投資対象ファンドは、HUD支援不動産に対する重大な持分の取得もしくは処分、またはHUD支援不動産の管理のため、多くの場合、HUDの承認を得る必要があります。

投資対象ファンドのデータセンターへの投資は、データセンター業界における需要、テクノロジーおよびテナントの嗜好の変化、ならびに競争によるリスクにさらされます。

投資対象ファンドのデータセンターへの投資は、データセンター業界に共通する運営上のリスクにさらされ、かかるリスクには、テナントの要求または嗜好の変化、テクノロジー業界の減退（モバイルコマースまたはネット上の商取引の利用の減少、業界の減速、事業の停止または縮小、事業の移転、既存または新たな政府規則の遵守のためのコストの増加、およびその他の要因など）、物件の供給過剰または物件需要の減少といったデータセンター用物件市場全体の低迷、投資対象ファンドのテナントが独自にデータセンターの開発を選択することによるものを含む競争の増加、投資対象ファンドのテナントの現行製品およびサービスまたは投資対象ファンドの施設を陳腐化させる、または市場性を損なわせる新技術の急速な発展または新業界基準の採用が含まれます。上記またはその他の悪条件のいずれかが発生した場合、投資対象ファンドのデータセンター投資先の賃料相場および当該投資によるキャッシュ・フローに影響を与え、投資対象ファンドに重大な悪影響を及ぼす可能性があります。

投資対象ファンドの小売業テナントは、多数の小売手段との競争に直面しています。

投資対象ファンドの不動産を賃借している小売業者は、インターネットを通じた買い物、ディスカウントまたは低価格の小売業者、工場直結アウトレット・センター、ホールセール・クラブ、通信販売カタログおよびオペレーター、ならびにテレビショッピング・ネットワークとの競争に引き続きさらされることとなります。かかる競争は、投資対象ファンドのテナント、ひいては投資対象ファンドの収益および分配可能な資金に悪影響を及ぼす可能性があります。

商業施設は、買い物客を惹きつけるためのアンカーテナントに依存しており、主要なアンカーテナントの喪失により悪影響を受ける可能性があります。

商業施設は、他の不動産と同様、テナントが賃料を支払えない可能性または、満了時にリース契約の更新を拒否する可能性があるというリスクを負います。商業施設の広い面積を占有するテナント（一般にアンカーテナントと呼ばれます。）によるリース契約の終了は、他のテナントのリース契約に影響を与える可能性があります。アンカーテナントによるリース契約の終了、またはアンカーテナントが賃料を支払い続ける場合であってもアンカーテナントが物件を空けた状態で退店した場合、他のテナントには既存リース契約の条件を変更する権利が付与される場合があります。このような変更または条件は、不動産所有者としての投資対象ファンドに不利に働く可能性があり、賃料または費用回収の減少につながる可能性があります。また、大型テナントの退店の結果来店客数が減少し、他店舗の売上減少につながる可能性があります。テナントまたはアンカーテナントが債務不履行に陥った場合、投資対象ファンドは、投資対象ファンドとそれら当事者との間の契約条件に基づいて投資対象ファンドが受け取るべき金額を回収するために家主としての権利を履行する際に、遅延および費用を被る可能性があります。

投資対象ファンドは、オフィス用不動産業界の動向により悪影響を受ける可能性があります。

従業員の在宅勤務、フレックスタイム制、作業場所の自由化、遠隔地会議などの一般化を進めるために、急速に進化している企業があります。これらの実施により、企業はスペースの必要性を減らすことができます。これらを実施する動きが継続すれば、長期的にはオフィスの総需要が減少し、その結果、稼働率、賃料相場、不動産評価額に対する下落圧力となり、投資対象ファンドの財務状況、運用成績、キャッシュ・フロー、ならびに予定されている投資主への分配金の支払能力に悪影響を及ぼす可能性があります。また、他の短期的なオフィスまたは共有物件のリース会社との競争によっても、投資対象ファンドはマイナスの影響を受ける可能性があります。

投資対象ファンドが投資している組立住宅市場における競争の激化、需要の減少、制限的な土地利用条例によって、投資対象ファンドはマイナスの影響を受ける可能性があります。

組立住宅業界は、住宅業界全般に影響を及ぼす国内および地域の経済的要因および人口統計学的要因と同一の多くの要因の影響を受けます。消費者金融の不足、一般における認識、消費者心理、インフレ、地域の人口および雇用の動向、代替住宅の販売状況およびその費用、天候条件、ならびに全般的な経済状況などを含むこれらの要因は、従来型の賃貸住宅よりも組立住宅に対してより大きな影響を与える傾向があります。投資対象ファンドによる組立住宅への投資における運用成績は、次のような悪影響を受ける可能性があります。

- ( ) 利用可能な他の組立住宅用地または既存のコミュニティ以外の組立住宅用の土地、および他の形態の住宅（アパートメントおよび戸建住宅など）との競争
  - ( ) ある地域における組立住宅用地の供給過剰または組立住宅用地に対する需要の減少などの現地の不動産市況
- さらに、地方自治体から土地利用認可を確保できないことが、新たな組立住宅用地の開発における最も重大な参入障壁となる可能性があります。

組立住宅ローンは、より大きなクレジット・リスクにさらされる可能性があります。

投資対象ファンドは、組立住宅を担保とするローンを保有することができますが、これらは、特に借入人の過去のクレジットの使用方法、借入人の過去の信用情報が欠如している、または限定されていること、財源が限られていること、雇用の頻繁な変更または喪失、ローンの返済能力に影響を与える借入人の個人的または家庭内の状況の変化を含む様々な要因により、一般的に標準的な住宅用モーゲージ・ローンよりも滞納および債務不履行の割合が高くなっています。実質的に景気が減速した場合、組立住宅に関する滞納、債務不履行、取り戻し、および担保実行を増加させる可能性があります。また、組立住宅の価値は時の経過とともに減価する場合があります、組立住宅業界に悪影響を与え、債務不履行および滞納の増加、ならびに債務不履行時の回収率の低下をまねく可能性があります。

ゲーミング施設に関連する不動産に対する投資対象ファンドの投資は、ゲーミング産業に関連するリスクの影響を受けることになります。

投資対象ファンドは、ゲーミング施設に関連する不動産に投資を行っており、かかる投資は、消費者動向の変化、ゲームに関する規制が投資対象ファンドおよび／または投資対象ファンドのテナントにおよぼす影響、消費者の裁量的支出の減少および企業のコンベンション、事業開発および嗜好品に対する支出の削減、消費者行動に影響を与える法律または外国金融政策の変更、ならびに投資対象ファンドの支配のおよばないその他の要因など、ゲーム業界に関連するリスクにさらされます。経済の縮小、経済的不確実性、または潜在的顧客が経済状況を弱いと認識している、もしくは一層弱体化すると認識していることにより、ホテル、カジノリゾート、見本市およびコンベンションの需要の減少が生じる可能性があります。また、かかる投資は、投資対象ファンドのポートフォリオが所在する地理的地域に関する観光産業に関するリスク（航空サービスまたは他の旅行手段の費用および利用可能性を含みます。）によっても影響を受ける可能性があります。

ゲーミング産業は、リバーポート・カジノ、ドックサイド・カジノ、陸上ベースのカジノ、ビデオ・ロタリー、カジノ以外の場所にあるスweep・ステークスおよびポーカー・マシン、インディアン・カジノ、インターネットくじおよびその他のインターネット賭博サービスを含む、多数の参加者の間における高度な競争が特徴であり、より広義には、ゲーミング事業者はあらゆるレジャー活動および娯楽活動との競争に直面します。投資対象ファンドの施設がある市場では、ゲームに関する激しい競争が繰り広げられています。最近、ゲーミング業界においては、既存の市場参加者による施設の改良または拡大、新規ゲーミング業者の市場参入、一般的なインターネットおよび電子スポーツ関連ゲームの成長、スポーツ賭博に関するものを含む法律の改正の結果、一層激しい競争が生じています。競合施設および新たな市場がオープンすると、投資対象ファンドおよび投資対象ファンドのテナントはマイナスの影響を受ける可能性があります。

投資対象ファンドの個人向け倉庫への投資は、個人向け倉庫産業の需要変動および競争によるリスクにさらされます。

投資対象ファンドの個人向け倉庫への投資は、個人向け倉庫産業に共通する事業リスクにさらされており、かかるリスクには、事業の停止および縮小、業界の減速、事業の移転、人口統計学上の変化、地域内の類似または競合する個人向け倉庫施設の需給の変化、および特定の市場における個人向け倉庫物件の超過、賃料相場の変化、ならびに顧客からの賃料の回収不能などが含まれます。個人向け倉庫業界は、需要の増加を見越して、過剰に施設を建造したことがありました。過剰建築が繰り返されると、投資対象ファンドの個人向け倉庫投資物件において稼働率水準の低下が生じる、賃料の引き上げおよび賃料の割引を行う能力が制限される可能性があります。

投資対象ファンドは、ネットリースの対象となる商業用不動産に投資しており、かかる投資により投資対象ファンドが損失を被る可能性があります。

投資対象ファンドは、ネットリースの対象となる商業用不動産に投資しています。通常ネットリースは、テナントに、当該不動産に関連する運営コストの実質的なすべてを支払うことを義務付けます。その結果、ネットリースの対象となる商業用不動産への投資の価値およびかかる投資による収入は、対象テナントがネットリースの条件で当該不動産を維持する義務を履行することができるかどうか、部分的に左右されます。テナントが不動産の維持を行わない、または維持できなくなった場合、投資対象ファンドは、原不動産の所有に関連するすべてのリスクにさらされることになります。さらに、ネットリースの条件に従い、これらの不動産の運営について、またはその管理会社に対する投資対象ファンドによる監督は限定的である場合があります。

投資対象ファンドが投資するネットリースの対象となる商業用不動産の一部は、単一のテナントにより占有されているため、かかる投資の成否は、当該テナントそれぞれの財務安定性に大きく依存します。当該テナントが投資対象ファンドに対してリース料を支払わない場合、投資対象ファンドは当該不動産からの収益を失い、不動産がモーゲージの対象である場合、投資対象ファンドはモーゲージの支払いに充当する代替収入源を見つけ、抵当権実行手続を防がなければならないことになります。債務不履行が発生した場合、投資対象ファンドにおいては、家主としての自身の権利の行使において遅延が生じる可能性があり、投資対象ファンドの投資を保護し、投資対象ファンドの不動産を再賃貸するために多額の費用を負担する可能性があります。投資対象ファンドはまた、リースが終了した場合、別のテナントのためにリース物件を準備するために多額の損失を被る可能性があり、また、かかる物件の再リースが困難になるまたは著しく遅れる可能性があります。

さらに、ネットリースは通常、リース期間が長く、そのため、将来における契約上の賃料の引き上げが、その期間における公正な賃料相場に達しない危険性が高くなります。

投資対象ファンドは、不動産を購入し、当該不動産をその売主へリースバックするセール・アンド・リースバック取引によりこれらの投資先を取得することができます。投資対象ファンドがセール・アンド・リースバック取引を行う場合、投資対象ファンドは、リースが米国連邦所得税の目的上「真正なリース」の特徴を持つと判定されるような、セール・アンド・リースバック取引の構築を目指します。これにより、投資対象ファンドは、米国連邦所得税の目的上、不動産の所有者として扱われることが可能となります。ただし、投資対象ファンドは、ファンドに対し、米国内国歳入庁（以下「IRS」といいます。）がそのような判定に異議を唱えることがないと保証することはできません。かかるセール・アンド・リースバック取引について異議が唱えられ、米国連邦所得税の目的における資金調達取引またはローンとして再判定された場合には、当該不動産に関連する減価償却および原価回収に関する控除は認められず、投資対象ファンドの収入算入の時期はリース料の支払いの時期と異なる可能性があります。セール・アンド・リースバック取引がそのように再判定された場合（またはその他リースとしてみなさなかった場合）、投資対象ファンドは、REITの要件である「資産制限」または「収入制限」を満たすことができず、結果として、再判定が行われた年において有効な、投資対象ファンドのREITとしての地位を失う可能性があります。あるいは、投資対象ファンドのREIT課税所得の金額が再計算されることにより、投資対象ファンドが課税年度におけるREITの分配要件を満たすことができなくなる可能性もあります。

ネットリースのテナントが債務不履行となり、投資対象ファンドが入れ替えるテナントを見つけることができない場合、投資対象ファンドは、課税対象REIT子会社を通して該当する不動産を自ら保有し、運営を試みる可能性があります。それは当該不動産の収入を法人レベルの課税対象とすることになり、その結果、投資対象ファンドの分配可能資金を減少させることになります。特定の状況においては、適用ある規則に基づき課税対象REIT子会社において投資対象ファンドが保有を認められている価値総額のうち、利用可能分がどの程度あるかによっては、投資対象ファンドは課税対象REIT子会社において当該不動産を保有し運営することができない可能性があり、その結果、当該不動産および関連する収入がREITの要件である資産制限および収益制限を満たさず、投資対象ファンドのREITとしての地位を危うくする可能性があります。

技術革新またはその他の革新は、投資対象ファンドが運営を行う市場およびセクターを混乱させ、投資対象ファンドを激しさが増した競争に引き入れる可能性がある、または、投資対象ファンドの不動産のテナントおよび投資対象ファンドの不動産の価値に悪影響を与える可能性があります。

不動産市場の最近の動向、および投資対象ファンドが投資するセクターは、一般的に、技術的その他の革新によって業界が崩壊に向かっており、多くの若い企業が、この崩壊の動きを利用することに成功しています。技術革新と商業革新が急速なこのような時期においては、投資対象ファンド、投資対象ファンドの不動産のテナントもしくは投資対象ファンドの投資先のテナントに影響を与える、または投資対象ファンドの戦略の立案に役立ってきた市場慣行を変える可能性がある新たな事業およびアプローチが創出される可能性があります。例えば、投資対象ファンドのホテル・レジャー不動産の価値は、非従来型ホテル・レジャー・セクター（短期賃貸サービスなど）との競合による影響を受け、投資対象ファンドのオフィス不動産は、共有オフィス物件（共同作業環境を含みます。）との競合による影響を受け、投資対象ファンドの商業施設は、インターネットを通じたショッピングの増加を含む消費者行動の変化の影響を受け、また、サプライチェーンが従来型倉庫の必要性を減少させるような形で進化した場合、投資対象ファンドの産業用倉庫不動産が影響を受ける可能性があります。これらの新しいアプローチのいずれも、投資対象ファンドの投資に損害を与え、投資対象ファンドが事業を行う市場を著しく混乱させ、投資対象ファンドを、激しさを増した競争に直面させる可能性があります、その結果、投資対象ファンドの事業、財務状況および投資結果に重大な悪影響を及ぼす可能性があります。さらに、近年の革新の速度を考慮すると、特定の投資への影響は、投資対象ファンドが当該投資を行った時点では予測できなかった可能性があります。また、投資対象ファンドは、革新の方向性や程度に関する見解を投資判断の根拠としたが、かかる見解が不正確であると後に判明する場合があります、損失につながる可能性があります。

サプライチェーンの混乱は、予想外の改装もしくは維持コストまたは遅延を発生させる可能性、および／または、投資対象ファンドのテナントの事業に影響を及ぼす可能性があります、そのいずれも投資対象ファンドの運用成績に悪影響を及ぼす可能性があります。

建設および建築業界は、多くのその他の業界と同様に、投資対象ファンドの支配の及ばない多くの要因（COVID-19パンデミックの継続的な影響を含みます。）を起因とする世界規模のサプライチェーンの混乱に直面しており、かかる混乱は、今後も継続する可能性があります。近年、材料や部品の費用および人件費も、時として大幅にかつ短期間のうちに上昇しており、かかる増額および変動は2023年においても継続することが予想されています。投資対象ファンドは、通常、大規模な開発プロジェクトには従事しませんが、建物の改装および維持ならびに／またはリース契約に基づき要求されるテナントの改良などの小規模な建設プロジェクトは、投資対象ファンドの事業における日常業務でありかつ必要な要素となっています。投資対象ファンドは、物件の改装または維持において、予想外のコストもしくは人件費またはその他のコストの上昇により、当初の見積りを上回るコストを被る可能性があります。投資対象ファンドはまた、サプライチェーンの混乱または労働力不足により、物件またはテナントスペースの改装を予定通りに完成させることができない場合もあります。一部のテナントは、改装プロジェクトが予定通りに完成しない場合に、そのリース契約を解約する権利を有する場合があります。また、投資対象ファンドのテナントの事業は、（特に、投資対象ファンドの産業用または商業用の物件における）サプライチェーンの問題による影響を受ける可能性があります、その結果、当該テナントのリース契約に基づく投資対象ファンドに対する義務の履行能力に影響が及ぶ可能性があります。

### 不動産債権への投資に関するリスク

投資対象ファンドは不動産債権へ投資することで、債権者リスクおよび早期償還条項など、業績および財務状況に悪影響を及ぼす可能性のある様々なリスクにさらされています。

投資対象ファンドが投資する債権その他の持分には、発行体の資本構成のレベルが様々な担保付きまたは無担保の債権が含まれる場合があります。投資対象ファンドが投資する不動産債権は、財務制限条項または追加債務に関する制限により保護されない場合、流動性が低いもしくは制限される場合、また信用格付業者から格付けを得られない場合があります。不動産債権は、投資取引が、関連する債権者の権利の法律に基づく「詐欺的譲渡」として無効となる可能性、債務の発行体がいわゆる融資者責任請求を行った場合、および債務の担保に関して生じる環境賠償責任などの債権者リスクにもさらされています。投資対象ファンドの投資対象は、早期償還条項、借換えオプション、期限前返済オプションまたは類似の規定の適用を受ける場合があります、いずれの場合においても、発行体が投資対象ファンドの保有する債務の元本の返済を予定より早期に行うこととなる可能性があり、その結果、投資対象ファンドへのリターンが想定よりも低くなるか、または投資対象ファンドへのリターンが低くなる新たな債務への再投資が行われる可能性があります。

投資対象ファンドの債権投資は、投資対象ファンドの業績および財務状況に悪影響を及ぼす可能性のある期限前返済リスクおよび金利変動に直面しています。

金利低下局面では、有価証券の発行体またはローンの借入人は、元本を予定よりも早期に返済するオプションを行使する可能性があり、その場合、投資対象ファンドはかかる期限前返済による手取金をより利回りの低い有価証券またはローンに再投資せざるを得なくなり、その結果、投資対象ファンドのリターンが減少する可能性があります。債権投資には、一定の所定の条件を満たした場合にのみ、発行体が所定の満期日前に当該証券を指定の価格（通常は額面以上）で償還することができるコール条件が付されることがよくあります。発行体は、例えば、金利の低下や当該発行体の信用状態の改善により、より低いコストで債権の借換えが可能となった場合などは、当該債権の償還を選択する可能性があります。また、投資対象ファンドの投資対象の市場価格は、金利の変動その他の要因に応じて変動します。金利低下局面では、投資対象固定利付債権の市場価格は、一般的に上昇します。反対に、金利上昇局面では、かかる投資対象の市場価格は、一般的に下落します。投資対象債権の市場価格のこうした変動幅は、一般的に、満期までの期間が長い有価証券ほど大きくなります。2022年米国連邦準備銀行は、ベンチマークとなる翌日物金利を複数回にわたり引き上げ、2023年もさらなる金利引き上げを行う可能性があります。米国連邦準備銀行またはその他の関連する中央銀行によるさらなる基準金利の引き上げたが、債権商品の価格にもマイナスの影響を及ぼす可能性があり、投資対象ファンドの投資対象の価値ならびに投資対象ファンドの投資証券の基準価額および投資証券1口当たりの価格に悪影響を及ぼす可能性があります。

再投資リスクは、投資対象ファンドの投資証券の価格またはその全体的なリターンに影響を与える可能性があります。

再投資リスクとは、投資対象ファンドが、満期を迎えた有価証券、売買された有価証券またはコールされた有価証券からの手取金を投資対象ファンドの不動産債権ポートフォリオの現在の利益率を下回る市場金利で投資した場合に、投資対象ファンドのポートフォリオからの収益が減少するリスクです。収益の減少は、投資対象ファンドの投資証券の基準価額またはその全体的なリターンに影響を与える可能性があります。

債権型不動産投資は、発行体の信用性に影響を与える可能性のある多くの一般的な市場関連リスクに直面しており、一定の融資構造や市場条件の変化により、投資対象のモニタリングおよび評価がより困難になっています。

不動産ファンダメンタルズ一般、特に米国における不動産ファンダメンタルズが悪化した場合、発行体が債務返済義務を履行することがより困難になり、発行体に適用ある債務不履行リスクが増大し、および／または投資対象ファンドが魅力的なリスク調整後リターンを生み出すことが相対的に困難になることで、投資対象ファンドのパフォーマンスにマイナスの影響を及ぼす可能性があります。全般的な経済情勢の変化は、投資対象ファンドの投資対象に関連する発行体および／または不動産担保の信用性に影響を与え、また、かかる変化には、経済および／または市場の変動、環境法および／または都市計画法の改正、災害または土地収用による損失、賃貸に関する規制上の制限、不動産価値の低下、テナントにとっての不動産の魅力度の変化、一地域における競合不動産の需給の変化（過剰建築に起因する場合等）、不動産ファンダメンタルズ（ホテル物件の平均稼働率、営業収益および室料を含みます。）の変動、テナントの財務資源、不動産の売却またはリファイナンスを困難または実務上不可能にするような債務による資金調達の利用可能性の変化、建築、環境その他の法律の改正、エネルギー不足および供給不足、様々な未保険または保険外リスク、自然災害、政治的な出来事、貿易障壁、為替管理、政府の規制の変更（賃料の統制等）、固定資産税率および運営費用の変更、金利の変動、不動産の売却またはリファイナンスを困難または実務上不可能にするような債務による資金調達および／またはモーゲージ・ファンドの利用可能性の変化、モーゲージの債務不履行の増加、借入金利の上昇、個人消費の変化、感染症の発生、感染症の流行／パンデミックまたはその他深刻な公衆衛生上の懸念、旅行活動を抑圧する経済または政治情勢のマイナスの動向（旅行制限または検疫の賦課を含みます。）、環境賠償責任、資産の処分に係る偶発債務、天災、テロ攻撃、戦争（ロシア・ウクライナ危機の勃発を含みます。）、需要および／または不動産価値の全般的な変化ならびに投資対象ファンド投資顧問会社の支配の及ばないその他の要因が含まれます。これらの変化は急速に進展する場合があります。投資対象ファンドの投資対象、特に本質的に流動性が制限されている投資対象に対してかかる変化が与える包括的な影響を判断することが難しい場合があります。これらの変化はまた、投資対象ファンドの投資対象の市場のボラティリティも増大させる可能性があります。それにより、かかる投資対象の価値が急激かつ大幅に変動する可能性があります。最近の不動産市場における懸念事項、金利の上昇、インフレ、エネルギー・コストおよび地政学的問題により、ボラティリティが上昇し、今後の経済および市場に対する期待は、縮小しています。投資対象ファンドの投資対象債権は流動性が低い場合があるため、その転売のための市場が存在するという保証はできません。流動性の低さの要因としては、当該投資対象の確立した市場が存在しないこと、および投資対象ファンドによる当該投資対象の転売が法律上または契約上制約されていることが挙げられます。不動産セクターで事業を営む企業の有価証券の価値も、かかるリスクの影響を受ける可能性があります。

投資対象ファンド投資顧問会社は、経済情勢全般、および特に不動産債権投資を取り巻く状況が将来悪化するかどうかを予測することはできません。米国および世界の経済または不動産債権市場におけるパフォーマンスの低下は、投資対象ファンドの投資活動に重大な悪影響を及ぼす可能性があります。また、不動産債権投資対象に関連する市況は、リーマン・ショック以降進化しており、一部の融資構造や市場条件の変化をもたらしました。例えば、一定の状況下では、取引が借入人と直接行われず、プールまたは媒体ピークルを通じて間接的に行われることが多いため、不動産債権投資者が裏付投資対象に関して完全な透明性を得ることがますます困難になってきています。融資構造または市場条件のこのよう

な変化およびその他類似の変化により、投資対象ファンドが投資対象のモニタリングおよび評価を行うことがより困難になる可能性があります。

発行体の事業運営および財務リスクならびに資本構成全体に内在する債務不履行リスクは、投資対象ファンドの業績および財務状況に悪影響を及ぼす可能性があります。

投資対象ファンドの投資対象は、信用または債務不履行リスクを伴います。これは、発行体または借入人が、自身の債務の元本および利息を期日に支払うことができなくなるリスクです。不動産債権商品に関する債務不履行および損失のリスクは、世界・地域の経済情勢、金利、商業用不動産市場全体、発行体の株式および発行体の財務状況ならびに全般的な経済情勢など、多くの要因の影響を受けます。投資対象ファンドが発行体の資本構成上相対的に劣後する投資対象に投資した場合、かかる投資対象は、当該発行体の資本構成上の順位がより上のトランシェに構造上劣後しているため、かかる債務不履行リスクが高まります。また、投資対象ファンドの全体的なりターンは、一つまたは複数の発行体が自身の債務履行責任を期日に履行できない場合に、悪影響を受けます。投資対象ファンドが、債務履行責任を履行できない発行体の株式または「メザニン」持分を保有している場合、かかる株式またはメザニン持分は、破産時に当該発行体の債権者の権利に劣後する可能性があります。さらに、一つまたは複数の発行体の財務パフォーマンスが、当該発行体の事業の不利な動向、競争環境の変化または景気後退などにより悪化する可能性があります。その結果、投資対象ファンドが安定的と予想した裏付不動産または発行体が、損失を出す形で運営され、もしくはそのように運営されると予想される場合があり、または継続的な業績が大幅に変動する場合があり、また、別の形で財務状況が悪化するか、または財務上の困難に陥る可能性があります。投資対象ファンドの投資対象が損失および債務不履行の追加的なリスクを負う可能性があります。

投資対象ファンドは、通常、一般的に高格付けの有価証券よりも高いリスクにさらされている高利回りの債券に投資します。

購入時に投資適格未満（ムーディーズによるBaa未満、S&PおよびフィッチによるBBB未満）の格付けを付与されたか、全国的に認知されている別の統計格付機関により同等の格付けを付与されたか、または無格付けであっても投資対象ファンド投資顧問会社から同等の質と判断された債券は、一般的に「高利回り」証券と呼ばれています。

高利回り証券に投資する場合、通常、より質の高い有価証券に投資する場合よりも収益は増加し、元本成長の機会が増えますが、一般的には、価格のボラティリティも増大し、元本および収益リスク（発行体の債務不履行および破産の可能性を含みます。）も伴います。高利回り証券は、発行体の元本および利息の継続的な支払能力に関して、圧倒的に投機的であるとみなされています。最低投資適格に分類される債権商品も、一定の格付機関によりある程度の投機的性質を有するものとみなされる場合があります。また、高利回り証券の発行体の信用力の分析は、より質の高い有価証券の発行体の場合より複雑なものとなる可能性があります。

高利回り証券は、投資適格証券よりも、現実のまたは認識される不利な経済情勢および産業の競合状況の影響を受けやすい場合があります。例えば、不況が到来すると、発行体の債務の元本および利息の支払能力が低下する可能性があるため、景気後退または金利上昇局面の予測は、高利回り証券の価格の下落をもたらす可能性があります。高利回り証券の発行体が債務不履行に陥った場合、利息および元本の全部または一部の不払いのリスクに加えて、投資対象ファンドは、回収のための追加の費用を負担する可能性があります。ゼロ・クーポン、ステップアップまたは現物払いの有価証券としての仕組みを有する高利回り証券の市場価格は、通常、金利の変動によって大きく影響を受けるため、現在利払いを現金で行っている有価証券の価格よりもボラティリティが高くなる傾向があります。

高利回り証券が取引される流通市場は、投資適格証券の市場よりも流動性が低い場合があります。この二次取引市場における流動性の低さは、投資対象ファンドが高利回り証券を売却できる価格に悪影響を及ぼす可能性があり、投資対象ファンドの投資証券の基準価額に悪影響を及ぼす可能性があります。ファンダメンタル分析に基づいているか否かにかかわらず、不利な公表および投資者の認識は、特に取引高の少ない市場において、高利回り証券の価値および流動性を損なう可能性があります。高利回り証券の流通市場の流動性が投資適格証券の市場よりも低い場合、高利回り証券の評価にはさらなるリサーチが必要となる可能性があるため、当該証券の評価がより困難になる可能性があります。また、信頼性や客観性の低いデータしか入手できないため、判断要素が当該評価においてより大きな役割を果たすことになる可能性があります。このような市場において、取引高が少ない期間中に、買呼値と売呼値の間のスプレッドが大幅に拡大する可能性が高く、投資対象ファンドは、投資対象ファンドのポートフォリオ証券の売却がより難しくなる可能性があります。投資対象ファンドは、高利回り証券に投資する際、投資対象ファンド投資顧問会社のリサーチおよび分析への依存度が高くなります。

投資対象ファンドの投資対象の一部は、債務不履行リスクが高く、流動性が低いディストレスト証券となる可能性があります。

投資対象ファンドの不動産関連投資は、（返済の蓋然性が低くならないとの投資対象ファンドの考えに基づき）主にディストレスト証券でない不動産関連持分への投資に重点を置くことが一般的に想定されていますが、投資対象ファンドの投資対象は、投資対象ファンドによる取得後にディストレスト証券となる場合があります。また、投資対象ファンドは、「割引」価格や「過小評価された」価格で購入可能と自らが考える不動産債権に投資する可能性があります。「過小評価」または「割引」と思われる水準で不動産債権を購入することは、当該投資対象が投資対象ファンドに対して魅力的なリターンを生み出すこと、または価値がこれ以上減少しないことを保証するものではありません。かかる投資対象を望ましい価格で取得できること、かかる投資対象が債務不履行に陥らないこと、またはかかる持分の市場が改善することの保証はありません。また、不動産債権投資対象を取り巻く市況はさらに悪化する可能性があり、その場合、投資対象ファンドの投資対象のパフォーマンスに悪影響を及ぼす可能性があります。

景気後退または不況時には、財務上または運営上問題を抱えた発行体の有価証券は、その他の発行体の有価証券よりも債務不履行に陥る可能性が高くなります。財務上または運営上問題を抱えた発行体の有価証券は、財務的な困難に陥っていない企業の有価証券よりも流動性が低く、ボラティリティが高くなります。そのような有価証券の市場価格は、不安定で急激な市場変動の影響を受け、また買呼値と売呼値の間のスプレッドは、通常予想されるものより大きくなる可能性があります。財務上または運営上問題を抱えた発行体の有価証券への投資は、多大な信用および市場リスクを伴います。かかる投資対象を担保する資産の価値または会社更生もしくは類似の措置が成功する見通しを投資対象ファンド投資顧問会社が正しく評価するという保証はありません。

このような財務上の困難が全く克服されず、それにより発行体が破産またはその他類似の行政上の手続きの対象となる可能性があり、または相当額の債務整理の交渉または再編（とりわけ、期間延長、金利の大幅な引下げ、当該投資対象の

元本の大幅な切下げおよび投資対象ファンドに係る当該投資対象のリターンに悪影響を及ぼす可能性のあるその他の猶予を含みます。)が必要となる可能性があります。投資対象ファンドは、その投資対象の損失の大部分または全額を負担する可能性があり、また一定の状況において、投資対象ファンドが当該投資対象への当初の投資額を超える一定の追加の債務を負う可能性があります。

例えば、一定の状況において、債務者の経営や方針を不適切に支配していた貸付人は、自己の債権を劣後され、または否認される可能性があり、または、そのような行為の結果当事者が被った損害に対して責任を負うと判断される可能性があります。投資対象ファンドの投資対象に関連する会社更生または清算手続において、投資対象ファンドは、その投資対象すべてを失う可能性があり、投資対象ファンドの当初の投資額よりも少ない金額の現金または有価証券を受け取らなくてはならない可能性があり、および/または支払期間の延長を含む異なる条件を受け入れなければならない可能性があります。また、一定の状況において、投資対象ファンドへの支払いまたは分配が、適用ある破産法および支払不能法に基づき後に詐欺的譲渡、偏頗弁済または類似の取引であったと判断された場合、当該支払いの還付請求が行われる可能性があります。さらに、破産法および行政手続に適用される類似の法律は、投資対象ファンドが自身の保有するローン・ポジションの担保を換金することを遅らせ、公平劣後等の原則を通じてかかるローンの経済的条件および優先順位に悪影響を及ぼし、または破産法の「クラムダウン」条項等の原則を通じて債務の再編をもたらす可能性があります。

ただし、たとえ再編の達成が成功した場合であっても、かかる投資対象が満期を迎えると、代替の「テイクアウト」ファイナンスが利用できなくなり、その結果、発行体が当該投資対象の返済を行うことができなくなるおそれがあります。可能性は低いものの、投資対象ファンド投資顧問会社が、投資対象ファンドが取得した一つまたは複数の不動産債権を担保する担保を差し押さえることが必要または望ましいと判断する可能性があります。差押えのプロセスは、法域によって異なり、期間が長くかかったり、高額である場合があります。発行体は、不動産ローンの保有者に対して多数の請求、反訴および抗弁（融資者責任請求および抗弁を含みますが、これらに限定されるものではありません。）を主張することによって差押措置に対抗することがあり、かかる主張は、たとえ事実無根であっても、差押措置を長引かせようとするものであり、元来困難で時間のかかるプロセスをしばしば長引かせ、複雑化させることがあります。一部の州またはその他の法域では、差押措置が完了するまで最大で数年またはそれ以上かかる場合があります。差押えの手続中、発行体は破産の申立てを行うことができ、その場合、差押措置は停止され、差押えのプロセスがさらに遅れる可能性があります。差押訴訟は、担保不動産の社会的イメージを悪化させる傾向があり、その結果、当該不動産の継続的な賃貸、管理、開発その他の業務に支障をきたす可能性があります。投資対象ファンドが投資対象の担保実行を行った場合、投資対象ファンドは、不動産の所有および運営に関連するリスクにさらされます。

*C M B Sに関連する一定のリスクは、投資対象ファンドの業績および財務状況に悪影響を及ぼす可能性があります。*

投資対象ファンドは、その資産の一部をC M B Sのプールまたはトランシェ（水平的その他のリスク保持の投資対象を含みます。）に投資します。C M B Sの裏付けとなる担保は、通常、賃貸住宅または小売物件、オフィスビル、倉庫物件およびホテルなどの商業用途の不動産のコマーシャル・モーゲージで構成され、これには一つまたは複数のその他のブラックストーン勘定で直接または間接的に所有される資産または不動産が随時含まれます。C M B Sは、様々な発行形態で発行されており、優先クラスや劣後クラスなど様々な構造のものがあります。

不動産担保証券も、その他の有価証券とは異なる構造上の特徴を有する場合があります。この種類の有価証券に支払われる金利は、その裏付資産自体の加重平均純クーポンで設定され、またはこれを事実上の上限として課される場合があります。この上限の結果、かかる有価証券の投資者へのリターンは、より高い金利が付されたモーゲージ・ローンの支払遅延および期限前返済の関連する時期および割合に依存することになります。一般的に、早期の期限前返済は、投資者の利回りに大きな影響を与えます。また、連邦法および州法も、一定の抵当権設定者が支払う金利に上限を課すことにより、投資者のリターンに影響を与える可能性があります。一部の不動産担保証券は、所定の期間について金利のみの支払いを規定する場合があります。また、C M B Sのオリジネーターまたはサービサー（多くの場合、同一の法主体または関連会社）が関与する破産または類似の手続において、当該証券の発行体の資産は、オリジネーターから発行体への真の売却はなかったものとみなされ、オリジネーターの資産と実質的に統合される可能性があり、または当該資産の当該発行体への譲渡が詐欺的譲渡として無効とされる可能性があります。

C M B S市場を含むクレジット市場は、市場変動局面において発行市場および流通市場で定期的に流動性の低下を経験してきました。そのような市況が再来する可能性があり、投資対象ファンドがその投資対象C M B Sの全部または一部を速やかに清算しなければならなくなった場合には、投資対象ファンドの投資対象の評価が影響を受け、当該投資対象を売却する投資対象ファンドの能力が損なわれることになります。また、投資対象ファンドの一部の投資対象（水平的その他のリスク保持のC M B S等）には、一定の保有期間や、当該投資対象を売却する投資対象ファンドの能力を制限するようなその他の制約が課される場合があります。

集中的なC M B S投資は、投資対象ファンド投資顧問会社の支配の及ばない特定のリスクをもたらす可能性があり、かかるリスクは投資対象ファンドの業績および財務状況に悪影響を及ぼす可能性があります。

C M B S投資に関する債務不履行リスクは、単一発行体のC M B Sまたは投資対象ファンドの不動産債権ポートフォリオにおいて多数を占める小規模のもしくは分散度が低い担保プールによって担保されたC M B Sの場合にさらに顕著になる可能性があります。C M B Sのポートフォリオは、常に、ごく少数の州、地域または外国に担保不動産が偏在するコマーシャル・モーゲージ・ローンによって裏付けられる可能性があります。その結果、かかる投資は、複数発行体のC M B Sまたは不動産所在地がより分散しているモーゲージ・ローンのプールへの投資と比較して、かかる地域に関連する地理的リスク（不利な経済情勢、住宅価値の低下、当該地域を拠点とする産業に影響を与える有害事象および投資対象ファンド投資顧問会社の支配の及ばないその他の要因を含みます。）の影響をより受けやすい可能性があります。

C M B Sの質は、各発行におけるモーゲージの信用力および選定に依存します。

C M B Sは、信用供与の質による影響も受けます。その結果、C M B Sの質は、各発行におけるコマーシャル・モーゲージの選定や商業用不動産資産が生み出すキャッシュ・フロー、および当該C M B Sの裏付けとなる担保プールの相対的な分散度その他の要因（特定のトランシェまたは発行における不利な選定等）に依存します。

不動産担保証券その他の投資対象の裏付債務の支払不能に関連して一定のリスクが存在します。

不動産担保証券（以下「M B S」といいます。）その他の投資対象の裏付不動産ローンは、借入人の法域または州において制定される債権者保護に関する様々な法律の対象となる可能性があります。未払債権を有する債権者が支払いを求めて訴訟を提起した場合、裁判所は、借入人の支払不能に関する一定の調査その他の事実および状況に基づいて、借入人の債務の全部または一部を詐欺的譲渡として無効とし、当該債務を借入人の現在または将来の債権者に劣後させ、または当該債務の弁済のために借入人が従前に支払った金額を回収する場合があります（法域毎に異なる場合があります。）。借入人が、M B Sその他の投資対象の裏付モーゲージを構成する債務の負担後に「支払不能」になったかどうかを判断するために裁判所がいかなる基準を用いるかについての保証はできず、また、評価手法にかかわらず、借入人がかかる負担の後に「支払不能」になったと裁判所が判断しないことは保証できません。さらに、借入人が支払不能に陥った場合、このようなモーゲージ・ローンに係る支払いは、支払不能になる前の一定の期間内（1年と1日以内）に行われた場合には、「偏頗行為」として否認の対象となる可能性があります。

M B Sの利息不足に関連して一定のリスクが存在します。

投資対象ファンドのM B S投資は、裏付ローンから回収される利息がM B Sの持分保有者全員に経過利息を支払うには十分でないことにより利息不足に陥る場合があります。M B S信託の利息不足は、サービサーが不履行となったローンに係る利息の全額を立て替えない場合に発生します。M B S信託のサービサーは、支払いが遅延しているローンに関して支払期限の到来した月々の元本および利息を立て替えなければなりません。ローンの支払いが一定期間（一般的には60日）遅延した場合、サービサーは、当該ローンの担保不動産の価値を判断するために新たな評価を取得しなければなりません。サービサーは、当該ローン金額が当該評価額の（一般的には）90%のうちいずれか少ない方に基づいて利息を立て替えることのみ要求されます。利息不足は、評価額の（一般的には）90%がローン金額を下回り、サービサーがローンの全額に係る利息を立て替えない場合に発生します。これにより生じた利息不足は、まず当該信託の最下位クラスの利払いに影響を与えます。利息不足が膨らむにつれ、より上位のクラスに影響を与える可能性があります。時の経過とともに、ローンの支払遅延が解消されれば、累積した不足分が上位クラスに払い戻される可能性があります。不足分が回収される保証はありません。M B S信託の利息不足は、不履行となったローンに係る立替金や費用の累積によっても発生する可能性があります。不履行となったローンまたは差し押さえられた不動産が清算された場合、サービサーは、M B Sの債券保有者に対する支払いより先に、累積した立替金および費用の払戻しを受けます。手取金がサービサーへの払戻しに十分でない場合、または不履行となったローンが修正され、その担保実行が行われない場合、サービサーは、累積した立替金および費用を賄うために、債券保有者に優先する利払請求権を行使することができます。当該請求額が当該ローンに関して回収される利息額よりも大きい場合、利息不足は、サービサーの当該請求が満たされるまで、M B S信託内の一つまたは複数の債券クラスに影響を与える可能性があります。

投資対象ファンドは、ブラックストーンに関連するM B Sを取得しており、また将来においてもその取得を予定しています。

投資対象ファンドは、MBSの裏付けとなるモーゲージがブラックストーンの関連会社により発行もしくは取得され、MBSのモーゲージの裏付けとなる不動産がブラックストーンの関連会社により所有され、および/またはMBSの業務提供もしくはストラクチャリングがブラックストーンの関連会社により行われるようなMBSを取得しており、また将来においてもその取得を予定しています。投資対象ファンドは、第三者との間で既に交渉および合意された条件に基づき第三者からそのようなMBSを取得する場合がありますが、またブラックストーンとMBSとの関連性が継続する限りは、当該MBSにおける一定の非経済的権利（議決権を含みます。）を放棄し、これにより利益相反がほぼ軽減されると考えていますが、この手続により、発生する可能性のあるすべての利益相反に適切に対処できること、または特定の投資機会の投資対象ファンドへの配分をもたらす方法もしくはその他投資対象ファンドにとって有利な方法でかかる利益相反に対処できることは保証されません。投資対象ファンドの役員の一部はブラックストーンの役員でもあるため、同一の職員が投資対象ファンドと当該法主体の両方の投資対象について価格および条件を決定する場合がありますが、また手続上の保護（市場価格またはその他信頼できる公正価値の指標の取得等）により、投資対象ファンドが当該投資対象に関して支払った対価がその公正価値を超えないようにし、または投資対象ファンドが独立した第三者から利用可能なものと同程度に有利な特定の投資機会の条件を得られるようにするという保証はできません。

投資対象ファンドのCMB S投資は、投資対象ファンドの業績および財務状況に悪影響を及ぼす可能性のある期間延長に関連するリスクに直面しています。

投資対象ファンドのCMB Sその他の投資対象は、期間延長の対象となる場合がありますが、その結果、当該証券の期間が想定よりも長くなる場合があります。期間延長は、市場における一般的な資金調達の利用可能性、関連するモーゲージ不動産の価値、モーゲージ不動産に対する借入人の持分、借入人の財務状況、借入人がモーゲージ不動産において営む事業の変動、競争、全般的な経済情勢その他の要因を含む複数の要因の影響を受けます。このような期間延長は、投資対象ファンド投資顧問会社の同意なしに行われる場合もあります。

CMB Sその他の投資対象の裏付けとなる商業用不動産ローンのサービサーに関連して一定のリスクが存在します。

CMB Sその他の投資対象の裏付けとなる商業用不動産ローンに関連する救済措置の実施および清算金の回収の成否は、サービサーまたはスペシャル・サービサーのパフォーマンスに大きく左右されます。サービサーは、裏付ローンに関する問題または懸念に即時に対処するための適切な人員が配置されていないか、または即時の対処のための補償を受けていない場合があります。そのようなサービサーは、事業から撤退する可能性があり、交替が必要となりますが、その場合、移行期間中に関心が欠如することにより、ポートフォリオにマイナスの影響を与える可能性があります。スペシャル・サービサーは、最下位クラスの債券を購入した投資者と関連がある場合が多く、借入人に返済を強制する代わりにローン期間の延長を行うなど、一部のサービシング行為が優先債権よりも劣後クラス債権に利益をもたらす可能性があります。サービサーは、サービシング基準に従ってポートフォリオのサービシング業務を行い、すべての債券クラスのローンの現在価値を最大化する義務を負っていますが、CMB Sその他の投資対象に関連投資を行っているサービサーは、利益相反を有する場合があります。利用可能なスペシャル・サービサー（特に、利益相反のないスペシャル・サービサー）の数は限られる場合があります。また、そのようなサービサーが適用あるサービシング契約に基づく自己の義務を事実上履行しなかった場合は、当該不履行が投資対象ファンドの投資対象に悪影響を及ぼす可能性があります。

投資対象ファンドは、ノン・リコースの性質を有し債務不履行時の財務的回収のオプションが限られているコマーシャル・モーゲージ・ローンに投資する場合があります。債務不履行の発生が、投資対象ファンドの業績および財務状況に悪影響を及ぼす可能性があります。

投資対象ファンドは、賃貸住宅用、商業用またはその他の不動産を担保とし、支払遅延および差押えのリスクならびに損失リスクにさらされるコマーシャル・モーゲージ・ローン（メザニンローンおよびBノートを含みます。）に随時投資する可能性があります。商業用不動産ローンは、通常、完全には償却されず、すなわち、かかるローンは満期日において支払期限が到来した多額の元本残高またはバルーン・ペイメントを有している可能性があります。商業借入人がバルーン・ペイメントを完全に履行できるかどうかは、その後の資金調達の利用可能性または販売市場が機能するかどうかに大きく左右されるほか、不動産の価値、モーゲージ・ローンの実勢金利の水準、不動産に対する借入人の持分ならびに不動産および借入人の財務状況および運用歴などの要因にも大きく左右されます。一定の状況において、かつ信用不安のある時期には、不動産による資金調達が利用できないために、商業借入人が債務不履行に陥る可能性があります。また、そのようなテイクアウト・ファイナンスが行われない場合、収益を生み出す不動産を担保とするローンを返済する借入人の能力は、借入人の独立した収入または資産の存在ではなく、当該不動産の運用の成功に依存することとなります。不動産の営業純利益が減少した場合、ローンを返済する借入人の能力が損なわれる可能性があります。さらに、投資対象ファンド

は、潜在的な投資対象の調査時および投資後のいずれの場合も、コマーシャル・モーゲージ・ローンへの投資に関して、公開取引されている有価証券と同様の情報を入手することができない可能性があります。

コマーシャル・モーゲージ・ローンは、通常、ノン・リコースの性質を有します。したがって、商業借入人がコマーシャル・モーゲージ・ローンに関して債務不履行に陥った場合、性質上、財務的回収のオプションは限られます。投資対象ファンドが直接または間接的に投資する商業用不動産ローンのプールまたはトランシェに関する基礎となる債務不履行率が上昇した場合、それらに関連する投資対象ファンドの投資対象のパフォーマンスが悪影響を受ける可能性があります。コマーシャル・モーゲージ・ローンの債務不履行率および損失は、モーゲージ不動産の所在する地域における世界的、地域的および局所的な経済情勢、当該モーゲージ不動産に対する借入人の持分、借入人の財務状況、テナント構成およびテナントの倒産、不動産管理に関する決定（設備改善、不動産の立地および状態、同一または類似のサービスを提供する他の不動産との競合、環境条件、不動産税率、税額控除その他の運営費用、政府の規則、規制および財政政策、天災、テロ、社会不安および騒擾に関するものを含みます。）を含む多くの要因の影響を受けます。特定の商業用不動産市場および不動産評価が継続的に下落する場合、支払遅延および債務不履行が増加し、差押えが行われる可能性があります。債務不履行が発生した場合、貸付人は、コマーシャル・モーゲージ・ローンに付随する担保以外の資産に対する権利を有しません。コマーシャル・モーゲージ・ローンの債務不履行の全体的な水準は依然として高く、多くの場合、裏付商業用不動産の市場価値は依然として低迷しています。また、貸付人が多額の投資損失を出さずに差し押さえられた商業用不動産を処分することもますます難しくなっており、ひいてはかかる投資対象の価値の低下をもたらします。

投資対象ファンドが直接的に保有するモーゲージまたは不動産ローンの債務不履行が発生した場合、投資対象ファンドは、担保の価値と当該モーゲージまたは不動産ローンの元本および経過利息との間に不足がある場合は元本割れのリスクを負うこととなり、その場合、投資対象ファンドの収益性に重大な悪影響を及ぼす可能性があります。モーゲージまたは不動産ローンの借入人が破産した場合、当該借入人に対するモーゲージまたは不動産ローンは、破産時の裏付担保の価値（破産裁判所が決定します。）の範囲内においてのみ担保されるものとみなされ、モーゲージまたは不動産ローンを担保するリーエンは、州法により執行不能な場合に破産管財人または占有継続債務者の否認権限に服することになります。また、優先債権が債務不履行に陥った場合、下位のまたは劣後する貸付人は、通常、その担保を保全するために、当該持分の担保実行を行うか、当該優先債権を購入するか、または上位の貸付人との間で猶予もしくはリストラクチャリングの取り決めの交渉を行います。

投資対象ファンドは、構造リスクおよび法的リスクを伴う可能性のある仕組商品または類似の商品に投資する場合があります。

投資対象ファンドは、モーゲージ、ローンその他の不動産関連持分のプールを含む仕組商品に投資しており、また将来においても随時投資する可能性があります。これらの投資対象には、銀行ローン、高利回りの債券またはその他の資産グループにレバレッジを用いて投資する私募ファンドにより発行される債券や、コマーシャル・モーゲージ・ローンのプールを保有する仕組投資ビークルにより発行される証書が含まれる場合があります。投資対象ファンドは、信用リスク移転証券にも投資しており、また将来においても投資する可能性があります。この証券は、仕組商品ではないものの、政府機関によって発行された債券であり、その価値の一部がモーゲージ・ローンのプールに依存しているため、仕組商品と同様のリスクに直面しています。投資対象ファンドの仕組商品への投資は、仕組商品にレバレッジがかけられることに関するリスクならびにそのことに関連するその他の構造リスクおよび法的リスクを含む多くのリスクにさらされています。レバレッジの利用は、投機的な投資手法であり、一般的に、劣後債券に投資する投資者が負う利益の機会および損失リスクを拡大させます。多くの仕組商品には、当該仕組商品への債務による資金提供者を保護するための誓約条項が含まれています。当該誓約条項を履行しない場合、当該仕組商品が早期に清算され、投資対象ファンドによる当該商品への投資が全額失われる可能性があります。さらに、特定の仕組商品が、投資対象ファンドも投資されている有価証券に投資される場合、当該証券の発行体の信用に対する投資対象ファンド全体のエクスポージャーが、相対的には増加しなくとも、少なくとも絶対的に増加する傾向があります。仕組商品への投資の価値は、当該仕組商品が投資する資産の投資パフォーマンスに左右されるため、当該資産への投資に関連するすべてのリスクにさらされます。このリスクには、当該資産の発行体の債務不履行もしくは破産の可能性、または当該資産を担保するための担保の差入れが、当該資産の発行体の他の債権者の権利に劣後するか、もしくは適用ある法律に基づいて無効となる可能性のある詐欺的譲渡もしくは偏頗譲渡を構成する旨の請求が含まれます。

投資対象ファンドは、住宅債券の取得および売却を行っており、また将来においてもこれを行う可能性があります。それにより、投資対象ファンドは、その事業および財務成績に悪影響を及ぼす可能性のある法的リスク、規制リスクその他のリスクにさらされる可能性があります。

投資対象ファンドは、住宅債券（正常債権、不良債権、住宅用モーゲージ・ローン、および1ないし4世帯の住宅用モーゲージ・ローンを担保とする住宅用モーゲージ・ローンのプールに対する持分を表章するRMBSが含まれる場合があります。）に直接または間接的に投資しており、また将来においてもこれを行う可能性があります。住宅債券（RMBSを含みます。）への投資は、信用リスク、市場リスク、金利リスク、構造リスクおよび法的リスクを含む様々なリスクや不確実性にさらされています。これらのリスクは、経済および不動産市場全般における変動により増大する可能性があります。米国または世界経済の悪化は、住宅の所有者およびテナントの財務状況に悪影響を及ぼす可能性があり、それにより、当該所有者およびテナントが住宅用不動産に関連する定期的な返済義務を履行することがより困難になる可能性があります。住宅債券は、上場しておらず、特にモーゲージおよび不動産市場セクターの脆弱性が認識された場合には、当該証券の市場が限られる可能性があります。また、RMBSの利息および元本の支払いは、伝統的な債券よりも頻度が高く、裏付住宅用モーゲージ・ローンはいつでも期限前返済が可能のため、RMBSの元本はいつでも期限前返済が可能な場合が多くなります。

住宅用モーゲージ・ローンは、政府機関によって証券化され、発行済みの証券が保証される場合もありますが、その借入人のみの債務であり、通常、他のいかなる者または法主体によっても保険は付されず、また保証もされません。住宅用モーゲージ・ローンの債務不履行率および損失は、全般的な経済情勢およびモーゲージ不動産の所在する地理的地域における経済情勢、当該モーゲージ・ローンの条件、当該モーゲージ不動産に対する借入人の持分ならびに借入人の財務状況を含む多くの要因の影響を受けます。モーゲージ・ローンの中には、信用度がサブプライムである（すなわち、ファニーメイおよびフレディマックの通常の信用基準を満たさない）ものもあります。サブプライム・モーゲージ・ローンは、通常の信用基準を満たすモーゲージ・ローンよりも支払遅延や清算手続が発生する可能性が高くなります。住宅用モーゲージ・ローンが債務不履行に陥った場合、当該住宅用モーゲージ・ローンの担保実行は、長期にわたる困難なプロセスとなる可能性があり、また多額の費用がかかる可能性があります。さらに、債務不履行に陥った住宅用モーゲージ・ローンまたは差し押さえられた不動産の市場は、非常に限られる可能性があります。

RMBSの発行における住宅用モーゲージ・ローンは、消費者保護のための様々な米国の連邦法および州法、外国の法律、公共政策ならびに公平原則（とりわけ、金利その他の手数料を規制するもの、一定の開示を義務付けるもの、オリジネーターのライセンス取得を義務付けるもの、差別的貸付行為を禁止するもの、消費者信用情報の利用を規制するもの、および債権回収行為を規制するもの）の適用も受ける場合があります。さらに、米国では、略奪的な貸付行為を抑止することを目的とした多くの法案が、連邦、州および地方自治体レベルで提出されています。このような法律、公共政策および原則に違反した場合、住宅用モーゲージ・ローンの元本または利息の全部または一部を回収するサービスの能力が制限され、借入人は過去に支払った金額の払い戻しを受ける権利を有し、またはサービスが損害賠償や行政執行の対象となる場合があります。このような違反は、関連するRMBSの発行におけるキャッシュ・フローの遅延や損失をもたらす可能性もあります。

投資対象ファンドによるRMBS（政府系モーゲージ・パススルー証券およびノンエージェンシーRMBSが含まれる場合があります。）への投資は、投資対象ファンドの業績および財務状況に悪影響を及ぼす可能性のある一定のその他のリスクにさらされています。

投資対象ファンドによるRMBSへの投資は、裏付住宅用モーゲージ・ローンに付随する債務不履行、差押えの期限延長、詐欺、住宅価格の下落ならびにローン元本額、金利および元本償却に係る不利な変更のリスクにさらされています。投資対象ファンドの投資対象の裏付けとなる資産において、地理、不動産の種類または一定のその他の点に関して偏りがある場合、投資対象ファンドが上記の一定のリスクにさらされる可能性はさらに高くなります。投資対象ファンドによるRMBSへの投資の裏付けとなる住宅用モーゲージ・ローンに関して債務不履行が発生し、基本的なまたは追加の信用補完が受けられなくなった場合、投資対象ファンドは、その投資対象について想定していたリターンを実現できず、また当該投資対象について損失を被る可能性があります。RMBSのポートフォリオは、常に、米国のごく一部の州もしくは地域またはごく一部の外国に所在する不動産を担保とする、不相応に大きな元本総額を有する住宅用モーゲージ・ローンに裏付けられる可能性があります。その結果、当該住宅用モーゲージ・ローンは、不動産所在地がより分散しているモーゲージ・ローンのプールの場合よりも、当該地域に関連する地理的リスク（不利な経済情勢、不利な政治的变化、当該地域に所在する産業に影響を与える有害事象および当該地域に影響を与える自然災害等）の影響を受けやすくなる可能性があります。投資対象ファンドはまた、住宅用不動産に裏付けられるノンエージェンシーRMBSを取得する場合もありますが、エージェンシーRMBSとは異なり、ノンエージェンシーRMBSの元本および利息は、連邦政府の認可を受けた法主体（ファニーメイやフレディマック等、および連邦政府抵当金庫（以下「ジニーメイ」といいます。）の場合には、米国政府）によって保証されていません。さらに、投資対象ファンドは、政府系モーゲージ・パススルー証券に投資する場合があります。かかる証券は、連邦政府機関が個人の貸付人から購入したか、または民間の貸付人が組成したもので、かつ連邦政府機関により保証される住宅用モーゲージ・ローン（ジニーメイ、ファニーメイおよびフレディマックが発行または保証するものを含みます。）のプールに対する参加持分を表章するものです。ジニーメイの証書は、米国政府の直

接的な債務であり、そのため、米国の「全面的な信頼と信用」によって裏付けられています。ファニーメイは連邦政府が公認する民間企業であり、フレディマックは米国の法人型政府機関です。ファニーメイとフレディマックの証書は、米国の全面的な信頼と信用に裏付けられてはいませんが、当該発行機関または組織は、その義務を履行するために、米国財務省の既存の信用供与枠から借入れを行う権利を有します。米国財務省は、当該信用供与枠を提供する法的義務を負っておらず、提供しないことを選択することもできます。

投資対象ファンドは、自己の債務担保証券への投資に関連するリスクに直面します。

投資対象ファンドは、債務担保証券（以下「CDO」といいます。）にも随時投資する可能性があります。CDOには、とりわけ、ローン担保証券（以下「CLO」といいます。）およびその他同様の仕組みの証券が含まれます。CLOは、一般的には、とりわけ国内外の優先担保付ローン、優先無担保ローンおよび劣後社債（投資適格未滿に格付けされるローンまたはそれと同等の無格付ローンを含みます。）を含むローンのプールによって担保された信託です。CDOは、管理報酬および管理事務費用を請求する場合があります。CLOに関して、信託からのキャッシュ・フローは、リスクおよび利回りが異なる2つ以上の部分（トランシェといいます。）に分割されます。最もリスクが高い部分が「エクイティ」・トランシェで、信託内の債券またはローンの債務不履行の大部分を負担し、最も深刻な状況を除いて、より上位のその他のトランシェを債務不履行から保護する役割を果たしています。CLO信託の上位のトランシェは、債務不履行から部分的に保護されているため、一般的に、裏付証券と比べて格付けが高く、利回りも低く、また投資適格の格付けを付与される場合もあります。CLOのトランシェは、エクイティ・トランシェにより保護されているものの、実際の債務不履行、担保の債務不履行およびトランシェの保護の消滅に起因する債務不履行に対する感応度の増大、市場で予想される債務不履行ならびにクラスとしてのCLO証券に対する忌避により、大きな損失を被る場合があります。CDOへの投資に係るリスクは、担保の種類および投資対象ファンドが投資するCDOのクラスに大きく左右されます。

通常、CLOその他のCDOは、私募により募集および販売されるため、証券法に基づく登録が行われません。その結果、CLOへの一部の投資は、流動性の低い証券として分類される場合があります。CLOおよびCDOの取引市場のボラティリティが当該投資対象の価値の下落をもたらす可能性があります。さらに、裏付モーゲージ・ポートフォリオがオリジネーターにより過大評価されていたか、またはその価値が後に下落した場合で、その結果として、信託に関連する利息および元本の支払いならびにその他の手数料の弁済または当該証券に係るその他の導管取り決めの履行のために利用可能な担保評価額が低くなった場合、投資対象ファンドは、多額の損失を被る可能性があります。また、投資対象ファンドが投資するCLOおよびCDOに関して、関連する裏付ローンに対する支配権は、「指図証券保有者」もしくは「支配クラス代表者」により指定され、またはその他関連する証券化文書に基づき指定されるスペシャル・サービサーまたは担保管理者を通じて行使されます。投資対象ファンドは、自身が指図証券保有者の指名権またはその他スペシャル・サービシング業務もしくは担保管理を指図する権利を有さないCLOまたはCDOのクラスを取得する場合があります。そのようなローンの管理およびサービシング業務に関して、関連するスペシャル・サービサーまたは担保管理人は、投資対象ファンドの利益に悪影響を及ぼす可能性のある措置を講じる可能性があります。債権商品に関連するリスク（例えば、金利リスクや信用リスク）に加えて、CDOは以下に掲げる追加的なリスクを伴います（ただし、これらに限定されるものではありません。）。（ ）担保証券からの分配金が利息その他の支払いに十分でない可能性があること、（ ）担保の質が低下し、または債務不履行に陥る可能性があること、（ ）投資対象ファンドが他のクラスに劣後するCDOに投資する可能性があること、および（ ）投資時点で当該証券の複雑な構造を完全に理解できず、発行体との紛争または予想外の投資結果が生じる可能性があること。

投資対象ファンドは、優先債権に比べて大きな信用リスクにさらされている劣後債権に投資しています。

投資対象ファンドは、発行体の資本構成において劣後する債権商品（CMB Sの劣後トランシェおよび「メザニン」または劣後モーゲージ・ローン（Bノート等）を含みます。）に従来から投資しており、また将来においても随時投資する可能性があります。投資対象ファンドが、発行体の資本構成において劣後する債権（CMB Sの劣後債券またはその他の「メザニン」債権を含みます。）に投資する場合、そのような投資対象およびそれに関する投資対象ファンドの救済（当該投資対象を担保する担保を差し押さえる能力を含みます。）は、発行体の資本構成におけるより上位のトランシェの保有者の権利に服し、また適用可能な範囲内で、債権者間契約、共同貸付人契約および参加契約の契約上の規定に従うこととなります。

劣後債権への投資は、発行体の資本構成におけるより上位のクラスまたはトランシェの債権に投資する場合よりも、債務不履行および損失に係る信用リスクが大きくなります。債権商品（不動産担保証券を含みます。）の劣後トランシェは、当該商品のその他のより上位のトランシェより先に債務不履行による損失を吸収します。これにより、特に当該商品（または証券）が信用補充または自己資本をほとんどまたは全く用いずに発行された場合に、リスクが生じます。その結果、投資対象ファンドが劣後債権商品（不動産担保証券を含みます。）に投資する場合、投資対象ファンドは、当該発行体に関して債権商品のその他のより上位のトランシェの保有者の後に、優先債権（裏付モーゲージ・ローン、優先メザニン債権またはCMB Sの優先債券を含みます。）に関する支払いまたは利息の分配を受け取る可能性が高く、また当該優先債権保有者より先に、当該優先債権に関する損失または債務不履行の影響を負担しなければなりません。

投資対象ファンドは、自己のメザニンローンへの投資に関連するリスクに直面します。

裏付不動産により直接的に担保されていないものの、メザニンローンも劣後リスクにさらされており、上記の劣後ローン持分と同様の一定の特徴を有しています。コマーシャル・モーゲージ・ローンに関しては、メザニンローンの返済は、裏付商業用不動産の運営が成功するかどうかにより左右されるため、同様の勘案事項およびリスクが伴います。メザニンローンはまた、その他の不動産の運営の成功によっても影響を受ける場合がありますが、メザニンローンは、裏付商業用不動産に対する持分によって担保されているわけではありません。

ほとんどのメザニンローンでは、ローン残高の大部分が、一度の「パルーン・ペイメント」で満期時に支払われます。借入人がパルーン・ペイメントを完全に履行できるかどうかは、その後の資金調達または機能する販売市場の利用可能性に大きく左右され、ローンを完全に履行できるかどうかは、借入人の信用または機能する販売市場へのアクセスの有無によって影響を受けることになります。一定の状況において、かつ信用不安のある時期には、不動産による資金調達が利用できないために、商業借入人が債務不履行に陥る可能性があります。また、そのようなテイクアウト・ファイナンスが行われない場合、ローンを返済する借入人の能力が損なわれる可能性があります。さらに、メザニンローンは、通常、ノン・リコースの性質を有します。したがって、借入人がローンに関して債務不履行に陥った場合、性質上、財務的回収のオプションは限られます。投資対象ファンドが直接または間接的に投資する商業用不動産ローンのプールまたはトランシェに関する基礎となる債務不履行率が上昇した場合、それらに関連する投資対象ファンドの投資対象のパフォーマンスが悪影響を受ける可能性があります。

*B ノートおよび A / B ストラクチャーは、投資対象ファンドの業績および財務状況に悪影響を及ぼす可能性のある追加的なリスクをもたらす可能性があります。*

投資対象ファンドは、B ノートに投資する可能性があります。B ノートは、一般的に、（ ）商業用不動産または関連不動産グループに対する第一順位のモーゲージにより担保され、かつ（ ）同一の担保により担保される同一の第一順位のモーゲージの A ノート部分（投資対象ファンドが保有を予定していないもの）に劣後するモーゲージ・ローンのことです。この投資の結果、借入人が債務不履行に陥った場合、A ノート保有者への支払いを行った後、B ノート保有者への返金のための資金が十分に残っていない可能性があります。各取引は相対取引で行われるため、B ノートは、それぞれ構造上の特徴やリスクが異なる場合があります。B ノート投資には、上記のリスクに加えて、本書に記載するものを含め、一定の追加的なリスクが適用されます。ローンの B ノート部分は、一般的にローン全体に比べて少額であり、最初に損失を被る部分です。A ノート保有者が B ノート保有者に不利となるような一定の措置を講じたり、または一定の利益を受けることを防ぐ手段として、B ノート保有者は、A ノートをその保有者から買い取る権利をしばしば有します（ただし、常に有するわけではありません。）。この権利を有する場合であっても、投資対象ファンドにとっては意味がない場合があります。例えば、投資対象ファンドは、自己の B ノート持分の保護のために利用可能な資金を有していない場合があります、または A ノートの購入により、投資対象ファンドの全体的なポートフォリオやリスク / リターン特性が投資対象ファンドの投資主にとって不利なものに変化してしまう可能性があります。また、B ノートは、「レイク債」の形式をとる場合があります。「レイク債」は、モーゲージ物件を担保とする単一の約束手形のみによって裏付けられる C M B S で、当該約束手形は、支払権において、同一のモーゲージ物件を担保とする一つまたは複数の別の約束手形に劣後します。

*投資対象ファンドは、その広範な投資ガイドラインに従い、幅広い種類の不動産債権に投資する可能性があります。*

投資対象ファンドの広範な投資ガイドラインに従い、投資対象ファンドの投資対象不動産債権には、C M B S、不動産関連社債、モーゲージ、ローン、メザニンその他の形式の債権（住宅ローン担保証券その他の住宅債券および不動産関連企業の債権を含みます。）、優先株式およびデリバティブが含まれますが、これらに限定されるものではありません。また、そのような投資対象は、不動産資産によって担保されない場合があります。投資対象ファンド投資顧問会社は、投資ガイドラインおよび投資対象ファンドの基本定款に合致する場合に限り、投資対象ファンドの投資目的の達成に役立つと自らが考える新しい投資手法を用いるか、またはそのような新しい投資対象に投資することもできます（かかる投資手法または商品が本書において具体的に定義されているか否かを問いません。）。新しい投資手法または商品は、採用する前に市場において十分に検証されていない場合があります、また運用上または理論上の欠陥がある場合があります、その結果、投資が不成功に終わり、ひいては投資対象ファンドに損失をもたらす可能性があります。また、投資対象ファンドにより開発された新しい投資手法または商品は、従来の投資手法または商品よりも投機的である可能性があり、重大な予想外のリスクを伴う可能性があります。投資対象ファンドの取締役会は、投資対象ファンドの投資主の同意を得ることなく、投資対象ファンドの投資ガイドラインを変更する場合があります。

*投資対象ファンドは、不動産関連株式に投資しています。不動産関連株式は、債務に劣後しますが、異なる権利を伴います。*

投資対象ファンドは、非支配的優先株式ポジション、普通株式その他の不動産関連持分に従来から投資しており、また将来においても随時投資する可能性があります。優先株式は、通常、コマーシャル・メザニンローンおよびモーゲージ・ローンを含む既存および将来のすべての債務に劣後しますが、所有者の普通株式よりも上位となります。優先株式は、一般的に、利息ではなく、配当を支払うものであり、現時点で支払いのための十分なキャッシュ・フローがない場合には、当該配当を累積させる権利をしばしば有します。これらの持分は、裏付不動産によって担保されているわけではありませんが、債務不履行が発生した場合、優先株式の提供者は、一般的に、当該不動産の所有権に関して支配権の変更を実行する権利を有します。また、株式投資は、ロックアウト期間、限られた取引高またはその譲渡、売却、質権設定もしくは処分に対するその他の制限もしくは禁止事項（当該証券の売却に関して発行体との調整を求めるために必要なSECへの登録を含みます。）により、流動性が低くなり、または流動性が制限される場合があります。投資対象ファンドによる不動産関連株式への投資は、当該株式の特定の発行体に関連するリスク（当該発行体の財務状況および事業の見通しを含みます。）を伴います。不動産関連株式の発行体は、自己の事業運営その他の費用を負担し、また管理報酬および／または業績連動報酬（プロモート等）を負担する場合があります、これらは株式保有者である投資対象ファンドが間接的に負担することになります。

投資対象ファンドは、不動産企業の債権に投資しています。不動産企業の債権は、不動産関連事業の所有および／または運営を行う企業により発行された担保付きおよび無担保の債権で構成されます。

投資対象ファンドは、米国および外国の企業その他の事業体により発行された満期が様々な企業関連債権に従来から投資しており、また将来においても投資する可能性があります。当該企業関連債権には、ローン、社債、無担保債券、手形およびその他類似の企業関連債権商品（転換証券を含みます。）が含まれます。債券は、固定金利または変動金利の債務であり、為替手形、手形、無担保債券、マネー・マーケット商品ならびに類似の商品および証券が含まれます。社債は、通常、企業その他の発行体が投資者から資金を借り入れるために利用されます。発行体は、投資者に一定の利率の利息を支払い、また通常、満期日以前に借入金額を返済しなければなりません。社債の利率は、固定の場合も変動の場合もあり、参照金利に反比例して変動する場合があります。一部の債務の収益率または元本返済率は、米ドルと一つまたは複数の外国通貨との間の為替レートの水準に連動するか、またはこれを参照する場合があります。債務商品は、ワラント付きで取得される場合があります。一部の債券は、満期日がない「永久債」です。

投資対象ファンドによる不動産関連社債への投資は、金利リスク、信用リスク、高利回りリスク、発行体リスク、外国（非米国）投資リスク、インフレーション／デフレーション・リスク、流動性リスク、小規模企業リスクおよび管理リスクを含む多数のリスクにさらされています。投資対象ファンドは、通常、自らが投資する企業関連債権の発行体により所有または運営される不動産資産に対して直接的な求償権を有さず、また当該企業関連債権の価値は、多くの要因の影響を受け、当該企業発行体の保有する不動産の価値とは密接に連動しない可能性があります。

投資対象ファンドは、中核事業の一つとして不動産または不動産債権への投資を行っている他のＲＥＩＴおよびその他の不動産関連企業の株式に投資しています。これにより、投資対象ファンドは、投資対象ファンド自身の普通投資証券への投資に関連するリスクを含む一定のリスクにさらされます。

主に不動産または不動産債権に投資するＲＥＩＴは、不動産市場、不動産債権市場および証券市場のリスクにさらされています。

ＲＥＩＴは、専門的な管理技能に依存しており、投資先が限定されるため、限られた数のプロジェクトのための資金調達に内在するリスクにさらされています。ＲＥＩＴは、管理報酬その他の費用がかかるため、投資対象ファンドがＲＥＩＴに投資する場合、投資対象ファンドはＲＥＩＴの運営に係るコストのうち自らの持分割合に相当する分を負担します。ＲＥＩＴおよび不動産関連企業への投資は、不動産業界への投資全般に関連するリスクに加えて、一定の特有のリスクを伴います。ＲＥＩＴの投資証券の市場価値および収益を分配するＲＥＩＴの能力は、投資対象ファンドの普通投資証券への投資に関連するものとして本書に記載されるリスクを含む複数の要因により、悪影響を受ける可能性があります。ＲＥＩＴは、通常、投資主への分配のためのキャッシュ・フローを生み出すＲＥＩＴの能力に依存しており、一部のＲＥＩＴには、自己清算条項が付されており、これによりいつでも保有モーゲージを全額弁済し、投資利益の分配を行うことができます。また、投資対象ファンドがＲＥＩＴから受領した分配金は、配当金、キャピタル・ゲインおよび／または投資元本の返還で構成される場合があります。一般的に、投資対象ファンドがＲＥＩＴの投資証券から受領し、投資対象ファンドの投資主に対して分配する配当金は、適格配当所得に適用される軽減税率の対象となる「適格配当所得」には該当しません。また、ＲＥＩＴのパフォーマンスは、税法の改正またはＲＥＩＴが所得に対するパススルー課税の免除の資格を取得できないことにより影響を受ける可能性があります。

ＲＥＩＴ（特に、モーゲージＲＥＩＴ）は、金利リスクにもさらされています。金利の上昇により、ＲＥＩＴ投資者が年間利回りの引上げを求める可能性があり、これにより、ひいてはＲＥＩＴが発行する株式の市場価格が下落する可能性があります。

時価総額が小さいことが多い一部のＲＥＩＴおよび不動産関連企業への投資は、その他の小資本企業への投資と同様のリスクも伴う可能性があります。ＲＥＩＴおよび不動産関連企業は資金力が限られている場合があり、その証券は大企業の証券に比べて取引頻度や取引量が少なく、急激または不規則な値動きをする可能性があります。

*投資対象ファンドの投資対象の一部に追加出資要件が課される可能性があります。*

投資対象ファンドの投資対象（開発段階のもの（もしあれば）を含みます。）には、その運転資本要件または開発戦略を満たすために追加の資金調達が必要となると見込まれるものがあります。必要な追加の資金調達の金額は、特定の資産の満期および目的に左右され、当該時点において不利な価格となる場合があります。資金調達（投資対象ファンドからかその他の投資者からかを問いません。）の各ラウンドは、通常、資産のライフサイクルにおける次の主要マイルストーンを達成するために十分な資金を調達することを目的としています。調達資金が十分でない場合、追加の資金は、投資対象ファンドを含む既存の投資者にとって不利な価格での調達を余儀なくされる可能性があります。また、投資対象ファンドは、追加の資金調達が計画された場合に投資対象ファンドの出資比率を維持するために、または当該ポートフォリオ組入企業の業績が期待に沿わない場合に投資対象ファンドの投資対象を保護するために、債務および株式への追加投資を行うか、または当該ポートフォリオ組入企業への初期投資において取得したワラント、オプション、転換証券もしくはその他の権利を行使する可能性があります。資金調達の可否は、通常、投資対象ファンドまたはポートフォリオ組入企業の支配の及ばない資本市場の状況に左右されます。投資対象ファンドまたはポートフォリオ組入企業が成功に必要な将来の出資要件を正確に予測できるとの保証はなく、またいかなる資金源からも追加の資金調達が可能であるとの保証もありません。投資対象に関して十分な追加の資金を調達することができなかった場合、投資対象ファンドのパフォーマンスに悪影響を及ぼす可能性があります。

投資対象ファンドは、自己の証券投資に関連する「スプレッド拡大」リスクに直面する可能性があります。

本書に記載されるリスクに必ずしも起因しない理由（例えば、需給の不均衡またはその他の市場原理）により、投資対象ファンドが投資する有価証券の市場スプレッドが大幅に拡大し、当該証券の価格が下落する可能性があります。このような「スプレッド拡大」リスクを予測し、または当該リスクに対してヘッジを行うことができない場合があります。前記「投資対象ファンドの投資対象の一部は、債務不履行リスクが高く、流動性が低いディストレスト証券となる可能性があります。」の項に記載される価格設定において認識された割引は、投資対象ファンドが投資する不動産債権の裏付けとなる不動産資産の真の価値を反映していない可能性があります。したがって、投資対象ファンドによる当該債権への投資後に当該資産に関する価値がさらに下落する可能性があります。また、投資対象ファンドの投資対象の時価会計は、投資対象の換金前に、報告値に中間的な影響を与えます。

投資対象ファンドは、多くのリスクを伴うデリバティブを活用しています。

投資対象ファンドは、従来からデリバティブ取引（オプション契約、先物契約、先物契約のオプション、先渡契約、金利スワップ、トータル・リターン・スワップ、クレジット・デフォルト・スワップおよび投資、ヘッジまたはレバレッジを目的とするその他のスワップ契約を含みますが、これらに限定されるものではありません。）に投資しており、また将来においても投資する可能性があります。デリバティブ商品は、特に大量に購入する場合には、どのような状況でも流動性が高いわけではないため、ボラティリティの高い市場においては、投資対象ファンドは、損失を被らずにポジションを手仕舞いすることができない可能性があります。投資対象ファンドによるデリバティブ商品の利用は、特に投機的なものになる可能性があり、当該商品の利用がなければ投資対象ファンドが負担しなかったであろう投資リスクおよび取引コストを伴います。また、デリバティブの利用は、一般的に、デリバティブによって生じる投資エクスポージャーが投資対象ファンドによるデリバティブへの当初の投資額を大幅に上回る可能性があるという意味で、レバレッジを伴います。レバレッジは、投資リスク、市場リスクその他の一定のリスクを増大させます。したがって、デリバティブの利用は、元本額を上回り、かつ、その利用がなかった場合の損失を上回るような損失をもたらす可能性があります。そのようなデリバティブの価値は、裏付商品またはコモディティの価格にも左右されます。当該デリバティブおよびその他のカスタム商品は、関連するカウンターパーティーによる不履行リスクにもさらされています。また、価格変動に対して日々課される事実上のまたは黙示の制限や、投資対象ファンドがそのデリバティブ商品の取引を行っている取引所または店頭市場に対して課される投機的ポジションの制限により、ポジションの速やかな清算ができない可能性があり、投資対象ファンドがより多額の損失を被る可能性があります。投資対象ファンドが売買するデリバティブ商品には、店頭で取引されないかまたは上場していない商品が含まれる場合があります。そのような商品は、上場商品に比べて、債務者の不履行リスクが大きくなる可能性があり、また投資対象ファンドによる当該商品の処分または手仕舞いが容易でない可能性があります。さらに、店頭で取引される非上場デリバティブ商品は、その「買呼値」と「売呼値」の間に大きな乖離が生じる場合があります。このような店頭デリバティブは、上場商品とは異なる種類および水準の投資者保護または政府の規制の適用も受けません。

デリバティブの利用が成功するかどうかは、投資対象ファンド投資顧問会社の能力に左右されます。デリバティブ戦略を採用するために必要な技能は、ポートフォリオ投資対象を選定するために必要な技能とは異なり、投資対象ファンド投資顧問会社は、当該戦略に関連して、市況、流動性、市場価値、金利またはその他の適用ある要因に関する予測を行わなければならないませんが、当該予測は不正確なものとなる場合もあります。デリバティブ投資の利用により、投資対象ファンドが、不適切な時期に、または現在の市場価値を下回るかもしくは上回る価格でポートフォリオ投資対象を売買しなければならない可能性があり、投資対象ファンドが投資対象に関して実現可能なキャピタル・ゲインが制限される可能性があり、または投資対象ファンドが、デリバティブを利用しない場合であれば売却を希望する可能性のある有価証券の保有を余儀なくされる可能性があります。投資対象ファンドは、そのデリバティブ契約のカウンターパーティー（上場商品の場合の決済会社か、店頭商品の場合の別の第三者かを問いません。）に関する信用リスクにもさらされます。また、デリバティブの利用は、当該商品に関連する特定の追加的なリスク（十分な資産の相関関係の不存在、金利または参照商品の価格に関するボラティリティの上昇およびデュレーション／期間のミスマッチを含みます。）にさらされ、これらのリスクはいずれも、追加的な損失リスクをもたらす可能性があります。

コモディティ・プール・オペレーターとしての規制適用の免除の取得および維持ができない場合、投資対象ファンドは、投資対象ファンドの事業、業績および財務状況に重大な悪影響を及ぼす可能性のある追加の規制およびコンプライアンス要件の適用を受ける可能性があります。

コモディティ・プール・オペレーターとしての規制適用の免除に依拠する投資対象ファンドの能力を維持するために必要な、米国商品先物取引委員会（以下「CFTC」といいます。）への「コモディティ・プール・オペレーター」としての登録または投資対象ファンドの運営における変更（投資対象ファンドが一部の特定の対象法令上の欠格事項の対象となるような変更を含みますが、これに限定されるものではありません。）は、投資対象ファンドの投資プログラムを実行し、投資対象ファンドの運営を行い、および／または投資対象ファンドの目的を達成する投資対象ファンドの能力に悪影響を及ぼす可能性があり、また当該変更等により、投資対象ファンドが一定の追加の経費、費用および管理事務面の負担を負う可能性があります。さらに、投資対象ファンドがCFTCの規制を遵守するために「コモディティ持分」とみなされる持分への投資の停止または制限を決定した場合、投資対象ファンドの投資目的を実行し、および投資対象ファンドの運営に関連するリスクをヘッジする投資対象ファンドの能力に重大な悪影響を及ぼす可能性があります。

投資対象ファンドは、公開市場での購入または上場取引証券への投資を行う場合があります。

投資対象ファンドの投資戦略の大きな構成要素となることは想定されていないものの、投資対象ファンドは、（公開市場でまたはその他の活発な市場を通じて（私的取引によるものを含みます。））上場取引されている有価証券に投資することができ、したがって、上場取引証券への投資に内在するリスクにさらされています。上場取引証券に投資する際、投資対象ファンドは、財務に係る誓約条項またはその他の契約上のガバナンスの権利（相対取引の投資を行う場合であれば取得可能だった可能性のある経営権を含みます。）を取得できない可能性があります。さらに、投資対象ファンドは、潜在的な投資対象の調査時または投資後のいずれの場合も、上場取引証券への投資に関して、相対取引による投資の場合と同様の情報入手ができない可能性があります。また、ブラックストーンが上場取引証券の発行体に関して重大な非公開情報を有しているとみなされる可能性があることを理由に、またはその他の内部の方針もしくは要件を理由に、投資対象ファンドは、上場取引証券に投資を行う能力および上場取引証券の既存の投資対象を売却する能力を制限される可能性があります。このような状況において上場取引証券を売却することができない場合、投資結果に重大な悪影響を及ぼす可能性があります。また、取得された公開会社の有価証券は、関連する法域の状況および証券法に依拠して、ロックアップ期間が適用される場合があります。

政治的な変化が不動産債権市場に影響を与える可能性があります。

現行の米国の規制環境は、将来の立法動向やその時の米国大統領の規制指針による影響を受ける可能性があります。米国財務省は、銀行規制の合理化およびドッド・フランク法の主要な条項の変更ならびに2008年の金融危機後に規制当局が講じたその他の措置について、複数の報告書で一連の勧告を発表しています。

米国議会選挙その他の選挙の結果は、投資対象ファンドおよびその投資対象ならびに投資対象ファンド投資顧問会社およびその関連会社が活動する地域の法体制、税制および規制体制に関して不確実性をもたらします。特に、経済政策（金利および外国貿易に関するものを含みます。）、投資運用業界の規制、税法、移民政策および／または政府の給付金制度に大きな変更があった場合、投資対象ファンドおよびその投資対象に重大な悪影響を及ぼす可能性があります。

投資対象ファンドは、投資対象ファンドのCMB S投資対象の一部についてノン・リコース証券化を利用する場合があります、これにより投資対象ファンドは、損失をもたらす可能性のあるリスクにさらされる可能性があります。

投資対象ファンドは、REITおよび投資会社法上の要件に合致する範囲内で、投資対象ファンドのCMB Sの一部についてノン・リコース証券化の利用を求める可能性があります。これには、投資対象ファンドが、特別目的ビークルを設定し、投資対象ファンドの資産プールを当該ビークルに拠出し、および当該ビークルに対する持分をノン・リコースで購入者（投資適格のローン・プールへの投資においてより低い金利を進んで受け入れると投資対象ファンドが予想する者）に売却することが含まれる可能性があります。投資対象ファンドは、ローンまたは投資対象の証券化プールに対する持分の全部または一部を保持することを予定します。このような資金調達に先立ち、投資対象ファンドは、十分な量の証券が蓄積されるまで、証券取得のための資金調達に短期ファシリティを利用する場合があります。十分な量の証券が蓄積された時点で、投資対象ファンドは、証券化（CMB S等）、CLOの発行、ローン・パーティシペーションの私募またはその他の長期資金調達により当該ファシリティのリファイナンスを行います。投資対象ファンドがこの戦略を採用した場合、投資対象ファンドは、自己の短期ファシリティが利用可能な間は、CMB S、CLOまたは私募発行の効率を最大化

するために十分な量の適格証券を取得できないというリスクにさらされます。投資対象ファンドは、長期資金調達に必要な適格証券の追求および取得のためのより多くの時間を確保するために自己の短期クレジット・ファシリティを延長することが必要と考える場合であっても、短期クレジット・ファシリティを取得できない、または短期クレジット・ファシリティの期限が切れた後に当該ファシリティを更新できないというリスクにもさらされます。投資対象ファンドのローンおよび投資対象の長期的な資金調達を行うための投資対象ファンドのポートフォリオの証券化を完了できない場合、投資対象ファンドは、魅力的でない可能性のあるその他の形式の資金調達を模索するか、または不適切な時期や価格で資産を清算する必要が生じる可能性があり、これは、投資対象ファンドのパフォーマンスおよび投資対象ファンドの事業を拡大する能力に悪影響を及ぼす可能性があります。さらに、資本市場の状況（資本およびクレジット市場のボラティリティおよび混乱を含みます。）により、特定の時期にノン・リコース証券化が行えない場合があります、または投資対象ファンドが十分な適格資産を有している場合であっても、そのような証券化の発行が投資対象ファンドにとって魅力的でなくなる可能性があります。投資対象ファンドは、自ら取得したモーゲージ・ローンの価値が証券化前に下落した場合、損失を被る可能性もあります。モーゲージ・ローンの価値の下落の要因としては、特に、金利の変動および当該ローンの信用度の変化が挙げられます。また、取引実行に伴い発生する取引コストは、投資対象ファンドが負担する可能性のある、または引当金が必要になる可能性のある負債に影響を与え、取引の実行に関連して、投資対象ファンドに損失をもたらす可能性があります。上記の理由またはその他の理由により、投資対象ファンドが将来の証券化の実行またはそれへの参加において損失を被った場合、投資対象ファンドの事業および財務状況に重大な悪影響を及ぼす可能性があります。

また、投資対象ファンドが発行体に対して保持する持分は、投資者に対して発行される債券に劣後し、したがって、投資対象ファンドは、当該債券の所有者が損失を被る前に資産の証券化プールに関して被る損失のすべてを吸収することになるため、投資対象ファンドのポートフォリオ投資対象の証券化は、投資対象ファンドの損失に対するエクスポージャーを増大させる可能性があります。投資対象ファンドのポートフォリオを証券化できない場合、投資対象ファンドのパフォーマンスおよび投資対象ファンドの事業を拡大する能力が損なわれる可能性があります。同時に、投資対象ファンドのローンまたは投資対象の証券化は、投資対象ファンドがその持分を売却しない残余ローンまたは投資対象が損失を出すリスクや可能性がより高くなる傾向があるため、投資対象ファンドが損失を被る可能性があります。さらに、ドッド・フランク法には、すべての資産担保証券に関してリスク保持要件を定めています。これは、公的および民間の証券化業者の双方に対して、資産担保証券の発行を担保する資産の信用リスクの5%以上を保持するよう義務付けるものです。誰がリスク保持持分を保有するか、リスク保持持分を保有する法主体の構造、および当該リスク保持持分の譲渡の時期や方法に関しては、現在大幅に制限されており、また将来において制限が追加される可能性があります。したがって、このようなリスク保持持分は、一般的に、流動性が低くなります。リスク保持要件によって、投資対象ファンドは、自身がモーゲージ・ローンを売却する証券化において、および/または自身が発行体として行為する証券化において、一定の持分を購入および保持しなければならない可能性があり、証券化において、一定の持分をその従来の利回り水準を下回る価格で売却しなければならない可能性があり、および/または投資対象ファンドが従来締結する必要のなかったリスク保持に関する一定の取り決めに締結しなければならない可能性があります。したがって、リスク保持規則は、モーゲージ・ローンの証券化に関連する投資対象ファンドの潜在的な負債を増大させ、および/または投資対象ファンドの潜在的な利益を減少させる可能性があります。そのため、このようなリスク保持規則は、資産証券化の管理事務コストおよび運営コストを増大させる可能性があります。

投資対象ファンドは、自身が取得したローンまたはC M B Sの一部について担保実行を行うことが必要または望ましいと考える場合があり、また差押えのプロセスは、期間が長くかかったり、高額である場合があります。

投資対象ファンドは、自身が取得したローンまたはC M B Sの一部について担保実行を行うことが必要または望ましいと考える場合があり、また差押えのプロセスは、期間が長くかかったり、高額である場合があります。適用あるローンの条件の保護（ローンの有効性または失効可能性ならびに想定される優先順位の維持および適用ある担保権の対抗要件具備を含みます。）が十分でない場合があります。さらに、投資対象ファンドの権利の行使を妨げるような請求が貸付人または借入人から主張される場合があります。借入人は、投資対象ファンドに対して多数の請求、反訴および抗弁（融資者責任請求および抗弁を含みますが、これらに限定されるものではありません。）を主張することによって差押措置に対抗することがあり、かかる主張は、たとえ事実無根であっても、差押措置を長引かせようとするものであり、貸付人にローンの修正またはローンにおける借入人のポジションの有利な形での買い取りを迫るものです。一部の州では、差押措置は、訴訟の開始まで最大で数年またはそれ以上かかる場合があります。差押えの手続前または手続中、借入人は破産の申立てまたはこれに相当する申立てを行うことができ、その場合、差押措置は停止され、差押えのプロセスがさらに遅れる可能性があり、その結果借入人の債務が減少し、または免除される可能性があります。差押えは、関連する不動産の社会的イメージを悪化させる可能性があり、その結果、その価値が減少し、当該差押えまたはその他類似の不動産所有手続において、投資対象ファンドは、不動産の直接所有に関連する様々なリスク（環境賠償責任を含みます。）にもさらされる可能性があります。たとえ投資対象ファンドがローンの担保実行に成功した場合でも、裏付不動産の売却に伴う清算手続は、ローンにおける投資対象ファンドのコスト・ベースを回収するには十分でない可能性があり、その結果、投資対象ファンドが損失を被る可能性があります。さらに、ローンの担保実行または裏付不動産の清算に係るコストまたは遅延は、純手取金をさらに減少させるため、損失を増大させることになります。

#### 債務による資金調達に関連するリスク

投資対象ファンドは、その多額の債務により、より高い損失リスクにさらされる場合あり、投資対象ファンドの運用成績および財務状況に悪影響が及ぶ可能性があります。

投資対象ファンドは、現在、未払債務を有しており、また市況および利用可能性によっては、取引別または資産別の資金調達の取り決めに加えて、銀行のクレジット・ファシリティ（ターム・ローンおよびリボルビング・ファシリティを含みます。）、ウェアハウス・ファシリティおよびストラクチャード・ファイナンスの取り決め、公的および民間の債務および債券の発行（証券化によるものを含みます。）、レボ契約ならびにデリバティブ商品による多額の追加債務を負う可能性があります。投資対象ファンドはまた、その成長の資金として追加の債務証券を発行することがあります。投資対象ファンドが使用するレバレッジの比率は、投資対象ファンドの利用可能な資本、貸付人との資金調達取り決めを取得した利用する投資対象ファンドの能力、投資対象ファンドが調達する資産の種類、リコース・ファイナンスまたはノンリコース・ファイナンスの別、かかる資金調達取り決めに含まれる債務制限、ならびに貸付人および格付機関による投資対象ファンドの投資ポートフォリオのキャッシュ・フローに関する安定性の評価によって異なります。投資対象ファンドは、その取締役会の承認を得ることなく、投資対象ファンドが利用するレバレッジの金額をいつでも大幅に引き上げることができます。また、投資対象ファンドは、個別資産について著しく高い水準でレバレッジを利用することができます。投資対象ファンドが多額の債務を被った場合、実現すれば投資対象ファンドに重大な悪影響を及ぼす多くのリスクにさらされる可能性があります。かかるリスクには、以下が含まれますが、これらに限定されるものではありません。

- ・投資対象ファンドの運営によるキャッシュ・フローが、投資対象ファンドの債務の元本および利息の支払義務を履行するのに不十分であり、または、投資対象ファンドが、その債務契約に含まれる誓約を遵守することができない可能性があり、その結果として、（i）当該債務（およびクロス・デフォルトまたはクロス・アクセラレーション条項を含むその他の債務）の期限の利益を喪失し、そのため投資対象ファンドが内部資金からの返済または有利な条件によるもしくは一切の借り換えを行うことができず、（ii）投資対象ファンドがその資金調達取り決めに基づく借入金を期日に支払っている場合でも、かかる取り決めに基づく未引出金を借り入れることができず、そのため投資対象ファンドの流動性が低下し、また/または（iii）投資対象ファンドの担保資産の一部または全部の差押えまたは売却による損失を被る可能性が高くなります。
- ・投資対象ファンドの債務は、不利な経済情勢および産業状況に対する投資対象ファンドの脆弱性を増大させる可能性があり、投資利回りが資金調達コストの増加を相殺するのに十分な金額について上昇するとの保証もありません。
- ・投資対象ファンドは、運営によるそのキャッシュ・フローの大部分を、投資対象ファンドの債務の支払いに充てることを要求される場合があり、その結果、運営、将来の事業機会、投資主への分配またはその他の用途に利用可能な資金が減少する可能性があります。
- ・投資対象ファンドは、その運営の柔軟性を制限する債務商品の条件に基づく財務制限条項の適用を受ける場合があり、これにより投資対象ファンドの運用成績に悪影響が及ぶ可能性があります。

・投資対象ファンドは、資金調達していた裏付投資対象の満期（または実現）前に満期を迎えるいずれかの債務の借り換えを有利な条件でまたは全く行うことができない可能性があります。

レバレッジ戦略が成功するとの保証はなく、また当該戦略により、投資対象ファンドは、より高い損失リスクにさらされ、また投資対象ファンドの運用成績および財務状況に悪影響が及ぶおそれがあります。

投資対象ファンドは、信用市場の不利な変化に直面する可能性があります。

金利が上昇した結果、2022年に経験したように、世界の信用市場または投資対象ファンドのモーゲージ債務その他の借入れに不利な変化が生じた場合、投資対象ファンドが有利な資金調達を行うことが一層困難となるおそれがあります。投資対象ファンドが有利な資金調達の条件を得ることができない限りにおいて、投資対象ファンドがその投資主にとり魅力的な投資リターンを生み出す能力は、悪影響を受けることになります。投資対象ファンドが有利な資金調達の条件を得ることができない場合、投資対象ファンドは、投資対象ファンドのポートフォリオに適切にレバレッジをかけることができないか、資金調達費用の増加に直面するか、または投資対象ファンドの投資活動に対する制限の強化に直面する可能性があります、これらのいずれも、投資対象ファンドのパフォーマンスにマイナスの影響を及ぼすと考えられます。

投資対象ファンドは、モーゲージ債務およびその他の借入れを負いますが、これにより投資対象ファンドの事業リスクが増大する可能性があります、投資対象ファンドが分配を行う能力が阻害されるおそれがあり、ファンドの投資の価値が下落する可能性があります。

投資不動産の取得のための資金の調達は、その相当部分が借入れにより行われる可能性があります、これにより投資対象ファンドの損失に対するエクスポージャーは増大します。投資対象ファンドの基本定款に基づき、投資対象ファンドには、投資対象ファンドが投資対象ファンドの純資産の300%を超える借入れ（これは投資対象ファンドの投資コストの75%を借り入れることに相当します。）を行うことを禁止する制限（ただし、投資対象ファンドの独立取締役の過半数がこの制限を超える借入れを承認し、かつ、投資対象ファンドが投資対象ファンド投資主に対しかかる借入れを行う正当な理由を開示する場合を除きます。）がありますが、かかる制限は、投資対象ファンドが単一の投資に関して負うことができる債務額を制限するものではありません。投資対象ファンドの目標レバレッジ比率は60%の範囲内です。投資対象ファンドのレバレッジ比率は、（ ）不動産レベルおよび事業体レベルの連結債務から現金および融資関連の使途制限付現金を控除したものを、（ ）不動産投資の資産価値（公正市場価値および原価のいずれか高い方を用いて測定されます。）に投資対象ファンドの決済済みの不動産債権投資に対する持分を加えたもので除することにより測定されます。投資対象ファンドは、特に市場低迷期においてまたは大型買収に関連して、投資対象ファンドの目標レバレッジ比率を超えることがあります。レバレッジの利用は、高度の金融リスクが伴うものであり、金利上昇、景気低迷または投資状況の悪化などの不利な経済的要因に対する投資のエクスポージャーを増大させます。債務（「バルーン」ペイメントのあるモーゲージを含みます。）の元本および利息の支払いは、不動産から得られるキャッシュ・フローが十分であるかにかかわらず行わなければならないようになります。投資対象ファンドの投資は、相対的に少額の債務で不動産を所有している場合よりも小幅な不動産価値の下落により損なわれます。

投資対象ファンドは、取得した不動産の一部または全部のポートフォリオを担保とする融資を受けることにより投資対象ファンドのモーゲージ債務を負い、または増加させることができ、不動産を取得後、当該不動産のモーゲージに基づき借入れを行うことができます。レバレッジの水準および価値の下落によっては、支払期日の到来時にモーゲージの支払いを行わない場合、一または複数の抵当権者による抵当権実行の結果、一または複数の不動産を失うことがあります（投資対象ファンドの当該不動産に対する投資は無価値となる可能性があります）。）。抵当権実行は、投資対象ファンドに大きな不利な税効果をもたらす場合もあります。

また、これらと同一の問題の多くは、様々な時期に導入されることが予想されるクレジット・ファシリティにも当てはまります。例えば、かかるファシリティの融資文書には、様々なカバー率が盛り込まれている場合がありますが、その継続的な遵守が、完全に投資対象ファンドの支配の及ぶ範囲内にあるとは限りません。かかるカバー率が満たされない場合、かかるクレジット・ファシリティに基づく貸付人は、未払コミットメントの終了を宣言し、かつ、未返済残高の返済期日が到来し、返済義務があることを宣言することがあります。また、投資対象ファンドは、特に利用可能性が変化しやすい短期資金調達に依拠する場合があります。

投資対象ファンドによる借入れは、投資対象ファンドの資金コストを超えた全体のリターンを向上させる可能性があります、全体のリターンが投資対象ファンドの資金コストを下回る限りにおいては、借入れはさらにリターンを減少させます（または資本に関する損失を増大させます）。）。そのため、利益および損失の可能性が高まります。不動産を購入するために金銭を借り入れることは、投資対象ファンドにレバレッジの利点をもたらしますが、投資対象ファンドを大きな市場リスクおよび高額な経常費用にさらします。

投資対象ファンドが資金調達に失敗した場合、投資対象ファンドの運用成績、財務状況および事業に重大な悪影響が及ぶ可能性があります。

投資対象ファンドの運用成績、財務状況および事業は、取引別または資産別の資金調達の取り決めおよび容認可能な条件における追加のレボ契約に加えて、銀行のクレジット・ファシリティ（ターム・ローンおよびリボルビング・ファシリティを含みます。）、ウェアハウス・ファシリティおよびストラクチャード・ファイナンスの取り決め、公的および民間の債務または債券の発行（証券化によるものを含みます。）、レボ契約ならびにデリバティブ商品を確保する投資対象ファンドの能力の影響を受ける可能性があります。また、投資対象ファンドは、特に利用可能性が変化しやすい短期資金調達に依拠する場合があります。投資対象ファンドによる資金調達源へのアクセスは、投資対象ファンドの支配がほとんどまたは全く及ばない以下を含む多数の要因に依拠します。

- ・ 一般的な経済情勢または市況
- ・ 投資対象ファンドの資産の質に対する市場の見解
- ・ 投資対象ファンドの成長可能性に対する市場の見方
- ・ 投資対象ファンドの現在のおよび潜在的な将来の利益および現金分配

投資対象ファンドは、特に新規投資に投じる現金を調達するために資本市場に定期的にアクセスする必要があります。不利な経済情勢（COVID-19パンデミックにより引き起こされた状況など）または資本市場状況（2022年に直面した世界的なクレジット市場ボラティリティなど）により、投資対象ファンドの資金調達コストが増加し、投資対象ファンドの資本市場へのアクセスが制限されまたは投資対象ファンドの潜在的な貸付人が与信を行わない判断を下すおそれがあります。資本市場に首尾よくアクセスすることができない場合、投資対象ファンドがその事業を成長させまたその事業戦略を完全に実行する能力が制限され、また、投資対象ファンドの利益および流動性が低下する可能性があります。また、資本市場およびクレジット市場の混乱または脆弱性により、投資対象ファンドの貸付人に悪影響が及び、一つまたは複数の貸付人が投資対象ファンドに資金調達を提供することを希望せずもしくは提供することができなくなりまたは資金調達コストを引き上げる可能性があります。また、投資対象ファンドの貸付人に課せられる規制上の資本要件が強化されるため、当該貸付人は、投資対象ファンドに提供する資金調達を制限しまたはそのコストを引き上げる必要が生じる場合があります。一般に、その結果として、投資対象ファンドの資金調達コストが増大しまた流動性が減少し、または、投資対象ファンドが不適切な時期または価格において資産を売却せざるを得なくなる可能性があります。投資対象ファンドが追加の資金調達を有利な条件で取得できるとの保証はなく、全く取得できない可能性もあります。

特定の場合において、投資対象ファンドの不動産ファイナンスは投資対象ファンドに請求権が及ぶものとなる場合があります。

一般的に、商業用不動産ファイナンスは、借入人にはノン・リコースとして組成され、融資の債務不履行の場合、貸付人の請求権は、借入人のその他の資産または借入人の親会社ではなく、融資の担保に供された不動産に限定されます。ただし、貸付人は、融資文書に違反した借入人の特定の不誠実な行為またはその他の故意の行為から貸付人を保護するため、信用力のある親会社がいわゆる「リコース・カーブアウト」保証を締結することを慣習的に要求します。「バッド・ボーイ」保証は、通常、詐欺行為または故意の不実表示、故意の浪費、故意の違反行為、犯罪行為、資金の不正使用、禁止された債務の自発的負担および貸付人が被った環境面の損失などの特定の悪質な行為について、貸付人が保証人から損失を回収することができることを規定したものです。また、「バッド・ボーイ」保証では、通常、融資は、禁止された担保の譲渡または借入人の支配権の変更および自己破産などの特定の行為について、完全に保証人個人に遡求可能な債務となることが規定されています。投資対象ファンドの投資に関するこれらの資金調達取り決めは、一般に、投資対象ファンドおよび/または投資対象ファンドのオペレーティング・パートナーシップからの「バッド・ボーイ」保証を必要とし、かかる保証の履行が要求された場合、投資対象ファンドの資産は悪影響を受けるおそれがあります。さらに、投資対象ファンドの「バッド・ボーイ」保証は、投資対象ファンドの投資に関連するジョイント・ベンチャー・パートナーの行為に適用される可能性があります。投資対象ファンド投資顧問会社は、かかるリスクを防ぐためにかかるジョイント・ベンチャー・パートナーからの補償について交渉する予定ですが、かかるジョイント・ベンチャー・パートナーの行為がかかる保証に基づき投資対象ファンドに責任を負わせる結果となる可能性が残っています。投資対象ファンドは、投資対象ファンドとともに投資を行っているその他のブラックストーン勘定を代理して「バッド・ボーイ」保証を行うことがありますが、かかる保証は借入金に対するものではないため、通常、投資対象ファンドのレバレッジ制限には含まれません。

投資対象ファンドが買戻しの資金を調達するためにまたはその他の理由によりクレジット・ラインを引き出す場合、投資対象ファンドの財務レバレッジ比率は投資対象ファンドの目標を超えて上昇するおそれがあります。

投資対象ファンドは、金融機関との間で、無担保または投資対象ファンドの資産の一部により担保されているクレジット・ラインおよびブラックストーンの関連会社からの未使用のクレジット・ラインを有しており、投資対象ファンドは、いかなる事業目的（買戻請求が投資対象ファンドの運営キャッシュ・フローおよび／または投資対象ファンドの継続募集による純手取金を超える場合に投資対象ファンド投資証券の買戻しの資金を調達することを含みます。）のためにもすぐに利用できる流動性の源泉を確保するため、追加のクレジット・ラインの獲得を図ることができます。投資対象ファンドが投資対象ファンドの既存のクレジット・ラインに基づき借入れを行うことができる、もしくは投資対象ファンドの既存のクレジット・ラインを維持することができる、または財務上合理的な条件で追加のクレジット・ラインを獲得することができるという保証はありません。また、投資対象ファンドは、投資対象ファンドの事業に適した規模のクレジット・ラインを獲得することができない場合があります。投資対象ファンドが投資対象ファンド投資証券の買戻しの資金を調達するためにクレジット・ラインに基づき借入れを行う場合、投資対象ファンドの財務レバレッジは上昇することになり、投資対象ファンドの目標レバレッジ比率を超える可能性があります。投資対象ファンドのレバレッジは、投資対象ファンドが投資対象ファンドの継続募集による追加の純手取金を受領するか、または未返済債務を返済するのに十分な運営キャッシュ・フローもしくは資産売却による手取金を生み出すまで、高い水準にとどまる可能性があります。クレジット・ラインに関連して、分配は、当該クレジット・ラインにより企図される債務に関連して必要とされる支払いに劣後することがあります。投資対象ファンドは、投資対象ファンドとともに一または複数の投資対象に投資することがあるその他のブラックストーン勘定の利益のためにクレジット・ラインを利用することがあります。かかる状況においては、投資対象ファンドは、一般に、投資対象ファンドの報告の一環としてかかる取り決めを開示し、かかる信用供与に割当可能な経費および費用（利息の支払いを含みます。）の比例按分した分担額をその他のブラックストーン勘定に負担させる（または投資対象ファンドに対するかかる分担額の払戻しをその他のブラックストーン勘定に行わせる）取り決めを締結する予定です。

金融市場のボラティリティおよび厳しい経済情勢は、投資対象ファンドが魅力的な条件で債務による資金調達を確保する能力および投資対象ファンドが負う可能性のある将来の債務の返済または借り換えを投資対象ファンドが行う能力に悪影響を及ぼすおそれがあります。

現在の世界の信用市場のボラティリティにより、投資のために有利な資金調達（現在の市況も含みます。）を行うことが一層困難となるおそれがあります。景気後退期にしばしば生じる変動の激しい時期には、一般に信用スプレッドは拡大し、金利は上昇し、高利回りの債券に対する投資家の需要は低下します。こうした傾向は、投資銀行およびその他の貸付人による新たな投資への資金提供意欲の低下および利用可能な条件の悪化につながります。借入れの総コストが指標金利の上昇または貸付人のスプレッドの拡大により増大した場合、コストの増大は、将来における取得により生み出される全体の経済的リターンが低下し、分配に利用可能な将来のキャッシュ・フローが潜在的に減少することにつながる可能性があります。債券市場の混乱は、投資対象ファンドが不動産資産の購入または不動産資産に関連するその他の活動の資金を調達するために金銭を借り入れる能力にマイナスの影響を及ぼします。投資対象ファンドが受入可能と判断する条件で金銭を借り入れることができない場合、投資対象ファンドは、投資対象ファンドが購入することができる不動産の数を減らさなければならなくなる可能性が高く、投資対象ファンドが購入した不動産に対するリターンが低下する可能性があります。また、投資対象ファンドは、満期を迎える債務を借り換えることは困難である、コストがかかる、または不可能であると判断することがあります。さらに、かかる市場での出来事が一時的なものではない限りにおいて、かかる市場での出来事は、企業全般の信用の利用可能性に悪影響を及ぼすおそれがあり、米国経済全体の弱体化につながりかねません。

貸付人は、投資対象ファンドの業務に関する制限的誓約を締結するよう投資対象ファンドに要求することがあり、これにより、投資対象ファンドが投資対象ファンド投資主に対して分配を行う能力が制限されるおそれがあります。

資金提供を行う際、貸付人は、投資対象ファンドの分配方針および運営方針、ならびに投資対象ファンドが追加融資を受ける能力に影響を及ぼす制限を投資対象ファンドに課すことがあります。投資対象ファンドが締結する融資文書には、投資対象ファンドがモーゲージを増やし、不動産を処分し、または保険の付保を打ち切る能力を制限する誓約が盛り込まれている可能性があります。さらに、融資文書により、投資対象ファンドが不動産に関連する一定の運営契約またはリース契約を締結し、または終了させる能力が制限されることがあります。また、融資文書により、一定の行為について貸付人の承認を得ることが義務付けられる場合があり、貸付人がかかる承認を与えないことにより、投資対象ファンドは、投資対象ファンドが最も収益性が高いとみなす一連の行動を取ることができない可能性があります。これらの制限またはその他の制限は、投資対象ファンドの柔軟性、投資対象ファンドがファンドに対して分配を行う能力およびファンドの投資対象の価値に悪影響を及ぼすことがあります。

投資対象ファンドがバルーン・ペイメント義務を伴う資金調達取り決めに締結した場合、投資対象ファンドが投資対象ファンド投資主に対して分配を行う能力が悪影響を受ける可能性があります。

投資対象ファンドの資金調達取り決めの中には、満期時に、一括払い、すなわち「バルーン」ペイメントを行うよう投資対象ファンドに要求するものがある場合があります。投資対象ファンドがバルーン・ペイメントを行うことができるかは不確定であり、投資対象ファンドが代替となる資金調達を行うことができるか、または投資対象ファンドが特定の不動産を売却することができるかに左右されることがあります。バルーン・ペイメントの支払期日が到来した時点で、投資対象ファンドは、バルーン・ペイメントを当初の融資と同程度に有利な条件で借り換えることまたはバルーン・ペイメントを行うのに十分な価格で特定の不動産を売却することができる場合もあればできない場合もあります。かかる借り換えは、借り換え時の金利および貸付人の方針、全般的な経済情勢、特に裏付不動産の価値に左右されると考えられます。借り換えまたは売却の影響は、投資主へのリターン率および投資対象ファンドの資産の処分予定時期に影響を及ぼすおそれがあります。

投資対象ファンドは、投資対象ファンドの有価証券投資の資金を調達するためにリバース・レボ契約を利用していますが、これにより投資対象ファンドが損失を生むおそれのあるリスクにさらされる可能性があります。

投資対象ファンドは、リバース・レボ契約を、投資対象ファンドの有価証券投資の資金を調達するためのレバレッジの一形態として利用しており、リバース・レボ契約による手取金は、一般に、追加の有価証券に投資されています。リバース・レボ契約に関連して受領した手取金から取得した有価証券の市場価値が、投資対象ファンドが売却したものの買戻義務が残る当該リバース・レボ契約の裏付けとなっている有価証券の価格よりも下落するリスクがあります。また、リバース・レボ契約には、投資対象ファンドによる該当するレボ契約に基づく債務不履行の事態が発生したことを受けて、カウンターパーティーが、リバース・レボ契約に基づき投資対象ファンドが当該カウンターパーティーに引き渡した有価証券を現金化するリスクが伴います。また、投資対象ファンドが保持する有価証券の市場価値が下落するリスクがあります。リバース・レボ契約に基づく有価証券の買い手が破産申請を行うか、または支払不能に陥った場合、投資対象ファンドは悪影響を受ける可能性があります。さらに、投資対象ファンドのカウンターパーティーは、デリバティブ契約の条件に基づき、現金、有価証券またはその他の形態の担保の形で追加証拠金を差し入れるよう投資対象ファンドに要求することがあります。また、リバース・レボ契約を締結する際、投資対象ファンドは、リバース・レボ契約の手取金が裏付証券の価値を下回る限りにおいて、損失リスクを負います。さらに、リバース・レボ契約取引に関連する金利コストは、投資対象ファンドの業績および財務状況に悪影響を及ぼす可能性があり、場合によって、投資対象ファンドは、かかる金融商品を利用していなかった場合よりも経済的に不利な状況に置かれることがあります。

金利変動に対して効果的にヘッジを行うことができない場合、投資対象ファンドの業績および財務状況が重大な悪影響を受ける可能性があります。

R E I Tとしての適格性を維持するために必要な制限に従い、投資対象ファンドは、金利キャップ契約または金利フロー契約および金利スワップ契約などの金利ヘッジ取り決めを利用することにより、金利ボラティリティに対する投資対象ファンドのエクスポージャーの管理を図ることができます。これらの契約には、カウンターパーティーがこれらの取り決めに基づく債務を履行しないリスクおよびこれらの取り決めが投資対象ファンドの金利変動に対するエクスポージャーを減少させる上で効果的でないリスクなどのリスクが伴います。これらの金利ヘッジ取り決めは、その時々において追加の資産または負債（それらが当初設定された裏付不動産または裏付融資とは別個に保有または清算される場合があります。）を生じさせる可能性があります。ヘッジにより、投資対象ファンドの投資に対する全体のリターンが減少することがあります。金利変動に対して効果的にヘッジを行うことができない場合、投資対象ファンドの業績および財務状況が重大な悪影響を受ける可能性があります。

投資対象ファンドは、L I B O Rの段階的廃止による悪影響を受ける可能性があります。

2021年12月31日付で、I C Eベンチマーク・アソシエーション（以下「I B A」といいます。）は、米ドル以外のほとんどのL I B O R設定の公表を停止しました。I B Aはまた、2023年6月30日の直後に残りの米ドルL I B O R設定の公表も停止する意向を従前に発表しています。ただし、2022年11月、I B Aの規制機関である英国金融行動監視機構は、I B Aに対して2023年6月から2024年9月末までの期間において「シンセティック（合成）」ベースの米ドルL I B O R設定の公表を継続するよう要求すべきか否かに関するパブリック・コンサルテーションを発表しました。また、2022年3月15日、調整可能金利（L I B O R）法（以下「L I B O R法」といいます。）を含む2022年包括歳出法が米国において署名され、法律として成立しました。この法律は、明確に定義されたまたは実務可能なフォールバック条項を含まない2023

年6月30日より後に満期を迎える金融契約に関する統一的な代替ベンチマークのプロセスを確立するものです。LIBOR法に基づき、かかる契約は、法律上、連邦準備制度（以下「連邦準備制度」といいます。）理事会により特定されるSOFRベースの代替金利に自動的に移行します。かかる法律はまた、貸付人が米国連邦準備制度理事会の推奨する代替金利の利用を選択した場合に当該貸付人を訴訟から保護するセーフハーバーを設置します。2022年7月、連邦準備制度は、LIBOR法を実施する規則制定案告示を発行しましたが、2023年3月17日現在、いかなる規制も公布されていません。

米国連邦準備銀行は、米国の大手金融機関から成る運営委員会である代替参照金利委員会と共同で、米国債を担保とする短期レボ契約を用いて計算される新しい指数である担保付翌日物調達金利（以下「SOFR」といいます。）を、米国連邦準備銀行が選好する米ドルLIBORの代替金利と認定しています。

投資対象ファンドの債務には、金利がLIBORに連動する変動金利融資およびリバース・レボ契約、ならびにLIBORに基づく利息の支払いを伴う不動産債権投資が含まれます。現在のところ、LIBORの将来における利用に関する確実な情報または具体的な代替金利についての確実な情報はありませぬ。さらに、いかなるベンチマークも、段階的廃止期間中は過去とは異なるパフォーマンスを示す可能性があります。したがって、かかる出来事が投資対象ファンドの資本コストおよび正味投資収益に及ぼす潜在的な影響は未だ断定することができず、いかなるベンチマーク金利の変更も、投資対象ファンドの資金調達コストを増大させるか、または投資対象ファンドが投資対象ファンドの不動産債権投資で稼得する収益を減少させるおそれがあり、投資対象ファンドの業績、キャッシュ・フローおよび投資対象ファンドの投資対象の市場価値に影響を及ぼす可能性があります。また、投資対象ファンドは、該当するLIBORのテナーによっては、LIBOR管理機関の協議の結果が出るまで、2023年6月30日以降に延長される投資対象ファンドの融資契約の一部について改めて交渉する必要が生じる可能性があります。かかる変更およびストラクチャリングにより、投資対象ファンドは多額の費用を負担することが必要となるおそれがあり、代替参照金利の関連するベンチマークの妥当性または比較可能性をめぐる紛争または訴訟に投資対象ファンドがさらされる可能性があります。さらに、LIBORの廃止および/または別の指数への変更は、投資対象ファンドが資金調達を行っている投資対象の金利とのミスマッチをもたらすおそれがあります。また、LIBORの段階的廃止または切替えにより金融市場全体に混乱が生じる可能性があります。投資対象ファンドは、見込まれるLIBORからの移行の影響を評価しているところです。ただし、投資対象ファンドは、現時点で移行の影響を合理的に見積もることはできません。

金利の上昇は、投資対象ファンドの融資返済額を増大させ、投資対象ファンドが投資対象ファンド投資主に対して分配を行う能力に悪影響を及ぼすおそれがあります。

投資対象ファンドの融資債務について投資対象ファンドが支払う利息の分だけ、分配に利用可能な現金は減少することになります。投資対象ファンドは変動金利融資を抱えており、かつ、将来において変動金利融資を受ける可能性が高く、そのため、金利の上昇は投資対象ファンドの金利コストを増大させ、これにより投資対象ファンドのキャッシュ・フローが減少し、投資対象ファンドがファンドに対して分配を行う能力が低下するおそれがあります。

さらに、現在の環境のように投資対象ファンドが金利上昇局面で既存融資を返済する必要が生じた場合、投資対象ファンドは、当該投資対象に対する最大リターンを実現することができない可能性がある時に投資対象ファンドの一または複数の投資対象を現金化することを要求される可能性があります。投資対象ファンドは、金利に影響を及ぼす可能性がある要因または影響を及ぼさない可能性がある要因を予測することはできませんが、2022年12月31日に終了した年度において、SOFR金利が10%上昇していれば、投資対象ファンドの金利スワップおよびキャップの影響を差し引いて、投資対象ファンドの支払利息は1,350万ドル増加することになったであろうと考えられます。

投資対象ファンドの現在または将来の信用格付は、投資対象ファンドの債務証券に関するすべての投資リスクを反映していない可能性があります。

投資対象ファンドの現在または将来の信用格付は、いずれも投資対象ファンドの債務支払能力に対する第三者の評価です。したがって、投資対象ファンドの現在または将来の信用格付における実際のまたは予想される変更は、一般に、投資対象ファンドのいずれかの債務証券の時価に影響を与えます。ただし、投資対象ファンドの現在または将来の信用格付は、市況全般に関連するリスクまたは上記のその他の要因が公募発行された債務証券の時価もしくは取引市場に与える潜在的な影響を反映していない可能性があります。

## 投資対象ファンドの投資対象ファンド投資顧問会社および投資対象ファンド・ディーラーマネージャーとの関係に関連するリスク

投資対象ファンドは、投資対象ファンドの投資対象を選択し、その他投資対象ファンドの事業を行う上で投資対象ファンド投資顧問会社に依拠しており、投資対象ファンド投資顧問会社の財務状況または投資対象ファンドの投資対象ファン

ド投資顧問会社との関係に重大な不利な変化が生じた場合には、投資対象ファンドの事業および投資対象ファンドが投資対象ファンドの投資目的を達成する能力に重大な悪影響が及ぶおそれがあります。

投資対象ファンドの成否は、投資対象ファンドの不動産ポートフォリオの取得および運用ならびに投資対象ファンドの企業運営における投資対象ファンドの投資対象ファンド投資顧問会社との関係および投資対象ファンド投資顧問会社のパフォーマンス、さらに投資対象ファンドに代わり業務を提供するために投資対象ファンド投資顧問会社が確保する人員および企業に左右されます。投資対象ファンド投資顧問会社は、投資対象ファンドには支配することのできない、投資対象ファンドとは無関係のブラックストーンの事業および活動に関連した財務上または運営上の困難な問題を抱えるか、またはかかる問題に煩わされることになる場合があります。投資対象ファンド投資顧問会社は何らかの理由で投資対象ファンドに対する責務を果たすのに十分な資源を配分することができない場合、投資対象ファンドは、投資対象ファンドの投資目的を達成することができないか、または投資対象ファンド投資主に対し分配金を支払うことができない可能性があります。

投資対象ファンド投資顧問会社の解任または交代は、投資対象ファンドの不動産の一部に係る投資対象ファンドのモーゲージ・ローン、投資対象ファンドのクレジット・ラインのいずれかについて規定したクレジット契約および投資対象ファンドのレボ契約に基づく返済事由を招くおそれがあります。

投資対象ファンドの不動産の一部の貸付人は、投資対象ファンド投資顧問会社の解任または交代を貸付人の同意、または融資残高全額の即時返済が要求される事由とする旨のモーゲージ・ローン文書の規定をこれまでも求めており、将来も求めることがあります。投資対象ファンド投資顧問会社の解任または交代は、投資対象ファンドが獲得することがある投資対象ファンドのクレジット・ラインについて規定したクレジット契約に基づく残高または投資対象ファンドが締結することがあるレボ契約に基づく残高の返済を招くおそれがあります。投資対象ファンドの不動産のいずれかに関して返済事由が誘発された場合、投資対象ファンドの業績および財務状況が悪影響を受ける可能性があります。

投資対象ファンド投資顧問会社が主要な不動産専門家にサービスを依頼することができないことにより、投資対象ファンドのパフォーマンスが打撃を受けるおそれがあります。

特定の投資対象の取得、新規もしくは既存の投資のための資金の調達もしくは補充を承認する投資対象ファンド投資顧問会社の権限または既存の投資を処分する投資対象ファンド投資顧問会社の権限は、投資の規模および種類に応じて、投資委員会、投資委員会の小委員会または投資対象ファンド投資顧問会社が起用した特定の専門家に委ねられています。したがって、投資対象ファンドの成否は、投資対象ファンド投資顧問会社が起用した特定の主要な不動産専門家の寄与度に相当程度左右されますが、かかる専門家のいずれも、入れ替えることは困難であると考えられます。オルタナティブ資産会社、金融機関、プライベート・エクイティ会社、投資顧問、投資運用会社、不動産投資法人、不動産投資信託およびその他の業界関係企業の間では、有能な投資専門家を採用し、確保するための競争がかつてないほど激しくなっており、特に投資対象ファンドの永久存続性に照らしてかかる専門家が投資対象ファンドもしくは投資対象ファンド投資顧問会社に関与し続ける、または入替えがうまくいくという保証はありません。投資対象ファンドおよび投資対象ファンド投資顧問会社のいずれも、かかる個人との間で雇用契約を締結しておらず、かかる個人は、投資対象ファンドに関与し続けない可能性があります。かかる者のいずれかが投資対象ファンドに関与することをやめた場合、投資対象ファンドの運用成績が悪化するおそれがあります。投資対象ファンド投資顧問会社は、重要な不動産専門家を雇用しますが、投資対象ファンドは、無期限のREITである投資対象ファンドの構造には、「重要人物」の概念は適用されないと考えており、いずれの者に対しても重要人物の生命保険を付帯していません。投資対象ファンドの将来における成否は、投資対象ファンド投資顧問会社が高度な技能を有する経営、運営およびマーケティングの専門家を引きつけ、確保することができるかに大きく左右されます。投資対象ファンド投資顧問会社が高度な技能を有する専門家のサービスを失うか、または受けることができない場合には、投資対象ファンドが投資対象ファンドの投資戦略を実行する能力に遅延が生じるか、またはかかる能力が妨げられるおそれがあります。

免許を有するブローカー・ディーラーのネットワークの構築を成功させ、維持する投資対象ファンド・ディーラーマネージャーの能力に重大な不利な変化が生じた場合、投資対象ファンドの事業および投資対象ファンド投資証券の募集に重大な悪影響が及ぶおそれがあります。

投資対象ファンドのディーラーマネージャーは、ブラックストーン・セキュリティーズ・パートナーズ・エルピーです。免許を有する証券ブローカー・ディーラーおよびその他の代理人のネットワークを構築し、維持する投資対象ファンドの投資対象ファンド・ディーラーマネージャーの能力に重大な不利な変化が生じた場合、投資対象ファンドの事業およ

び投資対象ファンド投資証券の募集に重大な悪影響が及ぶおそれがあります。投資対象ファンド・ディーラーマネージャーが、投資対象ファンド投資証券の募集において投資証券を販売するのに十分な参加ブローカー・ディーラーのネットワークを構築し、維持することができない場合、投資対象ファンドが投資対象ファンド投資証券の募集により手取金を得、投資対象ファンドの投資戦略を実行する能力が悪影響を受ける可能性があります。また、投資対象ファンド・ディーラーマネージャーは、現在、他の発行体のディーラーマネージャーを務めており、さらに他の発行体のディーラーマネージャーを務める可能性もあります。そのため、投資対象ファンド・ディーラーマネージャーは、投資対象ファンド投資証券の募集とかかる他の発行体の間で投資対象ファンド・ディーラーマネージャーの持てる時間を割り振るにあたって利益相反に見舞われる可能性があり、投資対象ファンドが投資対象ファンド投資証券の募集により手取金を得、投資対象ファンドの投資戦略を実行する能力に悪影響が及ぶおそれがあります。さらに、投資対象ファンド・ディーラーマネージャーが起用する参加ブローカー・ディーラーは、多数の競合する投資商品を抱えている場合があり、その中には、投資戦略および重点分野が投資対象ファンドと類似するか、または同一であるものがあり、かかる参加ブローカー・ディーラーがこれを個人顧客に対し強調することを選択する場合があります。

ファンドは、投資対象ファンド投資証券の募集に関連して、独立したデュー・ディリジェンス審査がもたらす利点を享受することはなく、投資対象ファンドとブラックストーンの間で利益相反が生じた場合、投資対象ファンドは、追加の報酬および費用を負担する可能性があります。

投資対象ファンド投資顧問会社および投資対象ファンド・ディーラーマネージャーは、投資対象ファンドのスポンサーであるブラックストーン・リアルエステートの関連会社であるため、ファンドは、有価証券の募集に関係して関連のない独立した引受人およびその法律顧問が通常実施する種類の独立したデュー・ディリジェンス審査およびデュー・ディリジェンス調査がもたらす利点を享受することはありません。投資対象ファンドの利益が投資対象ファンド投資顧問会社、投資対象ファンド・ディーラーマネージャーまたはその関連会社の利益と相反している状況が生じた場合であって、投資対象ファンドが独立した法律顧問を起用することを義務付けられている場合、投資対象ファンドは、追加の報酬および費用を負担することになります。

投資対象ファンドが投資対象ファンド投資証券の募集に関連して支払う報酬ならびにブラックストーンおよびその関連会社との間で締結された契約は独立当事者間ベースで決定されたものではないため、投資対象ファンドが第三者から得ることができる可能性がある条件と同一の条件によらない可能性があります。

投資対象ファンド投資顧問会社、投資対象ファンド・ディーラーマネージャーおよびその他のブラックストーンの関連会社が投資対象ファンドに提供するサービスに対して投資対象ファンド投資顧問会社、投資対象ファンド・ディーラーマネージャーおよびその他のブラックストーンの関連会社に支払われる報酬は、独立当事者間ベースで決定されたものではありません。ブラックストーンとその関連会社（投資対象ファンド投資顧問会社および投資対象ファンドを含みます。）の間のすべてのサービスに関する合意、契約または取り決めは、独立当事者間で交渉されたものではありません。かかる契約には、投資対象ファンドの投資顧問契約（以下「投資対象ファンド投資顧問契約」といいます。）、投資対象ファンドのオペレーティング・パートナーシップのパートナーシップ契約、投資対象ファンドのディーラーマネージャー契約（以下「投資対象ファンド・ディーラーマネージャー契約」といいます。）、ならびに投資対象ファンドが随時投資対象ファンド投資顧問会社の関連会社との間で締結することがある不動産関連企業サービス契約およびその他の契約が含まれます。

投資対象ファンドはブラックストーンの名称を所有していませんが、投資対象ファンドは、ブラックストーンの関連会社との間の商標ライセンス契約に従って投資対象ファンドの商号の一部としてブラックストーンの名称を使用することがあります。他の当事者によるこの名称の使用または投資対象ファンドの商標ライセンス契約の終了は、投資対象ファンドの事業を損なう可能性があります。

投資対象ファンドは、ブラックストーンの関連会社であるブラックストーンTMエルエルシー（以下「ライセンサー」といいます。）との間で商標ライセンス契約（以下「商標ライセンス契約」といいます。）を締結しており、これに従い、ライセンサーは、投資対象ファンドに対し、「ブラックストーン・リアルエステート・インカム・トラスト・インク」の名称を使用する全額払込済みの、ロイヤルティ無償の、非独占的であって、譲渡不能のライセンスを付与しています。この契約に基づき、投資対象ファンドは、投資対象ファンド投資顧問会社（またはライセンサーの別の関連会社）が投資対象ファンドの投資顧問（または別の助言を与える事業体）を務め、かつ、投資対象ファンド投資顧問会社が商標ライセンス契約に基づくライセンサーの関連会社であり続ける限りにおいて、この名称を使用する権利を有します。また、いずれの当事者も、一定の違反の結果として、または都合により、90日前の書面通知を行うことにより商標ライセンス契

約を早期に終了させることができます。ただし、投資対象ファンドによるかかる終了の通知を受けた場合、ライセンサーは、当該通知の日付から30日後以降のいつでも、直ちに商標ライセンス契約の終了の効力を発生させることを選択することができることを条件とします。ライセンサーおよびその関連会社（ブラックストーンなど）は、「ブラックストーン」の名称を使用し続ける権利を保持します。さらに、投資対象ファンドは、ライセンサーが第三者に対し「ブラックストーン」の名称の所有権についてライセンスを付与し、またはかかる所有権を移転することを妨げることはできず、かかる第三者の中には、投資対象ファンドと競合するものがある可能性があります。したがって、投資対象ファンドは、ライセンサー、ブラックストーンまたはその他の者の活動により発生する可能性のあるのれんに対する損害を防止することはできません。その上、商標ライセンス契約が終了した場合には、投資対象ファンドは、とりわけ、投資対象ファンドの名称を変更しなければなりません。かかる事態のいずれも、市場における投資対象ファンドの認知度を損ない、投資対象ファンドが創出した可能性があるのれんに損害を与え、その他投資対象ファンドの事業を損なうおそれがあります。

### 利益相反に関連するリスク

様々な潜在的な利益相反および現実の利益相反が生じますが、かかる利益相反は、投資対象ファンドにとり有利な方法で特定し、または解決することができない可能性があります。

ブラックストーンは、ブラックストーン、投資対象ファンド・ディーラーマネージャー、投資対象ファンド投資顧問会社および関連会社、上記のパートナー、メンバー、株主、役員、取締役、家族および従業員の数多くの活動および関係により、利益相反または忠実義務の相反を抱えており、その一部については本書に記載されています。ただし、すべての潜在的な利益相反、明白な利益相反および現実の利益相反が本書に盛り込まれているわけではなく、将来において開始した新たな活動、取引または関係により追加の利益相反が生じるおそれがあります。投資対象ファンドおよび投資対象ファンドの関連会社（投資対象ファンド投資顧問会社を含みます。）が投資対象ファンドの誠実な判断において実際のかつ重大な利益相反を構成すると判断する事項が生じた場合、投資対象ファンドおよび投資対象ファンドの関連会社（投資対象ファンド投資顧問会社を含みます。）は、当該利益相反を軽減するのに適切であると投資対象ファンドが判断する措置を講じます。投資対象ファンドとブラックストーンまたはその関連会社の間の取引は、投資対象ファンドの取締役会（投資対象ファンドの独立取締役の過半数を含みます。）による承認を必要とします。投資対象ファンドの取締役会またはブラックストーンが投資対象ファンドにとり有利な方法ですべての利益相反を特定し、または解決するという保証はありません。

実施したサービスに対して投資対象ファンド投資顧問会社が受領する報酬は、投資対象ファンド投資顧問会社が決定に最終的な責任を負っている投資対象ファンドの基準価額に部分的に基づいているため、投資対象ファンド投資顧問会社は、利益相反に直面しています。

投資対象ファンド投資顧問会社は、投資対象ファンド投資顧問会社が提供した評価に基づきステート・ストリートが計算した投資対象ファンドの基準価額に基づいて、投資対象ファンド投資顧問会社のサービスに対する管理報酬の支払いを受けます。さらに、投資対象ファンドのオペレーティング・パートナーシップに対する投資対象ファンド・スペシャル・リミテッド・パートナーのパフォーマンス参加持分に関して投資対象ファンド・スペシャル・リミテッド・パートナーが受領することとなる分配金は、投資対象ファンドのオペレーティング・パートナーシップの純資産（投資対象ファンドの基準価額の構成要素です。）に部分的に基づいています。投資対象ファンドの基準価額の計算には、例えば、投資対象ファンドのポートフォリオの価値ならびに投資対象ファンドの未払費用、ポートフォリオの純利益および純債務の見積りに関する一定の主観的判断が含まれているため、投資対象ファンドの基準価額は、かかる資産の売却時の実現可能価額と一致しない場合があります。投資対象ファンドの基準価額の下落を回避するために投資対象ファンドの資産を売却するか、または処分することが投資対象ファンド投資主の利益となり得るときには、投資対象ファンド投資顧問会社は、投資対象ファンドが投資対象ファンドの資産の所有権を保持していることにより利益を得ることができます。投資対象ファンドの基準価額が投資対象ファンドの実際の基準価額を反映していない形で計算された場合、特定の日における投資対象ファンド投資証券の購入価格またはファンドの保有する普通投資証券の買戻しのために支払われた価格は、投資対象ファンドのポートフォリオの価値を正確に反映していない可能性があり、ファンドの保有する投資証券の価値は、購入価格に満たないか、または買戻価格を超える場合があります。投資対象ファンドの投資対象の評価は、投資対象ファンド投資顧問会社に支払われる管理報酬の金額および時期ならびに投資対象ファンド・スペシャル・リミテッド・パートナーのパフォーマンス参加持分に影響を及ぼします。そのため、投資対象ファンドの投資対象の実際の公正価値よりも高い評価額を決定しようとするインセンティブが投資対象ファンド投資顧問会社に働く状況が生じる可能性があります。

投資対象ファンド投資顧問会社の管理報酬および投資対象ファンド・スペシャル・リミテッド・パートナーのパフォーマンス参加持分は、適切なインセンティブを生み出さない可能性があるか、または投資対象ファンドの不動産ポートフォリオのリスクを増大させる一定の投資（投機的な投資を含みます。）を行うよう投資対象ファンド投資顧問会社およびその関連会社を誘導するものとなる可能性があります。

投資対象ファンドは、投資対象ファンドのポートフォリオのパフォーマンスにかかわらず、投資対象ファンド投資顧問会社に対し管理報酬を支払います。管理報酬に対する投資対象ファンド投資顧問会社の権利は、パフォーマンス測定基準またはパフォーマンス目標値に基づかないために、投資対象ファンドのポートフォリオにとって魅力あるリスク調整後リターンをもたらす投資を追求することに時間および労力を費やそうとする投資対象ファンド投資顧問会社のインセンティブを低下させる可能性があります。投資対象ファンドは、特定の期間中に純損失または投資対象ファンドのポートフォリオの価値下落に見舞われた場合であっても、投資対象ファンド投資顧問会社に対し当該期間の管理報酬を支払わなければなりません。

投資対象ファンドのオペレーティング・パートナーシップに対する投資対象ファンド・スペシャル・リミテッド・パートナーの12.5%のパフォーマンス参加持分（投資対象ファンドの総分配金に投資証券1口当たり基準価額の変動額を加えたものに基づきます。）の存在は、投資対象ファンド投資顧問会社が投資対象ファンドを代理してよりリスクの高い投資もしくはより投機的な投資を行おうとするインセンティブを生み出すか、または当該パフォーマンス連動報酬がなければ投資対象ファンドが本来行うであろうものよりも大きなレバレッジを投資対象ファンド投資顧問会社が投資対象ファンドに利用させようとするインセンティブを生み出す可能性があります。また、投資証券1口当たり基準価額の変動額は、該当する測定日における投資対象ファンドの投資対象の価値に基づくこととなり、実現損益には基づきません。そのため、パフォーマンス参加持分は、当該分配時の特定の資産の未実現利益に基づく分配金を受領することがあり、かかる資産が最終的に処分された際に当該利益が実現しない可能性があります。限られた状況を除き、投資対象ファンド・スペシャル・リミテッド・パートナーは、その後のパフォーマンスがマイナスとなったことによりパフォーマンス参加配分の一部を返還する義務を負いません。

管理報酬およびパフォーマンス参加は投資対象ファンドの基準価額に基づいているため、投資対象ファンド投資顧問会社にも、基準価額を上昇させるために取得を加速させようとする動機が生じるか、または同様により高い基準価額を維持するために買戻しを遅延させ、もしくは抑制しようとする動機が生じる可能性があり、投資対象ファンド・ディーラーマネージャーにも、総基準価額を上昇させるためにより多くの投資対象ファンド投資証券を売却しようとするインセンティブが働くことがあり、いずれの場合も、投資対象ファンド投資顧問会社および投資対象ファンド・スペシャル・リミテッド・パートナーに支払うべき金額を増加させますが、投資対象ファンドが効率的に新たな資本を投じることを一層困難にする可能性があります。さらに、投資対象ファンドは、投資対象ファンド投資顧問会社またはその関連会社に対して、投資対象ファンド投資顧問契約に基づき、投資対象ファンド投資顧問会社が特に負担すべきものを除いて、投資対象ファンドに代わり、投資対象ファンド投資顧問会社またはその関連会社が負担した書面にされている経費および費用を払い戻さなければなりません。よって、投資対象ファンド投資顧問会社が投資対象ファンドに業務の提供を行う他の当事者を確保する場合、投資対象ファンドに配分可能な費用は増加します。

ブラックストーンの人員は他のプロジェクトにも従事しており、投資対象ファンドと他のプロジェクトの間での人員配置において利益相反が生じる可能性があります。

投資対象ファンド投資顧問会社およびその関連会社は、投資対象ファンドの業務を適切な方法で行うために必要と判断する時間を費やします。ただし、ブラックストーンの人員（投資委員会の構成員を含みます。）は、他のプロジェクトにも従事し、他の委員会（取締役会を含みます。）の委員も務め、その他のブラックストーン勘定およびそのポートフォリオ組入事業体のために潜在的な投資対象を調達し、その他の形でその他のブラックストーン勘定およびそのポートフォリオ組入事業体の投資プログラム（将来策定されることとなる他の投資プログラムを含みます。）を補佐します。かかるその他の取組みに費やされた時間は、投資対象ファンドの活動から注意をそらせ、投資対象ファンドにマイナスの影響を及ぼすおそれがあります。さらに、ブラックストーンおよびブラックストーンの人員は、かかるその他の活動から金銭的利益を得ます（報酬およびパフォーマンス連動報酬を含みます。）。投資対象ファンドのスポンサーの人員は、その他のブラックストーン勘定が生み出した報酬およびパフォーマンス連動報酬の分配を受けます。これらの要因およびその他の要因は、かかる人員による時間配分において利益相反を生じさせます。

ブラックストーンの事業内容は複数あるため、ブラックストーンは、いくつかの利益相反にさらされ、規制上の監督の対象となり、法律上および契約上の制限に服していますが、これらは、別途ブラックストーンが、投資対象ファンドの投

資を特定し運用する目的で、投資対象ファンド投資顧問会社のために利用することを見込む恩恵を減少させる可能性があります。

ブラックストーンの事業内容は複数にわたり（ブラックストーン・キャピタル・マーケット・グループを含みます。）、ブラックストーン、その他のブラックストーン勘定およびそれらのポートフォリオ組入事業体ならびに第三者が、特定の状況において、債務による資金調達および株式による資金調達のため、またその他の投資銀行サービス、仲介サービス、投資顧問サービスまたはその他のサービスを提供するため、これに関与します。かかる活動により、ブラックストーンは、いくつかの現実の利益相反および潜在的な利益相反にさらされ、ブラックストーンの事業内容が一つである場合よりも厳しい規制上の監督の対象となり、ブラックストーンの事業内容が一つである場合よりも多くの法律上および契約上の制限に服します。例えば、ブラックストーンは、情報を入手したことによって投資対象ファンドの潜在的な取引を行う能力を制限されることがあります。同様に、他のブラックストーンの企業およびその人員は、法律または契約により、投資対象ファンドの投資およびその他の活動のモニタリングに関連するであろう情報を投資対象ファンド投資顧問会社またはその関連会社と共有することを禁止されることがあります。さらに、ブラックストーンまたはその他のブラックストーン勘定は、投資対象ファンドが特定の事業もしくは活動への投資を行うか、またはその他特定の事業もしくは活動を行う能力を制限し、またはその他限定する誓約を締結することが見込まれることがあります。例えば、その他のブラックストーン勘定が、ジョイント・ベンチャー・パートナーに対し、投資対象ファンドおよびその他のブラックストーン勘定がジョイント・ベンチャーの資産のいずれかから一定の距離内で資産を所有することを制限する排他性を付与していることがあるか、またはブラックストーンもしくはその他のブラックストーン勘定が、売却取引もしくはその他の取引に関連して非競争契約を締結していることがあります。この種の制限は、投資対象ファンドが投資対象ファンドの投資プログラムを実施する能力にマイナスの影響を及ぼす可能性があります。最後に、投資チームまたは投資委員会の構成員である一部の人員は、他の事業に関わる利益相反を理由として、またはその他の理由（他の事業活動を含みます。）により、特定の投資判断に参加することから除外される可能性があり、その場合、投資対象ファンドは、かかる人員の有する経験から利益を得ることはありません。投資対象ファンド投資主は、ブラックストーンまたはその人員がかかる他の事業から稼働したいかなる報酬からも利益を得ることはありません。

ブラックストーンは、その様々な活動により生じる利益相反ならびに規制上およびその他法律上の勘案事項に対処するための方針および手続を実施しています。潜在的な利益相反の低減および一部の規制要件に対応するためにブラックストーンが実施する特定の方針および手続（ブラックストーンの情報障壁に関する方針など）は、投資対象ファンド投資顧問会社が魅力ある投資対象を特定し、追求し、運用する目的のために投資対象ファンド投資顧問会社が利用することを見込むブラックストーンの様々な事業にわたるシナジーおよび協働を弱めるものです。ブラックストーンは、プライベート・エクイティ、グロース・エクイティ、クレジット・ビジネス、ヘッジファンド・ビジネス、キャピタル・マーケット・グループ、ライフサイエンス・ビジネスおよび不動産アドバイザー・ビジネスを含む、多くの様々なアセット・マネジメントおよびアドバイザー・ビジネスを行っているため、事業が種類しかない場合に対象となるよりも、多数の現実および潜在的な利益相反、より広範な規制監督、ならびにより多くの法務上および契約上の制限の対象となります。様々な事業における紛争ならびに規制上、法務上および契約上の要件に対応する際、またブラックストーン・プライベート・エクイティグループとブラックストーンのその他の事業部門間で不適切な情報の共有および／または使用を防止するため、ブラックストーンは、情報共有に関する一定の方針および手続（例えば、ブラックストーンの情報障壁に関する方針）を実施しています。ただし、本来であれば投資対象ファンド投資顧問会社が魅力ある投資対象を特定し、運用する目的のために利用することを見込むことができたであろうプラスのシナジーおよび協働が減少する可能性があります。例えば、ブラックストーンは、随時、他のブラックストーン顧客が投資を検討している企業またはブラックストーンの顧客である企業に関する重大な非公開の情報を入手することがあります。その結果、当該情報は、投資対象ファンドに有利であるが、その他の個々の事業に対する制限があるため、投資対象ファンドには利用できないことがあります。しかしながら、かかる方針および／または手続がその決められた目的を達成するのに有効であるか、ならびに／または投資対象ファンドの投資の柔軟性を不当に制限しないことで投資目的を効率的に達成する投資対象ファンドの能力、ならびに／または投資対象ファンド投資顧問会社とブラックストーンのその他の事業部門間の適切な情報のフローに悪影響を及ぼさないという保証はありません。例えば、場合によっては、ブラックストーンの人員は、かかる情報障壁により投資対象ファンドの活動を補佐することができない可能性があります。ブラックストーンが社内で情報を共有する能力を一層制限する追加の制限が課されないという保証はありません。さらに、かかる制限のために、いくつかの例では、投資対象ファンドは、既に別の方法で開始済の取引を始めることはできず、別の方法で購入または売却済みの投資対象を購入または売却することができず、投資対象ファンドの運営に悪影響を及ぼす可能性があります。

さらに、ブラックストーンが重大な非公開情報を入手しているか、別途特定の証券の取引が禁じられている場合、投資対象ファンドおよび投資対象ファンド投資顧問会社も、当該情報を所有しているか、または別途禁じられているとみなされます。その上、あらゆるブラックストーンのファンドが投資を行っているか、もしくは投資を検討した企業、または別途ブラックストーンの顧客である企業との間、もしくはかかる企業に関連した守秘契約またはその他の契約の条件は、随

時、投資対象ファンドおよびその関連会社が当該企業と競合する事業または活動に投資するか、または別途従事する能力を禁じるか、他の方法で制限します。ブラックストーンは、特定の地域において、または投資対象ファンドのためににより多くの機会を提供することを意図していたとしても、投資対象ファンドに対して、投資対象ファンドが別途取得できる投資機会を共有するかその金額を別途制限することを要求する可能性のある特定の種類の投資対象に関して、一または複数の戦略的関係を締結する権利を留保します。

ブラックストーンは、投資対象ファンドに投資機会を提供するために業務契約または投資を断る義務を負っていません。ブラックストーンは、相当数の法人およびその経営幹部と長期的な関係を有しています。投資対象ファンド投資顧問会社およびその関連会社は、投資機会を評価する際にかかる関係を勘案し、投資対象ファンド投資顧問会社またはその関連会社がかかる関係を理由として当該投資を行わないことを選択する結果となることがあります（例えば、顧客の競合他社またはブラックストーンが関係を有しているその他の者への投資）。ブラックストーンおよびその関連会社が有することがある投資銀行業務関係もしくはその他の関係、またはブラックストーンが行うことがあるか、もしくは行った取引もしくは投資により、投資対象ファンドは、既存の投資対象を売却せざるを得ないか、または保有せざるを得なくなる場合があります。したがって、ブラックストーンが認識する潜在的に適した投資機会すべてが投資対象ファンドに提供されるという保証はありません。投資対象ファンドは、ブラックストーンの顧客またはブラックストーンが特定の投資機会において関係を有しているその他の者と共同投資を行う場合もあり、これらのブラックストーンの有する関係の他の側面が、投資対象ファンドの投資に関して投資対象ファンド投資顧問会社およびその関連会社が行う決定に影響を及ぼし、その他利益相反をもたらすおそれがあります。

ブラックストーン、その関連会社ならびにそれらの関連当事者および人員は、引受シンジケート団および貸出シンジケート団に参加し、その他資金調達のアレンジャーとして行います（投資対象ファンドもしくは投資対象ファンドの子会社が発行した債券もしくは株式の公募および私募ならびに投資対象ファンドもしくは投資対象ファンドの子会社が借り入れた融資金、またはかかる取引についての助言に関する場合を含みます。）。引受および資金調達は、約定ベースまたは非約定ベースもしくは「ベスト・エフォート」ベースで行われる場合があり、引受または資金調達を行う当事者は、関連する契約に明確に定められている場合を除き、いかなる約定も行う義務を負っていません。また、ブラックストーンは、単独または類似のサービスを提供する第三者と共に、有価証券（公募、売出しおよび／または特別買収目的会社との取引に関連するものを含み、ブラックストーンのポートフォリオ組入事業体が行う融資または発行する商品を含みます。）の買い手または売り手に対して、販売サービス、財務助言、またはその他の類似するサービスも提供すると見込むことができます。かかるサービスに対するブラックストーンの報酬（発行体により支払われ、一または複数の引受会社により払い戻された金額を含みます。）は、該当する売り手（投資対象ファンドを含みます。）、一または複数の引受会社もしくは融資担当会社および／またはその他の取引当事者が支払う見込みです。ブラックストーンのブローカー・ディーラーは、随時、投資対象ファンドもしくは投資対象ファンドの子会社の引受幹事、引受シンジケート団のメンバーもしくはブローカーとして、または投資対象ファンドもしくは投資対象ファンドの子会社のカウンターパーティーのディーラー、ブローカーもしくは投資顧問として行為し、かつ、投資対象ファンド、投資対象ファンドの子会社、その他のブラックストーン勘定もしくはそれらのポートフォリオ組入事業体から有価証券を購入し、もしくはそれらに対し有価証券を売却し、またはかかる取引について助言を行います。また、ブラックストーンは、随時、投資対象ファンドを代理して、または投資対象ファンドが関与する取引の他の当事者を代理して、適用ある法律に従い、投資対象ファンドまたは当該取引のカウンターパーティーがブラックストーンに対し手数料またはその他の報酬を支払う結果をもたらす取引（流通市場での取引を含みます。）を実行し、それにより潜在的な利益相反が生じます。ブラックストーンは、適用ある法律に従い、随時、上記の活動に関して、引受手数料、割引額、販売手数料、融資条件変更手数料もしくは融資再編手数料、サービシング手数料、資本市場手数料、投資顧問報酬、貸付アレンジメント手数料、資産／不動産運用報酬、保険料（権原保険料を含みます。）、インセンティブ報酬、コンサルティング報酬、モニタリング報酬、約定手数料、シンジケーション手数料、組成手数料、設立手数料、運営手数料、貸出金サービシング手数料ならびに資金調達手数料および投資引揚手数料（もしくは、いずれの場合も、当該手数料もしくは報酬に代わる割戻金（購入価格の割引額その他の形であるかを問わず、ブラックストーン、その他のブラックストーン勘定またはそれらのポートフォリオ組入事業体が債務を購入する場合であってもこれにかかりません。））またはその他の報酬を受領しますが、これらは投資対象ファンドまたは投資対象ファンド投資主と分け合うことを要しません。投資対象ファンドの独立取締役は、ブラックストーンのブローカー・ディーラーが引受人、投資対象ファンドのブローカーまたは投資対象ファンドとの間の取引の相手側のディーラー、ブローカーもしくは投資顧問として行為する取引について、かかる取引が投資対象ファンドに適していると当該取締役が誠実に考え、かつ、投資対象ファンド投資主が、投資対象ファンドの投資証券の申込契約を締結することにより、法律により認められる最大限の範囲内で、本書に記載される利益相反を伴う他の取引とともにかかる取引すべてに同意する場合にのみ、かかる取引を承認します。投資対象ファンドの勘定での有価証券の売却は、その時々において、ブラックストーンの他の勘定（その他のブラックストーン勘定を含みます。）に係る注文と一括されるか、または集約されます。投資対象ファンド投資顧問会社およびその関連会社がそれらの単独の裁量において決定するとおり、売却された有価証券の数量全体について同一の価格を受領し、または同一の執行を受けることは不可能となる可能性があるため、特定の状況

においては様々な価格が平均化されることになり、投資対象ファンドにとって不利となる場合があります。ブラックストーンが投資対象ファンドまたは投資対象ファンドのいずれかの子会社が保有する有価証券に関して引受人を務める場合、投資対象ファンドは、適用ある規制に基づき、募集後に「ロックアップ」期間が課されるおそれがあり、その間、投資対象ファンドは、「ロックアップ」の対象となっている有価証券を売却することができません。これにより、投資対象ファンドが当該有価証券を適切な時期に処分する能力が損なわれる可能性があります。ブラックストーンの従業員は、一般にオルタナティブ投資ファンド、不動産ファンド、ヘッジ・ファンドまたはその他の投資ビークル（投資対象ファンドの潜在的な競合他社を含みます。）に投資することが認められています。投資対象ファンド投資主は、かかる投資からいかなる利益も得ることはありません。

2015年10月1日、ブラックストーンは、財務および戦略の顧問サービス、リストラクチャリングおよび再編の顧問サービスならびにパーク・ヒル・ファンド販売事業を分割し、かかる事業を、ポール・J・トープマンが設立した独立系財務顧問会社であるPJTパートナーズ・インク（以下「PJT」といいます。）と統合させました。統合された事業はブラックストーンとは独立して運営されており、ブラックストーンの関連会社ではありませんが、今後かなりの期間にわたって、ブラックストーンとPJTの間で実質的な所有権の重複が生じることが見込まれます。したがって、投資対象ファンドを一方とし、PJTを他方としてこれらの間のまたはこれらが関与する取引に関連して利益相反が生じることになります。ブラックストーンとPJTにおいて財務および戦略の顧問サービスに関与している元ブラックストーンの人員との間の以前から存在する関係、PJTとブラックストーンとの間の重複する所有権ならびに共同投資に関する取り決めおよびその他の継続的取り決めは、投資対象ファンドのためにサービスを実施する上でPJTを選択するか、または推奨するよう投資対象ファンド投資顧問会社を促すものとなると見込むことができます（当該サービスの経費は、一般に、投資対象ファンドが直接的または間接的に負担します。）。PJTがブラックストーンの関連会社ではなくなっていることから、投資対象ファンド投資顧問会社およびその関連会社は、ブラックストーンとPJTの関係にかかわらず、一般に投資対象ファンドの基本定款に基づく制限なく、自由に投資対象ファンドにPJTとの間の取引を行わせることができます。

ブラックストーンは、投資対象ファンド、その他のブラックストーン勘定およびポートフォリオ組入事業体から様々な種類のデータおよび情報（事業運営、財務情報、業績、動向、予算、計画、ESG、エネルギー使用、カーボン・エミッションおよび関連する測定基準、顧客およびデータ利用、従業員および請負業者のデータ、サプライヤーおよび費用のデータに関するデータおよび情報、ならびにその他の関連するデータおよび情報を含みますが、これに限られません。）を受領し、作成し、または入手しており、その中には、オルタナティブ・データまたは「ビッグ・データ」と呼ばれることがあるものがあります。ブラックストーンは、投資対象ファンド、その他のブラックストーン勘定およびポートフォリオ組入事業体からのかかるデータおよび情報へのアクセス権（ならびにかかるデータおよび情報に関する権利）を得ることにより、マクロ経済およびその他の動向をより的確に予測し、その他投資テーマを策定するか、または特定の投資、取引もしくはビジネス機会を特定することができると見込むことができます。ブラックストーンは、投資対象ファンド、その他のブラックストーン勘定、ポートフォリオ組入事業体、関連当事者およびサービス提供者との間で、ブラックストーンが本来通常の過程では入手することがないであろうデータへのアクセス権（および、かかるデータの利用、配布および二次的著作物に関する権利を含む、かかるデータに関する権利）をブラックストーンに付与する情報の共有および利用に関する取り決めを締結しており、今後もかかる取り決めの締結を継続します。さらに、かかるオルタナティブ・データは、投資対象ファンド、その他のブラックストーン勘定およびポートフォリオ組入事業体全体で統合される見込みです。ブラックストーンは、これらの活動により、投資対象ファンドを代理した、またその他のブラックストーン勘定を代理したブラックストーンの投資運用活動が強化されると考えていますが、投資対象ファンドおよびポートフォリオ組入事業体から入手した情報は、投資対象ファンドまたは投資対象ファンド投資主に報酬またはその他の利益が生じることなく、ブラックストーンまたはその他のブラックストーン勘定にも大きな利益をもたらします。例えば、あるポートフォリオ組入事業体から得た情報により、ブラックストーンは、投資対象ファンドまたはポートフォリオ組入事業体に対する報酬または利益なしに、特定の業界について理解を深め、その理解に依拠してブラックストーンおよび当該ポートフォリオ組入事業体に対する持分を所有していないその他のブラックストーン勘定のために取引戦略および投資戦略を実行することができるように見込むことができます。ブラックストーンは、当該データ（その所有権についても含みます。）の保存を担当する見込みです。

さらに、第三者に対する一定の情報の秘密性を保持するか、または別途その利用もしくは配布の範囲および目的を制限する契約上の義務および重要な非公開情報の利用に対する規制上の制限を除き、ブラックストーンは、一般に、ブラックストーンの様々な他の活動（ブラックストーンまたはその他のブラックストーン勘定の利益のための取引を行うことを含みますが、これに限られません。）の推進を補佐するために投資対象ファンドの活動から得た情報を自由に利用および配布することができます。例えば、ブラックストーンが特定の業種に関するある発行体の有価証券を取引する能力は、適用ある法律に従い、同一業種または関連業種のポートフォリオ組入事業体の情報により高めることができます。かかる取引またはその他の事業活動は、投資対象ファンドまたは投資対象ファンド投資主に対する報酬またはその他の利益なしに、ブラックストーンに大きな利益をもたらすことが期待されます。

「ビッグ・データ」およびその他の情報の共有および利用は、潜在的な利益相反を生じさせるものであり、投資者は、ブラックストーンまたはその人員が受領する利益（報酬（現金によるものまたは現物によるもの）、経費および費用を含みます。）は、投資対象ファンド投資顧問会社の管理報酬を相殺するものではなく、またはその他投資者と分け合うものではないことを確認し、これに同意します。そのため、投資対象ファンド投資顧問会社は、ブラックストーンまたはその他のブラックストーン勘定に利益をもたらす方法で利用することができるデータおよび情報を備えている投資を追求しようとするインセンティブを有します。

ブラックストーンおよびその関連会社（投資対象ファンド投資顧問会社および投資対象ファンド・ディーラーマネージャーを含みます。）のその他の現在および将来における活動が、随時、投資対象ファンドおよび投資対象ファンドの投資活動に関する追加の利益相反を生じさせることになります。かかる利益相反が生じた場合、投資対象ファンドは、公正かつ公平な方法でかかる利益相反を解決しようと努めます。投資者は、利益相反が必ずしも投資対象ファンドの利益に有利となるように解決されるとは限らないことを認識しておく必要があります。

**ブラックストーンは、投資対象ファンドとともに共同投資を行うことがある様々なアドバイザーおよびオペレーティング・パートナーを起用していますが、かかるアドバイザーおよびオペレーティング・パートナーがかかる役割を担い続けるという保証はありません。**

ブラックストーン、その関連会社ならびにそれらの人員および関連当事者は、様々なサービスを提供するため、戦略アドバイザー、コンサルタント、シニア・アドバイザー、業界専門家、ジョイント・ベンチャー・パートナーおよびその他のパートナーならびに専門家を起用し、確保しており、かかる者のいずれも、投資対象ファンド投資顧問会社、その関連会社、ポートフォリオ組入事業体またはその他のブラックストーン勘定の現在またはかつての執行役またはその他の人員である可能性があります（以下、総称して「コンサルタント等」といいます。）。同様に、投資対象ファンド、その他のブラックストーン勘定およびポートフォリオ組入事業体は、サービスを提供するため、または特定のセクターにおけるもしくは特定の戦略に関わる資産の創造、取得および開発ならびに事業の買収および展開を行うビルド・アップ戦略を実施するため、コンサルタント等を確保し、コンサルタント等に対し報酬を支払っています。上記のサービスに関連して投資対象ファンドまたはポートフォリオ組入事業体がコンサルタント等に支払う金額（現金による報酬、利益またはポートフォリオ組入事業体の株式、裁量的ボーナス奨励金、パフォーマンス連動報酬（例えば、プロモート）、依頼料および費用の払戻しを含みます。）は、投資対象ファンドの費用または当該ポートフォリオ組入事業体の費用（場合に応じて）として扱われ、当該金額が投資対象ファンド投資顧問会社が本来支払うべき依頼料または最低金額を減少させる効果を有する場合であっても、投資対象ファンド投資顧問会社に請求することはできず、投資対象ファンド投資顧問会社に支払われた、もしくは投資対象ファンド投資顧問会社が受領したとみなされることはなく、または投資対象ファンド投資顧問会社に対する管理報酬を相殺し、もしくは減額させることはありません。また、コンサルタント等は、投資対象ファンドとともに投資対象への共同投資を行い、ポートフォリオ組入事業体の長期インセンティブ・プランに参加することができ、これにより、一般に、投資対象ファンドが配分を受ける投資に占める持分は小さくなります。本項に記載されるコンサルタント等の利益は、コンサルタント等としての地位が終了した後も存続することがあります。

コンサルタント等の労働に係る時間、献身性および範囲には、かなりばらつきがあります。一定の場合、コンサルタント等は、投資対象ファンドのスポンサーに対し取引について助言を行い、投資対象ファンド投資顧問会社に対し業種毎の知見および投資テーマに関するフィードバックを提供し、取引のデュー・ディリジェンスを補佐し、経営陣に引き合わせ、経営陣に関する身元照会を行います。その他の場合、コンサルタント等は、より幅広い役割（ポートフォリオ組入事業体の取締役会における執行役または取締役を務めることならびに新たな投資機会の特定および創出に寄与することを含みます。）を担います。投資対象ファンドは、推奨投資パートナーとして投資対象ファンド投資顧問会社および投資対象ファンドを推奨し、投資対象ファンドの投資プログラムを実行する上でかかるコンサルタント等に依拠することがありますが、いずれのコンサルタント等も、期間の長短にかかわらず投資対象ファンドに関与し続けるという保証はありません。投資対象ファンド、ブラックストーンおよび／またはポートフォリオ組入企業は、コンサルタント等との間で正式な取り決めまたは正式でない取り決めに締結すると見込むことができ、かかる取り決めには、終了オプションがある場合もあればない場合もあり、正式な起用の開始などの将来の出来事が発生するまでの間の報酬、無報酬または報酬繰延べが盛り込まれていることがあります。特定の場合においては、コンサルタント等は、投資対象ファンド・ディーラーマネージャー契約および投資対象ファンド投資顧問契約の解釈上、ブラックストーンの従業員、関連会社または人員ではないものの、ブラックストーンの「従業員」という属性を有し（例えば、コンサルタント等は、ブラックストーンにおいて専用オフィスを有し、ブラックストーンの人員から管理事務支援を受け、ブラックストーンの人員向けの全体ミーティングおよびイベントに参加し、または自己の主な業務活動もしくは唯一の業務活動としてブラックストーンに関する事項に従事し、ブラックストーン関連の電子メール・アドレスもしくは名刺を有し、かつ、通常はブラックストーンの従業員のために確保されている一定の福利厚生に関する取り決めに参加すると見込まれることがあります。）、コンサルタント等の給与および関連費用は、投資対象ファンド投資顧問会社の管理報酬の減額または当該管理報酬との相殺を行うことなく投資対象ファンドまたはポートフォリオ組入事業体が支払います。投資対象ファンドおよび／またはポートフォリオ組入事業体のためののみ従事するコンサルタント等がいる一方で、その他の顧客も抱えているコンサルタント等がいる場合もあります。特に、場合によっては、コンサルタント等（「シニア・アドバイザー」の肩書を有するコンサルタント等を含みます。）は、潜在的に常勤ベースで、かつ／または、専属的に、投資対象ファンド投資顧問会社に対し取引を調達し、推奨する責務に関与しており、今後も関与し、投資対象ファンド投資顧問契約に基づく投資対象ファンド投資顧問会社の責務との重複にかかわらず、かかるコンサルタント等に対する報酬は、（投資対象ファンド投資顧問会社に支払われる管理報酬の減額または当該管理報酬との相殺を行うことなく）投資対象ファンドが全額負担する可能性があります。かかるシニア・アドバイザーが投資対象ファンドを代理して投資機会を生み出す場合、かかるメンバーは、独立当事者間取引において第三者が受領する報酬または第三者が受ける割当に相当する特別な追加の報酬を受領するか、または特別な追加の割当を受けることがあります。コンサルタント等は、投資対象ファンドおよびポートフォリオ組入事業体のための業務を一方とし、コンサルタント等自身またはその他の顧客のための業務を他方としてこれらの間で利益相反を抱えるおそれがある

り、かかる利益相反をモニタリングし、軽減する投資対象ファンド投資顧問会社の能力には限界があります。さらに、コンサルタント等は、投資対象ファンドおよびその他のブラックストーン勘定の双方を代理してサービスを提供する可能性があり、投資対象ファンドを代理して起用されたコンサルタント等が行った業務が、当該その他のブラックストーン勘定に利益をもたらすことがあり（代わって、その他のブラックストーン勘定を代理してコンサルタント等が行った業務が投資対象ファンドに利益をもたらすこともあります。）、スポンサーは、当該コンサルタント等に関して投資対象ファンドが負担すべき経費の一部を、当該その他のブラックストーン勘定に割り当てる義務を負わないものとします。

投資対象ファンドは、投資対象ファンド投資顧問会社およびその関連会社に対してもしくはこれから資産を調達し、売却し、かつ/もしくは、購入することがあるか、または投資対象ファンド投資顧問会社の関連会社が発行した資産を調達し、売却し、かつ/もしくは、購入することがあり、かかる取引は利益相反を生じさせる可能性があります。

投資対象ファンドは、これまでに投資対象ファンド投資顧問会社の関連会社から資産を購入したことがあり、将来において、直接的または間接的に、投資対象ファンド投資顧問会社およびその関連会社もしくはこれらの各関連当事者（当該関連会社もしくは関連当事者またはその他のブラックストーン勘定が所有しているか、または投資している当事者を含みます。）に対しまたはこれから資産（または資産/投資のポートフォリオ）の全部または一部を調達し、売却し、かつ/または、購入することがあります。かかる取引は、当該取引に別段利害関係を有しない取締役の過半数（投資対象ファンドの独立取締役の過半数を含みます。）の承認を得ることが条件となります。また、投資対象ファンドは、投資対象ファンド投資顧問会社の関連会社もしくはその各関連当事者に対する持分またはこれらが発行した資産を第三者に対して調達し、第三者に対して売却し、かつ/または、第三者から購入することがあり、かかる取引は、投資対象ファンドの独立取締役による承認または投資対象ファンドが投資対象ファンドに対し本来であれば投資対象ファンド投資顧問会社もしくはその関連会社に対して支払う義務がある報酬の相殺を必要としません。本項において言及される取引は、投資対象ファンドのスポンサーおよびその関連会社が、直接的もしくは間接的に当該取引の当事者双方から報酬およびその他の利益を受領するか、またはその他当該取引の当事者双方に利害関係を有する場合があることから、利益相反を伴います。

一部のその他のブラックストーン勘定の投資目的および投資指針は類似するか、または重複しており、投資対象ファンドに一部の機会が配分されないことになり、相対的なリターンが低い機会のみが投資対象ファンドに配分される可能性があります。

ブラックストーンは、その他のブラックストーン勘定を代理して、ブラックストーンの自己資本および第三者の資本を世界的規模で広範な投資機会に投資しています。投資対象ファンドに適したすべての機会の全部または一部が投資対象ファンドに配分されるとは限りません。第一に、投資対象ファンドの投資目的または投資戦略の範囲内にある特定の種類の投資機会の全部または一部をブラックストーン自身またはその他のブラックストーン勘定に配分することを可能とする一定の例外があります（ブラックストーン自身が行う戦略的投資（金融機関その他に対するものであるかを問いません。）、およびその他のブラックストーン勘定による、投資目的または投資指針が投資対象ファンドと全部または一部がある程度類似するか、または重複しているか、投資対象ファンドに類似したリターンを追求しているが、異なる投資指針または投資目的を有する投資など）。したがって、投資対象ファンドの投資目的と合致している投資が、一または複数のその他のブラックストーン勘定に提供されるか、その他のブラックストーン勘定と共有するか、またはその他のブラックストーン勘定が実施することを求められるかまたは認められる（および実際に提供されるか、共有されるか、または実施される）状況があり、かつそのような状況になる可能性があります。ブラックストーン、その他のブラックストーン勘定およびポートフォリオ組入事業体の活動の一部は、投資対象ファンドの投資目的と合致する一つまたは複数の投資機会をめぐって投資対象ファンドと競合することが予想され、そのため、投資対象ファンドは、当該投資機会を限定的にしか利用することができないか、またはまったく利用することができない場合があります。投資対象ファンド投資顧問会社は、ある投資機会を投資対象ファンドに配分すべきかまたはその他のブラックストーン勘定に配分すべきかを判断するにあたり、相反する忠実義務を有する可能性があります。投資対象ファンドのスポンサーは、投資機会の配分に関する指針および方針を導入しており、投資対象ファンドのスポンサーはこれらを随時更新すると見込むことができます。

投資対象ファンドの投資目的または投資指針と重複するものの投資対象ファンドに優先しない投資目的または投資指針を有するその他のブラックストーン勘定（個別コアプラス勘定（以下に定義されます。）を含みます。）に関して、投資機会を、投資対象ファンドのスポンサーの現行の方針および手続に従い、投資対象ファンド投資顧問会社およびその関連会社がそれらの単独の裁量において公正かつ合理的と考える基準で投資対象ファンドと一つまたは複数のその他のブラックストーン勘定の間で配分されますが、以下の勘案事項に従って、相対的な利用可能資本に基づき比例按分されることがあります。（ ）投資対象ファンドおよび当該その他のブラックストーン勘定の該当する投資目的または投資の焦点（投資対象ファンドについては、定期的な安定した現金分配の形で魅力あるインカム・ゲインをもたらすという投資対象ファンドの主要な目的が含まれます。）との合致、（ ）投資対象ファンドおよび当該その他のブラックストーン勘定の投資

制限、投資パラメータまたは契約上の規定（例えば、投資対象ファンドとあるその他のブラックストーン勘定の間のジョイント・ベンチャーは、大要類似する条件によらなければなりません。）、（ ）該当する投資機会のセクター、地理的環境／場所、期待リターン特性、期待分配率、予想キャッシュ・フロー、キャッシュ・フローの期待安定性または期待ボラティリティ、レバレッジ特性、リスク特性およびその他の特徴、ならびに該当する投資機会がポートフォリオの集中および分散に及ぼす影響（（Ａ）投資対象ファンドまたはその他のブラックストーン勘定が特定の種類の投資への特定の集中度を維持するために必要な配分（例えば、あるその他のブラックストーン勘定が投資対象ファンドよりも多い頻度または少ない頻度である種類の投資対象を売却する流動的な戦略を取り、投資対象ファンドまたは当該その他のブラックストーン勘定が当該種類の投資への特定の集中度を維持するために追加の非比例按分配分を必要とする場合）、および（Ｂ）特定のファンドがすでに当該投資対象、セクター、業種、地理的地域または市場に対する望みどおりのエクスポージャーを有しているかを含みますが、これらに限定されるものではありません。）、（ ）共同投資のための構造上および資金調達上の柔軟性の維持（その結果 各当事者が十分な資金を持っている限り、投資機会を均等に共有することができます。）、（ ）僅少な投資または単元未満投資につながるおそれがある配分の回避または投資の規模が小さい場合における単独のピークルへの集約、ならびに（ ）法律上、税務上、会計上および規制上の勘案事項ならびに投資対象ファンド投資顧問会社およびその関連会社が関連性があるとみなすその他の勘案事項（投資対象ファンドのＲＥＩＴとしての適格性および投資会社法の適用から除外される非投資会社としての投資対象ファンドの地位を維持することを含みますが、これに限定されるものではありません。）。

現在、個別コアプラス勘定は、米国およびカナダの主要都市および主要市場におけるオフィス用資産、集合住宅用資産、流通用資産、小売り用資産、ライフ・サイエンス資産に焦点を絞って、米国およびカナダの「コアプラス型」の不動産資産および不動産関連資産（これらは、一般に、相対的に安定したキャッシュ・フローを生み出す実質安定稼働資産です。）に投資しています（以下、投資戦略が類似するその他の勘定とあわせて「個別コアプラス勘定」といいます。）。投資対象ファンドおよび個別コアプラス勘定の投資目的を達成するためにブラックストーンが投資対象を決定する限りにおいて、当該投資対象は、一般に、上記のブラックストーンの現行の方針および手続に従って配分されます。一部のその他のブラックストーン勘定も、投資対象ファンドと重複するものの投資対象ファンドに優先しない投資目的または投資指針を有する不動産債権に投資しています。投資対象ファンドおよび当該その他のブラックストーン勘定の投資目的を達成するためにブラックストーンが投資対象を決定する限りにおいて、当該投資対象は、上記のブラックストーンの現行の方針および手続に従って配分されます。

さらに、「オパチュニスティック型」の不動産資産および不動産関連資産全般（多くの場合、これらは運用が不足している資産であり、高い資産価値上昇の可能性があります。）に投資するその他のブラックストーン勘定の一部は、当該投資機会に関して投資対象ファンドに優先し、選定された投資対象（例えば、特定のコアプラス型のライフ・サイエンス投資、民間の不動産融資、欧州およびインフラストラクチャーへの投資）は、まず、一部のその他のブラックストーン勘定に提供されます（投資対象ファンドは、当該その他のブラックストーン勘定が、一般に、投資対象ファンドの投資戦略とは異なるもののある程度重複している可能性がある投資戦略を取ることを想定しています。）。その他のブラックストーン勘定が投資対象ファンドに優先することにより、投資対象ファンドが利用可能な投資機会が少なくなることになります。

投資対象ファンド投資顧問会社およびその関連会社は、様々な勘案事項を考慮した上で、投資対象ファンド投資顧問会社およびその関連会社の現行の方針および手続に従い、それらの単独の裁量において、利用可能資本を計算し、上記の要因を比較検討し（かかる要因は均等に重み付けされません。）、その他の投資配分に関する決定を行い、かかる勘案事項には、基準価額、実際の配分もしくは予想される配分、予想される将来における資金調達活動および資本利用、その他のブラックストーン勘定の予定された投資家およびその他の第三者との共同投資の配分（すなわち、単独の投資のためにプライベート・ファンドと並行して追加資本を調達する場合）、適用ある投資指針、免除権および投資者の選好、一部もしくは全部の準備金、ピークルの規模および投資運用の段階（例えば、ピークルの投資運用の初期に、ピークルは、設立および立上げに関連して、他の場合よりも大きな配分を受ける可能性があります。）、投資対象ファンド投資顧問会社およびその関連会社が決定した有価証券の目標額、地理的制限ならびに実際の資本需要もしくは予想される資本需要または投資対象ファンド投資顧問会社およびその関連会社が決定したその他の要因が含まれることがありますが、これらに限定されるものではありません。投資配分の事前決定は、通常、投資対象ファンドおよびその他のブラックストーン勘定が投資をコミットした時点（多くの場合、当該投資機会に関する購入契約（またはそれと同等のもの）が締結された時点）以前に行われ、投資対象ファンドおよびその他のブラックストーン勘定間での投資配分を決定するにあたりブラックストーンが考慮する要素の変更により、投資完了時（入金後を含みます。）以前に随時更新されることが予定されています。これには、例えば、利用可能資本の変動（投資家の申込みや換金、他の投資への資本投入、または、引当金の見直しなどを含みます。）、ポートフォリオ構成の変動、投資家や第三者による共同投資の実際の配分や期待値の変動などがあり、いずれも投資をコミットしてから実際に投資を実行するまでの間に発生するものです。このような投資配分の調整は重大なものとなる可能性があり、その結果、投資対象ファンドが利用できる配分が減少または増加する可能性があり、投資対象ファンドがそれによって悪影響を受けないという保証はありません。投資対象ファンドの利用可能資本の決定方法は、そ

他のブラックストーン勘定とは異なるか、またはその他のブラックストーン勘定に関してその後変更されることがあります。投資に利用されるレバレッジの金額および形態も、投資対象ファンド投資顧問会社およびその関連会社がそれらの単独の裁量において決定します。投資対象ファンドまたはその他のブラックストーン勘定に関する利用可能資本の決定方法に関する相違または調整は、投資対象ファンドの特定の投資機会の配分に悪影響を及ぼす可能性があります。上記に起因して生じる利益相反が投資対象ファンドに有利となるように解決されるという保証はありません。ブラックストーンは、事前の通知を行うことなく、または投資対象ファンドの同意を得ることなく、いつでもブラックストーンの方針および手続を変更することができる権利を有します。

投資対象ファンドが請求するパフォーマンス連動報酬および/または投資対象ファンドが支払う管理報酬の金額は、その他のブラックストーン勘定が請求するパフォーマンス連動報酬および/またはその他のブラックストーン勘定が支払う管理報酬の金額を下回ることとあれば上回ることもあります。かかる違いは、投資対象ファンドのスポンサーが、投資対象ファンドまたは当該その他のブラックストーン勘定（場合に応じて）に配分するある投資機会に占める割合をより大きくしようとするインセンティブを生む可能性があります。

一定の状況において、投資対象ファンド投資顧問会社は、投資対象ファンドの過去の投資、事業、または投資対象ファンド、その他のブラックストーン勘定、ブラックストーンもしくはその関連会社に該当するその他の理由（これらに限られません。）により、投資対象ファンドの投資目的および投資指針の範囲内の投資機会の一部または全部を追求しないことを決定する場合があります。

一定の状況において、投資対象ファンド投資顧問会社は、投資対象ファンド、その他のブラックストーン勘定、ブラックストーンまたはその関連会社に該当する事業上、評判上またはその他の理由（これらに限られません。）により、投資対象ファンドの投資目的および指針の範囲内の投資機会の一部または全部を追求しないことを決定する場合があります。さらに、投資対象ファンド投資顧問会社およびその関連会社は、投資対象ファンドは問題の投資先、セクター、業界、地理的地域または市場にすでに十分な資金を投入していると、投資対象ファンド投資顧問会社およびその関連会社が誠実な裁量により決定した、または投資対象ファンド投資顧問会社およびその関連会社がその誠実かつ合理的な単独の裁量により決定したその他の理由によりかかる投資先が投資対象ファンドに適さないことなどを理由として（例でありこれらに限定されません。）、投資対象ファンドが投資対象機会の一部またはすべてを追求すべきでないと判断することがあります。このような場合においては、ブラックストーンはその後、その他のブラックストーン勘定、ポートフォリオ組入事業体、ジョイント・ベンチャー・パートナー、関連当事者または第三者を含むその他の者にかかる機会を提供することがあります。かかるその他のブラックストーン勘定は、別の投資委員会を有する異なるブラックストーン・ビジネス・グループからアドバイスを受ける可能性があります、かかる投資委員会は、投資機会が、投資対象ファンド投資顧問会社が考えているものより魅力的であると判断する場合があります。いずれにしても、投資対象ファンド投資顧問会社の評価が正しいと証明される、または投資対象ファンドが実際に追求した投資のパフォーマンスが、投資対象ファンドが追求しない投資機会に匹敵するものであるという保証はありません。ブラックストーン（その従業員を含みます。）は、一定の状況において、上記の投資を行う者から、発生した利益の配分または紹介料を含む報酬を受け取ることになり、かかる報酬は、投資対象ファンドが投資対象ファンド投資顧問会社に支払う金額を上回る可能性があります。その他のブラックストーン勘定が、投資対象ファンドと並行して、または投資対象ファンドの代わりに投資に参加した場合、ブラックストーンがより大きな報酬を得る可能性があります。

投資対象ファンド投資顧問会社およびその関連会社が、本来ならば投資対象ファンドの投資目的および戦略の範囲内にある投資対象ファンドの投資機会の一部または全部を追求しないと判断し、ブラックストーンがその他のブラックストーン勘定に対し、その機会を提供または提示した場合、ブラックストーン（不動産担当者など、その従業員を含みます。）は、その他のブラックストーン勘定から、特定の投資対象に関するものか否かを問わず、発生した利息の配分または紹介料を含む報酬を受領することが期待でき、また、そのような報酬は、投資対象ファンドが投資対象ファンド投資顧問会社に支払う金額よりも多額になる可能性があります。その結果、投資対象ファンド投資顧問会社（かかる報酬を受け取る不動産担当者を含みます。）が、投資機会を投資対象ファンドではなくその他のブラックストーン勘定に振り向ける、またはその他のブラックストーン勘定のために投資機会を調達するインセンティブとなる可能性があります。

投資対象ファンド投資顧問会社およびその関連会社は、配分を決定するため、予想に基づいて誠実に判断を下しますが、かかる予想が不正確であると判明する場合があります。投資対象ファンド投資顧問会社には入手不可能な情報、または配分時に投資対象ファンド投資顧問会社が予測しなかった状況により、投資機会が予想と異なるリターンをもたらす可能性があります。例えば、投資対象ファンド投資顧問会社およびその関連会社が、投資対象ファンドではなくその他のブラックストーン勘定のリターン目標に合致すると判断した投資機会が、投資対象ファンド投資顧問会社およびその関連会社の予想および引受けと合致せず、実際には、投資対象ファンドにとって適切であったと考えられるリターンを生み出す可能性があります。反対に、投資対象ファンド投資顧問会社およびその関連会社が、投資対象ファンドのリターン目標に合致すると予想した投資が、特定の状況で、かかる目標を達成できないか、またはこれを上回る場合があります。さらに、特定の状況で、投資対象ファンドがまたは複数のその他のブラックストーン勘定と共に投資機会に参加している場

合、投資対象ファンド投資顧問会社は、関連する購入契約（または同等のもの）に署名した時点、および／またはこれに関連して預託金を出資した時点で、当初投資配分を決定しなければならないと予想されます。投資対象ファンド投資顧問会社は、投資対象ファンドとかかるその他のブラックストーン勘定間に適用される投資配分を、多くの要因に基づき、投資対象ファンド投資顧問会社が適切とみなす投資機会の署名および出資とクロージングの間で変更する可能性があります。かかる要因には、（ ）利用可能な資本の変動（とりわけ、キャピタル・コミットメントへの申込額の変動、償還および／または買戻請求、譲渡、資本分散、将来の投資のための準備金の変動を考慮します。）および（ ）該当するセクター、産業、地域または市場に関する一般的な集中制限を含みます。このような状況では、投資対象ファンドおよびかかるその他のブラックストーン勘定のそれぞれの預託金および取引費用に関連する債務（ブローカー・ディール手数料および費用を含みます。）も同様に変動することが見込まれますが、特に出資済みの預託金の場合、当該調整が、投資対象および持分のクロージング時点で生じることが見込まれるか、または他の追加金額が当該調整に関して支払期限が到来していないか、もしくは未払いでない場合に限ります。さらに、投資対象ファンド投資顧問会社は、投資機会のクロージング前の時点であれば、かかる配分の決定が行われた時点で投資対象ファンドが利用可能な情報に基づき、投資対象ファンドに当初配分されたかかる投資機会は、後日当該投資機会に関して投資対象ファンド投資顧問会社が受領したその後の情報（例えば、当初投資対象ファンド投資顧問会社が投資対象ファンドのリターン目標と合致するとみなした投資機会が、その後、オポチュニスティックな「制御指向の」ファンドのリターン目標に合致しているとみなされる場合）に基づき、一または複数のその他のブラックストーン勘定に（逆の場合もあります。）すべてまたは一部が再配分されるべきと判断する可能性があります。このような状況では、投資対象ファンド投資顧問会社は、当該投資機会のすべてまたはあらゆる部分について、投資対象ファンドからかかるその他のブラックストーン勘定に（逆の場合もあります。）再配分することを決定する可能性があります（投資機会の再配分元となるファンド（投資対象ファンドを含みます。）を「再配分元勘定」といいます。）これには、当該再配分元勘定が、一または複数の第三者当事者との間で独占的に契約またはその他の拘束力のある合意を締結している状況を含みます。（このように再配分される投資機会を「再配分投資」といいます。）このような場合、再配分しない勘定が、かかる投資の追求に合意している場合、再配分しない勘定は、かかる再配分投資に関連して再配分元勘定に生じた繰延新契約費（返金不可または返金可能な預託金、ブレイケージ費用、デュー・ディリジェンス費用ならびにその他の報酬および費用を含みます。）につき、再配分元勘定に払い戻すものとします。（クロージング前に再配分される可能性があります。）上記から生じる相反する事象が、投資対象ファンドに有利に解決されるという保証はありません。ブラックストーンは、事前の通知または投資対象ファンドの同意なしに、その方針および手続きを随時変更する権利を有します。

投資対象ファンドの取締役会は、事業機会および競合行為に関する投資対象ファンドの利益または将来財産権を放棄する決議を採択しています。

投資対象ファンドの取締役会は、投資対象ファンドの事業機会における利益もしくは将来財産権、または事業機会に参加する機会の提供を受けることを放棄する決議を採択し、ブラックストーンもしくはその関連会社、投資対象ファンドの取締役または投資対象ファンドの取締役の支配を受けるいかなる者も、投資対象ファンドと競合すること、または投資対象ファンドにかかる事業機会を提示することを控えなければならない旨を定めました。この決議に基づき、ブラックストーンおよびその関連会社、ならびに投資対象ファンドの取締役または投資対象ファンドの取締役の支配を受けるいかなる者も、かかる機会が取締役または役員としての資格におけるそれらの者に対して明示的に提供され、かつ投資対象ファンドまたは投資対象ファンドの子会社のいずれかに対する排他的なものである場合を除き、投資対象ファンドに対してかかる機会を提示する義務を負わず、また、これらの者は、ブラックストーンもしくはその関連会社の投資主としての地位、またはブラックストーンの関連会社の投資対象ファンドの役員または取締役としての地位の結果として課される制限を一切受けることなく、競合行為に従事することができます。

投資対象ファンドは、ブラックストーンの関連会社と共同投資を行っており、かかる投資は、発行体の資本構成の異なる部分に対する投資である場合がありますが、同じ部分であった場合は利益相反が生じる可能性があります。投資対象ファンドは、その他のブラックストーン勘定が別途元本投資を行っている投資先に投資している場合、投資対象ファンドとその他のブラックストーン勘定との間で利益相反が生じ、投資対象ファンド投資顧問会社は、投資対象ファンドにとって不利な措置を講じる可能性があります。

投資対象ファンドは、投資対象ファンドおよびその他のブラックストーン勘定の双方に適した投資先に対し、かかるその他のブラックストーン勘定と共同で投資を行います。投資対象ファンドは、その他のブラックストーン勘定が保有する持分とは異なる（相対的な優位性に関する場合を含みます。）持分を投資先に保有している場合があります（また、一定の状況においては、情報障壁その他により、投資対象ファンド投資顧問会社はその他のブラックストーン勘定の参加を知り得ません。）。このような状況においては、利益相反が生じます。かかる利益相反を軽減するため、投資対象ファンドは、一定の状況において、投資対象ファンドによるかかる投資またはその他のブラックストーン勘定による該当する投資に関連する決定に参加することを辞退する、またはブラックストーン内部においてそれぞれの顧客のために行動する情報障壁により分離されたグループ（本質的には一時的で限定的な目的のものと想定されます。）を設立する可能性が高いと考えられます。上記にかかわらず、また、投資対象ファンド投資顧問会社が利益相反を緩和するために取る可能性のある

以下のその他の措置にかかわらず、ブラックストーンは、投資対象ファンドおよびかかるその他のブラックストーン勘定との間で相反する忠実義務を有する場合には、措置を講じるよう求められる可能性があり、これは投資対象ファンドに悪影響を与える可能性があります。これに関し、投資対象ファンドに不利に働く措置が、その他のブラックストーン勘定について講じられる可能性があります（また、その逆も同様です。）。その他のブラックストーン勘定が保有する有価証券に関して議決権を保持している場合、または投資対象ファンドが辞退しない場合、ブラックストーンは、投資対象ファンドに対する義務と当該その他のブラックストーン勘定との間で相反する忠実義務を有する場合には、措置を講じるよう求められる可能性があり、投資対象ファンドに悪影響を及ぼす可能性があります。投資対象ファンドが意思決定を辞退する場合、投資対象ファンドは通常、第三者に決定を依存することになり、第三者が利益相反を有する、またはブラックストーンは下さなかったと考えられる決定を下す可能性があります。

いかなる利益相反も、投資対象ファンドに有利に解決されるという保証はありません。また、潜在的な投資者の間で配分される投資金額（もしあれば）および各々の条件を決定する際にも利益相反が生じることが予想されます。投資対象ファンドの投資から得られるリターンが、取引に参加している他の関連会社が出したリターンに等しい、またはそれ以上になるという保証はありません。さらに、破産手続において、投資先に関するその他のブラックストーン勘定の関与および措置により、投資対象ファンドの持分が劣後するまたは悪影響を受ける可能性が高いと予想されます。例えば、投資対象ファンドが、発行体の下級メザニン持分を保有している状況では、当該事業体によって発行されたより上位のクラスの債権の保有者（その他のブラックストーン勘定を含む場合もあります。）は、自らの利益のために（特に、当該発行体が財務上の困難または苦境に直面している状況においては）措置を講じることがあり、かかる措置は、投資対象ファンドの当該発行体への投資を一層劣後させるまたはかかる投資に悪影響を与えることとなります。

投資対象ファンドの不動産関連取引に関するローン、銀行融資または証券化による資金調達の交渉に関連して、ブラックストーンは、通常、自身がスポンサーになっている取引（その他のブラックストーン勘定が所有する不動産が、裏付けとなる担保に含まれる取引を含みます。）に関する資金調達の一部について、合意された一連の条件に基づき、自身のために（または同社が管理するビークルを代理して）参加する権利を取得することとなります。投資対象ファンドは、この取決めが、かかる上級ローンのアレンジャーと交渉される全般的な条件に対し前文に記載される以外の影響を与えるものではないと考えています。投資対象ファンドが、その他のブラックストーン勘定がメザニン債投資その他の債権投資を保有している不動産に対して投資を行うもしくはかかる投資を保有している場合、またはその逆の場合においても同様に、ブラックストーンは、投資対象ファンドとその他の関連会社に対して相反する忠実義務を有する可能性があります。かかる投資は、本質的に、そのような事業体により保有され得る様々な種類の有価証券の間において利益相反または認識された利益相反を引き起こす可能性があります。ブラックストーンとの関連性のため、投資対象ファンド投資顧問会社は、ブラックストーンがスポンサーとなっている資金調達に投資することについて、（他の不動産会社および金融スポンサーがスポンサーとなっている不動産関連の資金調達と比較して）より大きいインセンティブを有する可能性があります。一定の状況においては、投資対象ファンドは、すべての予定されている債権（シニア債および／またはメザニン債）による資金調達が確定される前に、投資に必要な資金をコミットしなければならないことがあります。このような状況では、その他のブラックストーン勘定および／またはブラックストーン自身（自らの貸借対照表上の資本を全部または一部において使用します。）が、ブリッジローンその他の短期資金調達および／またはコミットメントを提供することがあり、これらは成立時に、より長期の資金調達により入替えられるおよび／またはシンジケートが組成されることを意図しています。このような状況において、その他のブラックストーン勘定および／またはブラックストーン自体が、かかる融資および／またはコミットメントの提供に対する報酬（オリジネーションフィー、ティッキングフィーまたはコミットメントフィーを含みます。）を受け取ることがあり、かかる報酬は、投資対象ファンド投資顧問会社に支払われる管理報酬と共有されず、かつ／または相殺されことはありません。このような状況においては、発行体の別の有価証券に投資するその他のブラックストーン勘定に適用される利益相反は、ブラックストーン自身にも同様に適用されます。

その他のブラックストーン勘定が債権を保有またはエクイティ投資を行っている会社について、投資対象ファンドが投資する、もしくは投資を保有している、または債権の購入により貸付人となっている場合（原不動産が、その他のブラックストーン勘定によって所有されているC M B Sへの投資を通じたものを含みます。）、または、その他のブラックストーン勘定がポートフォリオ組入事業体に関する資金調達の別個のトランシェに参加している場合、ブラックストーンは通常、投資対象ファンドおよびその他のブラックストーン勘定との間で、相反する忠実義務を負うこととなります。これに関し、投資対象ファンドに不利に働く措置が、その他のブラックストーン勘定について講じられる可能性があります（また、その逆も同様です。）。さらに、投資対象ファンドは、利益相反が存在する場合、一般的に、議決権行使およびガバナンスに関する事項において、同様の状況にある他の第三者としての債権者（もしあれば）の「議決権行使に従う」ことになり、投資対象ファンドの投資を個別に保護するための能力は限られており、かつかかる第三者の行動（これは、投資対象ファンド投資顧問会社ほどの能力を有しておらず、ブラックストーンおよびその他の第三者双方との関係により別の、かかる第三者の決定に影響を与え得る利益相反を生む可能性があります。）に依存することとなります。さらに、潜在的な投資者間で配分される投資金額（もしあれば）および各々の条件を決定する際にも利益相反が生じることが予想されます。

投資対象ファンドは、（ ）特定のその他のブラックストーン勘定により保有されている、もしくは取得が提案されているローン投資またはポートフォリオのリファイナンスまたは変更、およびその他のブラックストーン勘定による、投資対象ファンドが現在保有しているローンのリファイナンス、ならびに／または（ ）一つまたは複数のその他のブラックストーン勘定のポートフォリオ組入事業体（かかるポートフォリオ組入事業体によるローンもしくはその他の持分の新規

発行または売出しを含みます。）に関して、投資への参加を追求する場合があります。かかる取引に関する投資対象ファンドの参加は、一般的に第三者によって交渉されることが予想されますが、かかる取引は潜在的または現実の利益相反を引き起こします。

投資対象ファンドは、その他のブラックストーン勘定と共にジョイント・ベンチャーに投資するまたは、投資対象ファンドとその他のブラックストーン勘定の間で投資先プールを分割する場合があります。

投資対象ファンドが、その他のブラックストーン勘定とのジョイント・ベンチャーを通じて不動産を取得する場合、かかる投資は上記のように配分され、投資対象ファンドは、かかるジョイント・ベンチャーの持分について、その他のブラックストーン勘定よりも小さい持分を割り当てられる場合があります。投資対象ファンドは、一般的に、いずれかのジョイント・ベンチャーに関して投資対象ファンドが有する支配権の水準は、当該ジョイント・ベンチャーに対する投資対象ファンドの経済的持分に対応することになると想定していますが、いつもこのようになるとは限りません。投資対象ファンドは、参加した場合、非投資会社として投資会社法の免除を受けることができる投資対象ファンドの地位を脅かす可能性があると考えられる場合、自身が支配権または共同支配権を有していないジョイント・ベンチャーには参加しません。これにより、投資対象ファンドは、投資対象ファンドおよび一つもしくは複数のその他のブラックストーン勘定の双方に適した特定の投資機会に関してその割当を受けることができなくなる可能性があります。このようなジョイント・ベンチャーへの投資には、リスクと利益相反が伴います。

投資対象ファンドのスポンサーは、特定の売主との一つまたは関連する複数の取引で不動産、資産、有価証券、商品のポートフォリオまたはプールを取得する機会を有する場合があります。スポンサーはその単独の裁量により、かかるポートフォリオまたはプールが、特定の資産、有価証券または商品（全部または一部）が投資対象ファンドおよびその他のブラックストーン勘定に具体的にどう配分されるかを含め、投資対象ファンドとその他のブラックストーン勘定の間で分割されるよう決定します。かかる配分は、一般的に、とりわけポートフォリオおよびポートフォリオ内の各資産の予想リターンおよびリスク特性の評価に基づいて行われ、その他のブラックストーン勘定に対して、投資対象ファンドよりも大きな利益を提供する可能性があります（その逆も同様です。）。例えば、あるプールに含まれる資産の中には、投資対象ファンドに適さないオパチュニスティック型のリターン特性を有するものが含まれる場合があります。また、プールには、投資対象ファンドのスポンサーが異なったファンドに配分すべきであると決定した債権およびエクイティ証券の両方が含まれている場合があります。これらの状況すべてにおいて、売主に支払われる購入代金の合計は、売主、第三者としての評価会社および/または投資対象ファンド投資顧問会社およびその関連会社による決定に基づき、プール内の複数の資産、有価証券および商品に配分され、これにより、資産、有価証券および商品を取得する投資対象ファンドとその他のブラックストーン勘定の間において配分されますが、投資対象ファンドのスポンサーは、特定の状況において、契約上の購入代金とは別の基準で投資対象ファンドおよびかかるその他のブラックストーン勘定に価値を配分する場合があります。かかる配分により、投資対象ファンドが個別に取得することはなかったと考えられる資産、有価証券および商品のポートフォリオまたはプールに関するその他のブラックストーン勘定との取引に投資対象ファンドが参加することになる場合、投資対象ファンドのスポンサーは、投資対象ファンドおよびその他のブラックストーン勘定に対して相反する忠実義務を有することになります。

同様に、投資対象ファンドおよびその他のブラックストーン勘定が、一つまたは関連する複数の取引で、買主に資産を売却する状況もあると考えられます。取引相手方が、売買契約における価値の配分を要求する場合がありますが、かかる価値の配分は正確ではなく、依拠すべきではないと投資対象ファンドのスポンサーが判断する場合があります。最終的な価値の配分決定において、投資対象ファンドのスポンサーは、第三者による評価報告書を入手することもできますが、投資対象ファンドの基本定款により鑑定が必要とされない限り、通常は社内での分析に依拠します。価値の配分方法にかかわらず、投資対象ファンドのスポンサーは、ポートフォリオで資産をまとめて売買する際に、投資対象ファンドのスポンサーが異なるピークルに関して有する異なる金銭的インセンティブによるものを含め（これは、ピークルから得られる手数料およびパフォーマンス連動報酬を含む報酬がピークルによって異なっている場合に最も顕著となります。）、投資対象ファンドおよびその他のブラックストーン勘定に対して相反する義務を負うことになります。投資対象ファンドの投資が、その他のブラックストーン勘定と共有するポートフォリオの構成要素としてではなく、単独で取得または売却された場合に割り当てられたと考えられる金額よりも高い、または低い購入代金で評価または割り当てられないことがないという保証はありません。

請求されるパフォーマンス連動報酬および/または投資対象ファンドが支払う管理報酬の金額は、請求されるパフォーマンス連動報酬および/またはその他のブラックストーン勘定が支払う管理報酬の金額を下回るまたは上回る場合があります。かかる差異は、投資対象ファンドのスポンサーが、投資機会のより大きな割合を投資対象ファンドまたはかかるその他のブラックストーン勘定（場合に応じて）に配分するインセンティブとなる可能性があります。

ブラックストーンは、ブラックストーンが投資対象ファンドおよび特定の債権ファンドに対して相反する受託者責任を負うような投資を構築する場合があります。

ブラックストーンは、シニア担保付ローン、ディストレスト債、劣後債、高利回り証券、CMBS、およびその他のブラックストーンの関連会社により運用される類似する債務商品に主に投資する一つもしくは複数のメザニンファンドまたはその他の投資ファンド、ストラクチャード・ピークルまたはその他の集合投資対象ピークル（以下、総称して「デットファンド」といいます。）が、投資対象ファンドに配分された投資先の債務トランシェに参加する機会を提供されるような特定の投資を構築することが想定されます。投資対象ファンド投資顧問会社は、デットファンドおよび投資対象ファンドに対して受託者責任を負います。デットファンドが、投資対象ファンドが投資を保有する不動産または不動産会社に関連する高利回り証券もしくはその他の債務証券を購入する場合（または、投資対象ファンドが、デットファンドもしくはその他のブラックストーン勘定、もしくは別のブラックストーン不動産ファンドもしくはピークルがメザニン債その他の債務を有する会社または不動産に対して、投資する、投資を保有する、もしくは債務の購入を通じ貸付人になっている場合）、投資対象ファンド投資顧問会社およびその関連会社は、デットファンド、かかるその他のブラックストーン勘定および投資対象ファンドに関してなされたアドバイスまたは決定に関して（例えば、かかる高利回り証券またはその他の債務証券の条件、誓約の執行、資本増強の条件、および債務整理または破産の処理に関して）利益相反に直面することになります。同様に、一定のその他のブラックストーン勘定は、投資対象ファンドの実際のまたは潜在的な投資先である公開会社の有価証券に投資すると予想されます。その他のブラックストーン勘定の取引活動は、かかる有価証券において投資対象ファンドの勘定のために行われる活動とは異なる、または矛盾することがあります。さらに、投資対象ファンドは、その他のブラックストーン勘定によるこのような取引活動の結果として、本来であれば投資対象ファンドの投資目的および指針の範囲内である投資を追求しないことがあります。

ブラックストーンは、その他のブラックストーン勘定の資金を調達する、および／またはこれを管理する場合があります、その結果、ブラックストーンの従業員、およびかかるその他のブラックストーン勘定への潜在的投資の方向性の再配置が行われる可能性があります。

ブラックストーンは、その他のブラックストーン勘定の資金を調達する、および／またはこれを管理する権利を留保します。かかるその他のブラックストーン勘定には、オポチュニスティック型、安定型、および実質安定型の不動産ファンドもしくは別個の勘定、専用マネージド・アカウント、低リスクかつ低リターンまたは高リスクかつ高リターンのファンドに適した投資先、不動産債権および取引投資ピークル、主にグローバルに投資を行う不動産ファンド、主に米国およびカナダ以外の特定の地域に投資を行う不動産ファンド、もしくは主に（例えばオフィス用、物流用、小売り用または賃貸住宅用などの）単一セクターの不動産投資物件に投資を行う不動産ファンド、もしくは公募および私募の債務証券およびエクイティ証券に対して支配権のない投資を行う不動産ファンド、ならびに／または投資対象ファンドと同等または類似の投資目的または指針を持つ可能性のある投資ファンド、もしくは投資対象ファンドが資金を調達したファンドを含む投資対象および／もしくは複数の特定の投資者（もしくは当該投資者の関連グループ）の利益のための一つもしくは複数のマネージド・アカウント（もしくは事業体を通じて構築される類似するその他の取決め）で、各場合において、投資対象ファンドと重複する投資目的または指針を有する可能性があるものが含まれます。投資対象ファンドは、特に、積極的に投資を行っている特定のその他のブラックストーン勘定と不動産および不動産債権への投資機会が重なることになり、また将来においてその他のブラックストーン勘定と類似する重複が生じると見込んでいます。その他のブラックストーン勘定が終了した場合、当該その他のブラックストーン勘定へのブラックストーンの従業員の再配置（既存の不動産専門家の再配置を含みます。）につながる可能性があります。さらに、投資対象ファンドに適している可能性のある潜在的な投資先が、かかるその他のブラックストーン勘定に向けられる可能性があります。

ブラックストーンは、第三者による投資対象ファンドからの資産購入への資金調達に関与する可能性があり、これは潜在的または現実の利益相反をもたらす可能性があります。

ブラックストーンまたは一つもしくは複数のその他のブラックストーン勘定が、投資対象またはその裏付資産の第三者購入者による入札または取得の一環として融資を行っている場合に、投資対象ファンドは、当該入札によって当該投資対象の全部または一部を随時処分する可能性があります。これには、当該第三者購入者が当該投資対象または資産を投資対象ファンドから購入することを約束した時点で、またはその前に、ブラックストーンまたは一つもしくは複数のその他のブラックストーン勘定が融資を約束している場合が含まれます。ブラックストーンまたは一つもしくは複数のその他のブラックストーン勘定が、第三者によるポートフォリオ投資対象の投資対象ファンドからの取得に関連する債務による資金調達の提供者としてこのように関与することは、潜在的または現実の利益相反を生じさせる可能性があります。

投資対象ファンドは、その他のブラックストーン勘定が所有する資産の第三者による取得に関連して、債務による資金調達を提供する場合があります。

投資対象ファンドは、一つまたは複数のその他のブラックストーン勘定が所有するポートフォリオ組入事業体（またはその裏付資産）の第三者購入者による入札または取得（またはそれへの投資）の一環として（または、第三者が所有する資産または持分（および/またはそのポートフォリオ）の一つもしくは複数のその他のブラックストーン勘定またはその関連会社による取得に関連して）融資を行う場合があります。これには、当該購入者が当該投資を約束または実行した時点で、その前に、またはその前後に、投資対象ファンドが融資を約束している場合が含まれます。投資対象ファンドは、その他のブラックストーン勘定および/または関連会社が保有するかまたは後に持分を取得するポートフォリオ組入事業体に関して、投資を行い、債務による資金調達を提供する場合があります。そのような取り決めの条件および条項は、通常、市場条件となりますが、その他のブラックストーン勘定または関連会社が当該取引に関与する場合、与信判断および当該取引または取り決めの条件に影響を与える可能性があり、および/またはその他投資対象ファンド投資顧問会社の決定に影響を与える可能性があり、このことは、潜在的なまたは現実の利益相反を生じさせ、投資対象ファンドに悪影響を及ぼす可能性があります。例えば、当該取引では、当該ローンの一部または全額の返済が行われる場合があります（関連する手取金は該当するその他のブラックストーン勘定が受領します。）、および/またはその他借入人との既存のローンに関する条件および価格の再編が行われる場合があります（この場合、当該再編の取り決めに従い、当該その他のブラックストーン勘定が借換えの手取金および/または当該ローンの留保持分を受領します。）。また、一定の状況において、投資対象ファンドは、第三者がその他のブラックストーン勘定からの投資対象の取得に関して保証金の支払いを約束するまで融資を約束しない場合があります、その結果、投資対象ファンドは、入札プロセス全体において不利になり、または投資を完了できない可能性があります。

ブラックストーンと、以前からブラックストーンと共同投資を行っている投資対象ファンドのジョイント・ベンチャー・パートナーとの間に紛争が生じた場合、当該パートナーに関連する投資対象ファンドの投資に影響を与える可能性があります。

投資対象ファンド投資顧問会社が投資対象ファンドの資本への共同投資を行うことを選択する可能性のある第三者の事業者およびジョイント・ベンチャー・パートナーの中には、以前からブラックストーンと共同投資を行っている者もいます。このような既存の投資の条件は、投資対象ファンドが当該事業者およびパートナーと共同投資を行う条件とは異なる場合があります。ブラックストーンと当該事業者およびパートナーとの間に紛争が生じた場合、当該事業者およびパートナーに関連する投資対象ファンドの投資が影響を受ける可能性があります。

一部の幹部および人員は、特定の状況において、その他のブラックストーン勘定のパフォーマンスに関与し、当該パフォーマンスへの大きな金銭的利益を有することになり、かかる活動は、投資対象ファンドを代理して投資判断を行うにあたって利益相反を生じさせる可能性があります。

一部のブラックストーンの人員は、特定の状況において、投資対象ファンド、その他のブラックストーン勘定およびポートフォリオ組入事業体に対する自己の責務ならびに自己の社外での個人的活動または事業活動（投資ファンド、法人、財団またはその他の組織の投資委員会、諮問委員会もしくは取締役会の構成員またはアドバイザーとしてのものを含みます。）に関する様々な利益相反にさらされることになります。かかる他の事業体が投資対象ファンドの利害に反する利害を有する場合（かかる他の事業体が投資機会またはその他の資源をめぐって投資対象ファンドと競合する場合を含みます。）、かかる立場は利益相反を生じさせます。ブラックストーンの当該人員が有する他の事業体のパフォーマンスへの金銭的利益は、投資対象ファンドのパフォーマンスへの金銭的利益よりも大きくなる場合があります。かかる関与の仕方は、投資対象ファンドを代理して、またかかるその他のファンド、勘定およびその他の事業体を代理して投資を行うにあたって利益相反を生じさせる可能性があります。投資対象ファンド投資顧問会社は一般にかかる利益相反の影響を最小限に抑えようとしますが、かかる利益相反が投資対象ファンドに有利に解決されるという保証はありません。また、ブラックストーンの人員は、一般に、オルタナティブ投資ファンド、プライベート・エクイティ・ファンド、不動産ファンド、ヘッジ・ファンドおよびその他の投資ビークルに投資を行うこと、ならびに（ブラックストーンの倫理規範に定められる要件に従って）企業、資産、有価証券または商品に関するその他の個人的な取引活動を行うことを認められており、その中には利益相反を伴うことになるものがあります。かかる個人的な証券取引は、特定の状況において、投資対象ファンドもしくはその他のブラックストーン勘定も保有し、もしくは取得すると見込むことができる有価証券もしくは商品に關係するものとなるか、またはその他投資対象ファンドが異なる自己資金投資（例えば、優先順位に関して異なるものを含みます。）を行い、もしくは取得する企業もしくは発行体に關係するものとなります。かかる活動に起因して生じる利益相反が投資対象ファンドに有利となるように解決されるという保証はありません。投資者は、かかる投資からいかなる

利益も得ることはなく、かかる他の投資におけるブラックストーンの人員の金銭的インセンティブは、投資対象ファンドに関する金銭的インセンティブよりも大きなものとなる可能性があります。

また、ブラックストーンは、一定の投資者（および／または一つまたは複数のその関連会社）との間に、かかる投資者（および／または一つまたは複数のその関連会社）による一つまたは複数のその他のブラックストーン勘定への投資に関する（かかる投資者に特別な権利および利益を付与する）ブラックストーンとの全体的な関係を含む戦略的な関係（以下「戦略的關係」といいます。）を締結しておりまた今後も締結することが予想されます。戦略的關係には、投資者による2つ以上のその他のブラックストーン勘定（投資対象ファンドを含みますが、これに限定されるものではありません。）への出資約束の合意が含まれることがあります。戦略的關係にはまた、戦略的關係を通じた一つまたは複数のその他のブラックストーン勘定への投資に関する一定のリターン目標を支援するためのブラックストーンまたはその関連会社による現金またはその他の資産の出資が伴う場合があり、かかる投資リターンは、戦略的關係プログラムの条件に従って充足された場合には、ブラックストーンに支払われる追加のインセンティブまたはその他の報酬の対象となる可能性があります。そのため、ブラックストーンが、投資機会を一定のその他のブラックストーン勘定に振り向ける、または戦略的關係のために投資機会を調達するインセンティブとなる可能性があります。

投資対象ファンド投資顧問会社は、投資対象ファンドのサービス提供者を選定するにあたって利益相反に直面する可能性があり、一部のサービス提供者は、投資対象ファンド・ディーラーマネージャー、投資対象ファンド投資顧問会社またはブラックストーンに対し、投資対象ファンドによる支払条件よりも有利な条件でサービスを提供する場合があります。

投資対象ファンド投資顧問契約に基づき、投資対象ファンド投資顧問会社は、投資対象ファンドのためおよび投資対象ファンドの費用負担で、投資対象ファンド投資顧問会社が投資対象ファンドの経営陣が運営に関連して必要または望ましいと判断する特定のその他の者および企業のサービスを確保することができます。投資対象ファンドの第三者であるアドバイザーならびにその他のサービス提供者およびベンダー（会計士、管理事務代行者、貸付人、銀行業者、ブローカー、弁護士、コンサルタント、権原代理人、不動産管理会社および投資銀行または商業銀行を含みます。）の一部は、ブラックストーン、投資対象ファンドもしくはその他のブラックストーン勘定により所有されているか、ブラックストーン、その他のブラックストーン勘定およびそのポートフォリオ組入事業体、投資対象ファンド・ディーラーマネージャー、投資対象ファンド投資顧問会社ならびに上記の関連会社および人員に対し物品もしくはサービスを提供しているか、またはブラックストーン、その他のブラックストーン勘定およびそのポートフォリオ組入事業体、投資対象ファンド・ディーラーマネージャー、投資対象ファンド投資顧問会社ならびに上記の関連会社および人員とその他の事業関係、人的関係、金銭的關係もしくはその他の関係を有しています。また、投資対象ファンドのアドバイザー、貸付人、投資者、商業上のカウンターパーティー、ベンダーおよびサービス提供者（それらの関連会社または人員のいずれをも含みます。）は、ブラックストーン、その他のブラックストーン勘定およびこれらの各関連会社、上記の人員または上記の人員の家族とその他の商業的關係または人的関係を有する可能性があります。投資対象ファンドに配分される費用は、サービス提供者が投資対象ファンドにサービスと提供するために確保される場合、増加します。

アドバイザーおよびサービス提供者（法律事務所を含みます。）の一部は、ブラックストーン、投資対象ファンドまたはその他のブラックストーン勘定またはそのポートフォリオ会社に対して、コストの有無を含む様々な取り決めに基づき、一時的にその人員を提供することができます。一定の場合において、投資対象ファンドはまた、かかるアドバイザーおよびサービス提供者における個人または専門チームの選定ならびにその報酬の決定において、重大な支配権を有することができます。投資対象ファンドおよびかかるその他のブラックストーン勘定およびそのポートフォリオ会社は、このような種類の取り決めの受益者となることが多い一方で、ブラックストーンもまた随時、アドバイザーまたはサービス提供者が通常の業務過程において投資対象ファンドに対してサービスを提供する場合などに、このような取り決めの受益者となることがあります。かかる人員は、ブラックストーン、その関連会社および／またはポートフォリオ会社に関するものを含む複数の事項についてサービスを提供する場合があります、かかる人員のコストはこれに応じて配分されることがあります。

ブラックストーンは当該サービス提供者およびベンダーに関する自己の知見（かかる知見は、一般に、ブラックストーンとその他の関係を有しているサービス提供者およびベンダーの場合に豊富なものとなります。）に基づきその状況において最も適切であるとブラックストーンが考えるサービス提供者およびベンダーを選定しますが、上記のサービス提供者およびベンダーのブラックストーンとの関係は、特定の状況においては、投資対象ファンドのためにサービスを実施する上で当該アドバイザーまたはサービス提供者を選定するか、推奨するか、または組織するかを決定するにあたってブラックストーンに影響を及ぼすものとなり（当該アドバイザーまたはサービス提供者に関する経費は、一般に、投資対象ファンドが直接的または間接的に負担します。）、かかる関係により、ブラックストーンには、第三者よりも当該サービス提供者を起用するようインセンティブが働くか、利益相反がない場合よりも多い頻度で当該サービス提供者およびベンダーのサービスを利用するようインセンティブが働くか、または当該サービス提供者およびベンダーに対し利益相反がない場合よりも多額の報酬もしくは手数料を投資対象ファンドに支払わせるようインセンティブが働くこととなります。このイ

ンセンティブは、インカム・ゲインおよび／またはサービス提供者もしくはベンダーの企業価値の創出により生み出される可能性があります。また、ブラックストーンは、かかる機会を利用して利益を得るため、サービス提供者およびベンダーに投資しようとするインセンティブまたはサービス提供者およびベンダーを創設しようとするインセンティブを有することがあります。さらに、ブラックストーンは、随時、その他のブラックストーン勘定の第三者サービス提供者に対し、ブラックストーンが利害関係を有する他のサービス提供者およびベンダーを利用するよう奨励し、ブラックストーンは、関連するサービス提供者およびベンダーにふさわしい事業が加わったことによりブラックストーンが利害関係を有する他のサービス提供者およびベンダーを利用する第三者サービス提供者を利用しようとするインセンティブを有します。かかるサービス提供者およびベンダーに対して支払われた報酬またはかかるサービス提供者およびベンダーにおいて生み出された価値は、投資対象ファンド投資顧問会社の管理報酬を相殺し、または減額させるものではなく、その他投資対象ファンドと分け合うことがなされるものではありません。有価証券のブローカーの場合、投資対象ファンドのスポンサーは、最良執行方針（当該スポンサーにより、該当する法域の規制上の要件に準拠するよう随時更新されています。）を取っています。

ブラックストーン、その他のブラックストーン勘定、ポートフォリオ事業体ならびに上記の人員および関連当事者は、投資対象ファンドに提供した製品およびサービスに対して、パフォーマンス連動報酬およびその他のインセンティブ報酬を含む報酬および対価（資産管理に対する報酬（管理報酬およびキャリード・インタレスト／インセンティブ・アレンジメントを含みますが、これに限られません。）、開発管理および不動産管理に対する報酬、融資または投資のアレンジメント、引受（価値創造の機会およびESGリスクの低減に関する評価を含みますが、これに限られません。）、シンジケーションまたは借り換えもしくは資金補充に対する手数料（またはその他の追加の手数料（取得手数料、融資条件変更手数料または融資再編手数料を含みます。））、貸出金サービシングに対する手数料、スペシャル・サービシングに対する手数料、その他のサービシングに対する手数料、管理事務サービスに対する報酬、資産の取得もしくは売却または企業の買収もしくは売却についての助言サービスに対する報酬、その他の助言サービスに対する報酬、投資銀行サービスおよび資本市場サービスに対する報酬、販売代行サービスに対する報酬、ファンド管理事務に対する報酬、社内法務企画サービスおよび社内税務企画サービスに対する報酬、情報技術製品および情報技術サービスに対する報酬、保険調達に対する手数料、仲介ソリューションおよびリスク管理サービスに対する報酬、データの抽出および管理のための製品およびサービスに対する報酬、融資、不動産、権原および／またはその他の種類の保険のモニタリングおよび監督ならびに関連サービスに対する報酬、ならびにその他の製品およびサービス（リストラクチャリング・サービス、コンサルティング・サービス、モニタリング・サービス、約定サービス、シンジケーション・サービス、組成サービス、設立サービスおよび資金調達サービス、ならびに投資引揚サービスを含みますが、これらに限定されるものではありません。）に対する報酬など）を受領します。かかる当事者は、ブラックストーン、その他のブラックストーン勘定およびポートフォリオ組入事業体ならびにそれらの人員および関連当事者ならびに第三者に対しても、報酬を得て、製品およびサービスを提供します。ブラックストーンは、そのイノベーションズ・グループを通じて、投資対象ファンド、投資対象ファンドのポートフォリオ組入不動産、その他のブラックストーン勘定およびそれらの関連会社ならびにブラックストーンのその他の関連当事者および第三者に対し物品およびサービスを提供すると見込むことができる企業のインキュベーションを行っています。投資対象ファンドは、ブラックストーンに関連する企業の製品またはサービスに関する契約を締結することにより、当該企業およびその利害関係者に対してインカム・ゲインをもたらすだけでなく、当該企業およびその利害関係者の大きな企業価値を生み出す可能性もあり、これは、投資対象ファンドまたは投資対象ファンド投資主と分け合うことはなされず、直接的にも間接的にもブラックストーンに利益をもたらす可能性があります。また、ブラックストーン、その他のブラックストーン勘定およびポートフォリオ組入事業体ならびにそれらの人員および関連当事者は、特定の状況において、追加の所有持分その他などにより、投資対象ファンドによる製品およびサービスの消費に直接的に関連する対価またはその他の利益を受領します。投資対象ファンドには、かかる報酬およびサービスについて交渉する際に費用が発生します。最終的に、ブラックストーンならびにその人員および関連当事者は、組成費用に対する補償および未完了取引に関する対価も受領することがあります。

その他のブラックストーン勘定のポートフォリオ組入事業体は、投資対象ファンドとの間の物品およびサービスの提供、資産の売買ならびにその他の事項に関する契約、取引およびその他の取り決めのカウンターパーティーまたは参加者であり、今後モかかる契約、取引およびその他の取り決めのカウンターパーティーまたは参加者となります。また、投資対象ファンドのポートフォリオ組入事業体の一部は、その他のブラックストーン勘定との間の物品およびサービスの提供、資産の売買ならびにその他の事項に関する契約、取引およびその他の取り決めのカウンターパーティーまたは参加者となることがあります。かかる契約、取引およびその他の取り決めには、報酬およびその他の金額の支払いが伴うこととなり、当該ポートフォリオ組入事業体が提供したサービスの一部が投資対象ファンド投資顧問会社が提供したサービスと性質が類似していることにかかわらず、かかる報酬およびその他の金額のいずれも、投資対象ファンドが投資対象ファンド投資顧問会社に支払う管理報酬との相殺をもたらすことはありません。一般に、投資対象ファンドは、当該取引に別段利害関係を有しない投資対象ファンドの取締役会の過半数および関連会社の取引委員会（投資対象ファンドの各独立取締役で構成されます。）の過半数が当該取引を投資対象ファンドにとり公正かつ合理的であるとして承認した場合にのみ、

関連のない第三者から利用可能な条件に比べて投資対象ファンドにとり不利とならない条件で、ブラックストーン関連ポートフォリオ組入事業体を起用することができるか、または投資対象ファンドのポートフォリオ組入事業体がブラックストーン関連事業体により起用されることを認めることができます。

以下のサービスの一部または全部を提供するため、投資対象ファンドはその他のブラックストーン勘定のポートフォリオ組入事業体を起用することがあり、またその他のブラックストーン勘定は投資対象ファンドのポートフォリオ組入事業体を起用することがあります。(a) 企業向け支援サービス(会計/監査(例えば、評価支援サービス)を含みます。)、口座管理(例えば、資金、顧客のデューディリジェンス)、企業向け秘書および役員補佐サービス、データ管理、経営支援サービス、資金管理/予算、人事、情報技術、司法手続、法務、業務調整(例えば、ジョイント・ベンチャー・パートナー、不動産管理者との調整)、リスク管理、税務および財務を含みますが、これらに限定されるものではありません。)、(b) 借入れ管理(正常債権、要注意先債権および不良債権のモニタリング、再編および問題処理、連結現金管理、融資管理、管理事務支援および貸付人管理(例えば関連する借入れ、債務またはその他のクレジット・サポートに基づく現行債務に関わる貸付人との調整(当該貸付人との相談または当該貸付人への報告義務を含みます。))を含みますが、これらに限定されるものではありません。)、(c) 管理サービス(すなわち、ポートフォリオ組入事業体、ブラックストーンの関連会社または第三者(例えば、第三者管理者)による人事を含む運営サービスの管理)、(d) 運営サービス(すなわち、日常業務(施工管理および監督、リース・サービス、プロジェクト管理および不動産管理を含みますが、これらに限定されるものではありません。))の全般的管理)、および(e) 取引支援サービス(取得支援、顧客デュー・ディリジェンスおよび関連するオンボーディング、解散、報告、ブローカー、銀行およびその他の潜在的な投資資金源、潜在的な投資対象の特定(開発用地を含みます。))との関係の管理、これらを取得するためのディリジェンスおよび交渉サポートの提供、投資者との調整、関連する情報の収集、財務分析および市場分析ならびにモデリングの実施、取得、処分およびその他の取引の取引完了/取引完了後手続の調整、設計業務および開発業務(設計判断の推奨および実施等)の調整、ブローカー、弁護士、会計士およびその他のアドバイザーの監督、権利獲得のためのコンサルタントおよび第三者との協業、法務サービスおよび会計サービスの提供、デュー・ディリジェンスの補佐、プロジェクト実現可能性調査報告書の作成、現地視察ならびに( )設計業務および躯体工事、( )建築塗装、ファサード仕上げおよび外装仕上げ、( )認証、( )業務マニュアルおよび維持管理マニュアル、ならびに( )法定文書の技術的分析および技術的検討の指定を含みますが、これらに限定されるものではありません。))。

投資対象ファンドに対してサービスを提供すると見込むことができるその他のブラックストーン勘定のかかるポートフォリオ組入事業体には、以下のものが含まれますが、これらに限定されるものではなく、将来において設立されるか、または買収されることがある追加のポートフォリオ組入事業体が含まれる場合があります。

**リブコー** 投資対象ファンドは、一部の投資対象ファンドの賃貸住宅用不動産のため、ブラックストーン助言ファンドが所有しているポートフォリオ組入企業であるリブコー・エルエルシーを起用しています。

**エクイティ・オフィス・マネジメント/エクイティ・オフィス・プロパティーズ** 投資対象ファンドは、一部の投資対象ファンドのオフィス用不動産のため、ブラックストーン助言ファンドが所有しているポートフォリオ組入企業であるエクイティ・オフィス・マネジメント・エルエルシーを起用しています。

**ショップコア** 投資対象ファンドは、一部の投資対象ファンドの商業施設のため、ブラックストーン助言ファンドが所有しているポートフォリオ組入企業であるショップコア・プロパティーズ T R S マネジメント・エルエルシーを起用しています。

**リンク** 投資対象ファンドは、一部の投資対象ファンドの流通用不動産のため、ブラックストーン助言ファンドが所有しているポートフォリオ組入企業であるリンク・インダストリアル・プロパティーズ・ホールディング・カンパニー・エルエルシーを起用しています。

**B R E ホテルズ・アンド・リゾーツ** 投資対象ファンドは、一部の投資対象ファンドのホテル用不動産のため、ブラックストーン助言ファンドが支配している(ただし、所有していません。))ポートフォリオ組入企業であるB R E ホテルズ・アンド・リゾーツ・エルエルシーを起用しています。

**ロングビュー** 投資対象ファンドは、一部の高齢者向け賃貸住宅に関して、ブラックストーン助言ファンドが所有しているポートフォリオ組入企業であるロングビュー・シニア・ハウジング・アドバイザーズ・エルエルシーと契約しています。

**レバンテージ** 投資対象ファンドは、適宜、企業向け支援サービス(会計、法務、税務、評価サービス、財務、情報技術およびデータ管理を含みますが、これらに限定されるものではありません。))および一部の投資対象ファンドの投資先に直接取引支援サービスを提供するため、ブラックストーン助言投資ピークルが所有しているポートフォリオ組入企業であるレバンテージ・コーポレート・サービスズ・エルエルシーおよびレバンテージ・グローバル・サービスズ・ヨーロッパ・エス・アー・エール・エルを起用しています。

**ビームリビング** 投資対象ファンドは、投資対象ファンドの一部の住宅用不動産のために、ブラックストーン助言ファンドが所有しているポートフォリオ組入企業であるB P P M F N Y エンプロイヤー・エルエルシーを起用しています。

バイノミアル 投資対象ファンドは、投資対象ファンドが保有するローンおよびその他の債権投資を再度実施するための融資サービスならびにその他のサービス（管理事務、回収および取引支援サービスを含みますが、これらに限定されるものではありません。）を提供するため、ブラックストーンの関連会社であるバイノミアル・リアル・エステート・エルエルシーを起用しています。

投資対象ファンドは、その他のブラックストーン勘定が所有するこれらのサービス提供者およびベンダーに対し、投資対象ファンドに提供されたサービスの対価として報酬を支払います（これらの経営陣およびその他の関係当事者に支払われるプロモートまたはその他の業績連動報酬を通じて行う場合を含みます）。あるポートフォリオ組入事業体または不動産に関して支払われる業績連動報酬は、他のポートフォリオ組入事業体および不動産に関して支払われる業績連動報酬とは異なったものとなります。そのため、経営陣またはその他の関係当事者は、特定の不動産およびポートフォリオ組入事業体に関して他と比較してより大きなインセンティブを有する可能性があり、特定の不動産およびポートフォリオ組入事業体のパフォーマンスにより、他の不動産およびポートフォリオ組入事業体に対してもサービスを提供する経営陣を確保するインセンティブが生じる可能性があります。かかるサービス提供者およびベンダーは、特定の商品およびサービスについて、類似する商品およびサービスの市場で入手可能な相場と概ね一致する相場で支払いを請求する可能性があります。下記の市場相場の決定に関する議論は、市場で入手可能な相場と概ね一致する相場で請求される場合、ポートフォリオ組入事業体のサービス提供者の報酬および費用に関しても同様に適用されます。また、かかるサービス提供者およびベンダーは、その他のサービスの費用を、実費精算ベース、利益なしまたは損益なしで転嫁する場合があります。この場合、サービス提供者は、投資対象ファンドの利益のために行われた作業に直接的に関連する経費および費用（給与、賃金、給付および旅費、マーケティング費および広告費、法律、コンプライアンス、会計およびその他の専門家の報酬および費用、事務所スペース、器具および備品、および機器、保険料、ハードウェアおよびソフトウェア費用、サービス料および更新関連費用を含む技術支出、従業員を雇用するための採用会社の起用に係る費用、ディリジェンス費用、ポートフォリオ不動産の拡張、拡大および縮小に関連する費用を含む一時的費用、税金、ならびにその他の営業、設立、拡大および資本支出を含みます。）を、関連する租税費用およびサービス提供者の間接費の配賦額とともに投資対象ファンドに配分します。上記のいずれの費用も特定の期間（当該費用が延長期間にわたり償却されている場合等では、それ以前の期間を含みます。）に配分されますが、一定の状況において当該期間外に発生する活動に関連することがあるため、投資対象ファンドは、投資対象ファンドのサービス報酬の比例按分額を上回る金額を支払うことになる可能性があります。さらに、特定の状況では、ブラックストーンも費用の決定およびその配賦につき、ポートフォリオ組入事業体の経営陣に依拠しており、かかる決定または配賦を監督しておらず、またはこれに参加していません。その上、ポートフォリオ組入事業体が、報酬および費用に関して費用配分モデルを使用している場合、一般に、かかる報酬および費用は、見積りされ、および／または四半期毎（または別の一定期間ごと）に発生しますが、年度末までは最終決定されないため、年度末に当該調整費が変動または増加する結果となり、当該年度において、報酬および費用に関する年度末累積額が、四半期（またはその他の適用される一定期間の）見積額および／または発生額を上回る可能性があり、そのため投資対象ファンドが年度末に当該年度全体で予測していたよりも多額の報酬および費用を負担する可能性があります。サービスが提供される事業体および資産間の間接費の配賦は、多くの異なる方法（上記の「コスト」ベース、「収益」ベース、「時間配分」ベース、「単位」ベース、「平方フィート」ベースまたは「定率」ベースを含みますが、これらに限定されるものではありません。）に基づいて行われると予想され、サービスが提供される事業体および資産間に当該間接費を配賦するために用いられる特定の方法は、提供されるサービスの種類、および関連する適用ある資産クラスによって異なると予想され、特定の状況では、期間ごとに異なる可能性があります。異なる配分方法を採用した場合、投資対象ファンドがより少額または多額の経費および費用を負担することになるという保証はありません。また、「コスト」ベース方法を使用しているポートフォリオ組入事業体は、特定の状況では、その配賦方法を、例えば、特定のサービスまたは事例につき定額料金設定に変更するか（または逆の場合もあります。）本書または別途規定されるその他の方法に変更する可能性があります。サービス提供者は、自らの職責の一部を他のポートフォリオ組入事業体に委託する場合があります。この場合、関連する下請業者は、ポートフォリオ組入事業体に対し、当該下請業者が提供するサービスに関して報酬（または、実費精算契約の場合は配分可能な経費および費用）を請求する可能性があります。その後、かかるポートフォリオ組入事業体は、実費精算ベース、利益なしまたは損益なしで請求を行う場合、上記のその他の報酬および費用を配分する方法に従い、これらの経費および費用を配分することになります。同様に、その他のブラックストーン勘定、それらのポートフォリオ組入事業体およびブラックストーンは、サービスを提供するために投資対象ファンドのポートフォリオ組入事業体（シンプリー・セルフ・ストレージ、QTSリアルティ・トラスト、ホーム・パートナーズ・オブ・アメリカ、アメリカン・キャンパス・コミュニティーズ、エイプリル・ハウジングおよび投資対象ファンドのあらゆる将来のポートフォリオ組入企業を含みます。）を関与させる場合があります。これらのポートフォリオ組入事業体は、通常、上記と同じ方法でサービスの支払いの請求を行います。投資対象ファンドは、一般的に、かかる関与以前に発生した当該ポートフォリオ組入事業体に関連する費用（初期費用など）につき払戻しを受けません。

投資対象ファンド、その他のブラックストーン勘定およびそれらの関連会社は、上記のサービス提供者およびベンダーがサービスを提供する第三者とジョイント・ベンチャーを行う予定です。この場合において、ジョイント・ベンチャー・

パートナーは、上記のとおり配分される報酬、経費および費用の比例按分額を支払わないよう交渉する可能性があり、この場合、ポートフォリオ組入事業体のサービス提供者のサービスも利用する投資対象ファンド、その他のブラックストーン勘定およびそれらの関連会社は、直接的もしくは間接的に差額を支払うか、またはポートフォリオ組入事業体のサービス提供者は、差額と同額の損失を負担することになります。さらに、特定の状況では、ジョイント・ベンチャー・パートナーは、ポートフォリオ組入事業体の標準的な配賦方法とは異なる方法に従い報酬および費用を配賦される可能性があります。その結果、投資対象ファンドまたは投資対象ファンドのポートフォリオ組入事業体にかかる標準的な配賦方法のみに従い、配布されていた場合よりも多額の報酬および費用を配賦される可能性があります。本項に記載されるポートフォリオ組入事業体のサービス提供者は、一般的に、一つまたは複数のブラックストーンのファンド（その他のブラックストーン勘定など）によって所有され、支配されています。一定の場合において、ブラックストーンは、同様の会社を直接的に所有または支配している可能性があります。本リスク要因に記載されるサービス提供者は、一般的に、ブラックストーンのファンド（その他のブラックストーン勘定など）によって所有され、支配されています。

ブラックストーンは、同一のサービスにつき投資対象ファンドが利用可能な価格または割引と比較してより低い価格または割引をブラックストーン自身に提供するアドバイザー、ベンダーまたはサービス提供者と取り決めを締結しないのが通例です。ただし、未完了の取引に係る弁護士報酬は割引価格で請求されることが多いため、投資対象ファンドは、ブラックストーン、その他のブラックストーン勘定およびそれらの関連会社よりも高い割合の取引を特定の法律事務所との間で完了した場合、当該法律事務所のサービスにつき、ブラックストーン、その他のブラックストーン勘定またはそれらの関連会社よりも高い実効正味価格で間接的に支払うことになる可能性があります。また、アドバイザー、ベンダーおよびサービス提供者は、多くの場合、異なる種類のサービスに対して異なる料金を課し、または異なる取り決めを有します。例えば、アドバイザー、ベンダーおよびサービス提供者は、多くの場合、問題の複雑性ならびに問題を扱うために必要な専門知識および時間に基づいて報酬を請求します。したがって、投資対象ファンドが利用するサービスの種類が、ブラックストーン、その他のブラックストーン勘定、ならびにそれらの関連会社および人員が利用するサービスと異なる場合、投資対象ファンドは、かかる他の者が支払うものとは異なる金額または料金を支払うと予想されます。同様に、ブラックストーン、その他のブラックストーン勘定および関連会社ならびに投資対象ファンドは、ベンダーまたはその他の類似するカウンターパーティー（当該カウンターパーティーがブラックストーンと関係があるか否かは問いません。）との間で契約またはその他の取り決めを随時締結する予定であり、これにより、当該カウンターパーティーは、特定の状況において、当該カウンターパーティーの総取引量またはその他の要因に応じて、当該カウンターパーティーの製品またはサービスについてより低い料金を課し（または何らの報酬も請求せず）、または割引もしくはリベートを提供する場合があります。

上記のサービス提供者（ポートフォリオ組入事業体のサービス提供者を含みます。）およびベンダーに加えて、投資対象ファンドは、ブラックストーンがそのいずれかのファンドを通じてではなく直接的に所有または支配している一つまたは複数の企業（下記の企業を含みます。）と取引を行います。これらの企業は、特定の状況において、投資対象ファンドの他のカウンターパーティーとも取引を行います。ブラックストーンは、当該企業におけるインカム・ゲインおよび企業価値の創出を通じて、これらの取引および活動から利益を得る可能性があります。さらに、ブラックストーンは、投資対象ファンドの事業ならびにポートフォリオ組入事業体および非関連事業体の事業に関連して、他のブラックストーンに関連するサービス提供者およびベンダーを利用するよう投資対象ファンドの第三者サービス提供者に随時奨励します。ブラックストーンは、ブラックストーンに間接的な利益ならびに関連するサービス提供者およびベンダーに追加的な事業が生じることから、他のブラックストーンに関連するサービス提供者およびベンダーを利用する第三者サービス提供者を利用するインセンティブを有します。これらのサービス提供者およびベンダーから請求される報酬は、投資対象ファンド投資顧問会社の管理報酬を相殺せず、または減額しません。さらに、ブラックストーン、その他のブラックストーン勘定、ならびにそれらの関連会社および関係当事者は、これらのブラックストーン関連会社のサービスを利用します（異なる料金による場合を含みます。）。ブラックストーンは、自らの関連会社が提供するサービスは第三者が提供するサービスと同等またはそれ以上であると考えていますが、ブラックストーンはこれらの関連会社の関与から直接的に利益を得るため、固有の利益相反が存在します。

ブラックストーンに関連するサービス提供者およびベンダーは、以下を含みますが、これらに限定されるものではありません。

**CTIMCO** CTインベストメント・マネジメント・エルエルシー（以下「CTIMCO」といいます。）は、ブラックストーン・リアルエーステート・デット・ストラテジーズが運営し、商業用不動産資産を担保としたモーゲージ・ローンを中心に、不動産関連の債権投資対象に特化している投資運用事業で、投資対象ファンドおよびその他のブラックストーン勘定がスペシャル・サービサーとして起用する可能性があります。スペシャル・サービサーは、CMB Sの債務不履行に陥った裏付ローンの管理（救済措置の行使を含みます。）につき責任を負います。スペシャル・サービサーの報酬は、CMB Sの組成時にプールおよびサービスに関する取り決めにおいて規定されます。投資対象ファンドおよび/またはその他のブラックストーン勘定が、スペシャル・サービサーを指名または解任する権限を有するCMB Sの支配的証券クラスを支配している場合、投資対象ファンドおよび/またはその他のブラックストーン勘定は、既存の第三者スベ

シャル・サービサーを指名またはC T I M C Oと交代させることを決定する可能性があります。かかる交代において、C T I M C Oは、従前の第三者スペシャル・サービサーが受領する権利を有していた報酬と同一の報酬を受領する権利（従前のスペシャル・サービサーとの間で締結された、当該スペシャル・サービサーがその報酬の一部を、投資対象ファンドおよび/またはその他のブラックストーン勘定との間で、C M B Sの支配的クラスの持分に比例按分して分配することに同意した取り決め（もしあれば）を含みます。）を有することになります。スペシャル・サービサーとして、C T I M C Oは、投資対象ファンドが保有する一つまたは複数の証券クラスに限らず、C M B Sの証券保有者全員の最善の利益のために行為する義務を負うことになります。その結果、C T I M C Oは必ずしも投資対象ファンドの最善の利益のために行為するとは限りません。

L N L S レキシントン・ナショナル・ランド・サービスズ（以下「L N L S」といいます。）は、（ ）権原保険の円滑化および発行において権原代理人として行為し、（ ）権原保険引受会社に対して権原支援サービスを提供し、（ ）投資対象ファンド、その他のブラックストーン勘定、それらの関連会社および関係当事者、ならびに第三者による投資に関連してエスクロー代理人として行為するブラックストーンの関連会社です。これらのサービスに対する対価として、L N L Sは、本来であれば第三者に支払われたであろう報酬を獲得します。L N L Sは、投資対象ファンドが参加する取引に関与する場合、市場データが入手可能な範囲で当該報酬をベンチマークします。ただし、保険料またはエスクロー報酬（場合に応じて）が州により規制されている州でL N L Sがかかるサービスを提供している場合、またはL N L Sが権原保険会社シンジケートの一員であり、保険料が他の権原保険引受会社またはその代理人によって交渉される場合はこの限りではありません。

特定のブラックストーンに関連するサービス提供者およびその各人員は、投資対象ファンドの投資先または全般的な実績に関して、運用プロモート、インセンティブ報酬およびその他の業績連動報酬（投資対象ファンドの投資証券である場合もあります。）を受け取ります。さらに、ブラックストーンに関連するサービス提供者は、関連事項に従事する人員に係る配賦可能な間接費（給与、給付およびその他類似の費用を含みます。）に基づく経費および費用を請求する予定です。ただし、当該金額が状況に応じて適切と判断される市場相場を上回らないことを条件とします。一般に、投資対象ファンドは、その他の方法で取引について利害関係を有しない投資対象ファンドの取締役会の過半数および関連会社取引委員会（投資対象ファンドの各独立取締役で構成されます。）の過半数が、当該取引を投資対象ファンドにとって公正かつ合理的であり、関連のない第三者から入手可能な条件を下回らない程度に望ましい条件を有するものとして承認する場合にのみ、ブラックストーンに関連するサービス提供者を起用することができます。

投資対象ファンド投資顧問会社およびその関連会社は、多くの要因を考慮して市場相場（すなわち、投資対象ファンド投資顧問会社およびその関連会社が、適用ある市場および特定の類似市場における相場を反映したものであると判断した範囲内の相場ですが、必ずしも類似会社の中央値以下とは限りません。）を決定します。かかる要因には、一般的に、関連のないサービス提供者に関して投資対象ファンド投資顧問会社およびその関連会社が有する経験、ならびに投資対象ファンド投資顧問会社およびその関連会社が状況に応じて適切であると判断したベンチマーク・データおよびその他の方法が含まれると予想されます。ベンチマークに関して、ブラックストーンは、適用ある市場または特定の類似市場においてブラックストーン関連会社が提供するサービスと類似するサービスに対して第三者が請求または提示した料金に関するベンチマーク・データを取得することが多いですが、様々な理由から関連する比較対象を入手できない可能性があります（かかるサービスの提供者もしくは利用者の実質的な市場の不足、またはかかるサービスの機密性もしくは固有性（例えば、不動産管理サービスにおいて、異なる資産が異なる不動産管理サービスを受ける可能性があります。）による場合を含みますが、これらに限定されるものではありません。）。さらに、ベンチマーク・データは、資産毎に決定されるのではなく、一般的な市場概況および広範な産業概況に基づいています。そのため、ベンチマーク・データは、その時点で所有されているもしくは取得予定の個別資産の具体的な特性（所在地または規模など）、または提供されるサービスの具体的な特性を考慮に入れません。上記の理由から、かかる市場比較により、類似サービスについて正確な市場条件が得られない可能性があります。ベンチマーク・データを取得するための費用は、投資対象ファンドまたはその他のブラックストーン勘定が負担し、投資対象ファンドが投資対象ファンド投資顧問会社に支払う管理報酬を相殺するものではありません。最後に、特定の財またはサービスの価格が法律によって規定されている場合（例えば、相場が規制されている州における権原保険）を含め、一定の状況において、第三者ベンチマークは不要であると考えられる可能性があります。また、ブラックストーンに関連するサービス提供者が提供するサービスの一部は、投資対象ファンドのスポンサーにより随時履行される可能性があり、その逆も同様です。投資対象ファンドがブラックストーンに関連するサービス提供者に支払う報酬は、投資対象ファンドが投資対象ファンド投資顧問会社に支払う管理報酬を相殺または減額するものではなく、その他の方法で投資対象ファンドと共有されるものではありません。

ブラックストーンおよびその他のブラックストーン勘定は、不動産関連の情報技術業界を含む複数の業界で事業を展開しており、とりわけ、投資対象ファンドに対して製品およびサービスを提供し、またはその他の方法で投資対象ファンドと契約を締結しています。このような投資に関連して、ブラックストーンおよびその他のブラックストーン勘定（またはそれらの各ポートフォリオ組入事業体、人員および関係当事者）は、該当する企業または事業の顧客基盤を増やすことを一つの目的として、また、特定の状況において、紹介によって紹介を行う当事者に金銭的利益（現金支払い、追加的な持

分の保有、収益分配への参加など）が生じることから、投資対象ファンドまたはその他のポートフォリオ組入事業体に紹介を行うことが予想されます。別の方法として、ブラックストーンは、そのような取り決めを実施するために、かかるポートフォリオ組入事業体とジョイント・ベンチャー（またはその他の取引関係）を形成する場合があります、かかる取り決めに従い、当該ジョイント・ベンチャーまたは事業は、ブラックストーンが当該ジョイント・ベンチャーまたは事業に委託するサービス（かかるポートフォリオ組入事業体に対する企業向け支援サービス、融資管理サービス、管理サービス、運営サービス、リスク管理サービス、データ管理サービス、コンサルティング・サービス、仲介サービス、サステナビリティおよびクリーン・エネルギー・コンサルティング・サービス、保険調達、販売、仲介およびコンサルティング・サービス、ならびにその他のサービスを含みますが、これらに限定されるものではありません。）を提供します。当該ジョイント・ベンチャーまたは事業は、かかるポートフォリオ組入事業体から取得したデータを使用する可能性があります。投資対象ファンドは、通常、かかる紹介によってブラックストーン、その他のブラックストーン勘定およびそれらの各ポートフォリオ組入事業体に生じる報酬、利益、持分またはその他の便益を共有しません。

投資対象ファンドは、グループ調達（独立した共同売買組織であるコアトラストなど）、福利厚生事務、権原の購入およびその他の保険証券（その仲介または販売を含むことが予想されます。）に関する契約を締結し、またはその他の方法で運営、事務もしくは管理に関連する取組みを実施します。ブラックストーンは、グループベースで購入されたこれらの様々なサービスおよび製品の費用を、投資対象ファンド、その他のブラックストーン勘定およびポートフォリオ組入事業体の間で配分します。これらの取り決めにより、ブラックストーンおよびその人員、またはその他のブラックストーン勘定およびそれらのポートフォリオ組入事業体に対する手数料、割引、リベートまたは類似の支払いが生じる場合があります（投資対象ファンドが締結した取引に起因する場合を含みます。）、かかる手数料または支払いは、投資対象ファンド投資顧問会社に支払う管理報酬を相殺するものではありません。また、ブラックストーンは、これらのグループ調達契約の当事者から、コンサルティング報酬、使用料またはその他の報酬を受け取る予定です。その他のブラックストーン勘定のポートフォリオ組入事業体がこのようなサービスを提供している場合、当該ポートフォリオ組入事業体およびその他のブラックストーン勘定は利益を得ることになります。さらに、サービスを提供する特定のポートフォリオ組入事業体が取る利益は、一定の状況において、サービスを受けることにより投資対象ファンドが得る利益よりも大きくなります。これらの取り決めの費用および利益の配分において利益相反が存在します。

投資対象ファンドは、投資対象ファンド、投資対象ファンドのポートフォリオ不動産、投資対象ファンド投資顧問会社、ブラックストーンおよびそれぞれの取締役、役員、従業員、代理人および代表者、ならびにその他の被補償当事者（および特定の状況では、当該者の代理人および代表者）に対し、投資対象ファンドの活動に関連する債務を担保する保険を付保するために、保険料、報酬、経費および費用（保険仲介業者の費用または報酬を含みます。）を購入し、または負担します。これには、投資対象ファンドおよびその他のブラックストーン勘定、投資対象ファンド投資顧問会社ならびにブラックストーン（それぞれの取締役、役員、従業員、代理人および代表者ならびにその他の被補償当事者を含みます。）の一つまたは複数を対象とし、ブラックストーンが維持する一つまたは複数の「アンブレラ」保険、団体保険またはその他の保険証券に係る保険料、報酬、経費および費用の一部が含まれます。投資対象ファンド投資顧問会社およびその関連会社は、投資対象ファンドおよびその他のブラックストーン勘定、投資対象ファンド投資顧問会社、ならびにブラックストーンの一つまたは複数の間における当該「アンブレラ」保険、団体保険またはその他の保険証券に係る保険料、報酬、経費および費用の配分について、自らの裁量で公正かつ合理的な判断を行い、その後、修正が必要または望ましいと判断した場合には、修正配分を行うことがあります。例えば、一部の財産保険は、当該保険によって付保される各資産の相対的な価値に応じて、財産毎に配分される場合があります。

さらに、投資対象ファンドおよびその他のブラックストーン勘定（およびそれらのポートフォリオ組入事業体）は、特定の状況において、団体保険契約の免責条項の対象となる損失の支払いに使用される予定の資金プールに共同で拠出する場合があります。この拠出金は、かかる保険契約によって付保される各資産の相対的な価値（またはブラックストーンが合理的に決定するその他の要因）に応じて、同様に配分される場合があります。

かかる保険契約に関して、ブラックストーンは、その後、修正が必要または望ましいと判断した場合には、適宜、修正配分を行う可能性があります。

投資対象ファンドおよびその他のブラックストーン勘定は、その参加者（投資対象ファンドおよびその他のブラックストーン勘定を含みます。）が全額出資するキャプティブ保険会社（以下「キャプティブ」といいます。）を通じて自家保険をかけています。この取り決めにより、投資対象ファンドの保険制度に対する支配力が強化され、保険料の引き下げおよび保険仲介費用の削減または撤廃を通じて、保険の総コストが削減されることが期待されます。投資対象ファンドのスポンサーの関連会社が、キャプティブを管理し、その業務およびサービス提供者を監督し、その資本化を支援するための信用状の保証を行い、保険料の一定割合に応じた報酬を受け取ります（上記のベンチマーク・プロセスに従うものとします。）。第三者である保険サービス会社が仲介、事務および保険者管理サービスを提供します。キャプティブの報酬および費用（そのマネージャーに支払われる保険料および報酬を含みます。）は、第三者が評価した各当事者の不動産毎に支払うべき保険料の見積りに基づき、投資対象ファンドおよびその他のブラックストーン勘定が比例按分して負担し、各参加者が毎年支払います。投資対象ファンドは、かかる年間拠出額に加えて資金を提供することを予定していませんが、

キャプティブの各メンバー（投資対象ファンドを含みます。）は、特定の状況において追加的な資本拠出を行うことを要求される可能性があります。キャプティブは、投資対象ファンドにとって有益であると期待されますが、上記とは異なる配分または取り決めを行った場合に、投資対象ファンドおよび投資対象ファンドのポートフォリオ不動産が、その他のブラックストーン勘定などと比較して、保険証券についてより少額（または多額）の保険料、控除額、報酬、経費および費用を負わないという保証はありません。

レバnteージは、ポートフォリオ不動産にデータ管理サービスを提供しており、また、当該サービスを投資対象ファンドおよびその他のブラックストーン勘定（以下、総称して「データ保有者」といいます。）に直接提供する場合があり、ならびにブラックストーンまたは今後設立されるブラックストーンの関連会社もデータ管理サービスを提供する場合があります。当該サービスには、（ ）第三者、ならびに（ ）投資対象ファンド、その他のブラックストーン勘定、ポートフォリオ不動産ならびにその他のブラックストーンの関連会社および関連事業体（ブラックストーンおよびその他のブラックストーン勘定が投資を行うファンドならびにそのポートフォリオ組入事業体を含みます。）（ただし、投資対象ファンドの基本定款に基づく要件（取引について利害関係を有しない投資対象ファンドの独立取締役の過半数を含む投資対象ファンドの取締役会による必要な承認を含みます。）およびその他の適用ある契約上の制限に従うものとしします。）との間のライセンス契約または販売契約を通じた、当該データの取得、分析、キュレーティング、処理、パッケージング、配分、編成、マッピング、保有、変換、拡張、マーケティングおよび現金化のための売却に関する支援（ならびにその他の関連するデータ管理およびコンサルティング・サービス）が含まれる可能性があります。ブラックストーンが適切であると考えられる場合、一データ保有者のデータが他のデータ保有者のデータとプールされる可能性があります。かかるプールされたデータセットから発生する収益は、ブラックストーンが自らの裁量で決定した公正かつ合理的な基準に基づき、該当するデータ保有者間で配分され、ブラックストーンは、その後、修正が必要または望ましいと判断した場合には修正配分を行うことができます。ブラックストーンは、かかるデータ管理サービスに対する報酬を受け取る予定ですが、この報酬には、関連するデータに関するライセンス契約または販売契約から生じる収益の一定割合が含まれる可能性があります。また、手数料、ロイヤルティならびに経費および費用の払戻し（初期費用および関連事項に従事する人員に係る配賦可能な間接費（給与、給付およびその他類似の費用を含みます。））が含まれる予定です。さらに、ブラックストーンは、かかるデータ管理サービスから得られた製品を無償でブラックストーンまたはその関連会社（その他のブラックストーン勘定またはそれらのポートフォリオ組入事業体を含みます。）内で共有し配分することを決定する予定ですが、この場合、データ保有者は、当該データをブラックストーンに提供したことによる財務上またはその他の利益を受け取ることができない可能性があります。ブラックストーンがこのような報酬を受け取る可能性があるということは、投資対象ファンド投資顧問会社が、投資対象ファンドをして、本来であれば投資しなかったであろう、または本来取得しようとしていたであろうよりも望ましくない条件で、大量のデータを保有するポートフォリオ組入事業体に投資させようとするインセンティブを生む可能性があります。

投資対象ファンドは、ブラックストーンの従業員と他の不動産専門家との間の親族関係により潜在的な利益相反にさらされる可能性があります。

さらに、ブラックストーンの一定の人員およびその他の専門家には、投資対象ファンドが投資を行う業界およびセクターに積極的に関与しているか、および/またはかかる業界およびセクターもしくはその他の業界の企業（上記のアドバイザーおよびサービス提供者を含みます。）との間で事業上の関係、個人的な関係、取引関係またはその他の関係を有している家族または親族がいることから、潜在的なまたは現実の利益相反が生じる可能性があります。例えば、かかる家族または親族は、投資対象ファンドまたは投資対象ファンドのその他のカウンターパーティーおよびポートフォリオ不動産の実際のまたは潜在的な投資対象である企業または資産の役員、取締役、人員または所有者である可能性があります。また、特定の場合において、投資対象ファンドは、かかる家族もしくは親族が所有するか、またはかかる家族もしくは親族がその他の関与を有する企業との間で会社もしくは資産の売買を行い、またはその他の方法で取引を行うことが予想されます。このような状況において、投資対象ファンドは、多くの場合、これらの投資活動または取引を行うことを妨げられることはありません。ブラックストーンが適切と判断する場合、特定の状況について利益相反緩和のための戦略（社内の情報障壁もしくは回避、開示、または投資対象ファンド投資顧問会社が適切と判断するその他の措置など）が実施されることがあります。

投資対象ファンドは、テナントに関連する利益相反にさらされます。

投資対象ファンドおよび/またはその他のブラックストーン勘定が所有する特定の不動産は、一定の状況において、ブラックストーンの関連会社であるテナント（その他のブラックストーン勘定および/またはそれらの各投資先企業を含みますが、これらに限定されるものではありません。）にリースされることから、利益相反が生じる可能性があります。この場合、投資対象ファンド投資顧問会社は、取締役会の適切な監督に従い、かかる利益相反が公正かつ公平な方法で解決されるよう努めます。

投資対象ファンドは、ブラックストーンの関連会社との間のクレジット・ライン契約（アンコミットベース）の当事者です。

投資対象ファンドは、ブラックストーンの関連会社であるブラックストーン・ホールディングス・ファイナンス・カンパニー・エルエルシーとの間でクレジット・ライン契約（アンコミットベース）を締結しており、当該契約に基づき、投資対象ファンドは、関連のない第三者の貸付人から提示されたその時点の金利に相当する利率で、またはそのような金利が利用できない場合には、当該借入に適用されるS O F R金利に2.50%を加えた利率で7,500万ドルまで借り入れることができます。かかるクレジット・ライン契約はブラックストーンの関連会社との間の契約であるため、契約条件は独立当事者間ベースで交渉されていません。ブラックストーンは、かかるクレジット・ライン契約（アンコミットベース）に基づく借入れまたは紛争に関連して利益相反に直面する可能性があります。

投資対象ファンド・ディーラーマネージャーおよび投資対象ファンド投資顧問会社の人員は、ブラックストーンの人員に適用される制限に従い、自己勘定で証券取引を行う場合があります。

投資対象ファンド・ディーラーマネージャーおよび投資対象ファンド投資顧問会社の役員、取締役、メンバー、マネージャーおよび従業員は、法律およびブラックストーンの方針により要求される制限および報告要件に従い、またはその他投資対象ファンド・ディーラーマネージャーもしくは投資対象ファンド投資顧問会社により随時決定されるところに従い、自己勘定で証券取引を行い、個人投資を行うことが予想されます。かかる個人的な証券取引および投資は、（ ）投資対象ファンドが（相対投資を通じて直接的に、またはこれに関連する有価証券またはその他の取引商品の購入を通じて間接的に）持分を保有または取得している企業に関連する場合、および（ ）投資対象ファンドに不利な利害関係を有し、または投資対象ファンドと同様の投資機会を追求する事業体に関連する場合を含め、特定の状況において利益相反を引き起こします。

投資対象ファンドは、多様な投資主グループを有しており、今後も有し続ける予定です。また、投資対象ファンドの投資主の利益は、互いに相反し、投資対象ファンドが共同投資する他のピークルの投資者の利益と相反する可能性があります。

投資対象ファンドの投資主は、投資対象ファンドへの投資に関して、および投資対象ファンドと同じ投資に参加する投資対象ファンド投資顧問会社またはその関連会社が管理または助言する他の投資ピークルの投資者の利益に関して、相反する投資上、税務上およびその他の利益を有する可能性があります。他の投資主に関して、ならびに他の投資ピークルの投資者および投資家に関して相反する個々の投資主の利益は、特に、投資対象の性質、構造、資金調達、税務特性および処分の時期に関係します。特定の状況において、投資対象ファンドは、主に投資対象ファンド投資証券を保有するために創出されたアクセス・ファンドのために、融資および保証を提供し、通貨取引もしくはデリバティブ取引またはその他の類似する取り決めに締結する場合があります（かかるアクセス・ファンドの為替ヘッジプログラムの支援を目的とする場合を含みます）。これらの取り決めにより、投資対象ファンドは、他の利用目的のためではなく、かかる取り決めのために投資対象ファンドの資金を利用する可能性があり、投資対象ファンドは一定のリスクにさらされるおそれがあります。そのため、投資対象ファンド投資顧問会社は、他の投資主よりも一人または複数の投資主（ただし、全員ではありません。）にとって有益となる可能性があるこれらの判断を行うにあたって利益相反に見舞われる可能性があります。さらに、投資対象ファンドは、投資主が別の取引で行う関連する投資に悪影響を及ぼし得る投資を行う可能性があります。投資対象ファンド投資顧問会社は、投資対象ファンドに適した投資対象を選定し、構築するにあたり、個々の投資主の投資目的、税務目的またはその他の目的ではなく、投資対象ファンド（投資対象ファンドのREITとしての資格を含みます。）および投資対象ファンドと同じ投資に参加する投資対象ファンドの投資主（および投資対象ファンド投資顧問会社またはその関連会社が管理または助言する他の投資ピークルの投資者）の投資目的、税務目的およびその他の目的を考慮します。さらに、一定の投資者は、その他のブラックストーン勘定のリミテッド・パートナー（投資対象ファンドとともに一つまたは複数の投資対象に投資する補完的キャピタル・ピークルおよび共同投資ピークルを含みます。）である可能性があり、投資対象ファンド投資顧問会社による異なる投資者の取扱いにおいて利益相反が生じるおそれがあります。

また、投資主には、ブラックストーンの関連会社（その他のブラックストーン勘定など）、ポートフォリオ組入事業体の関連会社、ブラックストーンの人員と関連のある慈善事業または基金、ブラックストーンの現在または過去の人員、ならびにブラックストーンのシニア・アドバイザーおよびオペレーティング・パートナーが含まれる可能性があり、これらの関連会社、基金または個人もまた、投資対象ファンドに投資する可能性があります。投資対象ファンドの基本定款に規定される場合を除き、ブラックストーンに関連するこれらすべての投資主は、関連のない投資主として議決権を行使し、同意を留保する同等の権利を有します。これにかかわらず、ブラックストーンは、これらのブラックストーンに関連する投資主に直接的または間接的な影響を及ぼし得る可能性があります。

投資対象ファンドは、ブラックストーンの公開会社としての地位により、さらに潜在的な利益相反にさらされる可能性があります。

ブラックストーンの公開会社としての地位により、投資対象ファンドおよび投資対象ファンド投資顧問会社の役員、取締役、メンバー、マネージャーおよび従業員は、ブラックストーンが公開会社でない場合には必ずしも考慮に入れないであろう、投資対象ファンドおよび投資対象ファンドの関連会社の事業および業務の運営に関連する一定の勘案事項およびその他の要素を考慮に入れる可能性があります。

投資対象ファンド、その他のブラックストーン勘定およびそれらのポートフォリオ組入事業体は、投資対象ファンドまたはそれぞれの事業上の利益その他を向上させることを目的として、許容される政治活動を行う可能性があります。

投資対象ファンド、その他のブラックストーン勘定およびそれらのポートフォリオ組入事業体は、投資対象ファンドまたはそれぞれの通常の事業過程において、投資対象ファンドまたはそれぞれの事業上の利益その他を向上させることを目的として、選出議員、公職の候補者もしくは政治団体に政治献金を行い、ロビイストを雇用し、またはその他の許容される政治活動を行う可能性があります。ブラックストーンは、特定の状況において、投資対象ファンド、その他のブラックストーン勘定および/またはそれらのポートフォリオ組入事業体の利益のために、かかる活動を率先して調整する可能性があります。かかる活動を通じてポートフォリオ組入事業体が得る利益は、一定の状況において、投資対象ファンドの利益、投資対象ファンドの投資主の利益、またはその他のブラックストーン勘定もしくはそれらの他のポートフォリオ組入事業体の利益と一致せず、またはこれらにとって不利になる可能性があります。かかる活動の費用は、投資対象ファンド、その他のブラックストーン勘定およびそれらのポートフォリオ組入事業体の間で配分される可能性があります（また、投資対象ファンドの投資主が当該費用を間接的に負担する可能性があります）。かかる活動の費用は、通常、かかる活動を実施する事業体が負担しますが、かかる活動はまた、投資対象ファンド、その他のブラックストーン勘定、それら

のポートフォリオ組入事業体またはブラックストーンに直接的または間接的な利益をもたらす可能性があります。かかる活動が、投資対象ファンドの利益もしくはその他のブラックストーン勘定もしくはポートフォリオ組入事業体の利益の向上を成功させ、またはその他の方法でこれらの事業体に利益をもたらすという保証はありません。

### 投資対象ファンドのREITとしての地位およびその他の一定の税目に関連するリスク

ファンドは、投資対象ファンドへの投資者として、下記の投資対象ファンドの投資対象に関連するすべてのリスクにさらされます。

投資対象ファンドは、投資対象ファンドのREITとしての適格性を維持しない場合、通常の会社として課税され、実質的な納税義務に直面する可能性があります。

投資対象ファンドは、歳入法に基づくREITとして適格となるように運用を継続する予定です。しかし、REITとしての適格性には、限られた数の司法解釈または行政解釈しか存在しない高度に技術的かつ複雑な歳入法の規定の適用が関係します。歳入法において救済規定が定められているにもかかわらず、様々な遵守要件が履行されない可能性があり、その結果、投資対象ファンドのREITとしての地位が損なわれる可能性があります。さらに、新たな税制、行政指導または判例（いずれも遡及効を有する可能性があります。）により、投資対象ファンドがREITとして適格となることが一層困難または不可能となる可能性があります。投資対象ファンドがいずれかの課税年度においてREITとして適格でない場合、以下のとおりとなります。

- ・投資対象ファンドは、通常の国内企業として課税されます。これは、現行の法律上、とりわけ、課税所得を計算する際に投資主への分配金を控除することができないこと、および通常の法人所得税率で投資対象ファンドの課税所得に米国連邦所得税が課されることを意味します。
- ・結果として生じる課税債務は多額にのぼり、投資対象ファンドの簿価に重大な悪影響を及ぼす可能性があります。
- ・投資対象ファンドは、適用される法定規定に基づき救済を受ける権利を有しない限り、税金を支払う必要があります。したがって、投資主への分配に利用可能な投資対象ファンドの現金は、投資対象ファンドがREITとして適格でなく、かつ、課税所得を有していた各年度につき減額されます。
- ・投資対象ファンドは、一般的に、その後満4年間の課税年度につき、REITとして再度適格となる資格を有しません。

投資対象ファンドのREITとしての地位を維持するために、投資対象ファンドは、市況が悪い時期に短期的に資金を借り入れなければならない可能性があります。

REITとして適格となるために、投資対象ファンドは、通常、投資対象ファンドの純課税所得（支払われた配当の控除を考慮せず、純キャピタル・ゲインを除外して決定されます。）の90%以上を投資対象ファンドの投資主に毎年分配しなければなりません。投資対象ファンドは、未分配のREIT課税所得について通常の法人所得税を毎年課されます。さらに、投資対象ファンドは、投資対象ファンドが暦年中に支払った分配金が、投資対象ファンドの経常利益の85%、投資対象ファンドのキャピタル・ゲイン純利益の95%、および過年度からの投資対象ファンドの未分配利益の100%の合計額を下回る金額について、4%の控除対象外の免許税を課されます。投資対象ファンドの投資証券買戻計画に基づく投資対象ファンドの投資主への支払いは、かかる分配要件の目的上考慮されません。投資対象ファンドは、いずれかの年度において投資対象ファンドのREITとしての地位を維持するため、または課税を回避するために必要な分配を行うための十分な現金を保有していない場合、その時点の市況が資金の借入れまたは資産の売却にとって好ましくない場合であっても、かかる借入れまたは売却を強いられる可能性があります。これらの選択により、投資対象ファンドの費用が増大し、または投資対象ファンドの持分が減少するおそれがあります。

REIT要件を遵守することにより、投資対象ファンドは、本来であれば魅力的な機会を見送ることになり、その結果、投資対象ファンドの投資目的を達成する能力が妨げられ、またはその能力に遅延が生じ、ファンドの全体的なリターンが減少する可能性があります。

REITとして適格となるために、投資対象ファンドは、特に、投資対象ファンドの収益源、投資対象ファンドの資産の性質および分散、投資対象ファンド投資証券の所有権、ならびに投資対象ファンドから投資対象ファンドの投資主への分配額に関する制限を常に満たす必要があります。REIT要件を遵守することにより、利益を最大化することのみに基づいて運用を行う投資対象ファンドの能力が損なわれる可能性があります。例えば、投資対象ファンドは、不利な時期または投資対象ファンドが容易にFAD（分配可能な資金）を保有していない時期に投資主に分配を行うことを要求される可能性があります。

R E I T要件を遵守することにより、投資対象ファンドは、本来であれば魅力的な投資対象を清算または再構築することを余儀なくされる可能性があります。

R E I Tとして適格となるために、各暦四半期末において、投資対象ファンドの資産価額の少なくとも75%は、現金、現金項目、政府証券および適格不動産資産で構成されなければなりません。有価証券（適格不動産資産および政府証券を除きます。）への投資対象ファンドの残りの投資については、通常、一つの発行体の議決権付証券（普通債に関するセーフ・ハーバー・ルール要件を満たす有価証券を除きます。）の10%を超えて保有することはできず、または複数の発行体の発行済証券の価値の10%を超えて保有することはできません。ただし、投資対象ファンドおよび当該発行体が、当該発行体を歳入法に基づく「課税対象R E I T子会社」として扱うことを共同で選択した場合はこの限りではありません。債務は、一般的に、一定の金額を要求払いまたは特定日に支払う旨の書面による無条件の約束であり、直接的または間接的に株式に転換可能ではなく、かつ、債務の金利および利息支払日が利益、借入人の資産または類似の要因に依存しない場合、「普通債」に関するセーフ・ハーバー・ルール要件を満たします。さらに、投資対象ファンドの資産（政府証券および適格不動産資産を除きます。）は、その価値の5%を超えて、一つの発行体の有価証券で構成することはできず、投資対象ファンドの資産は、その価値の20%を超えて、一つまたは複数の課税対象R E I T子会社の有価証券で表章することはできません。投資対象ファンドが暦四半期末にこれらの要件を遵守しなかった場合、投資対象ファンドは、投資対象ファンドのR E I Tとしての資格を失い不利な税効果を被ることを避けるため、暦四半期末後30日以内に投資対象ファンドの資産の一部を処分し、または特定の制定法上の救済規定の要件を満たさなければなりません。これらの要件を満たし、投資対象ファンドのR E I Tとしての適格性を維持するために、投資対象ファンドは、投資対象ファンドのポートフォリオから資産を売却せざるを得ず、または本来であれば魅力的な投資を断念せざるを得ない可能性があります。これらの行為は、投資対象ファンドの収益および投資対象ファンドの投資主への分配可能額を減少させる可能性があります。

投資対象ファンドの基本定款は、ある者またはグループが、投資対象ファンドの発行済普通投資証券または投資対象ファンドのすべてのクラスもしくはシリーズの発行済投資口に関して、投資証券の価額の9.9%超または投資証券口数の9.9%超（いずれかより制限的な方）を保有することを認めていません。また、投資対象ファンドの普通投資証券または投資対象ファンドのその他すべてのクラスもしくはシリーズの投資口を、かかる9.9%の上限を超えて取得しようとする試みは、投資対象ファンドの取締役会によるかかる上限の（将来に向けたまたは遡及的な）免除なしでは効力を有しません。

投資対象ファンドが歳入法に基づくR E I Tとして適格となるためには、課税年度の最後の半年間に、5名以下の個人（この目的において個人として扱われる特定の事業体を含みます。）が、直接的または間接的に、投資対象ファンドの発行済投資証券の価値の50%を超えて保有することはできません。特に、投資対象ファンドが米国連邦所得税の目的におけるR E I Tとして適格となるため、投資対象ファンドの基本定款は、ある者またはグループが、投資対象ファンドの発行済投資証券または投資対象ファンドのすべてのクラスもしくはシリーズの発行済投資口に関して、投資証券の価額の9.9%超または投資証券口数の9.9%超（いずれかより制限的な方）を実質保有またはみなし保有することを禁じています（以下「保有上限」といいます。）。歳入法および投資対象ファンドの基本定款に基づくみなし保有に関する規則は複雑であり、関係者グループによって保有される発行済普通投資証券が、解釈上一人の者によって保有されているとみなされる可能性があります。その結果、ある者による投資対象ファンドの発行済普通投資証券または投資対象ファンドの投資口の9.9%未満の取得により、他の者が投資対象ファンドの発行済普通投資証券または投資対象ファンドの投資口の9.9%を超えてみなし保有する可能性があり、ひいては保有上限に違反するおそれがあります。投資対象ファンドの取締役会が、基本定款で認められているところに従い、将来において当該保有上限を引き下げないという保証はありません。投資対象ファンドの取締役会の同意を得ることなく、保有上限を超えて投資対象ファンド投資証券または投資口を保有または譲渡しようとした場合、（ ）上限を超過した投資証券は、投資対象ファンドの基本定款の適用により公益信託に譲渡され、当該超過した投資証券を取得しようとした者は当該超過した投資証券に対する権利を有さず、または（ ）かかる譲渡は無効となります。

第三者による投資対象ファンドの支配権の変更が投資対象ファンドの投資主の最善の利益になり、または投資対象ファンドの普通投資証券の価格に対するプレミアムの受領につながる場合であっても（また、かかる支配権の変更が投資対象ファンドのR E I Tとしての地位を合理的に危うくしない場合であっても）、保有上限により、かかる支配権の変更が妨げられる可能性があります。現時点までに付与された保有上限の免除により、将来において保有上限を引き上げ、または追加の免除を付与する投資対象ファンドの取締役会の権限が制限される可能性があります。

ファンドなどの非米国人保有者は、投資対象ファンド投資証券を処分した場合、または投資対象ファンドから一定の分配金を受け取った場合、米国連邦所得税を課せられる可能性があります。

普通配当に対する潜在的な源泉徴収税に加えて、「米国不動産持分」(以下「U S R P I」といい、その資産が主にU S R P Iで構成される米国企業の株式を含みます。)を処分するファンドなどの非米国人保有者(以下に定義され、「適格投資主」または「源泉適格保有者」を除きます。)は、一般的に、かかる処分から受け取る金額について、1980年外国人不動産投資税法(その後の改正を含み、以下「F I R P T A」といいます。)に基づく米国連邦所得税を課せられます。ただし、かかる税金は「国内で管理されている」R E I Tの投資証券の処分には適用されません。一般に、R E I Tは、その投資証券の価額の50%未満が、処分日に終了する連続する5年間、またはより短期間である場合にはR E I Tの存続期間の全期間を通じて米国人以外の者によって直接的または間接的に保有されている場合、国内で管理されていることとなります。2022年12月29日に公表された財務省規制案では、国内で管理されているR E I Tの現行の適格基準を改定し、米国人以外の者による保有を、とりわけ、パススルー事業体および一定の米国企業をルックスルーする形で判断する旨規定しています。投資対象ファンドは、ファンドに対し、規制案、または最終的な規制(提案されている形で最終決定された場合)に基づく場合を含めて、いつでも、投資対象ファンドが国内で管理されているR E I Tとして適格であるか、または適格となりうるかを保証することはできません。投資対象ファンドが適格でない場合、投資対象ファンド投資証券の一定の処分(償還を含みます。)に関して非米国人保有者が受け取った金額は、F I R P T Aに基づき課税対象となります。ただし、( )投資対象ファンドの普通投資証券が、確立された証券市場で定期的取引されていた場合、および( )非米国人保有者が、特定の対象期間中のいかなる時点においても、投資対象ファンドの普通投資証券の10%を超えて保有していなかった場合はこの限りではありません。

「適格投資主」または「源泉適格保有者」以外の非米国人保有者(ファンドなど)のうち、上記のU S R P Iの処分から生じる利益に起因する分配金(投資対象ファンドの普通投資証券の買戻しに伴うものを含みます。)をR E I Tから受け取る者は、一般的に、公正市場価額とかかる利益を生じさせるU S R P Iの税務基準額との差額が、投資対象ファンドの普通投資証券に対する当該非米国人保有者の所有権に先立つ期間に起因するか、または当該非米国人保有者の所有中の期間に起因するかにかかわらず、かかる分配金が当該処分から生じる利益に起因する範囲において、F I R P T Aに基づき米国連邦所得税を課せられます。さらに、投資対象ファンドの普通投資証券の買戻しは、売却または交換として扱われない限り、普通配当として源泉徴収されることがあります。

米国外の投資対象により、投資対象ファンドに追加の税金が課される可能性があり、投資対象ファンドがREITの資格要件を満たすことがさらに複雑になるおそれがあります。

米国外の投資対象により、投資対象ファンドは様々な米国外の課税債務（源泉徴収税を含みます。）を負う可能性があります。さらに、米ドル以外の機能通貨を用いて、一般的に米国とは異なる不動産取引の仕組みを有する環境または不動産取引が異なる法的規則に従う環境で運用を行うことにより、投資対象ファンドがREITの資格要件を満たすことができる形で米国外の投資対象を構築することが複雑になる可能性があります。

投資対象ファンドは、ファンドに分配可能な投資対象ファンドの現金を減少させる課税債務を負う可能性があります。

投資対象ファンドは、REITとして適格となり、REITとしての地位を維持した場合であっても、米国連邦所得税および関連する州税および地方税の適用対象となる可能性があります。例えば、REITが売却する「ディーラー不動産」に該当する不動産の売却（歳入法に基づく「禁止取引」）による純利益には、100%の税金が課せられます。投資対象ファンドは、REITに適用される免許税を回避するために十分な分配を行わない可能性があります。同様に、投資対象ファンドが収入制限を満たさなかった場合（かつ、当該不履行が故意の不作为ではなく合理的な理由によるものであったため、投資対象ファンドがREITとしての地位を喪失しなかった場合）、投資対象ファンドは、収入制限の要件を満たさない収入につき課税されることとなります。また、投資対象ファンドは、投資対象ファンドの投資対象の売却またはその他の処分から得た純額キャピタル・ゲインを留保し、当該収益について所得税を直接支払うことを決定することができます。この場合、投資対象ファンドの投資主は、当該収益を獲得し、当該収益について税金を直接支払った場合と同様に取り扱われます。また、投資対象ファンドは、直接的に、または投資対象ファンドの課税対象REIT子会社など、投資対象ファンドが当該会社を通じて投資対象ファンドの資産を間接的に所有するその他の会社（これらにはすべての米国連邦、州、地方および外国における法人レベルの所得税が課税されます。）のレベルにおいて、投資対象ファンドの収益または資産について州税および地方税（フランチャイズ税、給与税、モーゲージ登録税および譲渡税を含みます。）の適用対象となる可能性があります。投資対象ファンドが直接的または間接的に支払う税金は、ファンドへの分配に利用可能な投資対象ファンドの現金を減少させることとなります。

投資対象ファンドの取締役会は、投資主の承認を得ることなく、投資対象ファンドのREIT選択を取り消す権限を有しており、これにより、投資対象ファンドの投資主に悪影響が及ぶ可能性があります。

投資対象ファンドの基本定款は、米国連邦所得税に関する法律および規則またはその他の要因の変更により、REITとして適格となることが投資対象ファンドの最善の利益ではなくなったと投資対象ファンドの取締役会が判断した場合、投資対象ファンドの投資主の承認を得ることなく、投資対象ファンドのREIT選択を取り消し、またはその他の方法で終了する権限を投資対象ファンドの取締役会に付与しています。投資対象ファンドの取締役会は、投資対象ファンドおよび投資対象ファンドの投資主に対して受託者責任を負っており、投資対象ファンドの税務上の取扱いに対する変更が投資対象ファンドおよび投資対象ファンドの投資主の最善の利益に資すると誠実に判断した場合のみ、かかる変更を実施することができます。この場合、投資対象ファンドは、投資対象ファンドの課税所得につき米国連邦所得税の対象となり、投資対象ファンドの純利益の大部分を投資対象ファンドの投資主に分配する必要がなくなるため、投資対象ファンドの投資主へのトータル・リターンが減少する可能性があります。

ファンドは、投資対象ファンドの普通投資証券に再投資することを選択した分配金について、当期課税債務を負う可能性があります。

ファンドが投資対象ファンドの分配金再投資計画に参加している場合、ファンドは、再投資される金額が非課税の投資元本の返還に該当しない限り、投資対象ファンド投資証券に再投資された金額を受け取ったものとみなされ、当該金額につき米国連邦所得税の目的上課税されます。したがって、ファンドは、再投資された配当金に関するファンドの課税債務を支払うために、他の源泉からの資金を使用せざるを得ない可能性があります。

一般に、REITが支払う普通配当は、米国連邦所得税率引き下げの要件を満たしません。

現在、法人ではない特定の米国投資主に支払われる適格配当所得に適用される最高税率は20%です。なお、REITが支払う配当は、通常、税率引き下げの要件を満たしません。これは、REITの課税またはREITが支払う配当に悪影響を与えるものではありませんが、通常の法人への適格配当に適用されるより有利な税率によって、法人ではない特定の投資者が、REITへの投資は配当を支払う非REIT企業の株式への投資よりも相対的に魅力が低いと考える可能性があり、投資対象ファンドの普通投資証券を含むREITの投資証券の価値に悪影響が及ぶおそれがあります。ただし、現行法に基づき、2025年までの間、個人納税者は、REITの普通配当（キャピタル・ゲイン配当および投資対象ファンドが受け取る一定の適格配当所得に帰属する配当を除く配当）の20%である課税所得を決定する際に控除を請求する権利を有し、当該配当に係る実効税率を一時的に引き下げることができる可能性があります。

投資対象ファンドは、投資対象ファンドの課税債務を増大させ、投資対象ファンドの運用上の柔軟性を低下させ、投資対象ファンドの普通投資証券の価格を下げる可能性のある立法上または規制上の不利な税制変更の影響を受けるおそれがあります。

近年、投資対象ファンド投資証券への投資と同等の投資に適用される米国連邦所得税法の規定について、数々の立法上、司法上および行政上の変更が行われています。2022年8月16日バイデン大統領は、2022年インフレ削減法（以下「IRA」といいます。）に署名しました。IRAには企業に影響を及ぼす多くの税務規程が含まれており、法人代替ミニマム税ならびに特定の自社株購入および経済的に類似の取引に対する1%の付加税が含まれています。ただし、REITは「適用法人」の定義からは除外されており、法人代替ミニマム税の対象とはなりません。さらに、REITによる自社株購入は、特別に1%の付加税も免除されます。投資対象ファンドの課税対象となるREIT子会社は、独立した法人として運営しているため、IRAにより悪影響を受ける可能性があります。投資対象ファンドは、投資対象ファンドの事業に対するIRAの適用につき、継続して分析および監視しますが、かかる変更の投資対象ファンドの資産の価値、投資対象ファンド投資証券または市況全般への影響は、不明です。

税法への追加的な変更は今後も行われる可能性が高く、投資対象ファンドは、ファンドに対し、かかる変更が投資対象ファンドの投資主の課税に悪影響を与えないと保証することはできません。かかる変更は、投資対象ファンド投資証券への投資または投資対象ファンドの資産の市場価値または転売可能性に悪影響を及ぼす可能性があります。REITは、一般的に、通常の法人として課税される事業体と比較して一定の税制上の優遇措置を受けますが、将来の法制によってREITの税制上の優遇措置が少なくなる可能性があり、不動産に投資する企業にとって、米国連邦所得税の目的上、法人として扱われることを選択の方がより有利になる可能性があります。このため、投資対象ファンドの基本定款は、米国連邦所得税に関する法律および規則またはその他の要因の変更により、REITとして適格となることが投資対象ファンドの最善の利益でなくなったと投資対象ファンドの取締役会が判断した場合、投資対象ファンドの投資主の承認を得ることなく、投資対象ファンドのREIT選択を取り消し、またはその他の方法で終了する権限を投資対象ファンドの取締役会に付与しています。税制改正および税制変更の可能性が投資対象ファンド投資証券への投資に与える影響は不明です。投資予定者は、税法の変更について自らの税務顧問と協議すべきです。

メザニンローンが不動産資産として適格でない場合、投資対象ファンドのREITとしての適格性に悪影響が及ぶおそれがあります。

投資対象ファンドは、IRSによるセーフ・ハーバー・ルールは存在するものの、実体法上の規定が存在しないメザニンローンを取得することがあります。セーフ・ハーバー・ルールに従い、メザニンローンは、一定の要件を満たす場合、IRSによってREITの資産制限の目的における不動産資産として扱われ、メザニンローンから得られる利息は、REITの75%収入制限の目的における適格モーゲージ利息として扱われます。投資対象ファンドは、かかるセーフ・ハーバー・ルールのすべての要件を満たさないメザニンローンを取得することがあります。投資対象ファンドがセーフ・ハーバー・ルールを満たさないメザニンローンを保有している場合、IRSは、当該ローンをREITの資産制限および収入制限の目的における不動産資産として扱うことに異議を申し立てる可能性があり、かかる異議が認められた場合、投資対象ファンドはREITとしての資格を喪失するおそれがあります。

投資対象ファンドのオペレーティング・パートナーシップがパートナーシップとして適格でない場合、またはその他の理由により米国連邦所得税の目的上非課税とならない場合、投資対象ファンドはR E I Tとしての資格を喪失することになります。

I R S が、投資対象ファンドのオペレーティング・パートナーシップのパートナーシップまたは米国連邦所得税の目的における非課税事業体としての地位に異議を申し立てることに成功した場合、当該オペレーティング・パートナーシップは法人として課税対象となります。このような事態が生じた場合、投資対象ファンドのオペレーティング・パートナーシップから投資対象ファンドに対する分配可能な金額が減少することになります。これは、投資対象ファンドがR E I Tとしての資格を喪失し、投資対象ファンドの収益について法人レベルの課税対象となることにもつながり、その結果、分配金の支払いに利用可能な投資対象ファンドの現金およびファンドの投資利回りが実質的に減少することになります。

### 一般的ナリスク要因

投資対象ファンドは、特に水道および電力に関する公益事業およびサービスの利用可能性に依存しています。これらのサービスの縮小、中断または中止は、投資対象ファンドに悪影響を及ぼす可能性があります。

特に水道および電力を供給する公益事業は、投資対象ファンドの資産を健全に運用するために不可欠です。これらのサービスの引渡しの遅延または重大な縮小もしくは長期的な中断により、投資対象ファンドは、予備発電機または縮小もしくは中断された公益事業のその他の代替手段を使用せざるを得ない可能性があるため、テナントによるリースの終了または投資対象ファンドの費用の増加を招くおそれがあるほか、かかる代替手段が投資対象ファンドの設備を完全に運用するのに不十分であり、投資対象ファンドがサービスを提供することができなくなる可能性があります。

特定の不動産には、許可またはライセンスが必要な場合があります。

特定の投資対象およびその直接的または間接的な持株会社を取得するために、ライセンス、承認または許可が必要となる場合があります（または、取得が完了するまでに登録が必要となる場合があります）。かかるライセンス、承認または許可がいつ取得されるか、また、これらが取得されるかどうかについて、または登録が行われるかどうかについて何ら保証はありません。

投資対象ファンドは、投資を行う際に法的リスクに直面します。

投資対象は、通常、一連の複雑な法律文書および契約によって管理されています。その結果、文書の解釈または執行可能性に関して紛争が生じるリスクは、他の投資対象よりも高くなる可能性があります。さらに、投資対象が他の様々な法的リスクにさらされることも珍しくありません。かかるリスクは、環境問題、土地収用およびその他の不動産関連の請求、争議行為、ならびに特別利益団体による法的措置を含みますが、これらに限定されるものではありません。

投資対象ファンドは、空売りに関連するリスクに直面する可能性があります。

投資対象ファンドが投資目的および/またはリスク管理目的で空売りを利用することは、投資対象ファンドを空売りに関連するリスクにさらします。投資対象ファンドは、空売りする有価証券を所有しておらず、またはこれを追加費用なしで取得する権利を有していない場合、空売りを行うことがあります。投資対象ファンドが何らかの理由でショート・ポジションを手仕舞いすることができない場合、空売りによる投資対象ファンドの損失は理論上無制限となる可能性があります。

投資対象ファンドの空売り戦略は、投資対象ファンドが市場の上昇から恩恵を受ける能力を制限する可能性があります。また、空売りは、損失が増大する可能性がある一種の財務レバレッジを伴います。さらに、空売りのカウンターパーティーが自らの契約条件を履行することができず、投資対象ファンドに損失が生じるおそれがあります。最後に、空売りに関するS E C、F I N R Aまたはその他の規則は、投資対象ファンドが空売りを行う能力を制限する可能性があります。

投資対象ファンドは、投資対象の処分に関連して偶発債務を負担することがあります。

投資対象の処分に関連して、投資対象ファンドは、事業の売却または売却される投資対象と同等のその他の投資対象の売却に関連して一般的に行われる、投資対象の事業、財務およびその他の側面（環境、財産、税金、保険および訴訟など）に関する一定の表明を行うことを要求される可能性があります。また、投資対象ファンドは、かかる表明が不正確である範囲において、または特定の潜在的な債務について、当該投資対象の購入者に補償することを要求される可能性があります。これらの取り決めは偶発債務を生じさせる可能性があり、投資対象ファンド投資顧問会社は、かかる偶発債務のために準備金またはエスクロー勘定を設定する可能性があります。

投資対象ファンドは、ヘッジ取引に関連するリスクに直面します。

投資対象ファンドは、リスク管理目的で広範なデリバティブ商品およびその他のヘッジ商品を利用することがあり、その利用は、通常の投資リスクを上回るリスクを伴う可能性がある高度に専門的な活動であります。このようなデリバティブ取引およびその他のヘッジ取引は、あらゆる市況におけるリスクの軽減またはあらゆる種類のリスク（特定または予測されていないリスクを含みます。）に対して効果的ではなく、結果として投資対象ファンドに損失をもたらす可能性があります。デリバティブ取引およびその他のヘッジ取引を行うことにより、投資対象ファンドのパフォーマンス全体が、そのような取引を行っていない場合と比べ劣ったものになる可能性があり、投資対象ファンド投資顧問会社は、投資対象ファンドの投資ポートフォリオに悪影響を及ぼし得る一定のリスクを効果的にヘッジすることができず、または正確に予測することができない可能性があります。さらに、投資対象ファンドの投資ポートフォリオは、完全にまたは効果的にヘッジすることができない一定のリスク（特定の有価証券およびカウンターパーティーの双方に関連する信用リスクならびに金利リスクなど）に常にさらされます。

上記のリスク要因の一覧は、ファンドへの投資に伴うリスクを完全に説明することを意図したものではありません。投資予定者は、ファンドに投資するか否かを決定する前に、本書を精読し、自らの専門アドバイザーと協議すべきです。

受益証券の価格および受益証券から得られる利益は上昇することも下落することもあります。また、投資額を取り戻せない可能性もあります。

ファンドの投資が成功する、またはその投資目的が達成されるとの保証は一切ありません。投資者は、極端な場合、投資額の全額を失う可能性があることを認識すべきです。

ファンドの投資資産は、市場の価格変動に起因する市場リスクおよびその他のリスクにさらされます。受益者は、ファンドが得る利益、被る損失および負担する費用はすべて当該ファンドの受益者に帰属することに留意すべきです。

上記のリスク要因の一覧は、募集に伴うリスクの完全な説明となることは意図されていません。ファンドは、その資産の大部分を投資対象ファンドの投資証券に投資します。このため、受益者は、投資対象ファンドへの投資に伴うリスクに間接的にさらされます。申込予定者は、ファンドに投資するか否かを決定する前に、リスク要因を慎重に検討すべきです。

#### リスクに対する管理体制

投資顧問会社である野村アセットマネジメントでは、ファンドのパフォーマンス考査および運用リスクの管理を投資リスク管理に関する委員会を設けて行っています。

#### 投資リスク管理に関する委員会

##### パフォーマンスの考査

パフォーマンスに基づいた定期的な考査（分析、評価）の結果の報告、審議を行います。

##### 運用リスクの管理

運用リスクを把握、管理し、その結果に基づき運用部門その他関連部署への是正勧告を行うことにより、適切な管理を行います。

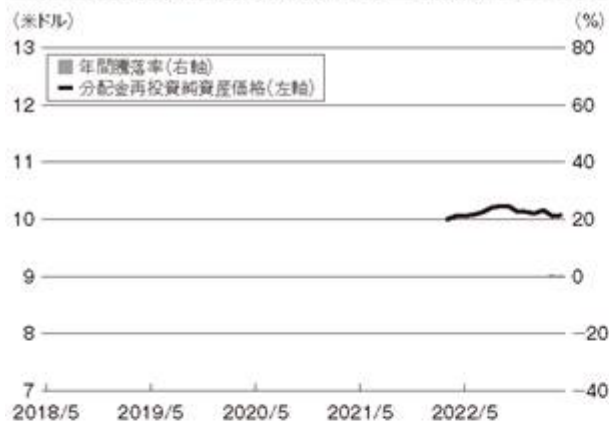
上記の管理体制は2023年4月末日現在のものであり、随時変更されます。

デリバティブ取引に関する管理体制

ファンドは、デリバティブ取引を行いません。

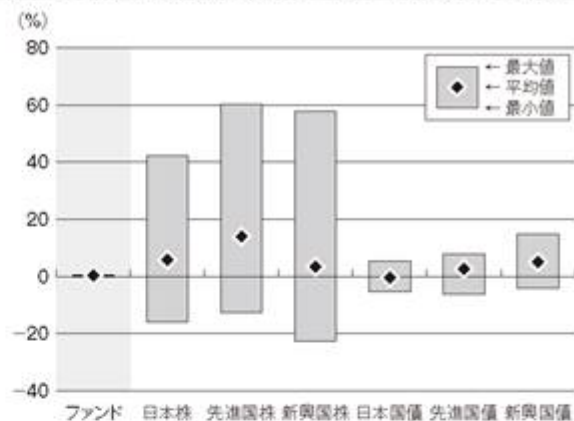
## 参考情報

## ファンドの分配金再投資純資産価格・年間騰落率の推移



- 分配金再投資純資産価格は、税引前の分配金を再投資したとみなして算出したものです。
- ファンドは2022年3月31日に運用を開始したため、年間騰落率は2023年3月から2023年4月の期間となります。なお、ファンドは2023年4月末まで分配の実績はありません。

## ファンドと他の代表的な資産クラスとの年間騰落率の比較



	ファンド	日本株	先進国株	新興国株	日本国債	先進国債	新興国債
最大値(%)	0.6	42.1	60.3	57.9	5.3	7.9	14.7
最小値(%)	0.1	-16.0	-12.5	-22.7	-5.4	-6.1	-4.2
平均値(%)	0.3	5.8	14.0	3.4	-0.4	2.7	5.1

出所：Bloomberg L.P.および指数提供会社のデータを基に森・濱田松本法律事務所が作成

- 2018年5月から2023年4月の5年間（ファンドは2023年3月から2023年4月）の各月末における1年間の騰落率の最大値・最小値・平均値を表示したものです。
- なお、ファンドは分配金再投資純資産価格の騰落率です。
- このグラフは、ファンドと他の代表的な資産クラスを定量的に比較できるように作成したものです。

## (ご注意)

- 年間騰落率は、ファンドの表示通貨である米ドル建てで計算されています。したがって、円貨に換算した場合、上記とは異なる騰落率となります。
- ファンドの分配金再投資純資産価格および年間騰落率は、実際の純資産価格およびそれに基づいて計算した年間騰落率とは異なる場合があります。
- 全ての資産クラスが当ファンドの投資対象とは限りません。
- 代表的な資産クラスを表す指数  
 日本株・・・TOPIX(配当込み)  
 先進国株・・・FTSE先進国株価指数(除く日本、円ベース)  
 新興国株・・・S&P新興国総合指数  
 日本国債・・・ブルームバーグE1年超日本国債指数  
 先進国債・・・FTSE世界国債指数(除く日本、円ベース)  
 新興国債・・・FTSE新興国市場国債指数(円ベース)  
 (注)S&P新興国総合指数は、Bloomberg L.P.で円換算しています。

TOPIX(東証株価指数)の指数値およびTOPIXに係る標章または商標は、株式会社JPX総研または株式会社JPX総研の関連会社(以下「JPX」といいます。)の知的財産であり、指数の算出、指数値の公表、利用などTOPIXに関するすべての権利・ノウハウおよびTOPIXに係る標章または商標に関するすべての権利はJPXが有します。JPXは、TOPIXの指数値の算出または公表の誤謬、遅延または中断に対し、責任を負いません。FTSE先進国株価指数(除く日本、円ベース)、FTSE世界国債指数(除く日本、円ベース)およびFTSE新興国市場国債指数(円ベース)に関するすべての権利は、London Stock Exchange Group plcまたはそのいずれかのグループ企業に帰属します。各指数は、FTSE International Limited、FTSE Fixed Income LLCまたはそれらの関連会社等によって計算されています。London Stock Exchange Group plcおよびそのグループ企業は、指数の使用、依存または誤謬から生じるいかなる負債について、何人に対しても一切の責任を負いません。

#### 4【手数料等及び税金】

##### (1)【申込手数料】

海外における申込手数料

申込金額の最大3.00%

日本国内における申込手数料

申込口数	申込手数料
10万口未満	申込金額の3.30%（税込）
10万口以上50万口未満	申込金額の1.65%（税込）
50万口以上	申込金額の0.55%（税込）

申込手数料とは、ファンドおよびそれに関連する投資環境に関する説明および情報提供等、ならびに購入に関する事務コストの対価として、購入時に販売会社へ支払われるものです。

##### (2)【買戻し手数料】

海外における買戻し手数料

かかりません。

ただし、換金（買戻し）時に、信託財産留保額（当該評価日の純資産価格の0.3%）が差し引かれます。

日本国内における買戻し手数料

かかりません。

ただし、換金（買戻し）時に、信託財産留保額（当該評価日の純資産価格の0.3%）が差し引かれます。

##### (3)【管理報酬等】

###### 受託会社報酬

受託会社は、各四半期中の各評価日に計算されるファンドの純資産総額の年率0.01%に相当する額の報酬を、ファンドの資産から、米ドルにより、四半期ごとに後払いで受領します。

各四半期について支払われる報酬は、当該四半期の最終ファンド営業日から60ファンド営業日以内に支払われます。

受託会社報酬は、ファンドに関する受託業務、およびこれに付随する業務の対価として受託会社に支払われます。

ファンドが支払うものとして生じたすべての適切な立替費用および支出金もまた、ファンドの資産から受託会社に払い戻されます。

###### 管理会社報酬

管理会社は、各四半期中の各評価日に計算されるファンドの純資産総額の年率0.01%に相当する額の報酬を、ファンドの資産から、米ドルにより、四半期ごとに後払いで受領します。

各四半期について支払われる報酬は、当該四半期の最終ファンド営業日から60ファンド営業日以内に支払われます。

管理会社報酬は、ファンドの継続開示にかかる手続き、ファンドについての資料作成・情報提供、ファンドの運用状況・費用支払の監督、ファンドのリスク量の計測・管理、その他ファンド運営管理全般にかかる業務の対価として管理会社に支払われます。

ファンドが支払うものとして生じたすべての適切な立替費用および支出金もまた、ファンドの資産から、管理会社に払い戻されます。

###### 投資顧問会社報酬

投資顧問会社は、各四半期中の各評価日に計算されるファンドの純資産総額の年率0.50%に相当する額の報酬を、ファンドの資産から、米ドルにより、四半期ごとに後払いで受領します。

各四半期について支払われる報酬は、当該四半期の最終ファンド営業日から60ファンド営業日以内に支払われます。

投資顧問会社報酬は、ファンドにかかる投資判断等の運用業務およびこれに付随する業務の対価として投資顧問会社に支払われます。

ファンドが支払うものとして生じたすべての適切な立替費用および支出金もまた、ファンドの資産から、投資顧問会社に払い戻されます。

###### 保管会社報酬

保管会社は、その業務につき、各四半期中の各評価日に計算されるファンドの純資産総額の年率0.03%に相当する額の報酬を、ファンドの資産から、米ドルにより、四半期ごとに後払いで受領する権利を有します。

各四半期について支払われる報酬は、当該四半期の最終ファンド営業日から60ファンド営業日以内に支払われます。

保管会社報酬は、ファンド信託財産の保管・管理業務、ファンド信託財産にかかる入出金の処理業務、ファンド信託財産の取引にかかる決済業務、およびこれらに付随する業務の対価として保管会社に支払われます。

ファンドが支払うものとして合理的に生じたすべての適切な立替費用および支出金もまた、ファンドの資産から、保管会社に払い戻されます。

また、保管会社は、ファンドの勘定のために保管会社が行うすべての付帯サービス（ファンドの投資目的、投資方針、投資制限に従い投資顧問会社から保管会社に通知された外部通貨取引の処理を含みますがこれに限られません。）の手数料として、受託会社と保管会社の間で随時合意される金額の払戻しをファンドの資産から受けるものとします。

### 管理事務代行報酬

管理事務代行会社は、その業務につき、各四半期中の各評価日に計算されるファンドの純資産総額の年率0.10%に相当する額の報酬を、ファンドの資産から、米ドルにより、四半期ごとに後払いで受領する権利を有します。

各四半期について支払われる報酬は、当該四半期の最終ファンド営業日から60ファンド営業日以内に支払われます。

管理事務代行報酬は、ファンドの購入・換金（買戻し）等受付け業務、ファンド信託財産の評価業務、ファンド純資産価格の計算業務、ファンドの会計書類作成業務、受益者の管理業務、およびこれらに付随する業務の対価として管理事務代行会社に支払われます。

ファンドが支払うものとして合理的に生じたすべての適切な立替費用および支出金もまた、ファンドの資産から、管理事務代行会社に払い戻されます。

管理事務代行会社は、監査照会書類の発行、半期財務諸表の作成、ルクセンブルグにおいて一般に認められた会計原則以外の会計原則の使用等、特定の管理事務代行業務の遂行に関して、管理事務代行会社と受託会社の間で随時合意される金額の払戻しをファンドの資産から受けるものとします。

### 販売会社報酬

販売会社は、その業務につき、各四半期中の各評価日に計算される、販売会社により販売されたファンド受益証券に同じたファンドの純資産総額の年率0.24%に相当する額の報酬を、ファンドの資産から、米ドルにより、四半期ごとに後払いで受領する権利を有します。

各四半期について支払われる報酬は、当該四半期の最終ファンド営業日から60ファンド営業日以内に支払われます。

販売会社報酬は、受益者に対する購入後の投資環境等の情報提供業務、ファンド証券の販売業務・買戻しの取次業務、運用報告書の交付業務、およびこれらに付随する業務の対価として販売会社に支払われます。

### 代行協会員報酬

代行協会員は、その業務につき、各四半期中の各評価日に計算されるファンドの純資産総額の年率0.06%に相当する額の報酬を、ファンドの資産から、米ドルにより、四半期ごとに後払いで受領する権利を有します。

各四半期について支払われる報酬は、当該四半期の最終ファンド営業日から60ファンド営業日以内に支払われます。

代行協会員報酬は、ファンド証券の純資産価格の公表、目論見書および運用報告書の販売会社への送付ならびにこれらに付随する業務の対価として代行協会員に支払われます。

## （４）【その他の手数料等】

### 費用

ファンド受益証券の募集に関連する費用およびファンドの当初設立費用は、ファンドの資産から支払われ、これらの費用は、当初払込日から３年を超えない期間で償却されます。

目論見書、運用報告書、通知の作成・印刷費用、弁護士費用（ファンドに関する契約書の作成業務、目論見書等の開示・届出書類作成業務、監督当局への届出に関する業務、およびこれらに付随する業務の対価）、監査費用（ファンド会計書類を監査し、年次監査報告書を作成する業務の対価）、登録費用、銀行手数料、ファンド資産および収益に課せられる税金等がファンドより実費として支払われます。

### 投資対象ファンドの費用

ファンドは、投資対象ファンドへの投資を通じて、投資対象ファンドに関する報酬およびその他の費用を間接的に負担します。

ファンドの英文目論見書補遺の日付（2023年6月）現在、投資対象ファンドの管理報酬は、投資対象ファンド投資証券の純資産総額の年率1.25%であり、月次で支払われます。

投資対象ファンド投資顧問契約が解約（更新されない場合を含みます。）されない限り、投資対象ファンド投資顧問会社の関連会社である投資対象ファンド・スペシャル・リミテッド・パートナーは、投資対象ファンドのオペレーティング・パートナーシップから、投資対象ファンドのトータル・リターン12.5%に等しい配分（以下「投資対象ファンド収益参加配分」といいます。）を受領する権利を付与する投資対象ファンドのオペレーティング・パートナーシップへの実績参加持分を保有します（ハードルレート5%およびキャッチアップ込みのハイ・ウォーター・マーク（成功報酬を算出するための基準となる価格）の両方を超過した場合に限りです。これらの用語は以下で定義します。）。投資対象ファンド収益参加配分は、暦年ベースで評価され、四半期ごとに支払われ、毎月発生します。

投資対象ファンド・スペシャル・リミテッド・パートナーは、暦年末でない各四半期の終了後速やかに、上記の投資対象ファンド収益参加配分（当該年度の現在日までの部分に関して算出され、当該年度における経過済みの四半期に関して受け取った収益参加配分を差し引いたもの）を受領する権利を有します（以下「四半期配分」といいます。）。各暦年末に受け取る権利のある投資対象ファンド収益参加配分は、その年の四半期割当の累積額で減額されます。

具体的には、投資対象ファンド・スペシャル・リミテッド・パートナーに対して以下に相当する額の投資対象ファンド収益参加配分が行われます。

- ・ 第一に、該当期間のトータル・リターンが、( )当該期間のハードルレート、および、( )繰越損失額の合計を超える場合（以下「超過収益」といいます。）、(x)当該期間のハードルレート、および、(y)本項に従い投資対象ファンド・スペシャル・リミテッド・パートナーに配分される金額の合計（以下「キャッチアップ」といいます。）の12.5%に相当する金額まで、年間の超過収益の100%
- ・ 第二に、残余の超過収益がある限り、当該残余の超過収益の12.5%

前暦年の末日以降の期間における「トータル・リターン」は、以下の合計に相当するものとします。

- ( ) 当該期間の末日において発行されている投資対象ファンドのオペレーティング・パートナーシップのクラスⅠ投資証券（以下「投資対象ファンドのオペレーティング・パートナーシップ・ユニット」といいます。）に対して、その時点の暦年の初めから発生したまたは支払われた（重複を排除します。）すべての分配金
- ( ) (x)投資対象ファンドのオペレーティング・パートナーシップ・ユニットの発行による収入のみによる変動、(y)投資対象ファンド収益参加配分に対する配分／発生、および(z)該当する投資主サービス手数料（かかる費用の支払のために投資対象ファンドへ支払われるものを含みます。）を考慮する前の、年初からの投資対象ファンドのオペレーティング・パートナーシップ・ユニットの基準価額の合計の変動額

疑義を避けるために申し添えると、トータル・リターンの計算は、( )その時点の暦年中に発行された投資対象ファンドのオペレーティング・パートナーシップ・ユニットの基準価額の増加または減少を含みますが、( )投資対象ファンドのオペレーティング・パートナーシップ・ユニットの当初発行による手取金は除外されるものとします。

暦年中の任意の期間における「ハードルレート」とは、その時点の暦年の期首時点で発行済みの投資対象ファンドのオペレーティング・パートナーシップ・ユニットおよびその時点の暦年の期首以降に発行された投資対象ファンドのオペレーティング・パートナーシップ・ユニットの基準価額に対して年率5%の内部収益率となる金額を意味します。その際、当該持分について発生したか支払われたすべての分配の時期および金額、ならびに、当該期間における投資対象ファンドのオペレーティング・パートナーシップ・ユニットの発行を考慮し、業界の慣行に従って計算されます。内部収益率の計算に使用される投資対象ファンドのオペレーティング・パートナーシップ・ユニットの期末の基準価額は、投資対象ファンドのオペレーティング・パートナーシップの投資対象ファンド収益参加配分の持分への配分／発生および適用される投資主サービス手数料を考慮する前に計算されます。疑義を避けるために申し添えると、ハードルレートの計算には、期間中に買い戻された投資対象ファンドのオペレーティング・パートナーシップ・ユニットが除外されますが、この買い戻された投資対象ファンドのオペレーティング・パートナーシップ・ユニットは、以下に記載するとおり、投資対象ファンド収益参加配分の対象となります。

以下で繰越損失に関して記載されている場合を除き、トータル・リターンがハードルレートを下回る金額は、翌期以降に繰り越すことはできません。

「繰越損失額」は、当初はゼロであり、また、年間のトータル・リターンのマイナスの絶対額により増加し、年間のトータル・リターンのプラスの絶対額により減少するものとします。ただし、繰越損失額はゼロを下回らないものとし、さらに、繰越損失額には、当該年度に買い戻した投資対象ファンドのオペレーティング・パートナーシップ・ユニットに関連するトータル・リターンは含まれません（これらの投資対象ファンドのオペレーティング・パートナーシップ・ユニットは、以下に説明するように、買い戻し時に投資対象ファンド収益参加配分の対象となります。）。繰越損失額の効果は、投資対象ファンド・スペシャル・リミテッド・パートナーの投資対象ファンド収益参加配分の計算上、過去の年間トータル・リターンの損失が、プラスの年間トータル・リターンと相殺されることです。これは「ハイ・ウォーター・マーク」と呼ばれます。

また、投資対象ファンド・スペシャル・リミテッド・パートナーは、（投資対象ファンドの投資証券買い戻し計画における投資対象ファンドの投資証券の買い戻しに関して）月末に買い戻された投資対象ファンドのオペレーティング・パートナーシップ・ユニットのすべてに関して、投資対象ファンド収益参加配分を割り当てられ、関連する期間は投資対象ファンドのオペレーティング・パートナーシップ・ユニットの残高があった年の一部で上記のように計算し、当該買い戻し代金は、当該投資対象ファンド収益参加配分の分だけ削減されることになります。

四半期配分が行われ、同じ暦年のその後の暦年の四半期末に、投資対象ファンド・スペシャル・リミテッド・パートナーが以前に受け取った四半期配分を下回る権利を有する場合（以下「四半期不足額」といいます。）、その暦年の四半期割当または期末の投資対象ファンド収益参加配分のその後の分配は、四半期不足額がなくなるまで当該四半期不足額に相当する金額を減じるものとします。四半期不足額の全部または一部が、当該暦年の末日までに前文に従って適用されない場合、その後4暦年における四半期配分および期末の投資対象ファンド収益参加配分の分配は、四半期不足債務（以下に定義されます。）がなくなるまで、( )残りの四半期不足額に、( )四半期不足が発生した年の翌暦年の初日から測定し四半期複利で計算した残りの四半期不足額に年率5%を加えた金額（以下「四半期不足債務」と総称します。）により減額されることになります。ただし、四半期不足債務を軽減するために、投資対象ファンド・スペシャル・リミテッド・パートナー（またはその関連会社）は、いつでも全額または一部を現金で支払うことができるものとし、更に、その後の4暦年後に四半期不足債務が残る場合には、投資対象ファンド・スペシャル・リミテッド・パートナー（またはその関連会社）は投資対象ファンドのオペレーティング・パートナーに残りの四半期不足債務を速やかに現金で支払います。

投資対象ファンド収益参加配分の分配は、投資対象ファンド・スペシャル・リミテッド・パートナーの選択により、現金、投資対象ファンドのオペレーティング・パートナーシップの特定のクラス持分、またはそれらの組み合わせで支払われることがあります。投資対象ファンド・スペシャル・リミテッド・パートナーが投資対象ファンドのオペレーティング・パートナーシップの持分にかかる分配を受け取ることを選択した場合、投資対象ファンド・スペシャル・リミテッド・パートナーは、投資対象ファンドのオペレーティング・パートナーシップに対し、後日、投資対象ファンド・スペシャル・リミテッド・パートナーから投資対象ファンドのオペレーティング・パートナーシップの持分を買い戻すよう要請することができます。このような買戻請求は、早期買戻控除の対象とはなりませんが、投資対象ファンドの投資証券買戻計画に存在する同様の買戻制限に従うことになります。

投資対象ファンドのオペレーティング・パートナーシップは、（投資対象ファンド・スペシャル・リミテッド・パートナーの選択により）投資対象ファンドの普通投資証券または現金によりかかる持分を買い戻します。ただし、現金による買戻しが適用法または投資対象ファンドのオペレーティング・パートナーシップのパートナーシップ契約によって禁止されていると投資対象ファンドの取締役会が判断した場合、投資対象ファンドのオペレーティング・パートナーシップの持分は、投資対象ファンドの普通投資証券で買い戻されるものとします。

## 投資者が直接的に負担する費用

購入時手数料	<p>購入口数</p> <p>10万口未満 申込金額の3.30%(税込)</p> <p>10万口以上50万口未満 申込金額の1.65%(税込)</p> <p>50万口以上 申込金額の0.55%(税込)</p> <p>購入時手数料は、ファンドおよびそれに関連する投資環境に関する説明および情報提供等、ならびに購入に関する事務コストの対価として、購入時に販売会社にお支払い頂きます。</p>
換金(買戻し)手数料	かかりません。
信託財産留保額	換金(買戻し)時に、評価日の純資産価格に0.3%の率を乗じて得た額を、換金する口数に応じてご負担いただきます。

## 投資者が信託財産で間接的に負担する費用

運用管理費用(管理報酬等) 純資産総額に対し年率0.95%

評価日の信託財産に費用計上され、ファンドの純資産価格に反映されます。なお、四半期ごとに信託財産中から支払われます。支払先の内訳は以下のとおりです。

手数料等	支払先	対価とする役務の内容	報酬率
管理報酬	管理会社	ファンドの継続開示にかかる手続き、ファンドについての資料作成・情報提供、ファンドの運用状況・費用支払の監督、ファンドのリスク量の計測・管理、その他ファンド運営管理全般にかかる業務	ファンドの純資産総額に対し年率0.01%
受託報酬	受託会社	ファンドに関する受託業務、およびこれに付随する業務	ファンドの純資産総額に対し年率0.01%
投資顧問報酬	投資顧問会社	ファンドにかかる投資判断等の運用業務およびこれに付随する業務	ファンドの純資産総額に対し年率0.50%
保管報酬	保管会社	ファンド信託財産の保管・管理業務、ファンド信託財産にかかる入出金の処理業務、ファンド信託財産の取引にかかる決済業務、およびこれらに付随する業務	ファンドの純資産総額に対し年率0.03%
管理事務代行報酬	管理事務代行会社	ファンドの購入・換金(買戻し)等受付け業務、ファンド信託財産の評価業務、ファンド純資産価格の計算業務、ファンドの会計書類作成業務、受益者の管理業務、およびこれらに付随する業務	ファンドの純資産総額に対し年率0.10%
代行協会員報酬	代行協会員	ファンド証券の純資産価格の公表、目論見書および運用報告書の販売会社への送付、ならびにこれらに付随する業務	ファンドの純資産総額に対し年率0.06%
販売会社報酬	販売会社	受益者に対する購入後の投資環境等の情報提供業務、ファンド証券の販売業務・買戻しの取次業務、運用報告書の交付業務、およびこれらに付随する業務	ファンドの純資産総額に対し年率0.24%
その他費用・手数料	目論見書、運用報告書、通知の作成・印刷費用、弁護士費用(ファンドに関する契約書の作成業務、目論見書等の開示・届出書類作成業務、監督当局への届出に関する業務、およびこれらに付随する業務の対価)、監査費用(ファンド会計書類を監査し、年次監査報告書を作成する業務の対価)、登録費用、銀行手数料、ファンドの設立費用、ファンド資産および収益に課せられる税金等をファンドより実費として間接的にご負担いただきます。		

## ファンドを通じて間接的に負担する投資対象ファンドの費用

管理報酬	投資対象ファンドの純資産総額に対して年率1.25%
成功報酬	投資対象ファンドのトータルリターンに12.5%(ハードルレート5%およびハイ・ウォーター・マーク(成功報酬を算出するための基準となる価格)の両方を超過した場合)
その他費用・手数料	投資対象ファンドは、上記の管理報酬・成功報酬に加え、その他の費用・手数料を支払います。これには投資対象ファンドの設立および募集費用等が含まれます。その他の費用・手数料については、運用状況等により変動するものであり、事前に料率や上限額等を表示することができません。

上記手数料等は、一部の費用等が実費となる場合があるほか、ファンドの保有期間等に応じて異なるため、これらを合計した料率、合計額または上限額等を表示することができません。

## （５）【課税上の取扱い】

## 日本

ファンドは、日本の税制上、公募外国株式投資信託として取り扱われます。したがって、日本の受益者に対する課税については、以下のような取扱いとなります。ただし、将来における税務当局の判断によりこれと異なる取扱いがなされる可能性もあります。税金の取扱いの詳細については、税務専門家等にご確認されることをお勧めします。

- （１）受益証券は、特定口座を取り扱う金融商品取引業者の特定口座において取り扱うことができます。
- （２）ファンドの分配金は、公募国内株式投資信託の普通分配金と同じ取扱いとなります。
- （３）日本の個人受益者が支払いを受けるファンドの分配金については、以下の税率による源泉徴収が行われます。

	2014年 1月1日以後	2038年 1月1日以後
所得税	15.315%（注）	15%
住民税	5 %	5 %
合計	20.315%	20%

（注）復興特別所得税を含みます。以下同じです。

日本の個人受益者は、総合課税または申告分離課税のいずれかを選択して確定申告をすることもできますが、確定申告不要を選択することにより、源泉徴収された税額のみで課税関係を終了させることもできます。

申告分離課税を選択した場合、一定の上場株式等（租税特別措置法に定める上場株式等をいいます。以下同じです。）の譲渡損失（繰越損失を含みます。）との損益通算が可能です。

- （４）日本の法人受益者が支払いを受けるファンドの分配金（表示通貨ベースの償還金額と元本相当額との差益を含みます。）については、所得税のみ以下の税率による源泉徴収が日本国内で行われ（一定の公共法人等（所得税法別表第一に掲げる内国法人をいいます。）を除きます。）、一定の場合、支払調書が税務署長に提出されます。

	2014年 1月1日以後	2038年 1月1日以後
所得税	15.315%	15%

- （５）日本の個人受益者が、受益証券を買戻請求等により譲渡した場合は、上場株式等に係る譲渡益課税の対象とされ、受益証券の譲渡益（譲渡価額から取得価額等を控除した金額（邦貨換算額）をいいます。以下同じです。）に対して、源泉徴収選択口座において、以下の税率による源泉徴収が行われます。

	2014年 1月1日以後	2038年 1月1日以後
所得税	15.315%	15%
住民税	5 %	5 %
合計	20.315%	20%

受益証券の譲渡損益は申告分離課税の対象となり、税率は源泉徴収税率と同一ですが、確定申告不要を選択することにより、源泉徴収された税額のみで課税関係を終了させることもできます。

譲渡損益は、一定の他の上場株式等の譲渡損益および一定の上場株式等の配当所得等との損益通算が可能です。確定申告を行う場合、一定の譲渡損失の翌年以降３年間の繰越も可能です。

- （６）日本の個人受益者の場合、ファンドの償還についても譲渡があったものとみなされ、（５）と同様の取扱いとなります。
- （７）日本の個人受益者についての分配金ならびに譲渡および買戻しの対価については、一定の場合、支払調書が税務署長に提出されます。

（注）日本の受益者は、個人であるか法人であるかにかかわらず、ケイマン諸島に住所または登記上の営業所もしくは恒久的施設を有しない場合、受益証券への投資に対しケイマン諸島税務当局により課税されることは一切ありません。

## ケイマン諸島

ケイマン諸島の政府は、現行法上、トラスト、ファンドまたは受益者に対して、いかなる所得税、法人税または資本利得税、遺産税、相続税、贈与税または源泉徴収税も課しません。ケイマン諸島は、トラストに関するあらゆる支払いに適用される二重課税防止条約をいかなる国とも締結していません。2023年６月30日現在、ケイマン諸島において為替管理はありません。

トラストは、信託法第81条に従い、トラストに関連し、ケイマン諸島財務長官から保証書の交付を受けています。かかる保証書には、トラストの設立日から50年の間、ケイマン諸島で制定された所得、資本資産、資本利得もしくはキャピタル・ゲインに対する課税の根拠となる法律または遺産税もしくは相続税と同種の税の課税根拠となる法律のいずれも、ト

ラストを構成する財産もしくはトラストから生じる収益に対してまたはかかる財産もしくは収益に係る受託会社もしくは受益者に対して適用されないことが明記されます。ケイマン諸島において、受益証券の譲渡または買戻しに対し印紙税は課せられません。

## 5【運用状況】

## ( 1 ) 【投資状況】

## 資産別および地域別の投資状況

( 2023年 4 月末日現在 )

資産の種類	国名	時価合計（米ドル）	投資比率（％）
投資信託	アメリカ合衆国	308,866,082	90.10
	小計	308,866,082	90.10
現金およびその他の資産（負債控除後）		33,941,278	9.90
合計 （純資産総額）		342,807,360 （約45,981百万円）	100.00

( 注 ) 投資比率とは、ファンドの純資産総額に対する当該資産の時価の比率をいいます。以下同じです。

## ( 2 ) 【投資資産】

## 【投資有価証券の主要銘柄】

( 2023年 4 月末日現在 )

銘柄	国名 / 発行地	種類	数量	取得価額(米ドル)		時価(米ドル)		投資比率 (%)
				単価	合計	単価	合計	
ブラックストーン・リアルエステート・インカム・トラスト・インク クラス 普通投資証券	アメリカ合衆国	投資信託	21,216,827	14.50	307,734,458	14.56	308,866,082	90.10

( 注 ) 以上のほか、投資有価証券はありません。

## 【投資不動産物件】

該当事項ありません（2023年 4 月末日現在）。

## 【その他投資資産の主要なもの】

該当事項ありません（2023年 4 月末日現在）。

## ( 3 ) 【運用実績】

## 【純資産の推移】

下記の会計年度末および2022年3月31日（ファンドの運用開始日）から2023年4月末日までの期間における各月末の純資産の推移は以下のとおりです。

	純資産総額		1口当たり純資産価格	
	米ドル	円	米ドル	円
第1会計年度末 (2022年12月31日)	346,998,552.70	46,542,915,874	10.13	1,359
2022年3月末日	999,892.45	134,115,574	10.00	1,341
4月末日	1,005,604.48	134,881,729	10.06	1,349
5月末日	167,216,671.24	22,428,772,113	10.06	1,349
6月末日	232,680,871.66	31,209,485,316	10.08	1,352
7月末日	278,698,383.73	37,381,814,210	10.12	1,357
8月末日	303,075,887.95	40,651,568,851	10.20	1,368
9月末日	323,293,324.52	43,363,333,618	10.23	1,372
10月末日	326,618,632.53	43,809,357,181	10.23	1,372
11月末日	333,786,550.87	44,770,790,068	10.14	1,360
12月末日	346,998,552.70	46,542,915,874	10.13	1,359
2023年1月末日	348,578,116.96	46,754,782,828	10.10	1,355
2月末日	350,626,123.13	47,029,481,895	10.16	1,363
3月末日	345,101,776.81	46,288,501,324	10.06	1,349
4月末日	342,807,359.95	45,980,751,190	10.07	1,351

## 【分配の推移】

	1口当たり分配金	
	米ドル	円
第1会計年度	0.00	0.00
2023年1月	0.00	0.00
設定来累計 (2023年4月末日現在)	0.00	0.00

## 【収益率の推移】

期間	収益率（注１）
第１会計年度	1.30%

（注１）収益率（％）＝ $100 \times (a - b) / b$

a＝会計年度末の１口当たり純資産価格（当該会計年度の分配金の合計額を加えた額）

b＝当該会計年度の直前の会計年度末の１口当たり純資産価格（分配落ちの額）

（第１会計年度の場合、10米ドル）

また、ファンドの暦年ベースでの収益率は次のとおりです。

期間	収益率（注２）
2022年	1.30%
2023年	-0.59%

（注２）収益率（％）＝ $100 \times (a - b) / b$

a＝暦年末（2023年については４月末日）の１口当たり純資産価格（当該期間の分配金の合計額を加えた額）

b＝当該暦年の直前の暦年末の１口当たり純資産価格（分配落ちの額）

（2022年の場合、10米ドル）

なお、ファンドにはベンチマークはありません。

## &lt;参考情報&gt;

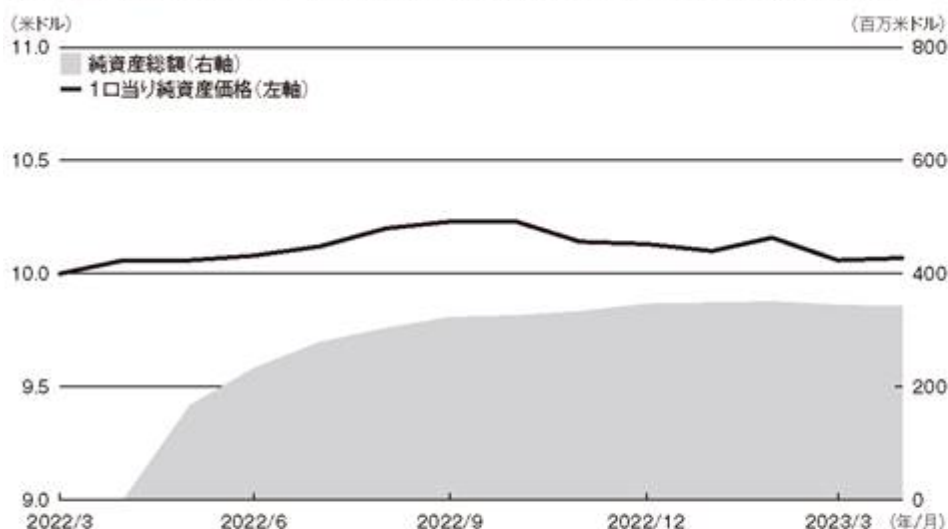
ブラックストーン・リアルエステート・インカム・トラスト・インクの組入上位10案件（2023年3月31日現在）

	案件名	セクター	保有比率 (不動産部分)
1	Home Partners of America	賃貸住宅	7.9%
2	American Campus Communities	賃貸住宅	7.2%
3	Ace Affordable Housing Portfolio	賃貸住宅	6.1%
4	Jupiter 12 Industrial Portfolio	物流	5.9%
5	Pike Portfolio	賃貸住宅/小売り/オフィス	4.4%
6	Bellagio Net Lease	ネットリース	3.9%
7	Winston Industrial Portfolio	物流	2.8%
8	QTS Data Centers	データセンター	2.8%
9	Rapids Multifamily Portfolio	賃貸住宅	2.5%
10	The Cosmopolitan Las Vegas Net Lease	ネットリース	2.5%
合計			45.9%

・セクターはブラックストーンの分類に基づきます。

・保有比率(不動産部分)は不動産部分の構成比率を100%として算出したもので、案件ごとの比率は、各不動産投資の第三者持分を除く資産価値(公正価格に基づく)を、ブラックストーン・リアルエステート・インカム・トラスト・インクの第三者持分を除く不動産投資の総資産価値(公正価格に基づく)で除して算出されます。不動産投資には直接投資、非連結投資、および、不動産関連会社への投資を含みます。

## 純資産総額および1口当りの純資産価格の推移（2023年4月末日現在）

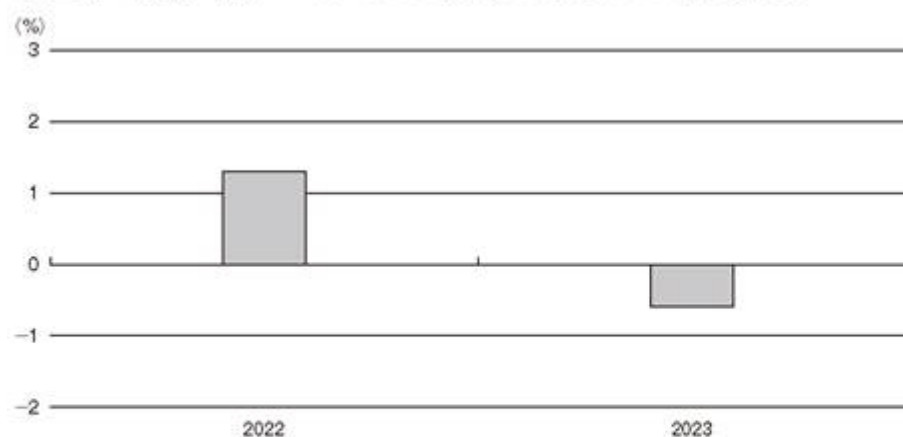


## 分配の推移

(単位:米ドル、1口当り、課税前)

2023年1月	0.00
設定来累計	0.00

# 収益率の推移（暦年ベース）\*2022年は3月31日から、2023年は4月末まで



(注) 収益率(%) =  $100 \times (a - b) / b$

a = 暦年末の1口当り純資産価格(当該期間の課税前分配金の合計額を加えた額)

b = 当該暦年の直前の暦年末の1口当り純資産価格(分配前の額)

※分配金に対する税金は考慮されていません。

※ファンドにはベンチマークはありません。

## (4) 【販売及び買戻しの実績】

下記の会計年度における販売および買戻しの実績ならびに会計年度末現在の発行済口数は次のとおりです。

	販売口数	買戻口数	発行済口数
第1会計年度	34,777,000 (34,777,000)	523,000 (523,000)	34,254,000 (34,254,000)

(注) ( ) の数は本邦における販売・買戻しおよび発行済口数です。

## 第2【管理及び運営】

### 1【申込（販売）手続等】

#### （1）海外における販売手続等

受益証券は、適格投資家に対して取引日（以下に定義します。）において継続的に募集されます。各受益証券の発行価格は、受益証券の購入申込書が受領された取引日に該当する評価日における受益証券1口当たり純資産価格とします。ただし、取引締切時間（以下に定義します。）より前に受領されることを条件とします。投資者一人当たりの最低投資口数は5,000口とし、これを超える場合は1,000口単位、または管理会社が投資顧問会社と協議した上で決定する口数とします。受益証券は、整数でのみ発行されます。受益証券の申込みは口数指定で行われます。

申込者は、以下の表に記載された金額の販売手数料（消費税またはその他の税金（適用ある場合）を除きます。）を支払うことが要求されます。

申込口数	申込手数料
10万口未満	申込金額の3.00%
10万口以上50万口未満	申込金額の1.50%
50万口以上	申込金額の0.50%

受益証券の購入申込書は、申込みを行った取引日の正午（ルクセンブルグ時間）または管理会社がその単独の裁量により随時決定することができるその他の日時（以下「取引締切時間」といいます。）までに、管理事務代行会社によって受領されなければなりません。ただし、当該取引日がファンド営業日でない場合、受益証券の購入申込書は、当該取引日の前ファンド営業日の正午（ルクセンブルグ時間）までに受領されなければなりません。

該当する取引日の翌月の最終ニューヨーク証券取引所営業日の10ニューヨーク証券取引所営業日前の5ファンド営業日後の日（または管理会社がその単独の裁量により随時決定することができるその他の日時）までに米ドルでの支払いが受領されなければなりません。

管理会社は、受益証券の購入注文の全部または一部を拒否することができ、上記の適切に記入された申込書および支払いが適時に受領されなかった一切の注文を取り消すことができます。

受益証券の申込みが受領された場合、申込者の受益者名簿への登録が当該取引日より後であった場合でも、受益証券は当該取引日に発行されたものとして扱われます。したがって、申込者が支払う申込金は、当該取引日から投資リスクにさらされます。

（注1）「適格投資家」とは、（ ）（1933年米国証券法（改正済）に基づき発布されたレギュレーションSのルール902(k)に定義される）「米国人」または（1940年米国投資会社法（改正済）における意味の範囲内における）米国居住者ではない、（ ）（米国商品先物取引委員会によって発布されたルール4.7に定義される）「非米国人」の定義に該当する、（ ）ケイマン諸島の市民もしくは居住者もしくはケイマン諸島に所在地を置く者もしくは法主体（ケイマン諸島で設立された免税または非居住の法主体を除きます。）ではない、または（ ）上記(i)、（ ）もしくは（ ）に掲げた者もしくは法主体の保管人、名義人もしくは受託者ではない、あらゆる人、法人または法主体をいいます。

（注2）「取引日」とは、各暦月の最終暦日および／または管理会社が投資顧問会社と協議した上で決定するその他の日をいいます。

#### （2）日本における販売手続等

日本においては、有価証券届出書「第一部 証券情報、（7）申込期間」記載の申込期間に販売会社により取扱いが行われます。

毎月15日（この日が販売会社の営業日でない場合は翌営業日）から最終ファンド営業日までの申込受付分が、その月の評価日の純資産価格での購入となります。

販売会社は「外国証券取引口座約款」を投資者に交付し、投資者は当該約款に基づく取引口座の設定を申し込む旨を記載した申込書を提出します。毎月最終ファンド営業日の午後3時までに申込が行われ、かつ申込についての販売会社所定の事務手続きが完了したものを、当該評価日の申込受付分とします。販売の単位は、5,000口以上1,000口単位です。販売価格は、申込んだ月の評価日の純資産価格です。純資産価格は、原則として評価日の翌月における最終ニューヨーク証券取引所営業日の10ニューヨーク証券取引所営業日前の翌ファンド営業日の翌国内営業日に判明します。純資産価格が判明する日程は、販売会社に問い合わせるものとします。日本における約定日は販売会社が購入注文の成立を確認した日（通常、上記の純資産価格が判明した国内営業日）であり、約定日から起算して4国内営業日目までに、申込金額および以下の申込手数料を販売会社に支払うものとします。

申込口数	申込手数料
10万口未満	申込金額の3.30%（税込）
10万口以上50万口未満	申込金額の1.65%（税込）
50万口以上	申込金額の0.55%（税込）

日本円の場合、外貨との換算レートは、約定日の東京外国為替市場の相場に基づいて販売会社が決定します。また、外貨で支払うこともできます。詳細は販売会社に問い合わせるものとします。

ファンド証券の保管を販売会社に委託した投資者の場合、販売会社から買付代金の支払いと引換えに取引報告書を受領します。

なお、日本証券業協会の協会員である販売会社は、ファンドの純資産が1億円相当額未満となる等、日本証券業協会の規則に基づき定められた外国投資信託受益証券の選別基準にファンド証券が適合しなくなったときは、日本におけるファンド証券の販売を行うことはできません。

ファンドは、申込者の国籍、居住地等により取得の制限が設けられています。以下に該当する場合、申込みを行うことができません。

- ・米国の市民、または居住者
- ・ケイマン諸島の市民、または居住者

ファンドの保有者が取得制限の対象となっている場合、当該保有者に対して将来的に強制買戻しが行われる可能性があります。

## 2【買戻し手続等】

### (1) 海外における買戻し手続等

受益証券は各取引日において受益者の希望により買い戻されます。受益者は、受益証券を買い戻すよう受託会社に請求する買戻し通知を送付することができます。各取引日に買戻し請求をすることができる受益者一人当たりの最低買戻し口数は1,000口とし、これを超える場合は1,000口単位とします（または管理会社が投資顧問会社と協議して決定するその他の単位とします）。買戻し通知は、申込みを行う取引日の正午（ルクセンブルグ時間）または管理会社が随時決定することができるその他の日および/もしくは時間までに、管理事務代行会社によって受領されなければなりません。ただし、当該取引日がファンド営業日でない場合、買戻し通知は、当該取引日の前ファンド営業日の正午（ルクセンブルグ時間）までに受領されなければなりません。当該日時を過ぎて受領された買戻し通知は、翌取引日に持ち越されます。

受益証券1口当たりの買戻し価格は、関連する取引日に該当する評価日における受益証券1口当たり純資産価格とします。受益者により請求された買戻しに関して純資産価格の0.3%の信託財産留保額が課されます。受益証券に適用される買戻し価格の詳細は、買戻しを行う受益者が管理事務代行会社から取得することができます。

各買戻し注文は、関連する取引日の翌々月の第4ファンド営業日（または管理会社が投資顧問会社と協議の上で決定するその他の日）（現地約定処理日）に処理されます。

受益証券の買戻しに関する送金は、関連する取引日が属する月の翌々月の8ファンド営業日または管理会社が投資顧問会社と協議の上で随時決定することができるその他の日に、米ドルで、電信送金によって行われるものとします。

買戻し通知が受領された場合、本パラグラフの最終文に記載されている、発行済みのすべての受益証券が買い戻される場合を除き、その受益者が受益者名簿から除外された、買戻し価格が決定されている、または払い戻されたかにかかわらず、受益証券は当該取引日に買い戻されたものとして扱われます。したがって、受益者は、当該取引日から、信託証書に基づく権利（ファンド受益者総会に関する通知を受領する権利、会議への出席または投票の権利を含みます。）を行使することができません。ただし、買い戻される受益証券に関して、買戻し価格および当該取引日以前に宣言されまだ支払われていない分配金を受領する権利は除きます。買戻しを行う受益者は、買戻し価格に関してファンドの債権者となります。債務不履行による清算では、買戻しを行う受益者は、通常の債権者より劣後しますが、受益者より優先されます。発行済みのすべての受益証券を対象とした買戻し通知が受理された場合、関連する受益証券の買戻しを行う受益者は、当該取引日の後に対応する買戻し代金が送金されるまで、引き続き、受益者としての地位を有するものとします。

### 受益証券の買戻しの制限

ファンドの勘定で保有される投資対象ファンドの投資証券の買戻しは、投資対象ファンドの投資証券買戻し計画の特定の条件に服します。管理会社は、該当する買戻し日の時点で、( ) 買戻しのために提出された数よりも多くの投資証券が発行される場合（以下「ネット・インフロー」といいます。）、または、( ) 買戻しのために提出された数よりも少ない投資証券が発行される場合（以下「ネット・アウトフロー」といいます。）、管理会社が買戻し通知に対してファンドの資産で対応できる範囲において買戻し通知を受け入れ決済する旨の決定をすることができます。ただし、ネット・アウトフローが発生し、管理会社がファンドの資産から買戻し通知に対応することができない場合、買戻し通知は、管理会社から対象ファンドに提出された対応する買戻し請求を対象ファンドが受理した場合にのみ、受理されます。投資対象ファンドは、投資対象ファンドの取締役会の判断により、いつでも特定の月に買戻し請求された数よりも少ない数の投資対象ファンドの投資証券を買い戻すか、または、まったく買い戻さないことができ、投資対象ファンドの取締役会は投資証券の買戻し計画に例外や修正を加えることができます。投資対象ファンドは、ファンドの勘定で保有する投資対象ファンドの投資証券を含め、投資対象ファンドの投資証券の買戻しを1か月当たり投資対象ファンドの純資産の2%（直前の月末の投資対象ファンドの純資産を用いて測定）、1暦四半期当たり投資対象ファンドの純資産の5%（直前の3か月末の投資対象ファンドの平均純資産を用いて測定）に制

限しています。投資対象ファンドの買戻請求の合計が上記の制限を超えたことで投資対象ファンドが当該制限までの買戻請求に比例按分で応じるためか、または、その他の理由により、管理会社がファンドの勘定で保有する投資対象ファンドの投資証券に関して投資対象ファンドに提出した買戻請求の全額が受理されない場合、管理会社は、当該買戻請求のための投資対象ファンドの投資証券の買戻しを行わず、ファンドの勘定で保有する投資対象ファンドの投資証券の買戻請求の減少を受け入れて該当する買戻日に買い戻される受益証券の口数を比例按分に制限するのではなく、当該投資対象ファンドの投資証券に関して提出した買戻請求を完全に撤回する選択をすることが予定されています。受益者は、翌買戻日に関して買戻通知を再度提出することができ、翌買戻日に当該受益証券を買い戻すのに十分なネット・インフローがない限り、管理会社は、翌買戻日に受益証券を買い戻すことを容易にするために、当該買戻請求の全額を翌月に投資対象ファンドに再提出して、翌買戻日に受益証券を買い戻すことが期待されています。ただし、それ以前に、投資対象ファンドの投資証券が買い戻される必要があります。投資対象ファンドの基準価額の算出方法、算出時期および買戻限度額は、投資対象ファンドの英文目論見書に従って決定されます。

上記にかかわらず、管理会社は、受託会社および投資顧問会社と協議の上、買戻請求を中断、拒否または中止する権利を留保し、また、買戻代金の支払いを遅らせることができます。当該期間中、受益証券は買い戻されません。管理会社は、そのようにすることが賢明であると考えられる場合（これには、投資対象ファンド買戻制限により投資対象ファンド投資証券の買戻しが制限または拒否された場合が含まれます。）、受託会社および投資顧問会社と協議の上、買戻請求の量を制限したり、買戻請求の受付を停止する、すなわち停止を宣言する権利を留保します。

受益証券の買戻しが停止された場合、受益者は、当該停止より前に行った買戻しの請求を撤回することができます。ただし、受益者が買戻通知を撤回しない場合、当該買戻通知は停止の解除の翌取引日に持ち越され、当該受益証券は、上記および信託証書の規定に服することを条件として、当該買戻日に買戻価格で買い戻されます。

#### ファンドに対する投資先ファンド投資証券の分配

管理会社の決定により、また、ファンドの英文目論見書補遺に添付された様式3の一部である投資先ファンド投資証券の買戻しの承認（以下「承認」といいます。）に記入されることにより、買戻請求を行う受益者（以下「買戻受益者」といいます。）は、管理会社に対して、当該買戻受益者の買戻請求に対応する金額の投資対象ファンド投資証券の買戻しを投資対象ファンドに請求する権限を付与します（当該買戻請求の全部または一部を充足するための現金がファンドにある場合、投資顧問会社の決定により調整されます。）。この場合、受託会社は、買戻代金として、買戻受益者の口座に、まずクラスⅠ投資証券を、次に投資対象ファンド投資証券の買戻し後に現金を受領します。このように、買戻受益者のために受託会社が一時的に投資対象ファンド投資証券を保有しますが、投資対象ファンド投資証券の買戻しに伴い、投資対象ファンド投資証券の買戻し後、最終的に現金を受領することになるため、これらの手続は、順次、ほぼ同時に行われることになります。

#### 強制買戻し

受益証券が適格投資家でない者によりもしくはかかる者の利益のために保有されている旨、またはかかる保有によってトラストまたはファンドの登録が義務付けられる、租税が賦課される、もしくはいずれかの法域の法律に違反する旨を受託会社または管理会社（もしくはその代理としての管理事務代行会社）が判断した場合、または受託会社または管理会社（もしくはその代理としての管理事務代行会社）が当該受益証券の申込みもしくは購入の資金に充当するために使用された資金源の適法性を疑う根拠を有する場合、管理会社（またはその代理としての管理事務代行会社）は、当該受益者に対し、10日以内に当該受益証券を売却し、かつかかる売却の証拠を管理会社（またはその代理としての管理事務代行会社）に提出するよう要求する書面による通知を送付することができ、上記が満たされない場合、管理会社は当該受益証券の買戻しおよび消却を実行することができます。

本条に基づいて強制的に買い戻されるファンドの受益証券（またはその受益証券のクラス）1口当たり買戻価格は、当該強制買戻しの日またはその直前の日に該当するファンド営業日における当該ファンドの受益証券（またはその受益証券のクラス）1口当たり純資産価格です。

上記に加え、管理会社は、評判、法律、コンプライアンス上の問題が生じる可能性がある場合、および、ファンドが投資対象ファンドの投資証券を保有しなくなった時点で秩序ある清算を開始するために、投資対象ファンドの要求に応じて投資証券の強制買戻しおよび特定の投資家の口座の凍結を検討することがあります。

#### 受益証券の譲渡

受益者は、書面証書によって、自己が保有する受益証券を譲渡することができます。ただし、譲受人は、まず、当該時点で有効な、関連もしくは該当する法域の法令の規定、政府等の要件もしくは規制または受託会社、管理会社、販売会社または管理事務代行会社が定める方針を遵守するために受託会社、管理会社または管理事務代行会社が要求する情報または受託会社、管理会社または管理事務代行会社が要求するその他の情報を提出するものとし、管理会社は、受託会社と協議の上、まず、当該譲渡に対する事前の書面による同意を行うものとします。さらに、譲受人は、受託会社または管理会社、販売会社もしくは管理事務代行会社に対して、（ ）受益証券は適格投資家に譲渡されること、（ ）譲受人は自らの勘定で受益証券を取得すること、および、（ ）受託会社または管理会社がそれぞれの裁量で要求するその他の事項に関して、書面で表明を行うことが要求されます。

受託会社、管理会社または管理事務代行会社は、すべての譲渡証書に譲渡人および譲受人が署名することを要求します。譲渡人は、譲渡が登録され、かつ譲受人の氏名が受益証券に関して受益者名簿に受益者として記入されるまで、引き続き受益者であるものとみなされ、また、譲渡の対象である受益証券に対する権利を有するものとみなされるものとします。受託会社または管理会社が譲渡証書の原本および上記の情報を受け取るまで譲渡は登録されません。

上記の規定に違反して譲渡された受益証券は、譲渡または強制買戻しの対象となります。

## （２）日本における買戻し手続等

毎月15日（この日が販売会社の営業日でない場合は翌営業日）から最終ファンド営業日までの申込受付分が、その月の評価日の純資産価格から信託財産留保額を差し引いた価格での換金（買戻し）となります。

なお、換金（買戻し）制限のため、注文が成立しない場合があります。注文の成立は、換金（買戻し）価額が判明した日に確認できます。

毎月最終ファンド営業日の午後３時までに申込が行われ、かつ申込についての販売会社所定の事務手続きが完了したものを、当該評価日の申込受付分とします。

換金（買戻し）単位は、1,000口以上1,000口単位です。

換金（買戻し）価額は、申込んだ月の評価日の純資産価格から信託財産留保額を差し引いた価格です。換金（買戻し）価額は、原則として申込日の翌々月の第４ファンド営業日の翌国内営業日に判明します。換金（買戻し）価額が判明する日程は、販売会社に問い合わせるものとします。

換金（買戻し）代金は、約定日（販売会社が換金（買戻し）注文の成立を確認した日。通常、上記の換金（買戻し）価額が判明した国内営業日）から起算して４国内営業日目から受け取ることができます。

日本円の場合、外貨との換算レートは、約定日の東京外国為替市場の相場に基づいて販売会社が決定します。また、外貨で受け取ることもできます。詳細は販売会社に問い合わせるものとします。

## ３【資産管理等の概要】

### （１）【資産の評価】

純資産価格の計算

評価

ファンドの「評価日」は、毎月の最終暦日および／または管理会社（もしくは代理としての管理事務代行会社）が投資顧問会社と協議して随時決定するその他の日です。

ファンドの純資産総額は、ファンドの資産価値を算出し、ファンドの負債を控除することで、受託会社（または代理としての管理事務代行会社）によって評価日時点（または管理事務代行会社が投資顧問会社と協議して決定するその他の時間）において計算されます。通貨に関しては午後４時頃（ロンドン時間）のワールド・マーケット・カンパニー（WM社）の為替レート／評価を用います。

ファンドの純資産総額は米ドルで計算されます。

受益証券１口当たり純資産価格は、評価日時点のファンドの純資産総額を、その評価日時点の発行済受益証券口数で除して計算されるものとします。

評価日における純資産価格は、原則として、評価日の翌月における最終ニューヨーク証券取引所営業日の10ニューヨーク証券取引所営業日前の翌ファンド営業日に受益者および投資顧問会社が入手可能となります。

「ニューヨーク証券取引所営業日」とは、ニューヨーク証券取引所において取引が行われる日をいいます。

受益証券１口当たり純資産価格の端数は、小数第３位を四捨五入します。

純資産価格の決定

複数のクラス受益証券が発行される場合、純資産総額は、該当するファンドの受益証券の特定のクラスに帰属する資産および負債が当該受益証券の保有者のみにより実際に負担され、当該ファンドの受益証券の他のクラスの保有者により負担されないことを確保するために、受託会社が定める合理的な配分方法に基づき、当該ファンドの発行済受益証券のクラス間で配分されます。ファンドの表示通貨以外の通貨（以下「外国通貨」といいます。）で表示されるファンドの受益証券の各クラスに帰属する純資産総額は、ファンド営業日に適用される、受託会社が決定する為替レートで外国通貨に換算されるものとします。外国通貨建てのファンドの受益証券のクラスの受益証券１口当たり純資産価格は、当該クラスに帰属する（外国通貨に換算された）純資産総額を、当該クラスの発行済受益証券口数で除して計算されます。ファンドの表示通貨と同一の通貨で表示されるクラスの受益証券１口当たり純資産価格は、当該クラスに帰属する純資産総額を、当該クラスの発行済受益証券口数で除して計算されます。

受託会社がその裁量によりその他の方法を決定しない限り、ファンドの資産は入手可能な最新の価格、つまり国際的な値付け業者から得た入手可能な最新の表示価格で、以下のとおり評価されます。

（a）証券取引所に上場されているか、その他の規制市場で取引されている証券は、かかる取引所もしくは市場で取引または評価された入手可能な最新の価格で評価されます。証券が、複数の証券取引所もしくは市場において上場また

は取引されている場合、当該証券の主要な市場を構成する証券取引所またはその他の規制された市場における入手可能な最新の終値または最も代表的な価格が用いられます。

- (b) いずれの証券取引所においても上場されておらず、いずれの規制された市場においても取引されていない証券または上記(a)に基づき決定された価格がその公正価格を表していない証券は、その入手可能な最新の市場価格で評価されます。かかる市場価格がない場合、またはかかる市場価格が当該証券の公正な市場価格を表していない場合、当該証券は、その合理的に予測可能な売値に基づき慎重かつ誠実に評価されます。
- (c) 投資対象は、国際的に認められた値付け業者による値付けに基づいて価格を決定することができます。
- (d) 市場相場が容易に入手できない証券またはその他の資産は、管理会社および投資顧問会社の助言を受けて管理事務代行会社が採用する手続きに従って誠実に決定される公正価格で評価されます。
- (e) 満期までの残存期間が60日以下の短期投資対象は、償却減価によるか、満期の61日前の日における市場価格と額面金額の差額を償却することにより、評価することができます。
- (f) 現金およびその他の流動資産は、未収利息を含むその額面価額で評価されます。
- (g) その他の資産に関しては、管理事務代行会社が、当該資産の公正価格を表すものとして適用ある一般に公正妥当と認められた会計原則に従って決定する金額または別途誠実に決定する金額で評価されます。外貨建ての価額は、該当するファンドの表示通貨の入手可能な最新の仲値で、または管理事務代行会社が誠実に決定することができるその他の価格で、該当するファンドの表示通貨に換算されるものとします。

受託会社（または代理としての管理事務代行会社）による純資産総額または受益証券1口当たり純資産価格のすべての決定は、受託会社（または代理としての管理事務代行会社）の授権された役員または代表者によって保証され、悪意または明らかな誤りがない限り、かかる保証はすべてのかかるファンドの受益者について最終的かつ決定的なものとします。悪意または明らかな誤りがない限り、受託会社は、第三者が受託会社に提供した評価に依拠する純資産総額または受益証券1口当たり純資産価格の計算の誤りについて一切責任を負わないものとします。受託会社は、公認の価格情報源、評価代理人、サブ・マネージャーまたはその他の第三者が受託会社に提供した評価に依拠する場合、明らかな誤りがない限り絶対的な保護を受けるものとします。

#### 純資産価格の計算の停止

管理会社は、受託会社と協議した上で、以下の全部または一部の期間において、純資産価格の計算、受益証券の発行・買戻しを停止、または買戻代金の支払いを延期することができます。

- (1) ファンドの投資対象の大部分が上場、値付け、取引もしくは取り扱われている証券取引所、商品取引所、先物取引所もしくは店頭市場が、（通常の週末もしくは休日による閉鎖以外で）閉鎖されている場合、またはこれらの取引所もしくは市場における取引が制限もしくは停止されている場合。
- (2) ファンドの投資対象の売却が現実的でない場合、またはその売却がファンドの受益者に著しく不利益となるであろうと管理会社が判断する場合。
- (3) ファンドの投資対象の価値もしくは純資産価格を確定するために通常利用される手段が使用不能となる、またはその他の理由によりファンドの投資対象の価値もしくはファンドのその他の資産の価値もしくは純資産価格を合理的もしくは公正に確定することができないと管理会社が判断する場合。
- (4) ファンドの投資対象の償還もしくは換金、または償還もしくは換金に関連する資金の送金を、適正な価格または適正な為替レートで行うことができないであろうと管理会社が判断する場合。

管理会社は受託会社と協議した上で、または、受託会社は管理会社と協議した上で、受益者名簿に記載されるすべての受益者に対して、実務上可能な限り速やかに当該停止を書面で通知するものとし、また、当該停止が終了した時点で受益者に対して速やかに通知するものとします。

#### 投資対象ファンドの基準価額の計算

投資対象ファンドの各クラス投資証券の基準価額は、投資対象ファンド投資顧問会社により、投資対象（不動産債権およびその他の有価証券を含みます。）の純資産価額にその他の資産（手元資金等）を加え、その他の負債を差し引いて決定されます。独立取締役の過半数を含む投資対象ファンドの取締役会が承認した場合、投資対象ファンドは、一または複数の独立した評価アドバイザーを、投資対象ファンドの不動産物件、ならびに特定の不動産債権およびその他の有価証券に関して、投資対象ファンド投資顧問会社が作成した合理性に関する内部評価書を検討するために起用しており、また今後も起用する可能性があります。本書における「独立した評価アドバイザー」への言及は、投資対象ファンドが当該時点現在で起用している独立した評価アドバイザーを指しますが、文脈上別異に解する場合を除きます。通常、投資対象ファンド投資顧問会社は、現在の重要な市場データおよび関連するとみなすその他の情報に基づき、独立した評価アドバイザーが合理性について検討した上で、毎月、投資対象ファンドの物件を評価します。独立した評価アドバイザーは、本書に規定のとおり、投資対象ファンドの保有物件ならびに特定の不動産債権およびその他の有価証券の検討に責任を有する一方で、かかる独立した評価アドバイザーは、投資対象ファンドの基準価額に対して責任を有さず、これを計算しません。投資対象ファンド投資顧問会社は、最終的かつ単独で、基準価額の決定に責任を負います。

投資対象ファンドの基準価額は、投資対象ファンドに一定の管理事務代行業務および会計業務を提供している第三者機関であるステート・ストリートにより投資対象ファンドの各投資証券クラスごとに算出されます。このため、投資対象ファンド投資顧問会社は、ステート・ストリートが行う投資対象ファンドの基準価額の検討および確認、ならびに基準価額の算出に係るプロセスの監督に責任を負います。

ステート・ストリートは、投資対象ファンドの評価ガイドラインに従い、各月の最終暦日における投資対象ファンドの投資証券1口当たり基準価額を、以下のものの推定公正価値を含むいくつかの要素を反映したプロセスによって計算します。

- (1) 投資対象ファンドの各物件。これは、第三者の独立評価会社から定期的に提供された個別鑑定報告書に部分的に基づき、投資対象ファンドの独立した評価アドバイザーが合理性について検討した上で、投資対象ファンド投資顧問会社により最終的に決定され、月次で更新されます。
- (2) 第三者による市場価格が入手可能な投資対象ファンドの不動産債権およびその他の証券
- (3) 投資対象ファンドのその他の不動産債権およびその他の証券（もしあれば）
- (4) 投資対象ファンドのその他の資産および負債

毎月の基準価額の変動には、投資対象ファンドのポートフォリオの純収益、支払利息、管理報酬、未払いパフォーマンス・パーティシペーション、分配金、資産の未実現／実現損益、該当する設立および募集費用ならびに費用求償等が含まれますが、これらに限定されるものではありません。また、毎月の基準価額の変動には、その月に発生した資本支出ならびに重要な不動産の取得および売却等の重要な非経常的事象も含まれます。本書のいかなる記載にもかかわらず、投資対象ファンド投資顧問会社は、その裁量により、該当月の末日以降に入手可能となる重要な市場データおよびその他の情報を、特定の月における投資対象ファンドの資産および負債の評価ならびに基準価額の算出に際して考慮することがあります。また、月次の発生を累積した結果、実際の営業成績や未収金、未払金、その他の口座残高が財務情報に反映されるよう、投資対象ファンド投資顧問会社は継続的に費用の見越し計上を調整します。

## (2) 【保管】

ファンド証券が販売される海外においては、ファンド証券の確認書は受益者の責任において保管されます。

日本の投資者に販売されるファンド証券の確認書は、販売会社の保管者名義で保管されます。

ただし、日本の受益者が別途、自己の責任で保管する場合は、この限りではありません。

## (3) 【信託期間】

ファンドの信託期間は2027年3月31日（またはそれ以降の日で、管理会社が投資顧問会社と協議した上で当該日より前に随時決定する日）までですが、後記「(5) その他、 ファンドの償還」記載の事由が発生した場合は、それ以前に償還することがあります。

## (4) 【計算期間】

ファンドの計算期間は毎年12月31日に終了します。

## (5) 【その他】

### 発行限度額

ファンド証券の発行限度口数は設けられていません。

### ファンドの償還

ファンドは、信託証書に記載される状況に従い償還する場合を除いて、

- (1) 2027年3月31日またはそれ以降の日で、管理会社が投資顧問会社と協議した上で当該日より前に随時決定する日、
- (2) 設定日（2022年3月31日）から3年経過後のいずれかの時点で、純資産総額が5,000万米ドルを下回った場合、投資顧問会社と協議した上で管理会社の裁量により、または
- (3) 投資対象ファンドの償還後、管理会社が投資顧問会社と協議した上で決定した日に償還します。

なお、受益者への償還金の支払いには、信託期間終了日から半年程度、または監査手続き等の進捗によっては、さらに時間を要する場合があります。

### 信託証書の変更等

信託証書第40条に従い、受託会社および管理会社は、受益者に対して10日以上前の書面による通知を行うことにより（受益者は、かかる通知を放棄することができます。）、受託会社および管理会社が受益者の最善の利益になると考える方法およびその範囲において、補遺信託証書により、信託証書の規定について変更、修正、改正または追加（以下「変更等」といいます。）を行うことができます。受託会社が、受託会社の意見において、かかる変更等が、（ ）当該時に存在している受益者の利益を著しく侵害せず、受託会社もしくは管理会社を受益者に対する責任から実質的に免責することなく、かつ、シリーズ・トラストの資産から支払われるべき経費および手数料（当該補遺信託証書に関連して生じる経

費、手数料、報酬および費用を除きます。)の金額を増加させることにならず、( )財務上の、法的なもしくは公的な要件(法的拘束力を有するか否かを問いません。)を遵守するために必要であり、または、( )明らかな誤りを正すために必要である旨書面により証明する場合、かかる変更等は、受益者による承認を必要としません。いかなる変更等も、受益者に対して、その受益証券に関する追加の支払いを行ったり、その受益証券に関する債務を引き受ける義務を課すものであってはなりません。

関係法人との契約の更改等に関する手続

#### 管理事務代行契約

管理事務代行契約は、一方当事者が他方当事者に対し、60日以上前に書面による通知をすることにより終了することができます。

同契約は、ケイマン諸島法に準拠し、同法により解釈されるものとし、同法に基づき変更することができます。

#### 投資顧問契約

投資顧問契約は、一方当事者が他方当事者に対し、60日以上前に書面による通知をすることにより終了することができます。

同契約は、ケイマン諸島法に準拠し、同法により解釈されるものとし、同法に基づき変更することができます。

#### 保管契約

保管契約は、一方当事者が他方当事者に対し、60日以上前に書面による通知をすることにより終了することができます。

同契約は、ケイマン諸島法に準拠し、同法により解釈されるものとし、同法に基づき変更することができます。

#### 代行協会員契約書

代行協会員契約は、一方当事者が他方当事者に対し、3か月以上前に書面による通知をすることにより終了することができます。

同契約は、日本法に準拠し、同法により解釈されるものとし、同法に基づき変更することができます。

#### 受益証券販売・買戻契約書

受益証券販売・買戻契約は、一方当事者が他方当事者に対し、3か月以上前に書面による通知をすることにより終了することができます。

同契約は、日本法に準拠し、同法により解釈されるものとし、同法に基づき変更することができます。

## 4【受益者の権利等】

### (1)【受益者の権利等】

受益者がファンドに関し、自己の受益権を直接行使するためには、登録名義人となっているかまたはファンド証券を保持していなければなりません。したがって、販売会社にファンド証券の保管を委託している日本の受益者は、登録名義人ではなく、また、ファンド証券も保持していないため、ファンドに関する受益権を行使することはできません。日本の投資者は、販売会社との間の口座契約に基づき、販売会社をして、自らのために受益権を行使させることができます。ファンド証券の保管を販売会社に委託していない日本の投資者は、自らが権利行使を行うことができます。

投資者の有する主な権利は次のとおりです。

#### ( ) 分配金請求権

受益者は、管理会社の決定したファンドの分配金を請求する権利を有します。受益者は、ファンド決議により、随時受託会社に対して中間分配を行うよう指示することができます。

#### ( ) 買戻請求権

受益者は、ファンド証券の買戻しを、信託証書の規定および本書の記載に従って請求する権利を有します。

#### ( ) 残余財産分配請求権

ファンドの償還日における当該ファンドの登録名義人は、当該ファンドの資産を換金することにより得られるすべての純手取金および当該ファンドの当該クラスの受益証券の資産の一部を構成している分配可能なその他の金銭を、自らが保有しているまたは保有しているものとみなされる当該ファンドの各クラス受益証券の口数に応じて分配するよう請求する権利を有します。

#### ( ) 議決権

受益者は、信託証書の規定に従って議決権を行使する権利を有します。

### (2)【為替管理上の取扱い】

2023年6月30日現在、日本の受益者に対するファンド証券の分配金、買戻代金等の送金に関して、ケイマン諸島における外国為替管理上の制限はありません。

### (3)【本邦における代理人】

森・濱田松本法律事務所

東京都千代田区丸の内二丁目6番1号 丸の内パークビルディング

上記代理人は、管理会社から日本国内において、

- ( ) 管理会社またはファンドに対する、法律上の問題および日本証券業協会の規則上の問題について一切の通信、請求、訴状、その他の訴訟関係書類を受領する権限、
- ( ) 日本におけるファンド証券の募集販売および買戻しの取引に関する一切の紛争、見解の相違に関する一切の裁判上、裁判外の行為を行う権限

を委任されています。なお、関東財務局長に対するファンド証券の募集、継続開示等に関する届出代理人および金融庁長官に対する届出代理人は、

弁護士 大 西 信 治

東京都千代田区丸の内二丁目6番1号 丸の内パークビルディング

森・濱田松本法律事務所

です。

#### (4) 【裁判管轄等】

日本の投資者が取得したファンド証券の取引に関連する訴訟の裁判管轄権は下記の裁判所が有することを管理会社は承認しています。

東京地方裁判所 東京都千代田区霞が関一丁目1番4号

確定した判決の執行手続は、関連する法域の法令に従って行われます。

### 第3【ファンドの経理状況】

#### 1【財務諸表】

- a．ファンドの第一会計年度の日本文の財務書類は、ルクセンブルグにおける法令に準拠して作成された原文の財務書類を翻訳したものです。これは「特定有価証券の内容等の開示に関する内閣府令」に基づき、「財務諸表等の用語、様式及び作成方法に関する規則」第131条第5項ただし書の規定の適用によるものです。
- b．ファンドの原文の財務書類は、外国監査法人等（公認会計士法（昭和23年法律第103号）第1条の3第7項に規定する外国監査法人等をいう。）であるプライスウォーターハウスクーパース ケイマン諸島から監査証明に相当すると認められる証明を受けており、当該監査証明に相当すると認められる証明に係る監査報告書に相当するもの（訳文を含む。）が当該財務書類に添付されています。
- c．ファンドの原文の財務書類は、米ドルで表示されています。日本文の財務書類には、主要な金額について円貨換算が併記されています。日本円による金額は、2023年4月28日現在における株式会社三菱UFJ銀行の対顧客電信売買相場の仲値（1米ドル＝134.13円）で換算されています。なお、千円未満の金額は四捨五入されています。

## ( 1 ) 【貸借対照表】

ノムラ・ファンド・セレクト - ブラックストーン・リアルエーステート・インカム・トラスト・ファンド

## 純資産計算書

2022年12月31日現在

( 米ドルで表示 )

	注記	( 米ドル )	( 千円 )
<b>資産</b>			
純資産価額で評価した投資有価証券 ( 取得価額 : 325,240,000米ドル )	2	327,595,177	43,940,341
銀行預金		20,434,810	2,740,921
未収収益		1,209,072	162,173
現金および現金同等物に係る利息		4,235	568
設立費	2	162,396	21,782
資産合計		349,405,690	46,865,785
<b>負債</b>			
受益証券買戻未払金		1,415,400	189,848
未払費用	10	991,737	133,022
負債合計		2,407,137	322,869
純資産		346,998,553	46,542,916
発行済受益証券口数		34,254,000口	
1 口当たり純資産価格		10.13	1,359円

添付の注記は当財務書類の一部である。

## （２）【損益計算書】

ノムラ・ファンド・セレクト - ブラックストーン・リアルエーステート・インカム・トラスト・ファンド

## 運用計算書

2022年12月31日に終了した期間

（米ドルで表示）

	注記	（米ドル）	（千円）
<b>収益</b>			
預金利息		110,738	14,853
受領分配金（源泉徴収税控除後）		1,084,438	145,456
収益合計		1,195,176	160,309
<b>費用</b>			
投資顧問会社報酬	5	965,553	129,510
代行協会員報酬および販売会社報酬	8、9	577,524	77,463
管理事務代行報酬	7	192,959	25,882
保管会社報酬	6	57,938	7,771
コルレス銀行報酬		6	1
銀行手数料		1,280	172
受託会社報酬および管理会社報酬	3、4	38,594	5,177
法務報酬		6,701	899
海外登録費用		49,004	6,573
現金支出費		18,374	2,465
専門家報酬		20,636	2,768
設立費の償却	2	48,334	6,483
その他の費用		200	27
費用合計		1,977,103	265,189
純投資損失		(781,927)	(104,880)
投資有価証券に係る実現純利益		61	8
外貨および為替先渡取引に係る実現純利益		4,272	573
当期実現純利益		4,333	581
投資有価証券に係る未実現純損益		2,355,177	315,900
当期末実現純利益		2,355,177	315,900
運用の結果による純資産の純増加		1,577,583	211,601

添付の注記は当財務書類の一部である。

## ノムラ・ファンド・セレクト - ブラックストーン・リアルエステート・インカム・トラスト・ファンド

## 純資産変動計算書

2022年12月31日に終了した期間

（米ドルで表示）

	注記	（米ドル）	（千円）
期首現在純資産		-	-
純投資損失		(781,927)	(104,880)
当期実現純利益		4,333	581
当期末実現純利益		2,355,177	315,900
運用の結果による純資産の純増加		1,577,583	211,601
受益証券の発行手取額	13	350,740,920	47,044,880
受益証券の買戻支払額	13	(5,319,950)	(713,565)
		345,420,970	46,331,315
期末現在純資産		346,998,553	46,542,916

添付の注記は当財務書類の一部である。

## ノムラ・ファンド・セレクト - ブラックストーン・リアルエステート・インカム・トラスト・ファンド

発行済受益証券口数の変動表  
2022年12月31日に終了した期間  
（無監査）

期首現在発行済受益証券口数	-
発行受益証券口数	34,777,000
買戻受益証券口数	(523,000)
期末現在発行済受益証券口数	34,254,000

統計情報  
2022年12月31日現在  
（無監査）  
（米ドルで表示）

	2022年
期末現在純資産	346,998,553
期末現在 1 口当たり純資産価格	10.13

[次へ](#)

## ノムラ・ファンド・セレクト - ブラックストーン・リアルエーステート・インカム・トラスト・ファンド

## 財務書類に対する注記

2022年12月31日現在

## 注1 - 組織

トラスト

ノムラ・ファンド・セレクト（以下「トラスト」という。）は、マスター・トラスト・カンパニー（以下「受託会社」という。）とグローバル・ファンズ・トラスト・カンパニー（以下「管理会社」という。）により締結された2012年6月8日付基本信託証書により設立された。トラストは、ケイマン諸島の信託法（改訂済）に準拠するユニット・トラストである。

トラストは、ケイマン諸島のミューチュアル・ファンド法（改訂済）に従って投資信託として規制され、ケイマン諸島金融庁（以下「CIMA」という。）に登録されており、英文目論見書および監査済財務諸表を毎年CIMAに提出する義務を負っている。

受託会社は、ケイマン諸島で設立され、管理会社の完全子会社である。

管理会社は、ケイマン諸島の銀行および信託会社法（改訂済）の規定に従って適法に設立され有効に存続する、投資信託事業の認可を付与された信託会社である。

ファンド

ノムラ・ファンド・セレクト - ブラックストーン・リアルエーステート・インカム・トラスト・ファンド（以下「ファンド」という。）は、受託会社と管理会社との間で締結された2022年2月9日付補遺信託証書により設立された。

ファンドは、基本信託証書に記載される状況に従い償還する。またファンドは、

- ( ) 2027年3月31日またはそれ以降の日で、管理会社が投資顧問会社と協議した上で当該日より前に随時決定する日、
- ( ) 設定日（2022年3月31日）から3年経過後のいずれかの時点で、純資産総額が5,000万米ドルを下回った場合、投資顧問会社と協議した上で管理会社の裁量により、または
- ( ) ブラックストーン・リアルエーステート・インカム・トラスト・インク（以下「投資対象ファンド」という。）の償還後、管理会社が投資顧問会社と協議した上で決定した日に償還する。

ファンドの投資目的は、安定的なインカムとキャピタル・ゲインの獲得を目指すことである。ファンドは、主として米国メリーランド州籍会社型不動産投資信託（REIT）である投資対象ファンドが発行するクラス 普通投資証券（以下「投資対象ファンド投資証券」という。）に投資することで、主に米国の商業用不動産を中心に、不動産債権にも実質的に投資する。

ファンドは、投資対象ファンド以外の上場REITもしくは非上場REITに投資を行わない。投資対象ファンド以外に投資可能な資産は現金および短期有価証券に限定される。

第1会計期間は、ファンドが運用を開始した2022年3月31日（「払込日」）から2022年12月31日までである。

## 注2 - 重要な会計方針

財務書類は、投資信託に適用されるルクセンブルグにおいて一般に公正妥当と認められた会計原則に準拠して作成されており、以下の重要な会計方針が含まれている。

投資有価証券

- (a) 証券取引所に上場されているか、その他の規制市場で取引されている証券は、かかる取引所もしくは市場で取引または評価された入手可能な最新の価格で評価される。証券が、複数の証券取引所もしくは市場において上場または取引されている場合、当該証券の主要な市場を構成する証券取引所またはその他の規制された市場における入手可能な最新の終値または最も代表的な価格が用いられる。
- (b) いずれの証券取引所においても上場されておらず、いずれの規制された市場においても取引されていない証券または上記(a)に基づき決定された価格がその公正価格を表していない証券は、その入手可能な最新の市場価格で評価される。かかる市場価格がない場合、またはかかる市場価格が当該証券の公正な市場価格を表していない場合、当該証券は、その合理的に予測可能な売値に基づき慎重かつ誠実に評価される。
- (c) 投資対象は、国際的に認められた値付け業者による値付けに基づいて価格を決定することができる。
- (d) 市場相場が容易に入手できない証券またはその他の資産は、管理会社および投資顧問会社の助言を受けて管理事務代行会社が採用する手続きに従って誠実に決定される公正価格で評価される。
- (e) その他の投資ピークルまたは投資ファンドの受益証券または投資証券は、これらの投資ピークルまたは投資ファンドの管理事務代行会社によって計算され、受託会社の意見において合理的であり、誠実に決定された、入手可能な直近の受益証券または投資証券1口当たり純資産価格で評価される。

(f) 現金およびその他の流動資産は、未収利息を含むその額面価額で評価される。

#### 投資取引および投資収益

投資取引は、取引日に会計処理される。受取利息は、発生基準で認識される。配当金は、配当落日に計上される。証券取引に係る実現損益は、売却された証券の平均原価を基準に算定される。

#### 外貨換算

ファンドは、その会計帳簿を米ドルで記帳し、財務書類は米ドルで表示される。米ドル以外の通貨建ての資産および負債は、期末現在の適用為替レートで米ドルに換算される。米ドル以外の通貨建ての収益および費用は、取引日の適正な為替レートで米ドルに換算される。

米ドル以外の通貨建ての投資有価証券取引は、取引日に適用される為替レートで米ドルに換算される。

ファンドは、投資有価証券に係る為替レートの変動の結果生じる運用実績の部分と、保有証券の市場価格変動から生じる部分を分離しない。かかる変動は、投資有価証券による実現および未実現純損益に計上される。

2022年12月31日現在の為替レート：

1 米ドル = 0.93699 ユーロ

#### 設立費

ファンド受益証券の募集に関連する費用およびファンドの当初設立費用は、ファンドの資産から支払われ、これらの費用は、2022年3月31日から3年を超えない期間で償却される。

#### 注3 - 受託会社報酬

受託会社は、1回限りの設立報酬として5,000ユーロをファンドの資産から受領した。

受託会社は、各四半期中の各評価日に計算されるファンドの純資産総額の年率0.01%に相当する額の報酬を、ファンドの資産から、米ドルにより、四半期ごとに後払いで受領する。

当初払込日から2022年6月30日までの期間に関する初回の受託会社報酬は、当該期間中の各評価日の純資産総額に基づき日割りの比例按分で支払われた。各四半期について支払われる報酬は、当該四半期の最終ファンド営業日から60ファンド営業日以内に支払われる。

ファンドが支払うものとして生じたすべての適切な立替費用および支出金もまた、ファンドの資産から受託会社に払い戻される。

#### 注4 - 管理会社報酬

管理会社は、1回限りの設立報酬として5,000ユーロをファンドの資産から受領した。

管理会社は、各四半期中の各評価日に計算されるファンドの純資産総額の年率0.01%に相当する額の報酬を、ファンドの資産から、米ドルにより、四半期ごとに後払いで受領する。

当初払込日から2022年6月30日までの期間に関する初回の管理会社報酬は、当該期間中の各評価日の純資産総額に基づき日割りの比例按分で支払われた。各四半期について支払われる報酬は、当該四半期の最終ファンド営業日から60ファンド営業日以内に支払われる。

ファンドが支払うものとして生じたすべての適切な立替費用および支出金もまた、ファンドの資産から、管理会社に払い戻される。

#### 注5 - 投資顧問会社報酬

投資顧問会社は、各四半期中の各評価日に計算されるファンドの純資産総額の年率0.50%に相当する額の報酬を、ファンドの資産から、米ドルにより、四半期ごとに後払いで受領する。

当初払込日から2022年6月30日までの期間に関する初回の投資顧問会社報酬は、当該期間中の各評価日の純資産総額に基づき日割りの比例按分で支払われた。各四半期について支払われる報酬は、当該四半期の最終ファンド営業日から60ファンド営業日以内に支払われる。

ファンドが支払うものとして生じたすべての適切な立替費用および支出金もまた、ファンドの資産から、投資顧問会社に払い戻される。

#### 注6 - 保管会社報酬

保管会社は、その業務につき、各四半期中の各評価日に計算されるファンドの純資産総額の年率0.03%に相当する額の報酬を、ファンドの資産から、米ドルにより、四半期ごとに後払いで受領する権利を有する。

当初払込日から2022年6月30日までの期間に関する初回の保管会社報酬は、当該期間中の各評価日の純資産総額に基づき日割りの比例按分で支払われた。各四半期について支払われる報酬は、当該四半期の最終ファンド営業日から60ファンド営業日以内に支払われる。

ファンドが支払うものとして合理的に生じたすべての適切な立替費用および支出金もまた、ファンドの資産から、保管会社に払い戻される。

また、保管会社は、ファンドの勘定のために保管会社が行うすべての付帯サービスの手数料として、受託会社と保管会社の間で随時合意される金額の払戻しをファンドの資産から受けるものとする。

#### 注7 - 管理事務代行報酬

管理事務代行会社は、その業務につき、各四半期中の各評価日に計算されるファンドの純資産総額の年率0.10%に相当する額の報酬を、ファンドの資産から、米ドルにより、四半期ごとに後払いで受領する権利を有する。

当初払込日から2022年6月30日までの期間に関する初回の管理事務代行会社報酬は、当該期間中の各評価日の純資産総額に基づき日割りの比例按分で支払われた。各四半期について支払われる報酬は、当該四半期の最終ファンド営業日から60ファンド営業日以内に支払われる。

ファンドが支払うものとして合理的に生じたすべての適切な立替費用および支出金もまた、ファンドの資産から、管理事務代行会社に払い戻される。

管理事務代行会社は、監査照会書類の発行、半期財務諸表の作成、ルクセンブルグにおいて一般に認められた会計原則以外の会計原則の使用等、特定の管理事務代行業務の遂行に関して、管理事務代行会社と受託会社の間で随時合意される金額の払戻しをファンドの資産から受けるものとする。

#### 注8 - 販売会社報酬

販売会社は、その業務につき、各四半期中の各評価日に計算される、販売会社により販売されたファンド受益証券に応じたファンドの純資産総額の年率0.24%に相当する額の報酬を、ファンドの資産から、米ドルにより、四半期ごとに後払いで受領する権利を有する。

当初払込日から2022年6月30日までの期間に関する初回の販売会社報酬は、当該期間中の各評価日の純資産総額に基づき日割りの比例按分で支払われた。各四半期について支払われる報酬は、当該四半期の最終ファンド営業日から60ファンド営業日以内に支払われる。

#### 注9 - 代行協会員報酬

代行協会員は、その業務につき、各四半期中の各評価日に計算されるファンドの純資産総額の年率0.06%に相当する額の報酬を、ファンドの資産から、米ドルにより、四半期ごとに後払いで受領する権利を有する。

当初払込日から2022年6月30日までの期間に関する初回の代行協会員報酬は、当該期間中の各評価日の純資産総額に基づき日割りの比例按分で支払われた。各四半期について支払われる報酬は、当該四半期の最終ファンド営業日から60ファンド営業日以内に支払われる。

#### 注10 - 未払費用

	(米ドル)
投資顧問会社報酬	420,451
代行協会員報酬および販売会社報酬	252,001
管理事務代行報酬	84,021
保管会社報酬	25,229
受託会社報酬および管理会社報酬	16,805
海外登録費用	26,737
現金支出費	7,743
専門家報酬	20,636
設立費	13,479
その他の税金	124,635
未払費用	<u>991,737</u>

#### 注11 - 分配

原則として、管理会社は、受託会社および投資顧問会社と協議の上で、2023年1月9日以降の毎年1月9日に、受益者に対し年次分配を宣言することがある（1月9日がファンド営業日ではない場合、分配はその直前のファンド営業日に宣言される。）。

2022年12月31日に終了した期間に、ファンドは受益者に分配を行わなかった。

注12 - 税金

ケイマン諸島の現行法では、ファンドは、いかなる所得税、資産税、譲渡税、売却税その他の税金も課されることがなく、また、ファンドによる受益者への支払いまたは受益証券の買戻しの際の純資産額の支払いに対して適用される源泉徴収税も賦課されない。

ファンドは、特定の利息、配当金およびキャピタル・ゲインに対し海外源泉徴収税が賦課されることがある。

注13 - 購入および買戻し

適格投資家は、受益証券を購入することができる。受益証券の発行および買戻しは、整数で行われる。

受益証券の購入

受益証券は、適格投資家に対して取引日（以下に定義する。）において継続的に募集される。各受益証券の発行価格は、受益証券の購入申込書が受領された取引日に該当する評価日における受益証券1口当たり純資産価格とする。ただし、取引締切時間（以下に定義する。）より前に受領されることを条件とする。投資者一人当たりの最低投資口数は5,000口とし、これを超える場合は1,000口単位、または管理会社が投資顧問会社と協議した上で決定する口数とする。受益証券は、整数でのみ発行される。受益証券の申込みは口数指定で行われる。

「取引日」とは、各暦月の最終暦日および/または管理会社が投資顧問会社と協議した上で決定するその他の日をいう。

申込者は、以下の表に記載された金額の販売手数料（消費税またはその他の税金（適用ある場合）を除く。）を支払うことが要求される。

申込口数	申込手数料
10万口未満	申込金額の3.00%
10万口以上50万口未満	申込金額の1.50%
50万口以上	申込金額の0.50%

受益証券の購入申込書は、申込みを行った取引日の正午（ルクセンブルグ時間）または管理会社がその単独の裁量により随時決定することができるその他の日時（以下「取引締切時間」という。）までに、管理事務代行会社によって受領されなければならない。ただし、当該取引日がファンド営業日でない場合、受益証券の購入申込書は、当該取引日の前ファンド営業日の正午（ルクセンブルグ時間）までに受領されなければならない。

該当する取引日の翌月の最終ニューヨーク証券取引所営業日の10ニューヨーク証券取引所営業日前の5ファンド営業日後の日（または管理会社がその単独の裁量により随時決定することができるその他の日時）までに米ドルでの支払いが受領されなければならない。

管理会社は、受益証券の購入注文の全部または一部を拒否することができ、上記の適切に記入された申込書および支払いが適時に受領されなかった一切の注文を取り消すことができる。

### 受益証券の買戻し

受益証券は、各取引日において受益者の希望により買い戻される。各取引日に買戻請求をすることができる受益者一人当たりの最低買戻口数は1,000口とし、これを超える場合は1,000口単位とする（または管理会社が投資顧問会社と協議して決定するその他の単位とする。）。買戻通知は、申込みを行う取引日の正午（ルクセンブルグ時間）または管理会社が随時決定することができるその他の日および／もしくは時間までに、管理事務代行会社によって受領されなければならない。ただし、当該取引日がファンド営業日でない場合、買戻通知は、当該取引日の前ファンド営業日の正午（ルクセンブルグ時間）までに受領されなければならない。当該日時を過ぎて受領された買戻通知は、翌取引日に持ち越される。

受益証券1口当たりの買戻価格は、関連する取引日に該当する評価日における受益証券1口当たり純資産価格とする。受益者により請求された買戻しに関して純資産価格の0.3%の信託財産留保額が課される。受益証券に適用される買戻価格の詳細は、買戻しを行う受益者が管理事務代行会社から取得することができる。

各買戻注文は、関連する取引日の翌々月の第4ファンド営業日（または管理会社が投資顧問会社と協議の上で決定するその他の日）に処理される。

受益証券の買戻しに関する送金は、関連する取引日が属する月の翌々月の8ファンド営業日または管理会社が投資顧問会社と協議の上随時決定することができるその他の日に、米ドルで、電信送金によって行われるものとする。

## （３）【投資有価証券明細表等】

ノムラ・ファンド・セレクト -  
 ブラックストーン・リアルエステート・インカム・トラスト・ファンド  
 投資有価証券明細表  
 2022年12月31日現在  
 （米ドルで表示）

数量(1)	銘柄	取得価額	純資産価額	純資産に占める 割合（％）
投資信託 22,093,161	アメリカ合衆国			
	ブラックストーン・リアルエステート・ インカム・トラスト・インク クラス 普通投資証券	325,240,000	327,595,177	94.41
		<u>325,240,000</u>	<u>327,595,177</u>	<u>94.41</u>
	アメリカ合衆国合計	<u>325,240,000</u>	<u>327,595,177</u>	<u>94.41</u>
		<u>325,240,000</u>	<u>327,595,177</u>	<u>94.41</u>
投資有価証券合計		<u>325,240,000</u>	<u>327,595,177</u>	<u>94.41</u>

(1) 数量は、受益証券口数を表す。

添付の注記は当財務書類の一部である。

[次へ](#)

## Nomura Fund Select - Blackstone Real Estate Income Trust Fund

Statement of Net Assets  
as at December 31, 2022  
(expressed in US Dollars)

## Notes

## ASSETS

Investment in securities at net asset value (at cost: USD 325,240,000)	2	327,595,177
Cash at bank		20,434,810
Accrued income		1,209,072
Interest on cash and cash equivalents		4,235
Formation expenses	2	162,396
Total Assets		349,405,690
LIABILITIES		
Payable for repurchases		1,415,400
Accrued expenses	10	991,737
Total Liabilities		2,407,137
NET ASSETS		346,998,553
Number of Units Outstanding		34,254,000
Net Asset Value per Unit		10.13

The accompanying notes form an integral part of these financial statements.

## Nomura Fund Select - Blackstone Real Estate Income Trust Fund

Statement of Operations  
for the period ended December 31, 2022  
(expressed in US Dollars)

Notes

INCOME		
Interest on bank accounts		110,738
Dividends received (net of withholding tax)		1,084,438
		<hr/>
Total Income		1,195,176
		<hr/>
EXPENSES		
Investment Adviser fees	5	965,553
Agent Company fees and Distributor fees	8, 9	577,524
Administrative Services fees	7	192,959
Custodian fees	6	57,938
Correspondent bank fees		6
Bank charges		1,280
Trustee fees and Management Company fees	3, 4	38,594
Legal fees		6,701
Overseas registration fees		49,004
Out-of-pocket expenses		18,374
Professional fees		20,636
Amortisation of formation expenses	2	48,334
Other expenses		200
		<hr/>
Total Expenses		1,977,103
		<hr/>
NET INVESTMENT LOSS		(781,927)
		<hr/>
Net realised profit on investments		61
Net realised profit on foreign currencies and on forward foreign exchange contracts		4,272
		<hr/>
NET REALISED PROFIT FOR THE PERIOD		4,333
		<hr/>
Net unrealised result on investments		2,355,177
		<hr/>
NET UNREALISED PROFIT FOR THE PERIOD		2,355,177
		<hr/>
NET INCREASE IN NET ASSETS AS A RESULT OF OPERATIONS		1,577,583
		<hr/> <hr/>

The accompanying notes form an integral part of these financial statements.

## Nomura Fund Select - Blackstone Real Estate Income Trust Fund

Statement of Changes in Net Assets  
for the period ended December 31, 2022  
(expressed in US Dollars)

## Notes

Net assets at the beginning of the period		--
NET INVESTMENT LOSS		(781,927)
NET REALISED PROFIT FOR THE PERIOD		4,333
NET UNREALISED PROFIT FOR THE PERIOD		2,355,177
NET INCREASE IN NET ASSETS AS A RESULT OF OPERATIONS		1,577,583
Proceeds from subscriptions of units	13	350,740,920
Payments for repurchase of units	13	(5,319,950)
		345,420,970
NET ASSETS AT THE END OF THE PERIOD		346,998,553

The accompanying notes form an integral part of these financial statements.

## Nomura Fund Select - Blackstone Real Estate Income Trust Fund

## Statement of Changes in Units Outstanding

for the period ended December 31, 2022

(Unaudited)

Number of units outstanding at the beginning of the period	--
Number of units issued	34,777,000
Number of units repurchased	(523,000)
Number of units outstanding at the end of the period	34,254,000

## Statistical Information

as at December 31, 2022

(Unaudited)

(expressed in US Dollars)

2022

Net Assets at the end of the period	346,998,553
Net Asset Value per unit at the end of the period	10.13

## Nomura Fund Select - Blackstone Real Estate Income Trust Fund

## Notes to the Financial Statements as at December 31, 2022

## Note 1 - Organisation

Master Trust

Nomura Fund Select (the “Master Trust”) was established by a Master Trust Deed dated June 8, 2012 entered into by Master Trust Company (the “Trustee”) and Global Funds Trust Company (the “Management Company”). The Master Trust is a unit trust governed under the Trusts Law (Revised) of the Cayman Islands.

The Master Trust is regulated as a mutual fund under the Mutual Funds Act (Revised) of the Cayman Islands and registered with the Cayman Islands Monetary Authority (CIMA) which entails the filing of the Offering Circular and audited accounts annually with CIMA.

The Trustee is incorporated in the Cayman Islands and is a wholly-owned subsidiary of the Management Company.

The Management Company is a trust company duly incorporated, validly existing and licensed to undertake trust business pursuant to the provisions of the Banks and Trust Companies Act (Revised) of the Cayman Islands.

Series Trust

Nomura Fund Select - Blackstone Real Estate Income Trust Fund (the “Series Trust”) was established by a Supplemental Trust Deed dated February 9, 2022 made by the Trustee and the Management Company.

The Series Trust may be terminated in accordance with the circumstances set forth in the Master Trust Deed. The Series Trust may also terminate either:

(i) on March 31, 2027 or such later date, or dates, as the Management Company, after consultation with the Investment Adviser, may from time to time determine prior to such date;

(ii) at the discretion of the Management Company, after consultation with the Investment Adviser, in the event that the Net Asset Value falls below USD 50,000,000 at any time following the third anniversary of the Initial Closing (March 31, 2022); or

(iii) on such date as the Management Company, after consultation with the Investment Adviser, may determine, following termination of the Blackstone Real Estate Income Trust Inc. (the “Underlying Fund”).

The investment objective of the Series Trust is to seek to obtain stable income and capital return. The Series Trust will seek to gain exposure to commercial real estate mainly located in the United States and, to a lesser extent, real estate debt through investing substantially all of its assets in Class I ordinary shares (the “Underlying Fund Shares”) issued by the Underlying Fund, a Maryland corporation that operates as a real estate investment trust (“REIT”).

## Nomura Fund Select - Blackstone Real Estate Income Trust Fund

## Notes to the Financial Statements as at December 31, 2022 (continued)

## Note 1 - Organisation (continued)

Series Trust (continued)

The Series Trust will not invest in other listed or unlisted REITs or other assets other than the Cash Float and Short Term Investments.

The first financial period is from the date the Series Trust commenced its operations on March 31, 2022 (the "Closing date") to December 31, 2022

## Note 2 - Significant Accounting Policies

The financial statements have been prepared in accordance with generally accepted accounting principles in Luxembourg applicable to investment funds and include the following significant accounting policies:

## INVESTMENTS IN SECURITIES

(a) securities listed on a stock exchange or traded on any other regulated market are valued at the last available price (traded or evaluated) on such exchange or market. If a security is listed or traded on several stock exchanges or markets, the last available closing price on the stock exchange or any other regulated market which constitutes the main market for such securities, or most representative value is used;

(b) securities not listed on any stock exchange or traded on any regulated market, or securities for which the price determined under (a) above is not representative of their fair value, are valued at their last available market price; if there is no such market price, or if such market price is not representative of the securities' fair market value, they are valued prudently and in good faith on the basis of their reasonably foreseeable sale prices;

(c) investments may be priced on the basis of quotations from an internationally recognised pricing service;

(d) securities or other assets for which market quotations are not readily available are valued at their fair value as determined in good faith in accordance with procedures adopted by the Administrator, with advice from the Management Company, the Investment Adviser;

(e) shares or units in other investment vehicles or funds are valued at their last available net asset value per share or unit calculated by the administrator of these investment vehicles or funds determined in good faith and reasonable in the opinion of the Trustee;

(f) cash and other liquid assets are valued at their face value with interest accrued.

## Nomura Fund Select - Blackstone Real Estate Income Trust Fund

## Notes to the Financial Statements as at December 31, 2022 (continued)

## Note 2 - Significant Accounting Policies (continued)

## INVESTMENT TRANSACTIONS AND INVESTMENT INCOME

Investment transactions are accounted for on the trade date. Interest income is recognised on an accrual basis. Dividends are recorded on the ex-dividend date. Realised gains or losses on security transactions are determined on the basis of the average cost of securities sold.

## CONVERSION OF FOREIGN CURRENCIES

The Series Trust maintains its accounting records in US Dollars ( "USD" ) and its financial statements are expressed in this currency. Assets and liabilities expressed in currencies other than USD are translated into USD at applicable exchange rates at the period-end. Income and expenses in currencies other than USD are translated into USD at appropriate exchange rates ruling at the date of transaction.

Investment transactions in currencies other than USD are translated into USD at the exchange rate applicable at the transaction date.

The Series Trust does not isolate the portion of the results of operations resulting from changes in foreign exchange rates on investments from the fluctuations arising from changes in market prices of securities held. Such fluctuations are included with the net realised and unrealised gain or loss from investments.

Currency rate as at December 31, 2022:

1 USD = 0.93699 EUR

## FORMATION EXPENSES

Expenses relating to the offering of Units and the Series Trust's initial organisational expenses will be paid for out of the assets of the Series Trust and these expenses will be amortised over a period not exceeding three years from March 31, 2022.

## Note 3 - Trustee fees

The Trustee received an initial set-up fee of EUR 5,000 out of the assets of the Series Trust.

The Trustee is paid out of the assets of the Series Trust, a fee of an amount equal to 0.01% per annum of the Net Asset Value, calculated as at each Valuation Day in each calendar quarter and payable in USD quarterly in arrears.

The initial fee for the period from (and including) the Initial Closing to June 30, 2022 was paid to the Trustee on a prorated daily basis based on the Net Asset Value on each Valuation Day during such period. The fee payable for each quarter will be paid within sixty (60) Business Days from the last Business Day in that quarter.

All proper out-of-pocket expenses and disbursements incurred for the account of the Series Trust will also be reimbursed to the Trustee out of the assets of the Series Trust.

## Nomura Fund Select - Blackstone Real Estate Income Trust Fund

## Notes to the Financial Statements as at December 31, 2022 (continued)

## Note 4 - Management Company fees

The Management Company received an initial set-up fee of EUR 5,000 out of the assets of the Series Trust.

The Management Company is paid out of the assets of the Series Trust, a fee of an amount equal to 0.01% per annum of the Net Asset Value, calculated as at each Valuation Day in each calendar quarter and payable in USD quarterly in arrears.

The initial fee for the period from (and including) the Initial Closing to June 30, 2022 was paid to the Management Company on a prorated daily basis based on the Net Asset Value on each Valuation Day during such period. The fee payable for each quarter will be paid within sixty (60) Business Days from the last Business Day in that quarter.

All proper out-of-pocket expenses and disbursements incurred for the account of the Series Trust will also be reimbursed to the Management Company out of the assets of the Series Trust.

## Note 5 - Investment Adviser fees

The Investment Adviser is paid out of the assets of the Series Trust, a fee of an amount equal to 0.50% per annum of the Net Asset Value, calculated as at each Valuation Day in each calendar quarter and payable in USD quarterly in arrears.

The initial fee for the period from (and including) the Initial Closing to June 30, 2022 was paid to the Investment Adviser on a prorated daily basis based on the Net Asset Value on each Valuation Day during such period. The fee payable for each quarter will be paid within sixty (60) Business Days from the last Business Day in that quarter.

All proper out-of-pocket expenses and disbursements incurred for the account of the Series Trust will also be reimbursed to the Investment Adviser out of the assets of the Series Trust.

## Note 6 - Custodian fees

For its services, the Custodian is entitled to be paid out of the assets of the Series Trust a fee of an amount equal to 0.03% per annum of the Net Asset Value, calculated as at each Valuation Day in each calendar quarter and payable in USD quarterly in arrears.

The initial fee for the period from (and including) the Initial Closing to June 30, 2022 was paid to the Custodian on a prorated daily basis based on the Net Asset Value on each Valuation Day during such period. A fee payable for each quarter will be paid within sixty (60) Business Days from the last Business Day in that quarter.

All proper out-of-pocket expenses and disbursements reasonably incurred for the account of the Series Trust will also be reimbursed to the Custodian out of the assets of the Series Trust.

The Custodian shall also be reimbursed out of the assets of the Series Trust for all ancillary fees for all ancillary services that may be performed by the Custodian for the account of the Series Trust in such amount as may be agreed between the Trustee and the Custodian from time to time.

## Nomura Fund Select - Blackstone Real Estate Income Trust Fund

## Notes to the Financial Statements as at December 31, 2022 (continued)

## Note 7 - Administrative Services fees

For its services, the Administrator is entitled to be paid out of the assets of the Series Trust a fee of an amount equal to 0.10% per annum of the Net Asset Value, calculated as at each Valuation Day in each calendar quarter and payable in USD quarterly in arrears.

The initial fee for the period from (and including) the Initial Closing to June 30, 2022 was paid to the Administrator on a prorated daily basis based on the Net Asset Value on each Valuation Day during such period. The fee payable for each quarter will be paid within sixty (60) Business Days from the last Business Day in that quarter.

All proper out-of-pocket expenses and disbursements reasonably incurred on behalf of the Series Trust will also be reimbursed to the Administrator out of the assets of the Series Trust.

For the performance of certain specific administrative tasks, such as the issuance of an audit confirmation letter, the preparation of semi-annual financial statements or the use of accounting principles other than Luxembourg Generally Accepted Accounting Principles, the Administrator shall also be entitled to receive out of the assets of the Series Trust remuneration for such services in such amount as may be agreed between the Administrator and the Trustee.

## Note 8 - Distributor Fee

For its services, the Distributor is entitled to be paid out of the assets of the Series Trust a fee of an amount equal to 0.24% per annum of the Net Asset Value attributable to the Units sold by the Distributor, calculated on each Valuation Day in each quarter and payable in USD quarterly in arrears.

The initial fee for the period from (and including) the Initial Closing to June 30, 2022 was paid to the Distributor on a prorated daily basis based on the Net Asset Value on each Valuation Day during such period. The fee payable for each quarter will be paid within sixty (60) Business Days from the last Business Day in that quarter.

## Note 9 - Agent Company Fee

For its services, the Agent Company is entitled to be paid out of the assets of the Series Trust a fee of an amount equal to 0.06% per annum of the Net Asset Value, calculated on each Valuation Day in each quarter and payable in USD quarterly in arrears.

The initial fee for the period from (and including) the Initial Closing to June 30, 2022 was paid to the Agent Company on a prorated daily basis based on the Net Asset Value on each Valuation Day during such period. The fee payable for each quarter will be paid within sixty (60) Business Days from the last Business Day in that quarter.

## Nomura Fund Select - Blackstone Real Estate Income Trust Fund

## Notes to the Financial Statements as at December 31, 2022 (continued)

## Note 10 - Accrued expenses

	USD
Investment Adviser fees	420,451
Agent Company fees and Distributor fees	252,001
Administrative Services fees	84,021
Custodian fees	25,229
Trustee fees and Management Company fees	16,805
Overseas registration fees	26,737
Out-of-pocket expenses	7,743
Professional fees	20,636
Formation expenses	13,479
Other taxes	124,635
	<hr/>
Accrued expenses	991,737
	<hr/> <hr/>

## Note 11 - Distributions

In principle, the Management Company, after consultation with the Trustee and the Investment Adviser, may declare annual distributions to Unitholders as of January 9 of each year, commencing on January 9, 2023, provided that if 9 January in any given year is not a Business Day annual distributions may be declared on the preceding Business Day.

For the period ended December 31, 2022, the Series Trust did not distribute any dividend to Unitholders.

## Note 12 - Taxation

Under the current laws of the Cayman Islands, there are no income, estate, transfer, sales or other taxes payable by the Series Trust or withholding taxes applicable to the payment by the Series Trust to the Unitholders or to the payment of net asset value upon repurchase of Units.

The Series Trust may be subject to foreign withholding tax on certain interest, dividends and capital gains.

## Note 13 - Terms of subscriptions and repurchases

Units are available for subscription by Eligible Investors. Units may be issued and repurchased in whole numbers of Units.

## Nomura Fund Select - Blackstone Real Estate Income Trust Fund

## Notes to the Financial Statements as at December 31, 2022 (continued)

## Note 13 - Terms of subscriptions and repurchases (continued)

Purchase of Units

Units are offered on a continuous basis to Eligible Investors on each Dealing Day (as defined below). The issue price of each Unit will be the Net Asset Value per Unit on the Valuation Day falling on the relevant Dealing Day for which the application for the purchase of Units is received, provided it is received prior to the Dealing Deadline (as defined below). The minimum investment amount per investor is 5,000 Units and thereafter in integral multiples of 1,000 Units, or such other number of Units as the Management Company, after consultation with the Investment Adviser, may determine, provided that Units will only be issued in whole numbers. Applications must be made by reference to a number of Units.

“Dealing Day” means the last calendar day of each calendar month and/or such other day or days as the Management Company, after consultation with the Investment Adviser, may determine from time to time.

Applicants are required to pay a sales charge (exclusive of consumption or other taxes, if any) in the amount set out in the table below:

Number of Units	Sales Charge
Less than 100,000 Units	3%
100,000 Units or more, but less than 500,000 Units	1.5%
500,000 Units or more	0.5%

Applications for the purchase of Units must be received by the Administrator no later than 12:00 p.m. (Luxembourg time) on the relevant Dealing Day, provided that if such Dealing Day is not a Business Day, applications for the purchase of Units must be received no later than 12:00 p.m. (Luxembourg time) on the Business Day preceding the relevant Dealing Day, or such other day and/or time as the Management Company may, in its sole discretion, determine from time to time (the “Dealing Deadline”).

Payment in USD must be received by the Business Day which falls five (5) Business Days after the tenth (10th) New York Stock Exchange Business Day before (and excluding) the last New York Stock Exchange Business Day of the month following the relevant Dealing Day, or such other period as the Management Company may, in its sole discretion, determine from time to time.

The Management Company reserves the right to decline any order to purchase Units in whole or in part and may cancel any order for which a properly completed application and payment, as described above, is not timely received.

## Nomura Fund Select - Blackstone Real Estate Income Trust Fund

## Notes to the Financial Statements as at December 31, 2022 (continued)

## Note 13 - Terms of subscriptions and repurchases (continued)

Repurchase of Units

Units are repurchaseable at the option of Unitholders on each Dealing Day, commencing from April 1, 2022. The minimum repurchase amount per Unitholder that may be submitted for repurchase on any Dealing Day is 1,000 Units and thereafter in integral multiples of 1,000 Units, or such other amount as the Management Company, after consultation with the Investment Adviser, may determine. The Repurchase Notice should be received by the Administrator by no later than 12:00 p.m. (Luxembourg time) on the relevant Dealing Day, provided that if such Dealing Day is not a Business Day, applications for the repurchase of Units must be received no later than 12:00 p.m. (Luxembourg time) on the Business Day preceding the relevant Dealing Day, or such other day and/or time as the Management Company may determine from time to time. Repurchase Notices received after such time will be held over to the next following Dealing Day.

The repurchase price per Unit shall be equal to the Net Asset Value per Unit on the Valuation Day falling on the relevant Dealing Day. A repurchase fee of 0.3% of the repurchase price will be payable for such repurchases submitted by the Unitholders. Details of the repurchase price applicable to any Units may be obtained by the relevant repurchasing Unitholder from the Administrator.

Each repurchase order will be processed on the fourth (4th) Business Day of the second (2nd) month following the relevant Dealing Day or such other day as the Management Company, in consultation with the Investment Adviser, may determine.

Remittances in respect of repurchases of Units are expected to be made by wire transfer in USD on the eighth (8th) Business Day in the second month that follows the month in which the relevant Dealing Day fell, or such other period as the Management Company, after consultation with the Investment Adviser, may determine from time to time.

## Nomura Fund Select - Blackstone Real Estate Income Trust Fund

## Statement of Investments

as at December 31, 2022

(expressed in US Dollars)

Quantity <sup>(1)</sup>	Description	Cost	Net Asset Value	In % of Net Assets
UNITED STATES OF AMERICA				
INVESTMENT FUND				
22,093,161	BLACKSTONE REIT CLASS I	325,240,000	327,595,177	94.41
		325,240,000	327,595,177	94.41
	Total UNITED STATES OF AMERICA	325,240,000	327,595,177	94.41
Total Investments		325,240,000	327,595,177	94.41

(1) Quantity represents a number of units/shares.

The accompanying notes form an integral part of these financial statements.

## 2【ファンドの現況】

## 【純資産額計算書】

(2023年4月末日現在)

資産総額	346,283,323米ドル	46,446,982千円
負債総額	3,475,963米ドル	466,231千円
純資産総額（ - ）	342,807,360米ドル	45,980,751千円
発行済口数	34,036,000口	
1口当たり純資産価格（ / ）	10.07米ドル（1,351円）	

## 第4【外国投資信託受益証券事務の概要】

### （イ）ファンド証券の名義書換

ファンドの記名式証券の名義書換機関は次のとおりです。

名 称 ノムラ・バンク・ルクセンブルク S.A.

取扱場所 ルクセンブルグ大公国 エスペランジュ ガスペリッシュ通り 33番A棟

日本の受益者については、ファンド証券の保管を販売会社に委託している場合、販売会社の責任で必要な名義書換手続がとられ、それ以外のものについては本人の責任で行います。

名義書換の費用は受益者から徴収されません。

### （ロ）受益者集会

受託会社または管理会社は、

（a）信託証券の規定に基づき要求された場合、

（b）（受益者総会の場合）トラストの受益証券の10分の1以上を保有する受益者が書面により要求した場合、

（c）（シリーズ・トラストの受益者総会の場合）当該シリーズ・トラストの受益証券の10分の1以上を保有する受益者として登録されている受益者が書面により要求した場合、

（d）（受益証券のクラスまたはシリーズの総会の場合）当該クラスまたはシリーズの受益証券の10分の1以上を保有する受益者として登録されている受益者が書面により要求した場合、

トラスト、該当するシリーズ・トラストまたはシリーズ・トラストの該当するクラスまたはシリーズの受益者総会を、当該通知に記載する日時および場所において招集するものとします。

### （ハ）受益者に対する特典

受益者に対する特典はありません。

### （二）受益証券の譲渡制限の内容

受益者は、ファンドに事前の書面通知を行わず、かつ、管理会社から事前の書面による同意を受領することなく、適格投資家に対して当該受益者の保有するファンド証券の全部または一部を譲渡または贈与その他により処分してはなりません。管理会社と協議の上、受託会社は、絶対的な裁量に基づいて、当該同意をしないことができます（なお、当該同意は、一般的に与えることは予定されておりません。）。

なお、別途、ファンド証券は、受託会社またはその代行会社が了承する書面証書を締結し交付することによってのみ譲渡することができます。ファンドのファンド証券の譲渡を希望する受益者は、まず管理事務代行会社に連絡すべきです。

なお、ここでいう「受益者」とは販売会社を指します。

### （ホ）その他外国投資信託受益証券事務に関し投資者に示すことが必要な事項

該当事項はありません。

## 第二部【特別情報】

### 第 1【管理会社の概況】

#### 1【管理会社の概況】

##### （ 1 ）資本金の額（2023年 4 月末日現在）

管理会社の資本金の額は50万ユーロ（約7,402万円）です。

最近 5 年間における資本金の額の増減はありません。

##### （ 2 ）管理会社の機構（2023年 4 月末日現在）

管理会社はケイマン諸島において設立され、現在存続している法人です。

管理会社は、通常決議により、いかなる者をも取締役役に任命することができ、また、同様の方法により取締役を解任し、同様の方法により代わりの取締役を任命することができます。

管理会社の業務は、取締役会により運営されるものとします（不在、病気その他の理由により取締役会議に出席できない見込みの取締役は、本人に代わる取締役代理を任命することができます。）。取締役会は、1 名以上10名以下の者（取締役代理を除きます。）で構成されるものとします。

取締役会は、取締役が適切と考える方法で、管理会社の業務運営を随時規定することができます。

取締役会は、随時、取締役会が適切と考える任期および報酬（給与もしくは手数料または利益配分によるかこれらの組み合わせによるかを問いません。）で、取締役全体（取締役代理を除きます。）の中から 1 名以上を代表取締役に任命することができます。

取締役会は、適切と考える場合にはいつでも管理会社の株主総会を招集することができ、かつ、招集請求書の提出日において管理会社の株主総会における議決権を有し、当該提出日時点の管理会社の払込済み資本の10分の 1 以上を保有する管理会社の株主による招集請求がなされた場合に、管理会社の株主総会を招集するものとします。

年次株主総会は、取締役会が指定する日時および場所において開催されるものとし、取締役会が日時および場所を定めない場合、毎年12月の第 2 水曜日の午前10時から登記上事務所において開催されるものとします。

投資運用の意思決定は、投資顧問会社である野村アセットマネジメント株式会社に委託されています。

#### 2【事業の内容及び営業の概況】

管理会社の事業目的は、ケイマン諸島の法律に抵触しない範囲においていかなる制約も受けません。

管理会社は、ファンドの資産の運用、管理およびファンド証券の発行・買戻し等の業務を行います。管理会社は、投資顧問会社である野村アセットマネジメント株式会社にファンドの投資運用業務を委託しています。

管理会社は、2023年 4 月末日現在、以下の投資信託の運用を行っており、その管理財産は約848億円です。

国別（設立国）	種類別	本数	純資産の合計（通貨別）
ケイマン諸島	契約型投資信託	13	570,419,457.31 米ドル
		2	1,521,667.46 ユーロ
		6	90,848,174.02 豪ドル

### 3【管理会社の経理状況】

- a．管理会社の直近2事業年度の日本文の財務書類は、ルクセンブルグにおける法令に準拠して作成された原文の財務書類を翻訳したものです。これは「特定有価証券の内容等の開示に関する内閣府令」に基づき、「財務諸表等の用語、様式及び作成方法に関する規則」第131条第5項ただし書の規定の適用によるものです。
- b．管理会社の原文の財務書類は、外国監査法人等（公認会計士法（昭和23年法律第103号）第1条の3第7項に規定する外国監査法人等をいう。）であるアーンスト・アンド・ヤング・リミテッドから監査証明に相当すると認められる証明を受けており、当該監査証明に相当すると認められる証明に係る監査報告書に相当するもの（訳文を含む。）が当該財務書類に添付されています。
- c．管理会社の原文の財務書類は、ユーロで表示されています。日本文の財務書類には、主要な金額について円貨換算が併記されています。日本円による金額は、2023年4月28日現在における株式会社三菱UFJ銀行の対顧客電信売買相場の仲値（1ユーロ＝148.04円）で換算されています。なお、千円未満の金額は四捨五入されています。

## （１）【貸借対照表】

## グローバル・ファンズ・トラスト・カンパニー

## 貸借対照表

2022年３月31日現在

（単位：ユーロ）

		2022年 3 月31日		2021年 3 月31日	
	注記	ユーロ	千円	ユーロ	千円
資産					
固定資産					
金融資産					
関連会社株式	5	600,000	88,824	600,000	88,824
長期保有目的投資有価証券	5	15,402	2,280	14,855	2,199
		615,402	91,104	614,855	91,023
流動資産					
債権					
売掛金					
a ) 1 年以内に期限到来		1,940,393	287,256	1,776,116	262,936
銀行預金および手許現金	9	3,267,238	483,682	2,993,515	443,160
		5,207,631	770,938	4,769,631	706,096
資産合計		5,823,033	862,042	5,384,486	797,119
資本、準備金および負債					
資本および準備金					
払込済資本	3	500,000	74,020	500,000	74,020
繰越損益	4	3,187,125	471,822	2,846,310	421,368
当期損益		342,878	50,760	340,815	50,454
		4,030,003	596,602	3,687,125	545,842
債務					
買掛金					
a ) 1 年以内に期限到来	7	121,030	17,917	271,737	40,228
関連会社に対する債務					
a ) 1 年以内に期限到来	7 , 9	1,672,000	247,523	1,425,624	211,049
		1,793,030	265,440	1,697,361	251,277
資本、準備金および負債合計		5,823,033	862,042	5,384,486	797,119

添付の注記は当該財務諸表の重要な部分である。

## ( 2 ) 【損益計算書】

## グローバル・ファンズ・トラスト・カンパニー

## 損益計算書

2022年3月31日に終了した年度

( 単位：ユーロ )

	注記	2022年3月31日終了年度		2021年3月31日終了年度	
		ユーロ	千円	ユーロ	千円
1 から 5 . 総損益	10	384,283	56,889	(訳注) 394,586	58,415
10 . 固定資産の一部を構成する その他の投資および貸付からの収益					
b ) a ) に含まれないその他の収益		70	10	81	12
11 . その他の未収利息および類似の収益					
b ) その他の利息および類似の収益		-	-	-	-
13 . 金融資産および流動資産として保有 される投資有価証券に係る評価額調整	5	(375)	(56)	1,224	181
14 . 未払利息および類似の費用					
a ) 関連会社に関連するもの	9	(33,810)	(5,005)	(28,965)	(4,288)
b ) その他の利息および類似の費用	11	(7,290)	(1,079)	(26,111)	(3,865)
16 . 税引後損益		342,878	50,760	340,815	50,454
18 . 当期損益		342,878	50,760	340,815	50,454

添付の注記は当該財務諸表の重要な部分である。

( 訳注 ) 原文では「394,186」と記載されているが、正しくは「394,586」である旨の確認が取れている。

[次へ](#)

## グローバル・ファンズ・トラスト・カンパニー

## 財務諸表注記

2022年3月31日現在

（単位：ユーロ）

## 1. 概況

グローバル・ファンズ・トラスト・カンパニー（以下、「当社」という。）は、1998年2月27日にケイマン諸島の会社法に基づいて免税会社として設立された。当社は、当初「グローバル・ファンズ・カンパニー」という名称で登録されていたが、1998年3月13日付けの特別決議により名称を変更した。当社は、銀行および信託会社法に基づき、1998年3月13日に信託免許を取得した。また同日に、当社はケイマン諸島のミューチュアル・ファンド法に基づき発行されたミューチュアル・ファンド管理業者免許も取得した。当社はノムラ・バンク・ルクセンブルクS.A.の完全子会社である。

ノムラ・バンク・ルクセンブルクS.A.は、英国の法律のもとで設立され、ロンドンに登録上の事務所を有する持株会社であるノムラ・ヨーロッパ・ホールディング・ピーエルシー（以下、「親会社」という。）の子会社である。ノムラ・ヨーロッパ・ホールディング・ピーエルシーの連結財務諸表は、英国、EC4R 3ABロンドン、エンジェル・レーン1にて入手可能である。

ノムラ・バンク・ルクセンブルクS.A.の最終的な親会社は、日本の法律のもとで設立され、東京に登録上の事務所を有する持株会社である野村ホールディングス株式会社である。野村ホールディングス株式会社の連結財務諸表は、〒103-8645 東京都中央区日本橋1-13-1で入手可能である。

当社の主な事業活動は、投資ファンドに対して受託および管理サービスを提供し、それによって受託および管理報酬を得ることである。

## 2. 重要な会計方針

作成の基礎

当社の財務諸表は、ルクセンブルグの法律および規制要件、ならびにルクセンブルグで一般に公正妥当と認められる会計原則に従い作成されている。

重要な会計方針の概要は以下の通りである。

外貨換算

当社は会計帳簿をユーロ建てで記帳しており、当該財務諸表はユーロ建てで表示されている。

ユーロ以外の通貨建ての資産および負債は、貸借対照表日現在の為替レートでユーロに換算される。ユーロ以外の通貨建ての収益および費用は、取引日現在の為替レートでユーロに換算される。外貨換算により生じる為替差損益は、当期の損益を決定する際に、損益計算書に計上される。

費用

費用は発生主義で計上される。

受取利息

受取利息は発生主義で計上される。

総損益

総損益には、その他外部費用を差し引いた、管理運用するファンドから受領する管理報酬が含まれている。売上高は、発生主義に基づいて計上される。

金融資産

金融資産は低価法で測定される。

## 3. 払込済資本

発行済みで全額払込済みの株主資本は、1株当たり額面10ユーロの記名株式50,000株で構成されている。当社は自己株式を取得していない。

## 4. 繰越損益

	(ユーロ)
2020年3月31日現在残高	2,466,963
前期利益	379,347
宣言された配当	-
2021年3月31日現在残高	2,846,310
2021年3月31日現在残高	2,846,310
前期利益	340,815
宣言された配当	-
2022年3月31日現在残高	3,187,125

## 5. 金融資産

金融固定資産の内訳は以下の通りである。

## 関連会社株式

当社は、2011年6月8日に設立されたケイマンに所在する法人であるマスター・トラスト・カンパニーの株式を100%所有している。

会社名	持分	取得原価（ユーロ）	2022年3月31日現在の監査済純資産（ユーロ）
マスター・トラスト・カンパニー	100%	600,000	2,958,298

## 長期保有目的投資有価証券

長期保有目的投資有価証券の内訳は、投資ファンドの受益証券・株式への投資である。

長期保有目的投資有価証券の増減は、以下のように要約される。

	2022年 (ユーロ)	2021年 (ユーロ)
取得原価：		
期首現在	15,126	14,455
期中の取得	1,127	709
期中の売却	(183)	(38)
期末現在	16,070	15,126
価格調整：		
期首現在	(50)	(1,148)
当期価格調整	(457)	1,098
期末現在	(507)	(50)
為替の影響		
期首現在	(221)	(347)
当期価格調整	60	126
期末現在	(161)	(221)
期末の正味価値	15,402	14,855
期末の市場価値	16,492	15,700

## 6. 租税

当社は、ケイマン諸島政府から、現地におけるすべての収益、利益およびキャピタル・ゲインに係る税金を2034年1月6日まで免除することを約束されている。現時点では、ケイマン諸島にはそのような税金は存在しない。

当社は、特定の利息、配当およびキャピタル・ゲインの総額に対して課税される外国源泉徴収税の対象となる可能性がある。

## 7. 債務

2022年3月31日現在、債務は、監査費用およびその他の保証業務費用121,030ユーロ（2021年3月31日：111,800ユーロ）、2015年1月12日付および2016年9月28日付けで当社とグローバル・ファンズ・マネジメント・エス・エーの間で締結された2つの契約に基づくグローバル・ファンズ・マネジメント・エス・エーに対する未払報酬222,000ユーロ（2021年3月31日：88,624ユーロ）ならびに2014年3月31日付けで当社とノムラ・バンク・ルクセンブルクS.A.の間で締結された枠組契約に基づくノムラ・バンク・ルクセンブルクS.A.に対する未払報酬1,450,000ユーロ（2021年3月31日：1,337,000ユーロ）で構成される。ノムラ・バンク・ルクセンブルクS.A.により提供される業務には、資産管理サポート、法律業務、コンプライアンス、内部監査、ITならびに管理事務代行業務およびインフラ業務等が含まれるが、これらに限定されない。

## 8. 従業員

当社は、2022年3月31日および2021年3月31日に終了した年度において、従業員はいなかった。

## 9. 関連会社間取引

当社は、ノムラ・バンク・ルクセンブルクS.A.（ルクセンブルグにおいて設立）の完全子会社である。当社の最終的な親会社は、東京に所在する野村ホールディングス株式会社である。

通常の事業活動において、多数の銀行取引がノムラ・バンク・ルクセンブルクS.A.との間で行われている。これらは、当座勘定および外国為替取引が含まれる。

2022年3月31日に終了した年度において、当社はノムラ・バンク・ルクセンブルクS.A.に開設した当座勘定に係る借入利息33,810ユーロ（2021年3月31日に終了した年度：28,965ユーロ）を支払った。適用される利率は、非関連会社の顧客に適用されるものと同じ利率である。

さらに当社は、ノムラ・バンク・ルクセンブルクS.A.およびグローバル・ファンズ・マネジメント・エス・エーより報酬を請求される（上述の注記7を参照のこと。）。

## 10. 総損益

2022年3月31日および2021年3月31日に終了した年度において、以下のとおり分析される。

	2022年3月31日 (ユーロ)	2021年3月31日 (ユーロ)
管理報酬	7,933,800	7,322,957
その他の外部費用	(7,549,517)	(6,928,371)
	<u>384,283</u>	<u>394,586</u>

2022年3月31日に終了した年度において、その他の外部費用は、主に、当社とノムラ・バンク・ルクセンブルクS.A.の間で締結された枠組契約に基づくノムラ・バンク・ルクセンブルクS.A.に対する未払年間報酬6,580,000ユーロ（2021年3月31日に終了した年度：6,062,000ユーロ）およびその他の報酬の総額969,517ユーロ（2021年3月31日に終了した年度：866,371ユーロ）で構成されている。

## 11. その他の利息および類似費用

2022年3月31日に終了した年度において、当社はスポットの為替取引に係る純損失7,291ユーロ（2021年3月31日に終了した年度：純損失26,111ユーロ）を計上した。

## 12．運用資産

当社が受益者として保有するものではないが、投資運用責任を有する資産については、貸借対照表には含まれていない。  
2022年3月31日現在における当該資産残高は約40,335百万ユーロ（2021年3月31日：32,874百万ユーロ）である。

## 13．新型コロナウイルス感染症（COVID-19）の影響

パンデミックは、2022年3月31日終了年度中の当社の活動に重大な影響を及ぼさなかった。当社は、正常な機能を確保するために適切な衛生対策を講じている。

## 14．後発事象

2022年3月31日より後に、2022年3月31日現在の年次財務書類に調整または追加の開示を必要とする事象は発生していない。

[次へ](#)

## GLOBAL FUNDS TRUST COMPANY

**Balance sheet as at March 31, 2022**  
(expressed in Euro)

	Note(s)	March 31, 2022	March 31, 2021
<b>ASSETS</b>			
<b>FIXED ASSETS</b>			
Financial assets			
Shares in affiliated undertakings	5	600,000	600,000
Investments held as fixed assets	5	<u>15,402</u>	<u>14,855</u>
		615,402	614,855
<b>CURRENT ASSETS</b>			
Debtors			
Trade debtors			
a) becoming due and payable within one year		1,940,393	1,776,116
Cash at bank and in hand	9	<u>3,267,238</u>	<u>2,993,515</u>
		5,207,631	4,769,631
<b>TOTAL (ASSETS)</b>		<u><b>5,823,033</b></u>	<u><b>5,384,486</b></u>
<b>CAPITAL, RESERVES AND LIABILITIES</b>			
<b>CAPITAL AND RESERVES</b>			
Subscribed capital	3	500,000	500,000
Profit or loss brought forward	4	3,187,125	2,846,310
Profit or loss for the financial year		<u>342,878</u>	<u>340,815</u>
		4,030,003	3,687,125
<b>CREDITORS</b>			
Trade creditors			
a) becoming due and payable within one year	7	121,030	271,737
Amounts owed to affiliated undertakings			
a) becoming due and payable within one year	7, 9	<u>1,672,000</u>	<u>1,425,624</u>
		1,793,030	1,697,361
<b>TOTAL (CAPITAL, RESERVES AND LIABILITIES)</b>		<u><b>5,823,033</b></u>	<u><b>5,384,486</b></u>

The accompanying notes form an integral part of these financial statements.

## GLOBAL FUNDS TRUST COMPANY

**Profit and loss account**  
**for the year ended March 31, 2022**  
(expressed in Euro)

	Note(s)	March 31, 2022	March 31, 2021
1. to 5. Gross profit or loss	10	384,283	394,186
10. Income from other investments and loans forming part of the fixed assets			
b) other income not included under a)		70	81
11. Other interest receivable and similar income			
b) other interest and similar income		---	---
13. Value adjustments in respect of financial assets and of investments held as current assets	5	(375)	1,224
14. Interest payable and similar expenses			
a) concerning affiliated undertakings	9	(33,810)	(28,965)
b) other interest and similar expenses	11	(7,290)	(26,111)
16. Profit or loss after taxation		342,878	340,815
18. Profit or loss for the financial year		<u>342,878</u>	<u>340,815</u>

*The accompanying notes form an integral part of these financial statements.*

## GLOBAL FUNDS TRUST COMPANY

**Notes to the financial statements****As at March 31, 2022**

(expressed in Euro)

**Note 1 – General**

Global Funds Trust Company (the "Company") was incorporated as an exempted company on February 27, 1998 under the Companies Law of the Cayman Islands. The Company was originally registered under the name 'Global Funds Company' and changed its name by special resolution on March 13, 1998. The Company obtained a trust license effective March 13, 1998 under the Banks and Trust Company Law. Effective that same date, the Company also obtained a Mutual Fund Administrators License issued under the Mutual Funds Law of the Cayman Islands. The Company is a wholly owned subsidiary of Nomura Bank (Luxembourg) S.A.

Nomura Bank (Luxembourg) S.A. is a subsidiary of Nomura Europe Holding Plc (the "Parent company"), a holding company incorporated under the laws of United Kingdom and whose registered office is in London. The consolidated accounts of Nomura Europe Holding Plc may be obtained at 1 Angel Lane, London, EC4R 3AB, UK.

Nomura Bank (Luxembourg) S.A.'s ultimate parent is Nomura Holdings, Inc., a holding company incorporated under the laws of Japan whose registered office is in Tokyo. The consolidated accounts of Nomura Holdings, Inc. may be obtained at 1-13-1, Nihonbashi, Chuoku, Tokyo 103-8645, Japan.

The principal activity of the Company is to provide trust and management services to investment funds for which it receives trustee and management fees.

**Note 2 – Summary of significant accounting policies**Basis of preparation

The financial statements of the Company are prepared in accordance with Luxembourg laws and regulatory requirements and according to generally accepted accounting principles applicable in Luxembourg.

The significant accounting policies are summarised as follows:

Foreign currency translation

The Company maintains its accounting records in Euro (EUR) and its financial statements are expressed in this currency.

Assets and liabilities in currencies other than EUR are translated into EUR at exchange rates prevailing at the balance sheet date. Income and expenses in currencies other than EUR are translated into EUR at exchange rates prevailing at the transaction dates. The exchange gain or loss arising from the translation of foreign currencies is recognised in the profit and loss account in determining the profit or the loss for the year.

## GLOBAL FUNDS TRUST COMPANY

**Notes to the financial statements (continued)****As at March 31, 2022**

(expressed in Euro)

**Note 2 – Summary of significant accounting policies (continued)**Expenses

Expenses are recorded on an accruals basis.

Interest income

Interest income are recorded on an accruals basis.

Gross profit or loss

Gross profit or loss includes the management fees earned from funds under management less other external charges. The turnover is recorded on an accrual basis.

Financial assets

Financial assets are valued at the lower of cost or market value.

**Note 3 – Subscribed capital**

The share capital which is issued and fully paid represents 50,000 registered shares of a par value of EUR 10 each. The Company has not purchased its own shares.

**Note 4 – Profit or loss brought forward**

	<i>EUR</i>
Balance as at March 31, 2020	2,466,963
Previous year's profit	379,347
Dividends declared	---
	<hr/>
Balance as at March 31, 2021	<u>2,846,310</u>
Balance as at March 31, 2021	2,846,310
Previous year's profit	340,815
Dividends declared	---
	<hr/>
Balance as at March 31, 2022	<u>3,187,125</u>

## GLOBAL FUNDS TRUST COMPANY

## Notes to the financial statements (continued)

As at March 31, 2022

(expressed in Euro)

## Note 5 – Financial assets

Financial fixed assets consist of:

Shares in affiliated undertakings

The Company owns 100% of the shares issued by Master Trust Company, a Cayman domiciled company incorporated on June 8, 2011.

Company name	Interest	Acquisition Cost (EUR)	Audited Net Equity March 31, 2022 (EUR)
Master Trust Company	100%	600,000	2,958,298

Investments held as fixed assets

Investments held as fixed assets consist of investments in units/shares of investment funds.

Movements in investments held as fixed assets are summarised as follows:

	2022 EUR	2021 EUR
Acquisition cost		
at the beginning of the year	15,126	14,455
acquisitions during the year	1,127	709
disposals during the year	(183)	(38)
at the end of the year	16,070	15,126
Value adjustments		
at the beginning of the year	(50)	(1,148)
value adjustments for the year	(457)	1,098
at the end of the year	(507)	(50)
Foreign exchange impact		
at the beginning of the year	(221)	(347)
value adjustments for the year	60	126
at the end of the year	(161)	(221)
Net value at the end of the year	15,402	14,855
Market value at the end of the year	16,492	15,700

## GLOBAL FUNDS TRUST COMPANY

**Notes to the financial statements (continued)****As at March 31, 2022**

(expressed in Euro)

**Note 6 – Taxation**

The Company has received an undertaking from the Cayman Islands Government exempting it from all local income, profits and capital gains tax until January 6, 2034. No such taxes exist in the Cayman Islands at the present time.

The Company may be subject to foreign withholding tax on certain interest, dividends and capital gains, imposed on a gross basis.

**Note 7 – Creditors**

As at March 31, 2022, they consist of audit fees and other assurance services fees for an amount of EUR 121,030 (March 31, 2021: EUR 111,800), fees payable to Global Funds Management S.A. for an amount of EUR 222,000 (March 31, 2021: EUR 88,624) following two agreements signed between the two entities on January 12, 2015 and September 28, 2016, and fees payable to Nomura Bank (Luxembourg) S.A. for an amount of EUR 1,450,000 (March 31, 2021: EUR 1,337,000) following a framework agreement signed between the two entities on March 31, 2014. The services provided by Nomura Bank (Luxembourg) S.A. include without limitation asset management support, legal affairs, compliance, internal audit, IT, administrative, infrastructure services, etc.

**Note 8 – Staff**

The Company did not have any employees during the years ended March 31, 2022 and March 31, 2021.

**Note 9 – Related party transactions**

The Company is fully owned by Nomura Bank (Luxembourg) S.A. (incorporated in Luxembourg). The ultimate parent of the Company is Nomura Holdings Inc. and is located in Tokyo.

A number of banking transactions are entered into with Nomura Bank (Luxembourg) S.A. in the normal course of business. These include current accounts and foreign exchange currency transactions.

For the year ended March 31, 2022, the Company paid debit interests on its current accounts opened at Nomura Bank (Luxembourg) S.A. for an amount of EUR 33,810 (March 31, 2021: EUR 28,965). The interest rates applied are derived from the short term deposit rates available on the market minus the same spread applicable to non-related party clients.

In addition, fees are invoiced to the Company by Nomura Bank (Luxembourg) S.A. and Global Funds Management S.A. (cf. Note 7 above).

## GLOBAL FUNDS TRUST COMPANY

**Notes to the financial statements (continued)****As at March 31, 2022**

(expressed in Euro)

**Note 10 – Gross profit or loss**

For the years ended March 31, 2022 and 2021, this caption can be analysed as follows:

	<i>March 31, 2022</i>	<i>March 31, 2021</i>
	<i>EUR</i>	<i>EUR</i>
Management fees	7,933,800	7,322,957
Other external charges	(7,549,517)	(6,928,371)
	<u>384,283</u>	<u>394,586</u>

For the year ended March 31, 2022, the Other external charges consist mainly of annual fees due to Nomura Bank (Luxembourg) S.A. for an amount of EUR 6,580,000 following a framework agreement signed between the two entities (March 31, 2021: EUR 6,062,000) and other fees for a total amount of EUR 969,517 (March 31, 2021: EUR 866,371).

**Note 11 – Other interest and similar expenses**

For the year ended March 31, 2022, the Company incurred a net loss on spot foreign exchange transactions for an amount of EUR 7,291 (March 31, 2021: net loss for EUR 26,111 ).

**Note 12 – Assets under management**

Assets under management which are not beneficially owned by the Company but for which the Company has investment management responsibility have been excluded from the balance sheet. Such assets amount to approximately EUR 40,335 million as at March 31, 2022 (March 31, 2021: EUR 32,874 million).

**Note 13 – Impact of COVID-19**

The pandemic had no significant impact on the Company's activities during the year ending March 31, 2022. The Company has taken the appropriate sanitary measures to ensure its proper functioning.

**Note 14 – Subsequent events**

No events have occurred subsequent to March 31, 2022 that would require adjustment to or additional disclosure in the annual accounts as of March 31, 2022.

#### 4【利害関係人との取引制限】

該当事項はありません。

#### 5【その他】

##### （１）定款の変更

管理会社の定款は、株主総会の特別決議に基づき変更されます。

##### （２）事業譲渡または事業譲受

該当事項はありません。

##### （３）出資の状況

該当ありません。

##### （４）訴訟事件その他の重要事項

有価証券報告書提出前１年以内において、訴訟事件その他管理会社に重要な影響を及ぼした事実、または及ぼすことが予想される事実は認知しておりません。

## 第2【その他の関係法人の概況】

### 1【名称、資本金の額及び事業の内容】

#### （1）マスター・トラスト・カンパニー（「受託会社」）

##### 資本金の額

2023年4月末日現在、32,000ユーロ（約474万円）です。

##### 事業の内容

受託会社は、適法に設立され、有効に存続し、ケイマン諸島の銀行および信託会社法（改正済）の規定に基づき事業を行う認可を得ています。

#### （2）ノムラ・バンク・ルクセンブルクS.A.（「管理事務代行会社」および「保管会社」）

##### 資本金の額

2023年4月末日現在、資本金の額は、2,800万ユーロ（約41億4,512万円）です。

##### 事業の内容

ノムラ・バンク・ルクセンブルクS.A.は、ルクセンブルグの法律に基づき1990年に有限会社として設立され、銀行業務に従事しています。

#### （3）野村アセットマネジメント株式会社（「投資顧問会社」）

##### 資本金の額

2023年4月1日現在、171億8,035万円です。

##### 事業の内容

「投資信託及び投資法人に関する法律」に定める投資信託委託会社である投資顧問会社は、証券投資信託の設定を行うとともに「金融商品取引法」に定める金融商品取引業者としてその運用（投資運用業）を行っています。また「金融商品取引法」に定める第二種金融商品取引業に係る業務の一部及び投資助言業務を行っています。

#### （4）野村證券株式会社（「代行協会員」および「販売会社」）

##### 資本金の額

2023年4月末日現在、100億円です。

##### 事業の内容

金融商品取引法に基づく第一種金融商品取引業者として、有価証券の売買、売買の媒介、引受、募集その他第一種金融商品取引業に関連する業務を行っています。同社は2023年4月17日現在、日本国内に112の本支店を有し、顧客に第一種金融商品取引業に関するサービスを提供しています。なお、様々な投資運用業者発行の投資信託について販売会社として、また、外国投資信託の販売会社および代行協会員としてそれぞれ証券の販売・買戻しの取扱いを行っています。

### 2【関係業務の概要】

#### （1）マスター・トラスト・カンパニー（「受託会社」）

ファンドに関する受託業務を行います。

#### （2）ノムラ・バンク・ルクセンブルクS.A.（「管理事務代行会社」および「保管会社」）

ファンド資産の保管業務および管理事務代行業務を行います。

#### （3）野村アセットマネジメント株式会社（「投資顧問会社」）

ファンドに関する投資顧問業務を行います。

#### （4）野村證券株式会社（「代行協会員」および「販売会社」）

日本におけるファンドの受益証券の販売業務・買戻しの取次業務および代行協会員業務を行います。

### 3【資本関係】

#### (1) マスター・トラスト・カンパニー（「受託会社」）

マスター・トラスト・カンパニーの最終的な親会社である野村ホールディングス株式会社は、野村證券株式会社および野村アセットマネジメント株式会社の親会社です。

#### (2) ノムラ・バンク・ルクセンブルク S.A.（「管理事務代行会社」および「保管会社」）

ノムラ・バンク・ルクセンブルク S.A. の最終的な親会社である野村ホールディングス株式会社は、野村證券株式会社および野村アセットマネジメント株式会社の親会社です。

#### (3) 野村アセットマネジメント株式会社（「投資顧問会社」）

野村アセットマネジメント株式会社の親会社である野村ホールディングス株式会社は、野村證券株式会社およびノムラ・バンク・ルクセンブルク S.A. の直接的または間接的な親会社です。

#### (4) 野村證券株式会社（「代行協会員」および「販売会社」）

野村證券株式会社の親会社である野村ホールディングス株式会社は、野村アセットマネジメント株式会社およびノムラ・バンク・ルクセンブルク S.A. の直接的または間接的な親会社です。

### 第3【投資信託制度の概要】

#### 1. ケイマン諸島における投資信託制度の概要

- 1.1 1993年までは、ケイマン諸島には投資信託を具体的に規制する法律は存在しなかったが、ケイマン諸島内においてまたはケイマン諸島から運営している投資信託の受託者は銀行および信託会社法（改正済）（以下「銀行および信託会社法」という。）の下で規制されており、ケイマン諸島内においてまたはケイマン諸島から運営している投資運用会社、投資顧問会社およびその他の業務提供者は、銀行および信託会社法、会社管理法（改正済）または地域会社（管理）法（改正済）の下で規制されていた。
- 1.2 ケイマン諸島は連合王国の海外領であり、当時は為替管理上は「ポンド圏」に属していたため、多くのユニット・トラストおよびオープン・エンド型の投資信託が1960年代の終わり頃に設立され、概して連合王国に籍を有する投資運用会社または投資顧問会社をスポンサー（以下「設立計画推進者」という。）として設立されていた。その後、米国、ヨーロッパ、極東およびラテンアメリカの投資顧問会社が設立計画推進者となって、かなりの数のユニット・トラスト、会社ファンド、およびリミテッド・パートナーシップを設定した。
- 1.3 現在、ケイマン諸島は、投資信託について以下の二つの別個の法体制を運用している。
- (a) 1993年7月に施行された、「ミューチュアル・ファンド」に分類されるオープン・エンド型の投資信託および投資信託管理者を規制するミューチュアル・ファンド法（改正済）（以下「ミューチュアル・ファンド法」という。）、ならびに2020年に施行された直近の改正ミューチュアル・ファンド法
- (b) 2020年2月に施行された、「プライベート・ファンド」に分類されるクローズド・エンド型ファンドを規制するプライベート・ファンド法（改正済）（以下「プライベート・ファンド法」といい、ミューチュアル・ファンド法と併せて「ファンド法」という。）
- 1.4 プライベート・ファンドについて明示的に別段の記載がなされる場合（または投資信託一般に対する言及により黙示的に記載される場合）を除き、本リーガルガイドの残りの記載は、ミューチュアル・ファンド法の下で規制されるオープン・エンド型のミューチュアル・ファンドの運用に関するものであり、「ミューチュアル・ファンド」の用語は、これに依拠して解釈されるものとする。
- 1.5 2022年12月現在、ミューチュアル・ファンド法に基づく規制を受けている、活動中のミューチュアル・ファンドの数は、12,995（3,224のマスター・ファンドを含む。）であった。またそれに加え、同日時点で、適用可能な免除規定に従った相当数の未登録投資信託（2020年2月よりプライベート・ファンド法の下で規制されるクローズド・エンド型ファンド、および2020年2月より一般的にミューチュアル・ファンド法の下で規制される限定投資家ファンド（以下に定義する。）の両方を含むが、これらに限られない。）が存在していた。
- 1.6 ケイマン諸島は、カリブ金融活動作業部会（マネー・ロンダリング）のメンバーである。

#### 2. 投資信託規制

- 2.1 銀行、信託会社、保険会社、投資運用会社、投資顧問会社および会社の管理者をも監督しており金融庁法（改正済）（以下「金融庁法」という。）により設置された法定政府機関であるケイマン諸島金融庁（以下「CIMA」という。）が、ファンド法のもとでのミューチュアル・ファンドおよびプライベート・ファンド規制の責任を課せられている。CIMAは、証券監督者国際機構およびオフショア・バンキング監督者グループのメンバーである。
- 2.2 ミューチュアル・ファンド法において、ミューチュアル・ファンドとは、ケイマン諸島において設立された会社、ユニット・トラストもしくはパートナーシップ、またはケイマン諸島外で設立されたものでケイマン諸島から運用が行われており、投資者の選択により買戻しができる受益権を発行し、投資者の資金をプールして投資リスクを分散し、かつ、投資を通じて投資者が収益もしくは売買益を享受できるようにする目的もしくは効果を有するものと定義されている。
- 2.3 プライベート・ファンド法において、プライベート・ファンドとは、投資者の選択による買戻しができない投資持分を募集もしくは発行する、または発行した会社、ユニット・トラストまたはパートナーシップであり、投資者の資金をプールして、以下の場合にかかる事業体の投資対象の取得、保有、管理または処分を通じて投資者が収益もしくは売買益を享受できるようにする目的もしくは効果を有するものと定義されている。
- (a) 投資持分の所有者が、投資対象の取得、保有、管理または処分について日常的支配権を有しない場合
- (b) 投資対象が、全体としてプライベート・ファンドの運営者またはその代理人によって直接的または間接的に管理される場合
- ただし、以下を除く。
- (a) 銀行および信託会社法または保険法（改正済）に基づく免許を受けた者
- (b) 住宅金融組合法（改正済）または共済会法（改正済）に基づき登録された者、または

(c) 非ファンド・アレンジメント(アレンジメントの一覧は、プライベート・ファンド法の別紙に定められる。)

- 2.4 ミューチュアル・ファンド法に基づき、CIMAは、フィーダー・ファンドであり、それ自体がCIMAの規制を受けるミューチュアル・ファンド(以下「規制フィーダー・ファンド」という。)のマスター・ファンドとして行為するケイマン諸島の事業体についても、規制上の責任を負う。概して、かかるマスター・ファンドが、規制フィーダー・ファンドの総合的な投資戦略を実施することを主な目的として、少なくとも1つの規制フィーダー・ファンドを含む、一または複数の投資者に対して(直接的または仲介会社を通じて間接的に)受益権を発行し、投資対象を保有し、取引活動を行う場合、かかるマスター・ファンドは、CIMAへの登録を要求される場合がある。
- 2.5 2020年2月7日、ミューチュアル・ファンド法を改正した(改正)ミューチュアル・ファンド法(改正済)(以下「改正法」という。)が施行された。改正法は、その受益権に関する投資者が15名以内であり、その過半数によってミューチュアル・ファンドの運営者を選任または解任することができるという条件で、従前登録を免除されていた一定のケイマン諸島のミューチュアル・ファンド(以下「限定投資家ファンド」という。)をCIMAに登録するよう定める。
- 2.6 ファンド法は、同法の規定に関する違反行為に対して厳しい刑事罰を課している。

### 3. 規制を受けるミューチュアル・ファンドの四つの型

ミューチュアル・ファンド法に基づくミューチュアル・ファンドの規制には、四つの類型がある。

#### 3.1 免許を付与されたミューチュアル・ファンド

第一の方法は、CIMAの裁量により発行されるミューチュアル・ファンドに係る免許をCIMAに申請することである。所定の様式でCIMAにオンライン申請を行い、CIMAに対して募集書類を提出し、該当する申請手数料を支払う必要がある。各設立計画推進者が健全な評判を有し、投資信託を管理するのに十分な専門性を有し、取締役(または、場合により、それぞれの地位における管理者または役員)に適切かつ適切である者がミューチュアル・ファンドを管理しており、かつ、ファンドの業務が適切な方法で行われると考えられるものとCIMAが判断した場合には、免許が与えられる。この投資信託は、著名な評判を有する機関が設立計画推進者であって、投資信託管理者としてケイマン諸島のミューチュアル・ファンドの管理者が選任されない投資信託に適している。

#### 3.2 管理されたミューチュアル・ファンド

第二の方法は、ミューチュアル・ファンドが、そのケイマン諸島における主たる事務所として免許投資信託管理者の事務所を指定する場合である。この場合、募集書類と所定の法定様式が、該当する申請手数料とともにCIMAに対してオンラインで提出されなければならない。また、管理者に関するオンライン申請も所定の様式で行われなければならない。ミューチュアル・ファンド自体については、免許を取得する必要はない。ただし、投資信託管理者は、各設立計画推進者が健全な評判の者であること、投資信託の管理が投資信託管理の十分な専門性を有する健全な評判の者により管理されること、投資信託業務および受益権を募る方法が適切に行われることを満たしていることが要求される。投資信託管理者は、主たる事務所を提供している投資信託がミューチュアル・ファンド法に違反しており、支払不能となっており、またはその他債権者もしくは投資者に対して害を与える方法で行動しているものと信じる理由があるときは、CIMAに対して報告しなければならない。

#### 3.3 登録投資信託(第4(3)条ミューチュアル・ファンド)

規制の第三の類型は、ミューチュアル・ファンド法第4(3)条に基づき登録され、以下のいずれかに該当するミューチュアル・ファンドに適用される。

- (a) 一投資者当たりの最低初期投資額が(CIMAが100,000米ドルと同等とみなす)80,000ケイマン諸島ドルであるもの
- (b) 受益権が公認の証券取引所に上場されているもの

登録投資信託については、ケイマン諸島のミューチュアル・ファンド管理者による免許の取得または主たる事務所の提供に関する要件はなく、登録投資信託は、単に一定の詳細内容を記載した募集書類をオンライン提出し、該当する申請手数料を支払うことによりCIMAに登録される。

#### 3.4 限定投資家ファンド

限定投資家ファンドは、2020年2月以前は登録を免除されていたが、現在はCIMAに登録しなければならない。限定投資家ファンドの義務は、ミューチュアル・ファンド法第4(3)条に基づき登録されるミューチュアル・ファンドの義務(CIMAへの登録時の当初手数料および年間手数料を含む。)に類似するが、両者には重要な相違点が複数存在する。ミューチュアル・ファンド法第4(3)条に基づき登録されるミューチュアル・ファンドとは異なり、限定投資家ファンドは、その投資者が15名以内でなければならない、当該投資者がその過半数によってミューチュアル・ファンドの運営者(運営者とは、取締役、ジェネラル・パートナー、受託会社または管理者を意味する。)を選任または解任することができなければならない。他の重要な相違点は、ミューチュアル・ファンド法第4(3)条に基づき登録されるミューチュアル・ファ

ンドの投資者が法定当初最低投資額（80,000ケイマン諸島ドル／100,000米ドルと同等の額）の規制に服する一方で、限定投資家ファンドの投資者には法定当初最低投資額が適用されない点である。

#### ４．投資信託の継続的要件

- 4.1 限定投資家ファンドの場合を除き、いずれの規制投資信託も、CIMAに免除されない限り、受益権についてすべての重要な事項を記述し、投資希望者が（投資するか否かの）判断を十分情報を得た上でなし得るようにするために必要なその他の情報を記載した募集書類を発行しなければならない。限定投資家ファンドは、募集書類、条件要項または販促資料を届け出ることを選択できる。マスター・ファンドに募集書類がない場合、当該マスター・ファンドに係る詳細内容は、通常、規制フィーダー・ファンドの募集書類（当該書類はCIMAに提出しなければならない。）に含まれる。さらに、偽りの記述に対する既存の法的義務およびすべての重要事項の適切な開示に関する一般的なコモン・ロー上の義務が適用される。募集が継続している場合で、重大な変更があった場合には、変更後の募集書類（限定投資家ファンドの場合は、条件要項もしくは販促資料（届出がされている場合））を、当該変更から21日以内にCIMAに提出する義務がある。CIMAは、募集書類の内容または様式を指図する特定の権限を有しないものの、折に触れて募集書類の内容について規則または方針を発表する。
- 4.2 すべての規制投資信託は、CIMAが承認した監査人を選任しなければならない、ミューチュアル・ファンドの決算終了から6か月以内にミューチュアル・ファンドの監査済み年間会計書類を提出しなければならない。監査人は、監査の過程で投資信託が以下のいずれかに該当するという情報を入手したときまたは該当すると疑う理由があるときはCIMAに対し書面で通知する法的義務を負っている。
- (a) 投資信託がその義務を履行期が到来したときに履行できない、またはそのおそれがある場合
  - (b) 投資信託の投資者または債権者を害するような方法で、自ら事業を行いもしくは行っている事業を解散し、またはそうしようと意図している場合
  - (c) 会計が適切に監査できるような十分な会計記録を作成せずに事業を行いまたはそのように意図している場合
  - (d) 欺罔的または犯罪的な方法で事業を行いまたはそのように意図している場合
  - (e) ミューチュアル・ファンド法、ミューチュアル・ファンド法に基づく規則、金融庁法、マネー・ロンダリング防止規則（改正済）（以下「マネー・ロンダリング防止規則」という。）または、免許を受けたミューチュアル・ファンドの場合に限り、ミューチュアル・ファンドの免許の条件を遵守せずに事業を行いまたはそのように意図している場合
- 4.3 すべての規制投資信託は、登記上の事務所もしくは主たる事務所または受託会社の変更があったときはこれをCIMAに通知しなければならない。かかる通知の期間は、該当する規則の様式（および該当する条件）によって異なる場合があり、かかる通知が変更の前提条件として要求される場合や、かかる通知が変更の実施から21日以内に行うものとされる場合がある。
- 4.4 当初2006年12月27日に効力を生じた投資信託（年次申告書）規則（改正済）に従って、すべての規制投資信託は、投資信託の各会計年度について、会計年度終了後6か月以内に、規則に記載された項目を含んだ正確で完全な申告書を作成し、CIMAに提出しなければならない。CIMAは当該期間の延長を許可することができる。申告書は、投資信託に関する一般的情報、営業情報および会計情報を含み、CIMAにより承認された監査人を通じてCIMAに提出されなければならない。規制投資信託の運営者は、投資信託にこの規則を遵守させることに責任を負う。監査人は、規制投資信託の運営者から受領した各申告書をCIMAに適切な時期に提出することのみ責任を負い、提出された申告書の正確性または完全性については法的義務を負わない。

#### ５．投資信託管理者

- 5.1 ミューチュアル・ファンド法における管理者のための免許には、「投資信託管理者」の免許および「制限的投資信託管理者」の免許の二つの類型がある。投資信託の管理を行うことを企図する場合は、そのいずれかの免許が要求される。管理とは、投資信託の資産のすべてまたは実質上資産のすべてを支配し投資信託の管理をし、または投資信託に対して主たる事務所を提供し、もしくは受託会社または投資信託の取締役を提供すること（免除会社またはユニット・トラストであるかによる。）を含むものとし、管理と定義される。ミューチュアル・ファンドの管理から除外されるのは、特に、パートナーシップ・ミューチュアル・ファンドのジェネラル・パートナーの活動、ならびに法定・法的記録が保管されるか、会社の事務業務が行われる登記上の事務所の提供である。
- 5.2 いずれの類型の免許を受ける者も、規制投資信託を管理するのに十分な専門性を有し、健全な評判を有し、かつ、投資信託管理者としての業務は、それぞれの地位において取締役、管理者または役員として適格かつ適正な者により行われる、という法定のテスト基準を満たさなければならない。免許を受ける者は、上記の事柄を示しかつそのオーナーのすべてと財務構造およびその取締役と役員を明らかにして詳細な申請書をCIMAに対し提出しなければならない。かかる者は少

なくとも2名の取締役を有しなければならない。投資信託管理者の純資産は、最低約48万米ドルなければならない。制限的投資信託管理者には、最低純資産額の要件は課されない。投資信託管理者は、ケイマン諸島に2名の個人を擁する本店をみずから有しているか、ケイマン諸島の居住者であるかケイマン諸島で設立された法人を代行会社として有さねばならず、制限なく複数の投資信託のために行為することができる。

- 5.3 投資信託管理者の責任は、まず受諾できる投資信託（該当する場合）にのみ主たる事務所を提供し、第3.2項に定めた状況においてCIMAに対して知らせる法的義務を遵守することである。
- 5.4 制限的投資信託管理者は、CIMAが承認する規制投資信託（CIMAの現行の方針は、最大10のファンドに許可を付与するものである。）に関し管理者として行為することができるが、ケイマン諸島に登記上の事務所を有していることが必要である。この類型は、ケイマンに投資信託の運用会社を創設した投資信託設立推進者が投資信託に関連した一連の投資信託を管理することを認める。CIMAの承認を条件として関連性のないファンドを運用することができる。現在の方針では、制限的投資信託管理者は、投資信託に対して主たる事務所を提供することが許されていない。しかし、制限的投資信託管理者が投資信託管理業務を提供する各規制投資信託は、登録投資信託または限定投資家ファンドでない場合は、別個に免許を受けなければならない。
- 5.5 投資信託管理者は、CIMAの承認を受けた監査人を選任しなければならず、決算期末から6か月以内にCIMAに対し監査済みの会計書類を提出しなければならない。監査人は、監査の過程で免許投資信託管理者が以下のいずれかに該当するという情報を入手したときまたは該当すると疑う理由があるときは、CIMAに対し書面で通知する法的義務を負っている。
- (a) 投資信託管理者がその義務を履行期が到来したときに履行できない、またはそのおそれがある場合
  - (b) 投資信託管理者が管理している投資信託の投資者または投資信託管理者の債権者または投資信託の債権者を害するような方法で、事業を行いもしくは行っている事業を自発的に解散し、またはそうしようと意図している場合
  - (c) 会計が適切に監査できるような十分な会計記録を作成せずに事業を行いまたはそのように意図している場合
  - (d) 欺罔的または犯罪的な方法で事業を行いまたはそのように意図している場合
  - (e) ミューチュアル・ファンド法または以下の( )および( )に基づく規則を遵守せずに事業を行い、またはそのように意図している場合
    - ( ) ミューチュアル・ファンド法、金融庁法、マネー・ロンダリング防止規則または免許の条件
    - ( ) 免許を受ける者が、以下の各号のいずれかにおいて「法人向けサービス提供者」として定義されている場合
      - (A) 会社法（改正済）（以下「会社法」という。）の第17編A
      - (B) 有限責任会社法（改正済）の第12編
      - (C) 有限責任事業組合法（改正済）の第8編
      - （以下、併せて「受益所有権法」という。）
- 5.6 CIMAは投資信託管理者に対して純資産を増加し、または保証や満足できる財務サポートを提供することを要求することもできる。
- 5.7 投資信託管理者の株主、取締役、上級役員、またはジェネラル・パートナーの変更についてはCIMAの承認が必要である。
- 5.8 非制限的免許を有する投資信託管理者がCIMAに対して支払う当初手数料は、24,390米ドルまたは30,488米ドルであり（管理する投資信託の数による。）、また、制限的投資信託管理者の支払う当初手数料は8,536米ドルである。一方、非制限的免許を有する投資信託管理者の支払う年間手数料は、36,585米ドルまたは42,682米ドルであり（管理する投資信託の数による。）、また、制限的投資信託管理者の支払う年間手数料は8,536米ドルである。

## 6. ケイマン諸島における投資信託の構造の概要

ケイマン諸島の投資信託について一般的に用いられている類型は以下のとおりである。

### 6.1 免除会社

- (a) 最も一般的な投資信託の手段は、会社法に従って通常額面株式を発行する（無額面株式の発行も認められる）免除有限責任会社である。時には、保証による有限責任会社も用いられる。免除会社は、投資信託にしばしば用いられおり、以下の特性を有する。
- (b) 設立手続には、会社の基本憲章の当初の制定（会社の目的、登記上の事務所、授權資本、株式買戻規定、および内部統制条項を記載した基本定款および定款）、基本定款の記名者による署名を行い、これをその記名者の簡略な法的宣誓文書とともに、授權資本に応じて異なる手数料とともに会社登記官に提出することを含む。設立書類（特に定款）は、通常、ファンドの条件案がより正確に反映されるよう、ミューチュアル・ファンドの設立からローンチまでの間に改定される。

- (c) 存続期限のある / 存続期間限定会社 - 存続期間が限定される会社型のファンドで外国の税法上（例えば米国）非課税の扱いを受けるかパートナーシップとして扱われるものを設立することは可能である。
- (d) 免除会社がいったん設立された場合、会社法の下での主な必要要件は、以下のとおり要約される。
- ( ) 各免除会社は、ケイマン諸島に登記上の事務所を有さなければならない。
  - ( ) 取締役、代理取締役および役員の名簿は、登記上の事務所に維持されなければならない、その写しを会社登記官に提出しなければならない。
  - ( ) 免除会社の財産についての担保その他の負担の記録は、登記上の事務所に維持されなければならない。
  - ( ) 株主名簿は、登記上の事務所においてまたは希望すればその他の管轄地において維持することができる。
  - ( ) 会社の手続の議事録は、利便性のある場所において維持する。
  - ( ) 免除会社は、会社の業務状況に関する真正かつ公正な所見を提供するもので、かつ会社の取引を説明するために必要な帳簿、記録を維持しなければならない。
  - ( ) 免除会社は、適用される受益所有権法を遵守しなければならない。
- (e) 免除会社は、株主により管理されていない限り、一または複数の取締役を有しなければならない。取締役は、コン・ロー上の忠実義務に服するものとし、注意を払って、かつ免除会社の最善の利益のために行為しなければならない。
- (f) 免除会社は、様々な通貨により株主資本を指定することができる。
- (g) 額面株式または無額面株式のいずれかの設定が認められる（ただし、会社は額面株式および無額面株式の両方を発行することはできない。）。
- (h) いずれのクラスについても償還株式の発行が認められる。
- (i) 株式の買戻しも認められる。
- (j) 収益または払込剰余金からの払込済株式の償還または買戻しの支払に加えて、免除会社は資本金から払込済株式の償還または買戻しをすることができる。ただし、免除会社は、資本金からの支払後においても、通常の事業の過程で支払時期が到来する債務を支払うことができる（すなわち、支払能力を維持する）ことを条件とする。
- (k) 会社の払込剰余金勘定からも利益からも分配金を支払うことができる。免除会社の払込剰余金勘定から分配金を支払う場合は、取締役はその支払後、ファンドが通常の事業の過程で支払時期の到来する債務を支払うことができる、すなわち免除会社が支払能力を有することを確認しなければならない。
- (l) 免除会社は、今後30年間税金が賦課されない旨の約定を取得することができる。実際には、ケイマン諸島の財務長官が与える本約定の期間は20年間である。
- (m) 免除会社は、名称、取締役および役員、株式資本および定款の変更ならびに自発的解散を行う場合は、所定の期間内に会社登記官に報告しなければならない。
- (n) 免除会社は、毎年会社登記官に対して年次の法定の宣誓書を提出し、年間登録手数料を支払わなければならない。

## 6.2 免除ユニット・トラスト

- (a) ユニット・トラストは、ユニット・トラストへの参加が会社の株式への参加よりもより受け入れられやすく魅力的な地域の投資者によってしばしば用いられてきた。
- (b) ユニット・トラストは、信託証書に基づき受益者の利益のために信託財産に対する信託を宣言する受託者またはこれを設立する管理者および受託者により形成される。
- (c) ユニット・トラストの受託者は、ケイマン諸島内に、銀行および信託会社法に基づき信託会社として免許を受け、かつミューチュアル・ファンド法に基づき投資信託管理者として免許を受けた法人受託者である場合がある。このように、受託者は、両法に基づいてCIMAによる規制・監督を受ける。
- (d) ケイマン諸島の信託法は、基本的には英国の信託法に従っており、この問題に関する英国の信託法の相当程度の部分を採用している。さらに、ケイマン諸島の信託法（改正済）は、英国の1925年受託者法を実質的に基礎としている。投資者は、受託者に対して資金を払い込み、（受益者である）投資者の利益のために投資運用会社が運用する間、受託者は、一般的に保管者としてこれを保持する。各受益者は、ユニット・トラストの資産の持分比率に応じて権利を有する。
- (e) 受託者は、通常の忠実義務に服し、かつ受益者に対して説明の義務がある。その機能、義務および責任の詳細は、ユニット・トラストの信託証書に記載される。
- (f) 大部分のユニット・トラストは、「免除信託」として登録申請される。その場合、信託証書は、ケイマン諸島の居住者またはケイマン諸島を本拠地とする者を（限られた一定の場合を除き）受益者とししない旨宣言した受託者の法定の宣誓書と併せて、登録料とともに信託登記官に提出される。
- (g) 免除信託の受託者は、受託者、受益者、および信託財産が50年間課税に服さないとの約定を取得することができる。
- (h) ケイマン諸島の信託は、150年まで存続ことができ、一定の場合は無期限に存続できる。
- (i) 免除信託は、信託登記官に対して、当初手数料および年次手数料を支払わなければならない。

## 6.3 免除リミテッド・パートナーシップ

- (a) 免除リミテッド・パートナーシップは、プライベート・エクイティ、不動産、パイアウト、ベンチャーキャピタルおよびグロース・キャピタルを含むすべての種類のプライベート・ファンドにおいて用いられる。ある法域のファンドのスポンサーは、ミューチュアル・ファンドの文脈において、ケイマン諸島の免除リミテッド・パートナーシップを採用している。免除リミテッド・パートナーシップのパートナーとして認められる投資者の数に制限はない。
- (b) 免除リミテッド・パートナーシップ法(改正済)(以下「免除リミテッド・パートナーシップ法」という。)は、ケイマン諸島の法律の下で別個の法人格を有しない免除リミテッド・パートナーシップの設立および運用を規制する主なケイマン諸島の法律である。免除リミテッド・パートナーシップ法は、英国の1907年リミテッド・パートナーシップ法に基づき、他の法域(特にデラウェア州)のリミテッド・パートナーシップ法の特徴を組み込んだ様々な修正がなされたものである。免除リミテッド・パートナーシップに適用されるケイマン諸島の法体制は、米国弁護士にとって非常に認識しやすいものである。
- (c) 免除リミテッド・パートナーシップは、リミテッド・パートナーシップ契約を締結するジェネラル・パートナー(企業またはパートナーシップである場合は、ケイマン諸島の居住者であるか、同島または他の所定の法域において登録されているかまたは設立されたものである。)およびリミテッド・パートナーにより形成され、免除リミテッド・パートナーシップ法により登録されることによって形成される。リミテッド・パートナーシップ契約は、非公開である。登録はジェネラル・パートナーが、免除リミテッド・パートナーシップ登記官に対し法定の宣誓書を提出し、手数料を支払うことによって有効となる。登記をもって、リミテッド・パートナーに有限責任の法的保護が付与される。
- (d) ジェネラル・パートナーは、リミテッド・パートナーを除外して、免除リミテッド・パートナーシップの業務の運営を外部と行い、リミテッド・パートナーは、例外的事態(例えば、リミテッド・パートナーが、パートナーでない者とともに業務の運営に積極的に参加する場合)がない限り、有限責任たる地位を享受する。ジェネラル・パートナーの機能、権限、権能、義務および責任の詳細は、リミテッド・パートナーシップ契約に記載される。
- (e) ジェネラル・パートナーは、誠意をもって、かつパートナーシップ契約において別途明示的な規定により異なる定めをしない限り、常にパートナーシップの利益のために行為する法的義務を負っている。免除リミテッド・パートナーシップ法の明示的な規定に矛盾する場合を除いて、ケイマン諸島パートナーシップ法(改正済)により修正されるパートナーシップに適用されるエクイティおよびコモン・ローの法則は、一定の例外を除き、免除リミテッド・パートナーシップに適用される。
- (f) 免除リミテッド・パートナーシップは、以下の規定を順守しなければならない。
- ( ) ケイマン諸島に登録事務所を維持する。
  - ( ) 商号および所在地、リミテッド・パートナーに就任した日ならびにリミテッド・パートナーを退任した日の詳細を含むリミテッド・パートナーの登録簿を(ジェネラル・パートナーが決定する国または領域に)維持する。
  - ( ) リミテッド・パートナーの登録簿が維持される所在地に関する記録を登録事務所に維持する。
  - ( ) リミテッド・パートナーの登録簿が登録事務所以外の場所で保管される場合は、税務情報法(改正済)に従い税務情報庁による指示または通知に基づき、リミテッド・パートナーの登録簿を電子的形態またはその他の媒体により登録事務所において入手可能にする。
  - ( ) リミテッド・パートナーの出資額および出資日ならびに当該出資額の引出額および引出日を(ジェネラル・パートナーが決定する国または領域に)維持する。
  - ( ) 有効な通知が送達した場合、リミテッド・パートナーが許可したリミテッド・パートナーシップの権利に関する担保権の詳細を示す担保権記録簿を登録事務所に維持する。
- (g) リミテッド・パートナーシップ契約およびパートナーシップは常に少なくとも1名のリミテッド・パートナーを有していなければならないという要件に従い、リミテッド・パートナーシップの権利は、パートナーシップの解散を引き起こすことなく償還、脱退、または買戻すことができる。
- (h) リミテッド・パートナーシップ契約の明示的または黙示的な条項に従い、各リミテッド・パートナーは、パートナーシップの業務と財務状況について完全な情報を求める権利を有する。
- (i) 免除リミテッド・パートナーシップは、50年間の期間について将来の税金の賦課をしないとの約定を得ることができる。
- (j) 免除リミテッド・パートナーシップは、登録内容の変更ならびにその正式な清算の開始および解散に際し、免除リミテッド・パートナーシップ登記官に対して通知しなければならない。
- (k) 免除リミテッド・パートナーシップは、免除リミテッド・パートナーシップ登記官に対して、年次法定申告書を提出し、かつ年間手数料を支払わなければならない。

#### 6.4 有限責任会社

- (a) ケイマン諸島の有限責任会社は、2016年に初めて設立可能となった。これは、デラウェア州の有限責任会社に緊密に沿った構造の選択肢の追加を求める利害関係者からの要請に対して、ケイマン諸島政府が対応したものである。
- (b) 有限責任会社は、(免除会社と同様に)別個の法人格を有し、その株主は有限責任を負う一方で、有限責任会社契約は柔軟なガバナンス体制を規定しており、免除リミテッド・パートナーシップと同様の方法で資本勘定の構造を実施す

るために使用することができる。また、有限責任会社においては、免除会社の運営において要求されるよりも簡易かつ柔軟な管理が認められている。例えば、株主の投資の価値の追跡または計算をする際のより直接的な方法や、より柔軟なコーポレート・ガバナンスの概念が挙げられる。

- (c) 有限責任会社は、複数の種類の取引（ジェネラル・パートナー・ピークル、クラブ・ディールおよび従業員報酬／プラン・ピークルなどを含む。）において普及していることが証明されている。有限責任会社は、クローズド・エンド型ファンド（代替投資ピークルを含む。）がケイマン諸島以外の法、税制または規制上の観点から別個の法人格を必要とする場合に採用されることが増えている。
- (d) 特に、オンショア・オフショアのファンド構造において、オンショア・ピークルとの一層の調和をもたらす能力が、管理のさらなる緩和および費用効率をもたらす、かかる構造の異なるピークルの投資者の権利をより緊密に整合させることができる可能性がある。契約（第三者の権利）法（改正済）により提供される柔軟性は、有限責任会社についても利用可能である。
- (e) 有限責任会社は、最長で50年間にわたる将来の非課税にかかる保証を得ることができる。

## 7. ミューチュアル・ファンド法のもとにおける規制投資信託に対するケイマン諸島金融庁（CIMA）による規制と監督

- 7.1 CIMAは、いつでも、規制投資信託に対して会計が監査されるように指示し、かつCIMAが特定する時までにCIM Aにそれを提出するように指示できる。
- 7.2 規制投資信託の運営者（すなわち、場合に応じて、取締役、運用者、受託会社またはジェネラル・パートナー）は、第1項に従い投資信託に対してなされた指示が、所定の期間内に遵守されていることを確保し、本規定に違反する者は、罪に問われ、かつ1万ケイマン諸島ドルの罰金および所定の時期以後も規制投資信託が指示に従わない場合はその日より一日につき500ケイマン諸島ドルの罰金刑に処せられる。
- 7.3 ある者がケイマン諸島においてまたはケイマン諸島からミューチュアル・ファンド法に違反して事業を行なっているか行なおうとしていると信じる合理的根拠がCIMAにある場合、CIMAは、その者に対して、CIMAが法律による義務を実行するようにするために合理的に要求できる情報または説明をCIMAに対して提供するように指示できる。
- 7.4 何人でも、第7.3項に従い与えられた指示を遵守しない者は、罪に問われ、かつ10万ケイマン諸島ドルの罰金に処せられる。
- 7.5 第7.3項に従って情報または説明を提供する者は、みずからそれが虚偽であるか誤解を招くものであることを知りながら、または知るべきであるにもかかわらず、これをCIMAに提供してはならない。この規程に違反した者は、罪に問われ、かつ10万ケイマン諸島ドルの罰金に処せられる。
- 7.6 投資信託がケイマン諸島においてまたはケイマン諸島からミューチュアル・ファンド法に違反して事業を営んでいるか行おうとしていると信じる合理的根拠がCIMAにある場合は、CIMAは、（高等裁判所の管轄下にある）グランドコート（以下「グランドコート」という。）に投資信託の投資者の資産を確保するために適切と考える命令を求めて申請することができ、グランドコートは係る命令を認める権限を有している。
- 7.7 CIMAは、規制投資信託が以下の事由のいずれか一つに該当する場合、第7.9項に定めたいずれかの行為またはすべての行為を行うことができる。
  - (a) 規制投資信託がその義務を履行期が到来したときに履行できないか、そのおそれがある場合
  - (b) 規制投資信託がその投資者もしくは債権者に有害な方法で業務を行っているかもしくは行おうとしている場合、または自発的にその事業を解散する場合
  - (c) 規制投資信託がミューチュアル・ファンド法またはマネー・ロンダリング防止規則の規定に違反した場合
  - (d) 免許投資信託の場合、免許投資信託がその投資信託免許の条件を遵守せずに業務を行っているか、行おうとしている場合
  - (e) 規制投資信託の指導および運営が適正かつ正当な方法で行われていない場合
  - (f) 規制投資信託の取締役、管理者または役員としての地位にある者が、各々の地位を占めるに適正かつ正当な者ではない場合
- 7.8 第7.7項に言及した事由が発生したか、または発生しそうか否かについてCIMAを警戒させるために、CIMAは、規制投資信託の以下の事項の不履行の理由について直ちに質問をなし、不履行の理由を確認するものとする。
  - (a) CIMAが投資信託に対して発した指示に従ってその名称を変更すること
  - (b) 会計監査を受け、監査済会計書類をCIMAに提出すること
  - (c) 所定の年間許可料または年間登録料を支払うこと
  - (d) CIMAに指示されたときに、会計監査を受けるか、または監査済会計書類をCIMAに対して提出すること
- 7.9 第7.7項の目的のため、規制投資信託に関しCIMAがとる行為は、以下を含む。

- (a) ミューチュアル・ファンド法の第4(1)(b)条（管理投資信託）、第4(3)条（登録投資信託）または第4(4)(a)条（限定投資家ファンド）に基づき投資信託について有効な投資信託の許可または登録を取り消すこと
  - (b) 投資信託が保有するいずれかの投資信託ライセンスに対して条件を付し、または条件を追加し、それらの条件を改定し、撤廃すること
  - (c) 投資信託の推進者または運営者の入替えを求めること
  - (d) 事柄を適切に行うようにファンドに助言する者を選任すること
  - (e) 投資信託の事務を支配する者を選任すること
- 7.10 CIMAが第7.9項の行為を行った場合、CIMAは、投資信託の投資者および債権者の利益を保護するために必要と考える措置を行いおよびその後同項に定めたその他の行為をするように命じる命令を求めて、グランドコートに対して、申請することができる。
- 7.11 CIMAは、そうすることが必要または適切であると考え、そうすることが実際的である場合は、CIMAは投資信託に関しみずから行っている措置または行おうとしている措置を、投資信託の投資者に対して知らせるものとする。
- 7.12 第7.9(d)項または第7.9(e)項により選任された者は、当該投資信託の費用負担において選任されるものとする。その選任によりCIMAに発生した費用は、投資信託がCIMAに支払う。
- 7.13 第7.9(e)項により選任された者は、投資信託の投資者および債権者の最善の利益のために運営者を排除して投資信託の事務を行うに必要な一切の権限を有する。
- 7.14 第7.13項で与えられた権限は、投資信託の事務を終了する権限をも含む。
- 7.15 第7.9(d)項または第7.9(e)項により投資信託に関し選任された者は、以下の行為を行うものとする。
- (a) CIMAから求められたときは、CIMAの特定する投資信託に関する情報をCIMAに対して提供する。
  - (b) 選任後3か月以内またはCIMAが特定する期間内に、選任された者が投資信託に関し行っている事柄についての報告書を作成してCIMAに対して提出し、かつそれが適切な場合は投資信託に関する勧告をCIMAに対して行う。
  - (c) (b)項の報告書を提出後選任が終了しない場合、その後CIMAが特定する情報、報告書、勧告をCIMAに対して提供する。
- 7.16 第7.9(d)項または第7.9(e)項により投資信託に関し選任された者が第7.15項の義務を遵守しない場合、またはCIMAの意見によれば当該投資信託に関するその義務を満足に実行していない場合、CIMAは、選任を取り消して他の者をもってこれに替えることができる。
- 7.17 投資信託に関する第7.15項の情報または報告を受領したときは、CIMAは以下の措置を執ることができる。
- (a) CIMAが特定した方法で投資信託に関する事柄を再編するように要求すること
  - (b) 投資信託が会社（有限責任会社を含む。）の場合、会社法の第94(4)条によりグランドコートに対して同会社が法律の規定に従い解散されるように申し立てること
  - (c) 投資信託がケイマン諸島の法律に準拠したユニット・トラストの場合、ファンドを解散させるため受託会社に対して指示する命令を求めてグランドコートに申し立てること
  - (d) 投資信託がケイマン諸島の法律に準拠したパートナーシップの場合、パートナーシップの解散命令を求めてグランドコートに申し立てること
  - (e) また、CIMAは、第7.9(d)項または第7.9(e)項により選任される者の選任または再任に関して適切と考える行為をとることができる。
- 7.18 CIMAが第7.17項の措置をとった場合、投資信託の投資者および債権者の利益を守るために必要と考えるその他の措置および同項または第7.9項に定めたその他の措置をとるように命じる命令を求めてグランドコートに申し立てることができる。
- 7.19 規制投資信託がケイマン諸島の法律の下で組織されたパートナーシップの場合でCIMAが第7.9(a)項に従い投資信託の免許を取り消した場合、パートナーシップは、解散されたものとみなす。
- 7.20 グランドコートが第7.17(c)項に従ってなされた申立てに対して命令を発する場合、裁判所は受託会社に対して投資信託資産から裁判所が適切と認める補償の支払を認めることができる。
- 7.21 CIMAのその他の権限に影響を与えることなく、CIMAは、ファンドが投資信託として事業を行うこともしくは行おうとすることを終了または清算もしくは解散に付されるものと了解したときは、ミューチュアル・ファンド法の第4(1)(b)条（管理投資信託）、第4(3)条（登録投資信託）または第4(4)(a)（限定投資家ファンド）に基づき投資信託について有効な投資信託の許可または登録をいつでも取り消すことができる。

## 8．投資信託管理に対するCIMAの規制および監督

- 8.1 CIMAは、いつでも免許投資信託管理者に対して会計監査を行い、CIMAが特定する合理的期間内にCIMAに対し提出するように指示することができる。

- 8.2 免許投資信託管理者は、第8.1項により受けた指示に従うものとし、この規定に違反する者は、罪に問われ、かつ1万ケイマン諸島ドルの罰金を課され、かつ所定の時期以後も免許投資信託管理者が指示に従わない場合はその日より一日につき500ケイマン諸島ドルの罰金刑に処せられる。
- 8.3 ある者がミューチュアル・ファンド法に違反して投資信託管理業を行なっているか行おうとしていると信じる合理的根拠がCIMAにある場合は、CIMAは、その者に対して、CIMAがミューチュアル・ファンド法による義務を実行するために合理的に要求できる情報または説明をCIMAに対して提供するように指示できる。
- 8.4 何人でも、第8.3項に従い与えられた指示を遵守しない者は、罪に問われ、かつ10万ケイマン諸島ドルの罰金に処せられる。
- 8.5 第8.3項の目的のために情報または説明を提供する者は、みずからそれが虚偽であるか誤解を招くものであることを知りながら、または知るべきであるにもかかわらず、これをCIMAに提供してはならない。この規定に違反した者は、罪に問われ、かつ10万ケイマン諸島ドルの罰金に処せられる。
- 8.6 CIMAが以下に該当すると判断する場合には、CIMAは、当該者によって管理されている投資信託の投資者の資産を維持するために適切と見られる命令を求めてグランドコートに申立てをすることができ、グランドコートはかかる命令を認める権限を有する。
- (a) ある者が投資信託管理者として行為し、またはその業務を行っており、かつ
- (b) 同人がミューチュアル・ファンド法に違反してこれを行っている場合。
- 8.7 CIMAは、投資信託管理者が事業を行うこともしくは行おうとすることを終了しまたは清算もしくは解散に付されるものと了解したときは、いつでも投資信託管理者免許を取り消すことができる。
- 8.8 CIMAは、免許投資信託管理者が以下のいずれかの事由に該当する場合は、第8.10項所定の措置をとることができる。
- (a) 免許投資信託管理者がその義務を履行するべきときに履行できないか、そのおそれがある場合
- (b) 免許投資信託管理者が、ミューチュアル・ファンド法またはマネー・ロンダリング防止規則の規定に違反した場合
- (c) 受益所有権法に定義される「法人向けサービス提供者」である免許投資信託管理者が、受益所有権法に違反した場合
- (d) 免許投資信託管理者が管理している投資信託の投資者または投資信託管理者の債権者または投資信託の債権者を害するような方法で、みずから事業を行いもしくは行っている事業を解散し、またはそうしようと意図している場合
- (e) 免許投資信託管理者が投資信託管理の業務をその投資信託管理免許の条件を遵守しないで行いまたはそのように意図している場合
- (f) 免許投資信託管理業務の指示および管理が、適正かつ正当な方法で実行されていない場合
- (g) 免許投資信託管理業務について取締役、管理者または役員の地位にある者が、各々の地位に就くには適正かつ正当な者ではない場合
- (h) 上場されている免許投資信託管理業務を支配しまたは所有する者が、当該支配または所有を行うには適正かつ正当な者ではない場合
- 8.9 CIMAは、第8.8項に言及した事由が発生したか、または発生しそうか否かについて注意を払うために、規制投資信託の以下の事項についてその理由について直ちに質問をなし、かつ確認するものとする。
- (a) 免許投資信託管理者の以下の不履行
- ( ) CIMAに対して規制投資信託の主要事務所の提供を開始したことを通知すること、規制投資信託に関し所定の年間手数料を支払うこと
- ( ) CIMAの命令に従い、保証または財政上の援助をし、純資産額を増加すること
- ( ) 投資信託、またはファンドの設立計画推進者または運営者に関し、条件が満たされていること
- ( ) 規制投資信託の事柄に関し書面による通知をCIMAに対して行うこと
- ( ) CIMAの命令に従い、名称を変更すること
- ( ) 会計監査を受け、CIMAに対して監査済会計書類を送ること
- ( ) 少なくとも2人の取締役をおくこと
- ( ) CIMAから指示されたときに会計監査を受け、かつ監査済会計書類をCIMAに対し提出すること
- (b) CIMAの承認を得ることなく管理者が株式を発行すること
- (c) CIMAの書面による承認なく管理者の取締役、主要な上級役員、ジェネラル・パートナーを選任すること
- (d) CIMAの承認なく、管理者の株式が処分されまたは取り引きされること
- 8.10 第8.8項の目的のために免許投資信託管理者についてCIMAがとりうる行為は以下の通りである。
- (a) 投資信託管理者が保有する投資信託管理者免許を撤回すること
- (b) その投資信託管理者免許に関し条件および追加条件を付し、またかかる条件を変更しまたは取り消すこと
- (c) 管理者の取締役、類似の上級役員またはジェネラル・パートナーの交代を請求すること
- (d) 管理者に対し、その投資信託管理の適正な遂行について助言を行う者を選任すること
- (e) 投資信託管理に関し管理者の業務の監督を引き受ける者を選任すること

- 8.11 CIMAが第8.10項による措置を執った場合、CIMAは、グランドコートに対して、CIMAが当該管理者によって管理されているすべてのファンドの投資者とそのいずれのファンドの債権者の利益を保護するために必要とみなすその他の措置を執るよう命令を求めて申立てを行うことができる。
- 8.12 第8.10(d)項または第8.10(e)項により選任される者は、当該管理者の費用負担において選任されるものとする。その選任によりCIMAに発生した費用は、管理者がCIMAに支払うべき金額となる。
- 8.13 第8.10(e)項により選任された者は、管理者によって管理される投資信託の投資者および管理者の債権者およびかかるファンドの債権者の最善の利益のために（管財人、清算人を除く）他の者を排除して投資信託に関する管理者の事務を行うに必要な一切の権限を有する。
- 8.14 第8.13項で与えられた権限は、投資信託の管理に関連する限り管理者の事務を終了させる権限をも含む。
- 8.15 第8.10(d)項または第8.10(e)項により許可を受けた投資信託管理者に関し選任された者は、以下の行為を行うものとする。
- (a) CIMAから求められたときは、CIMAの特定する投資信託の管理者の管理に関する情報をCIMAに対して提供する。
  - (b) 選任後3か月以内またはCIMAが特定する期間内に、選任された者が投資信託の管理者の管理について実行する事柄についての報告書を作成してCIMAに対して提出し、かつそれが適切な場合は管理に関する推奨をCIMAに対して行う。
  - (c) (b)項の報告書を提出後選任が終了しない場合、その後CIMAが特定する情報、報告書、推奨をCIMAに対して提供する。
- 8.16 第8.10(d)項または第8.10(e)項により選任された者が、
- (a) 第8.15項の義務に従わない場合、または
  - (b) 満足できる形で投資信託管理に関する義務を実行していないとCIMAが判断する場合、CIMAは、選任を取り消しこれに替えて他の者を選任することができる。
- 8.17 免許投資信託管理者に関する第8.15項の情報または報告を受領したときは、CIMAは以下の措置を執ることができる。
- (a) CIMAが特定した方法で投資信託管理者に関する事柄を再編するように要求すること
  - (b) 投資信託管理者が会社（有限責任会社を含む。）の場合、会社法の第94(4)条によりグランドコートに対して同会社が法律の規定に従い解散されるように申し立てること
  - (c) CIMAは、第8.10(d)項または第8.10(e)項により選任される者の選任に関して適切と考える行為をとることができる。
- 8.18 CIMAが第8.16項の措置をとった場合、CIMAは、管理者が管理する投資信託の投資者、管理者の債権者およびかかるファンドの債権者の利益を守るために必要と考えるその他の措置をとるように命じる命令を求めてグランドコートに申し立てることができる。
- 8.19 CIMAのその他の権限に影響を与えることなく、CIMAは、以下の場合、いつでも投資信託管理者の免許を取り消すことができる。
- (a) CIMAは、免許保有者が投資信託管理者としての事業を行うことまたは行おうとすることをやめてしまっているという要件を満たした場合
  - (b) 免許の保有者が、解散、または清算に付された場合
- 8.20 免許投資信託管理者がケイマン諸島の法律によって組織されたパートナーシップの場合で、CIMAが第8.10項に従い、その投資信託管理者の免許を取り消した場合、パートナーシップは解散されたものとみなされる。
- 8.21 投資信託管理者が免許信託会社の場合、たとえば、投資信託の受託者である場合、銀行および信託会社法によりCIMAによっても規制され監督される。かかる規制と監督の程度はミューチュアル・ファンド法の下でのそれにおよそ近いものである。

## 9. ミューチュアル・ファンド法のもとでの一般的法の執行

- 9.1 下記の解散の申請がCIMA以外の者によりなされた場合、CIMAは、申請者より申請の写しの送達を受け、申請の聴聞会に出廷することができる。
- (a) 規制投資信託
  - (b) 免許投資信託管理者
  - (c) 規制投資信託であった人物、または
  - (d) 免許投資信託管理者であった人物
- 9.2 解散のための申請に関する書類および第9.1(a)項から第9.1(d)項に規定された人物またはそれぞれの債権者に送付が要求される書類はCIMAにも送付される。

- 9.3 CIMAにより当該目的のために任命された人物は、以下を行うことができる。
- (a) 第9.1(a)項から第9.1(d)項に規定された人物の債権者会議に出席すること
  - (b) 仲裁または取り決めに審議するために設置された委員会に出席すること
  - (c) 当該会議におけるあらゆる決済事項に関して代理すること
- 9.4 執行官が、CIMAまたはインスペクターと同じレベル以上の警察官が、ミューチュアル・ファンド法または受益所有権法の下での犯罪行為がある一定の場所で行われたか、行われつつあるかもしくは行われようとしていると疑う合理的な根拠があるとしてなした申請に納得できた場合、執行官はCIMAまたは警察官およびその者が支援を受けるため合理的に必要なとするその他の者に以下のことを授權する令状を発行することができる。
- (a) 必要な場合は強権を用いてそれらの場所に立ち入ること
  - (b) それらの場所またはその場所にいる者を搜索すること
  - (c) 必要な場合は、記録が保存されているか、隠されている場所において、強制的に開扉して搜索をすること
  - (d) ミューチュアル・ファンド法または受益所有権法のもとでの犯罪行為が行われたか、行われつつあるか、または行われようとしていることを示すと思われる記録の占有を確保し安全に保持すること
  - (e) ミューチュアル・ファンド法または受益所有権法のもとでの犯罪行為が行われたか、行われつつあるか、または行われようとしていることを示すと思われる場所において記録の点検をし写しをとること。もし、それが実際的でない場合は、かかる記録を持ち去ってCIMAに対して引き渡すこと
- 9.5 CIMAが記録を持ち去ったとき、またはCIMAに記録が引き渡されたときCIMAはこれを点検し、写しや抜粋を取得するために必要な期間これを保持することができるが、その後は、それが持ち去られた場所に返還すべきものとする。
- 9.6 何人もCIMAがミューチュアル・ファンド法の下での権限を行使することを妨げてはならない。この規定に違反する者は罪に問われ、かつ20万ケイマン諸島ドルの罰金に処せられる。
10. CIMAによるミューチュアル・ファンド法上またはその他の法律上の開示
- 10.1 ミューチュアル・ファンド法または金融庁法により、CIMAは、CIMAが法律に基づく職務を行い、その任務を遂行する過程で取得した下記のいずれかに関係する情報を開示してはならない。
- (a) ミューチュアル・ファンド法のもとでの免許を受けるためにCIMAに対してなされた申請
  - (b) 投資信託に関する事柄
  - (c) 投資信託管理者に関する事柄
- ただし、以下の場合はこの限りでない。
- (a) 例えば秘密情報公開法（改正済）、犯罪収益に関する法律（改正済）（以下「犯罪収益に関する法律」という。）または薬物濫用法（改正済）等にもとづき、ケイマン諸島内の裁判所によりこれを行うことが合法的に要求されまたは許可された場合
  - (b) CIMAが金融庁法により与えられた職務を行うことを援助する目的の場合
  - (c) 免許を受ける者または免許を受ける者の顧客、構成員、クライアントもしくは保険証券保持者もしくは免許を受ける者が管理する会社もしくは投資信託に関する事項（場合に応じて、免許を受ける者、顧客、構成員、クライアント、保険証券保持者、会社または投資信託によって自発的に同意がなされた場合に限る。）に関係する場合
  - (d) ケイマン諸島政府内閣が、金融庁法に基づき、またはCIMAが法律に基づく職務を行う際に内閣とCIMAの間で行われる取決めに関連して与えられた職務を行うことを可能にし、または援助する目的の場合
  - (e) 開示された情報が、他の情報源によって公知となり、または公知となった場合
  - (f) 開示される情報が免許を受ける者または投資者の身元を開示することなく（当該開示が許される場合を除く）、要約または統計的なものである場合
  - (g) 刑事手続制度を視野に入れて、または刑事手続を目的として、公訴局長官またはケイマン諸島の法執行機関に開示する場合
  - (h) マネー・ロンダリング防止規則に従いある者に開示する場合
  - (i) ケイマン諸島外の金融監督当局に対し、CIMAにより免許に関し遂行される任務に対応する任務を当該当局が遂行するために必要な情報を開示する場合。ただし、CIMAは情報の受領が予定されている当局が更なる開示に関し十分な法的規制を受けていることについて満足していることを条件とする。
  - (j) 投資信託、投資信託管理者または投資信託の受託者の解散、清算または免許所有者の管財人の任命もしくは職務に関連する法的手続を目的とする場合

## 11. ケイマン諸島投資信託の受益権の募集／販売に関する一般的な民法上の債務

### 11.1 過失による誤った事実表明

販売書類における不実表示に対しては民事上の債務が発生しうる。販売書類の条件では、販売書類の内容を信頼して受益権を申込み者のために、販売書類の内容について責任のある者、例えば（場合に応じ）ファンド、取締役、運用者、ジェネラル・パートナー等に注意義務を課している。この義務の違反は、販売文書の中のかかる者によって明示的または黙示的に責任を負うことが受け入れられている者に対する不実表示による損失の請求を可能にするであろう。

#### 11.2 欺罔的な不実表明

事実の欺罔的な不実表明（約束、予想、または意見の表明でなくとも）に関しては、不法行為の民事責任も生じうる。ここにいう「欺罔的」とは、表明が虚偽であることを知りながらまたは表明が真実であるか虚偽であるかについて注意を払わずに行ったことを意味すると一般的に解される。

#### 11.3 契約法（改正済）

(a) 契約法の第14(1)条では、当該表明が欺罔的に行われていれば責任が生じたであろう場合には、契約前の不実の表明による損害の回復ができるであろう。ただし、かかる表明をした者が、事実が真実であるものと信じ、かつ契約の時まで信じていた合理的理由があったということを証明した場合はこの限りでない。一般的には、本条は、過失による不実の表明に関する損害に対しても法定の権利を与えるものである。同法の第14(2)条は、不実の表明が行われた場合に、取消に代えて損害賠償を容認することを裁判所に対して認めている。

(b) 一般的に、関連契約はファンド自身（または受託会社）とのものであるため、ファンド（または受託会社）は、次にその運用者、ジェネラル・パートナー、取締役、設立計画推進者または助言者に対し請求することが可能であるとしても、申込人の請求の対象となる者はファンドとなる。

#### 11.4 欺罔に対する訴訟提起

(a) 損害を受けた投資者は、欺罔行為について訴えを提起し（契約上でなく不法行為上の民事請求権）、以下を証明することにより、欺罔による損害賠償を得ることができる。

（ ）重要な不実の表明が欺罔的になされたこと。

（ ）そのような不実の表明の結果、受益証券を申し込むように誘引されたこと。

(b) 「欺罔的」とは、表明が虚偽であることを知りながらまたは表明が真実であるか虚偽であるかについて注意を払わずに行ったことを意味すると一般的に解される。だます意図があったことまたは欺罔的な不実表明が投資者を受益権購入に誘引した唯一の原因であったことを証明する必要はない。

(c) 情報の欠落は、事実についての何らかの積極的な不実の表明があったとき、または欠落情報を入れなかったために表明事項が虚偽となるか誤解を招くものとなるような部分的もしくは断片的な事実の表明があったときは、不実の表明となりうる。

(d) 表明がなされたときは真実であっても、受益証券の申込の受諾が無条件となる前に表明が真実でなくなったときは、当該変更を明確に指摘せずに受益権の申込を許したことは欺罔にあたるであろうから、欺罔による請求権を発生せしめうる。

(e) 事実の表明とは違い、意見または期待の表明は、本項の責任を生じることはないであろうが、表現によっては誤っていれば不実表示を構成する事実の表明となることもありうる。

#### 11.5 契約上の債務

(a) 販売書類もファンド（または受託会社）と持分の成約申込者との間の契約の基礎を形成する。もしそれが不正確が誤解を招くものであれば、申込者は契約を解除しまたは損害賠償を求めて管理会社、設立計画推進者、ジェネラル・パートナーまたは取締役に對し訴えを提起することができる。

(b) 一般的事柄としては、当該契約はファンド（または受託会社）そのものと締結するので、ファンドは取締役、運用者、ジェネラル・パートナー、設立計画推進者、または助言者に求償することはあっても、申込者が請求する相手方当事者は、ファンド（または受託会社）である。

#### 11.6 隠された利益および利益相反

ファンドの受託会社、ジェネラル・パートナー、取締役、役員、代行会社は、ファンドと第三者との間の取引から利益を得てはならない。ただし、ファンドによって特定の授権されているときはこの限りでない。そのように授権を受けずに得られた利益は、ファンドに帰属する。

### 12. ケイマン諸島投資信託の受益権の募集／販売に関する一般刑事法

#### 12.1 刑法（改正済）第257条

会社の役員（もしくはかかる者として行為しようとする者）が株主または債権者を会社の事項について欺罔する意図のもとに、「重要な事項」について誤解を招くか、虚偽であるか、欺罔的であるような声明、計算書を書面にて発行または発行に同調する場合、彼は罪に問われるとともに7年間の拘禁刑に処せられる。

#### 12.2 刑法（改正済）第247条、第248条

- (a) 欺罔により、不正にみずから金銭的利益を得、または他の者をして金銭的利益を得させる者は、罪に問われるとともに、5年間の拘禁刑に処せられる。
- (b) 他の者に属する財産をその者から永久に奪う意図のもとに不正に取得する者は、罪に問われると共に10年の拘禁刑に処せられる。この目的上、彼が所有権、占有または支配を取得した場合は財産を取得したものとみなし、「取得」には、第三者のための取得または第三者をして取得もしくは確保を可能にすることを含む。
- (c) 両条の目的上、「欺罔」とは、事実についてであれ法についてであれ、言葉であれ、行為であれ、欺罔を用いる者もしくはその他の者の現在の意図についての欺罔を含む。

## 13. 清算

### 13.1 免除会社

免除会社の清算（解散）は、会社法、2008年会社清算規則および会社の定款に準拠する。清算は、自発的なもの（すなわち、株主の議決に従うもの）、または債権者、出資者（すなわち、株主）または会社自体の申立に従い裁判所による強制的なものがある。自発的な解散は、後に裁判所の監督の下になされることになることもある。CIMAも、投資信託または投資信託管理会社が解散されるべきことを裁判所に申立てる権限を有する（参照：第7.17(b)項および第8.17(b)項）。剰余資産は、もしあれば、定款の規定に従い、株主に分配される。

### 13.2 ユニット・トラスト

ユニット・トラストの清算は、信託証書の規定に準拠する。CIMAは、受託会社が投資信託を解散すべきであるという命令を裁判所に申請する権限をもっている。（参照：第7.17(c)項）剰余資産は、もしあれば、信託証書の規定に従って分配される。

### 13.3 免除リミテッド・パートナーシップ

免除リミテッド・パートナーシップの終了、整理および解散は、免除リミテッド・パートナーシップ法およびパートナーシップ契約に準拠する。CIMAは、パートナーシップを解散させるべしとの命令（参照：第7.17(d)項）を求めて裁判所に申立をする権限を有している。剰余資産は、もしあれば、パートナーシップ契約の規定に従って分配される。

ジェネラル・パートナーまたはパートナーシップ契約に基づき清算人に任命された他の者は、パートナーシップを解散する責任を負っている。パートナーシップが一度解散されれば、ジェネラル・パートナーまたはパートナーシップ契約に基づき清算人に任命された他の者は、免除リミテッド・パートナーシップの登記官に解散通知を提出しなければならない。

### 13.4 有限責任会社

有限責任会社は、登記を抹消または正式に清算することができる。清算手続は、免除会社に適用される制度と非常に類似している。

### 13.5 税金

ケイマン諸島においては直接税、源泉課税または為替管理はない。ケイマン諸島は、ケイマン諸島の投資信託に対してまたはよって行われるあらゆる支払に適用されるいかなる国との間でも二重課税防止条約を締結していない。免除会社、受託会社、免除リミテッド・パートナーシップおよび有限責任会社は、将来の課税に対して誓約書を取得することができる（第6.1(1)項、第6.2(g)項、第6.3(i)項および第6.4(e)項参照）。

## 14. 一般投資家向け投資信託（日本）規則（改正済）

- 14.1 一般投資家向け投資信託（日本）規則（改正済）（以下「本規則」という。）は、日本で公衆に向けて販売される一般投資家向け投資信託に関する法的枠組みを定めたものである。本規則の解釈上、「一般投資家向け投資信託」とは、ミューチュアル・ファンド法第4(1)(a)条に基づく免許を受け、その証券が日本の公衆に対して既に販売され、または販売されることが予定されている信託、会社（有限責任会社を含む。）またはパートナーシップである投資信託をいう。日本国内で既に証券を販売し、2003年11月17日現在存在している投資信託、または同日現在存在し、同日後にサブ・トラストを設定した投資信託は、本規則に基づく「一般投資家向け投資信託」の定義に含まれない。上記のいずれかの適用除外に該当する一般投資家向け投資信託は、本規則の適用を受けることをCIMAに書面で届け出ることによって、かかる選択（当該選択は撤回不能である。）をすることができる。

- 14.2 CIMAが一般投資家向け投資信託に交付する投資信託免許にはCIMAが適当とみなす条件の適用がある。かかる条件のひとつとして一般投資家向け投資信託は本規則に従って事業を行わねばならない。

- 14.3 本規則は一般投資家向け投資信託の設立文書に特定の条項を入れることを義務づけている。具体的には証券に付随する権利および制限、資産と負債の評価に関する条件、各証券の純資産価額および証券の募集価格および償還価格または買戻価格の計算方法、証券の発行条件、証券の譲渡または転換の条件、証券の買戻しおよびかかる買戻しの中止の条件、監査人の任命などが含まれる。

- 14.4 一般投資家向け投資信託の証券の発行価格および償還価格または買戻価格は請求に応じて管理事務代行会社の事務所で無料で入手することができなければならない。
- 14.5 一般投資家向け投資信託は会計年度が終了してから6か月以内、または目論見書に定めるそれ以前の日に、年次報告書を作成し、投資家に配付するか、またはこれらを指示しなければならない。年次報告書には本規則に従って作成された当該投資信託の監査済財務諸表を盛り込まなければならない。
- 14.6 また一般投資家向け投資信託の運営者は各会計年度末の6か月後から20日以内に、一般投資家向け投資信託の事業の詳細を記載した報告書をCIMAに提出する義務を負う。さらに一般投資家向け投資信託の運営者は、運営者が知る限り、当該投資信託の投資方針、投資制限および設立文書を遵守していること、ならびに当該投資信託は投資家の利益を損なうような運営をしていないことを確認した宣誓書を、年に一度、CIMAに提出しなければならない。本規則の解釈上、「運営者」とは、ユニット・トラストの場合は信託の受託者、パートナーシップの場合はパートナーシップのジェネラル・パートナー、また会社の場合は会社の取締役をいう。
- 14.7 管理事務代行会社
- (a) 本規則第13.1条は一般投資家向け投資信託の管理事務代行会社が履行すべき様々な職務を定めている。かかる職務には下記の事項が含まれる。
- ( ) 一般投資家向け投資信託の設立文書、目論見書、申込契約およびその他の関係法に従って証券の発行、譲渡、転換および償還または買戻しが確実に実行されるようにすること
  - ( ) 一般投資家向け投資信託の設立文書、目論見書、申込契約および投資家または潜在的投資家に公表されるものに従って確実に証券の純資産価額、発行価格、転換価格および償還価格または買戻価格が計算されるようにすること
  - ( ) 管理事務代行会社が職務を履行するために必要なすべての事務所設備、機器および人員を確保すること
  - ( ) 本規則、会社法およびミューチュアル・ファンド法に従って、一般投資家向け投資信託の運営者が同意した形式で投資家向けの定期報告書が確実に作成されるようにすること
  - ( ) 一般投資家向け投資信託の会計帳簿が適切に記帳されるように確保すること
  - ( ) 管理事務代行会社が投資家名簿を保管している場合を除き、名義書換代理人の手続および投資家名簿の管理に関して名義書換代理人に与えた指示が実効的に監視されるように確保すること
  - ( ) 別途名義書換代理人が任命されている場合を除き、一般投資家向け投資信託の設立文書で義務づけられた投資家名簿が確実に管理されるようにすること
  - ( ) 一般投資家向け投資信託の証券に関して適宜宣言されたすべての分配金またはその他の配分が当該投資信託から確実に投資家に支払われるようにすること
- (b) 本規則は、一般投資家向け投資信託の資産の一部または全部が目論見書に定める投資目的および投資制限に従って投資されていないことに管理事務代行会社が気付いた場合、または一般投資家向け投資信託の運営者または投資顧問会社が設立文書または目論見書に定める規定に従って当該投資信託の業務または投資活動を実施していない場合、できる限り速やかにCIMAに連絡し、当該投資信託の運営者に書面で報告することを管理事務代行会社に対して義務づけている。
- (c) 管理事務代行会社は、一般投資家向け投資信託の募集または償還もしくは買戻しを中止する場合、および一般投資家向け投資信託を清算する意向である場合、実務上できる限り速やかにその旨をCIMAに通知しなければならない。
- (d) 管理事務代行会社はケイマン諸島または犯罪収益に関する法律の第5(2)(a)条に従って指定された、ケイマン諸島のそれと同等のマナー・ロンダリングおよびテロリストの資金調達に係る対策を有する法域（以下「同等の法律が存在する法域」という。）で設立され、または適法に事業を営んでいる者にその職務または任務を委託することができる。ただし、管理事務代行会社は委託した職務または任務の履行に関し引き続き責任を負わなければならない。管理事務代行会社は職務を委託する前にCIMAに届け出るとともに、委託後直ちに運営者、サービス提供者および投資家に通知するものとする。
- 14.8 保管会社
- (a) 一般投資家向け投資信託はケイマン諸島、同等の法律が存在する法域またはCIMAが承認したその他の法域で規制を受けている保管会社を任命し、維持しなければならない。保管会社を変更する場合、一般投資家向け投資信託は変更の1か月前までにその旨を書面でCIMA、当該投資信託の投資家およびサービス提供者に通知しなければならない。
- (b) 本規則は任命された保管会社の職務として、保管会社は投資対象に関する証券および権原に関する書類を保管し、当該投資信託の設立文書、目論見書、申込契約または関係法令と矛盾しない限り、契約により規定される一般投資家向け投資信託の投資に関する管理事務代行会社、投資顧問会社および運営者の指示を実行することを定めている。
- (c) 保管会社は、管理事務代行会社または一般投資家向け投資信託に対して、証券の申込代金の受取りおよび充当、当該投資信託の証券の発行、転換および買戻し、投資対象の売却に際して受取った純収益の送金、当該投資信託の資本および収益の充当ならびに当該投資信託の純資産価額の計算に関する写しおよび情報を請求する権利を有する。
- (d) 保管会社は副保管会社を任命することができ、保管会社は適切な副保管会社の選任に際して合理的な技量、注意および努力を払うものとする。保管会社はその業務を副保管会社に委託することを、1か月前までに書面でその他のサービ

ス提供者に通知しなければならない。保管会社は保管サービスを提供する副保管会社の適格性を継続的に確認する責任を負う。保管会社は各副保管会社を適切なレベルで監督し、各副保管会社が引き続きその任務を十分に履行していることを確認するために定期的に調査しなければならない。

#### 14.9 投資顧問会社

- (a) 一般投資家向け投資信託はケイマン諸島、同等の法律が存在する法域またはCIMAが承認したその他の法域で設立され、または適法に事業を営んでいる投資顧問会社を任命し、維持しなければならない。本規則の解釈上、「投資顧問会社」とは、一般投資家向け投資信託の投資活動に関する投資運用業務を提供する目的で、一般投資家向け投資信託により、または一般投資家向け投資信託のために任命された事業体をいう。かかる事業体により任命された副投資顧問会社はこれに含まれない。本規則の解釈上、「投資運用業務」には、ケイマン諸島の証券投資業法（改正済）の別表2第3項に規定される活動が含まれる。
- (b) 投資顧問会社を変更する場合には、変更の1か月前までにCIMA、投資家およびその他の業務提供者に当該変更について通知しなければならない。更に、投資顧問会社の取締役を変更する場合には、運用する各一般投資家向け投資信託の運営者（すなわち、場合に応じて、取締役、受託会社またはジェネラル・パートナー）の事前の承認を要する。運営者は、かかる変更について、変更の1か月前までに書面でCIMAに通知することが要求される。
- (c) 本規則第21条は、ミューチュアル・ファンド法に基づいて投資信託免許を取得する条件のひとつとして投資顧問会社を任命する契約に一定の職務が記載されていることを要求している。かかる職務には下記の事項が含まれる。
  - ( ) 一般投資家向け投資信託が受取った申込代金が当該投資信託の設立文書、目論見書および申込契約に従って確実に充当されるようにすること
  - ( ) 一般投資家向け投資信託の資産の売却に際してその純収益が合理的な期限内に確実に保管会社へ送金されるようにすること
  - ( ) 一般投資家向け投資信託の収益が当該投資信託の設立文書、目論見書および申込契約に従って確実に充当されるようにすること
  - ( ) 一般投資家向け投資信託の資産が、当該投資信託の設立文書、目論見書および申込契約に記載される当該投資信託の投資目的および投資制限に従って確実に投資されるようにすること
  - ( ) 保管会社または副保管会社が一般投資家向け投資信託に関する契約上の義務を履行するために必要な情報および指示を合理的な時に提供すること
- (d) 本規則は、現在、一般投資家向け投資信託の投資顧問会社がユニット・トラストに対して投資顧問業務を行っているか、または会社に対して行っているかを区別しており、それに応じて、異なる投資制限が適用されている。
- (e) 投資信託がユニット・トラストである場合、本規則第21条(4)項は投資顧問会社がかかるユニット・トラストのために引受けてはならない業務を以下の通り定めている。
  - ( ) 結果的に当該一般投資家向け投資信託のために空売りされるすべての有価証券の総額がかかる空売りの直後に当該一般投資家向け投資信託の純資産を超過することになる場合、かかる有価証券の空売りを行ってはならない。
  - ( ) 結果的に当該投資信託のために行われる借入れの残高の総額がかかる借入れ直後に当該投資信託の純資産の10%を超えることになる場合、かかる借入れを行ってはならない。ただし、
    - (A) 特殊事情（一般投資家向け投資信託と別の投資信託、投資ファンドまたはそれ以外の種類の集団投資スキームとの合併を含むがそれらに限られない。）において、12か月を超えない期間に限り、本( )項において言及される借入制限を超えてもよいものとし、
    - (B) 1 当該一般投資家向け投資信託が、有価証券の発行手取金のすべてまたは実質的にすべてを不動産の権利を含む不動産に投資するとの方針を有し、
    - 2 投資顧問会社が、当該一般投資家向け投資信託の資産の健全な運営または当該一般投資家向け投資信託の受益者の利益保護のために、かかる制限を超える借入れが必要であると判断する場合、本( )項において言及される借入制限を超えてもよいものとする。
  - ( ) 株式取得の結果、投資顧問会社が運用するすべての投資信託が保有する一会社（投資会社を除く。）の株式総数が、当該会社の発行済議決権付株式総数の50%を超えることになる場合、当該会社の議決権付株式を取得してはならない。
  - ( ) 取引所に上場されていないか、または容易に換金できない投資対象を取得する結果として、取得直後に一般投資家向け投資信託が保有するかかる投資対象の総価値が当該投資信託の純資産価額の15%を超えることになる場合、当該投資対象を取得してはならないが、投資顧問会社は、当該投資対象の評価方法が当該一般投資家向け投資信託の目論見書において明確に開示されている場合、当該投資対象の取得を制限されないものとする。
  - ( ) 当該一般投資家向け投資信託の受益者の利益を損なうか、または当該一般投資家向け投資信託の資産の適切な運用に違反する取引（投資信託の受益者ではなく投資顧問会社もしくは第三者の利益を図る取引を含むが、これらに限られない。）を行ってはならない。
  - ( ) 本人として自社またはその取締役と取引を行ってはならない。

- (f) 一般投資家向け投資信託が会社である場合、本規則第21条(5)項は、投資顧問会社が当該会社のために引受けてはならない業務を以下の通り定めている。
- ( ) 株式取得の結果、当該一般投資家向け投資信託が保有する一会社(投資会社を除く。)の株式総数が、当該会社の発行済議決権付株式総数の50%を超えることになる場合、当該会社の議決権付株式を取得してはならない。
  - ( ) 当該一般投資家向け投資信託が発行するいかなる証券も取得してはならない。
  - ( ) 当該一般投資家向け投資信託の受益者の利益を損なうか、または当該一般投資家向け投資信託の資産の適切な運用に違反する取引(当該一般投資家向け投資信託の受益者ではなく投資顧問会社もしくは第三者の利益を図る取引を含むが、これらに限られない。)を行ってはならない。
- (g) 上記にかかわらず、本規則第21条(6)項は、本規則第21条(4)項または第21条(5)項によって、投資顧問会社が、一般投資家向け投資信託のために、以下に該当する会社、ユニット・トラスト、パートナーシップまたはその他の者のすべてのまたはいずれかの株式、証券、持分またはその他の投資対象を取得することを妨げないことを明記している。
- ( ) 投資信託、投資ファンド、ファンド・オブ・ファンズまたはその他の種類の集団投資スキームである場合
  - ( ) マスター・ファンド、フィーダー・ファンド、その他の類似の組織もしくは会社または事業体のグループの一部を構成している場合
  - ( ) 一般投資家向け投資信託の投資目的または投資戦略を、全般的にまたは部分的に、直接促進する特別目的事業体である場合
- (h) 投資顧問会社は副投資顧問会社を任命することができ、副投資顧問会社を任命する場合は事前にその他の業務提供者、運営者およびCIMAに通知しなければならない。投資顧問会社は副投資顧問会社が履行する業務に関して責任を負う。

#### 14.10 財務報告

- (a) 本規則パート は一般投資家向け投資信託の財務報告に充てられている。一般投資家向け投資信託は、各会計年度が終了してから6か月以内に、監査済財務諸表を織り込んだ財務報告書を作成し、ミューチュアル・ファンド法に従って投資家およびCIMAに配付しなければならない。また中間財務諸表については当該投資信託の設立文書および目論見書の中で投資家に説明した要領で作成し、配付すれば足りる。
- (b) 投資家に配付するすべての関連財務情報および純資産価額を算定するために使用する財務情報は、目論見書に定める一般に認められた会計原則に従って準備されなければならない。
- (c) 本規則第26条では一般投資家向け投資信託の監査済財務諸表に入れるべき最低限の情報を定めている。

#### 14.11 監査

- (a) 一般投資家向け投資信託は監査人を任命し、維持しなければならない。監査人を変更する場合は1か月前までに書面でCIMA、投資家およびサービス提供者に通知しなければならない。また監査人を変更する場合は事前にCIMAの承認を得なければならない。
- (b) 一般投資家向け投資信託は最初に監査人の書面による承認を得ることなく、当該投資信託の監査報告書を公表または配付してはならない。
- (c) 監査人はケイマン諸島以外の法域で一般に認められた監査基準を使用することができ、その際、監査報告書の中にかかる事実および法域の名称を開示しなければならない。
- (d) 監査人は一般投資家向け投資信託の運営者およびその他のサービス提供者から独立していなければならない。

#### 14.12 目論見書

- (a) 本規則パート は、ミューチュアル・ファンド法第4(1)条および第4(6)条に従ってCIMAに届け出られる一般投資家向け投資信託の目論見書に関する最低限の開示要件を定めている。目論見書に重大な変更があった場合もCIMAに届け出なければならない。一般投資家向け投資信託の目論見書は当該投資信託の登記上の事務所またはケイマン諸島に所在するいずれかのサービス提供者の事務所において無料で入手することができなければならない。
- (b) ミューチュアル・ファンド法に定める要件に追加して、本規則第37条は一般投資家向け投資信託の目論見書に関する最低限の開示要件を定めており、以下の詳細が含まれていなければならない。
- ( ) 一般投資家向け投資信託の名称、また会社もしくはパートナーシップの場合はケイマン諸島の登記上の住所
  - ( ) 一般投資家向け投資信託の設立日または設定日(存続期間に関する制限の有無を表示する)
  - ( ) 設立文書および年次報告書または定期報告書の写しを閲覧し、入手できる場所の記述
  - ( ) 一般投資家向け投資信託の会計年度の終了日
  - ( ) 監査人の氏名および住所
  - ( ) 下記の(xx)、(xx)および(xx)に定める者とは別に、一般投資家向け投資信託の業務に重大な関係を有す取締役、役員、名義書換代理人、法律顧問およびその他の者の氏名および営業用住所
  - ( ) 投資信託会社である一般投資家向け投資信託の授権株式および発行済株式資本の詳細(該当する場合は現存する当初株式、設立者株式または経営株式を含む)

- ( ) 証券に付与されている主な権利および制限の詳細(通貨、議決権、清算または解散の状況、券面、名簿への記録等に関する詳細を含む)
- ( ) 該当する場合、証券を上場し、または上場を予定する証券取引所または市場の記述
- ( ) 証券の発行および売却に関する手続および条件
- (x) 証券の償還または買戻しに関する手続および条件ならびに償還または買戻しを中止する状況
- (x) 一般投資家向け投資信託の証券に関する配当または分配金の宣言に関する意向の説明
- (x) 一般投資家向け投資信託の投資目的、投資方針および投資方針に関する制限の説明、一般投資家向け投資信託の重大なリスクの説明、および使用する投資手法、投資商品または借入の権限に関する記述
- (x) 一般投資家向け投資信託の資産の評価に適用される規則の説明
- (x) 一般投資家向け投資信託の発行価格、償還価格または買戻価格の決定(取引の頻度を含む)に適用される規則および価格に関する情報を入手することのできる場所の説明
- (x) 一般投資家向け投資信託から運営者、管理事務代行会社、投資顧問会社、保管会社およびその他のサービス提供者が受取るまたは受取る可能性の高い報酬の支払方法、金額および報酬の計算に関する情報
- (x) 一般投資家向け投資信託とその運営者およびサービス提供者との間の潜在的利益相反に関する説明
- (x) 一般投資家向け投資信託がケイマン諸島以外の法域またはケイマン諸島以外の監督機関もしくは規制機関で登録し、もしくは免許を取得している場合(または登録し、もしくは免許を取得する予定である場合)、その旨の記述
- (x) 投資家に配付する財務報告書の性格および頻度に関する詳細
- (xx) 一般投資家向け投資信託の財務報告書を作成する際に採用した一般に認められた会計原則
- (xx) 以下の記述
  - 「ケイマン諸島金融庁が交付した投資信託免許は、一般投資家向け投資信託のパフォーマンスまたは信用力に関する金融庁の投資家に対する義務を構成しない。またかかる免許の交付にあたり、金融庁は一般投資家向け投資信託の損失もしくは不履行または目論見書に記載された意見もしくは記述の正確性に関して責任を負わないものとする。」
- (xx) 管理事務代行会社(管理事務代行会社の名称、管理事務代行会社の登記上の住所もしくは主たる営業所の住所または両方の住所を含む)
- (xx) 保管会社および副保管会社(下記事項を含む)
  - (A) 保管会社および副保管会社(該当する場合)の名称、保管会社および副保管会社の登記上の住所もしくは主たる営業所の住所または両方の住所
  - (B) 保管会社および副保管会社の主たる事業活動
- (xx) 投資顧問会社(下記事項を含む)
  - (A) 投資顧問会社の取締役の氏名および経歴の詳細ならびに投資顧問会社の登記上の住所もしくは主たる営業所の住所または両方の住所
  - (B) 投資顧問会社のサービスに関する契約の重要な規定
  - (C) ファンドに対する投資家の持分に関するケイマン諸島の法令に定める重要な規定

## 第4【参考情報】

ファンドについては、当計算期間中、以下の書類が関東財務局長に提出されています。

2022年6月30日 有価証券届出書の訂正届出書

## 第5【その他】

該当事項ありません。

## 独立監査人の監査報告書

ノムラ・ファンド・セレクト - ブラックストーン・リアルエステート・インカム・トラスト・ファンドの受託会社としてのマスター・トラスト・カンパニー御中

### 監査意見

我々の意見では、当財務書類は、投資信託に適用されるルクセンブルグにおいて一般に公正妥当と認められた会計原則に準拠して、ノムラ・ファンド・セレクトのシリーズ・トラストであるノムラ・ファンド・セレクト - ブラックストーン・リアルエステート・インカム・トラスト・ファンド（以下「ファンド」という。）の2022年12月31日現在の財務状態、ならびに2022年3月31日（運用開始日）から2022年12月31日までの期間の運用実績および純資産の変動について真実かつ公正に表示しているものと認める。

### 我々が行った監査

ファンドの財務書類は、以下のもので構成される。

- ・ 2022年12月31日現在の純資産計算書
- ・ 2022年12月31日現在の投資有価証券明細表
- ・ 2022年3月31日（運用開始日）から2022年12月31日までの期間の運用計算書
- ・ 2022年3月31日（運用開始日）から2022年12月31日までの期間の純資産変動計算書
- ・ 重要な会計方針およびその他の補足情報を含む財務書類に対する注記

### 意見の根拠

我々は、国際監査基準（以下「ISA」という。）に準拠して監査を行った。当該基準の下での我々の責任については、本報告書の「財務書類の監査に関する監査人の責任」の項において詳述されている。

我々は、我々が入手した監査証拠が監査意見表明のための基礎を得るのに十分かつ適切であると判断している。

### 独立性

我々は国際会計士倫理基準審議会が公表した職業会計士のための国際倫理規程（国際独立性基準を含む。）（以下「IESBA規程」という。）に従ってファンドから独立した立場にある。我々はIESBA規程に従って他の倫理的な義務も果たしている。

### その他の情報

経営陣は、年次報告書を構成するその他の情報（財務書類およびそれに対する我々の監査報告書は含まれない。）に関して責任を負う。

財務書類に対する監査意見は、その他の情報を対象としておらず、我々は、その他の情報に対していかなる形式の結論の保証も表明しない。

財務書類の監査に関する我々の責任は、上記のその他の情報を精読し、当該情報が、財務書類または我々が監査で入手した知識と著しく矛盾していないか、もしくは重要な虚偽表示があると思われるかについて検討することである。我々が実施した調査に基づき、当該情報に重要な虚偽表示があるという結論に達した場合、我々はその事実を報告する義務がある。この点に関し、我々に報告すべき事項はない。

### 財務書類に対する経営陣の責任

経営陣は、投資信託に適用されるルクセンブルグにおいて一般に公正妥当と認められた会計原則に準拠して真実かつ公正に表示された当財務書類の作成、ならびに不正または誤謬のいずれに起因するかを問わず、重要な虚偽表示がない財務書類を作成するために必要であると経営陣が決定する内部統制に関して責任を負う。

財務書類の作成において、経営陣は、ファンドが継続企業として存続する能力を評価し、それが適用される場合には、経営陣がファンドの清算または運用の停止を意図している、もしくは現実的にそれ以外の選択肢がない場合を除き、継続企業の前提に関する事象を適宜開示し、継続企業の会計基準を使用する責任を負う。

## 財務書類の監査に関する監査人の責任

我々の目的は、不正または誤謬のいずれに起因するかを問わず、財務書類に全体として重要な虚偽表示がないかどうかにつき合理的な保証を得ること、および監査意見を含む監査報告書を発行することである。合理的な保証は高度な水準の保証ではあるが、I S A s に準拠して行われる監査が、重要な虚偽表示を常に発見することを保証するものではない。虚偽表示は不正または誤謬により生じることがあり、重要とみなされるのは、単独でまたは全体として、当該財務書類に基づく利用者の経済的意思決定に影響を及ぼすことが合理的に予想される場合である。

I S A s に準拠した監査の一環として、監査全体を通じて、我々は専門的判断を下し、職業的懐疑心を保っている。また、以下も実行する。

- ・不正または誤謬のいずれに起因するかを問わず、財務書類の重要な虚偽表示のリスクを認識および評価し、それらのリスクに対応する監査手続を策定および実行し、我々の監査意見表明のための基礎として十分かつ適切な監査証拠を得る。不正による重要な虚偽表示は共謀、偽造、意図的な削除、不正表示または内部統制の無効化によることがあるため、誤謬による重要な虚偽表示に比べて、見逃すリスクはより高い。
- ・ファンドの内部統制の有効性についての意見を表明するためではなく、状況に適した監査手続を策定するために、監査に関する内部統制を理解する。
- ・使用される会計方針の適切性ならびに経営陣が行った会計上の見積りおよび関連する開示の合理性を評価する。
- ・経営陣が継続企業の前提の会計基準を採用した適切性および、入手した監査証拠に基づき、ファンドが継続企業として存続する能力に重大な疑義を生じさせる可能性のある事象または状況に関連する重要な不確実性の有無について結論を下す。重要な不確実性が存在するという結論に達した場合、我々は、当監査報告書において、財務書類における関連する開示に対して注意喚起し、当該開示が不十分であった場合は、監査意見を修正する義務がある。我々の結論は、当報告書の日付までに入手した監査証拠に基づく。しかし、将来の事象または状況が、ファンドが継続企業として存続しなくなる原因となることがある。
- ・開示を含む財務書類の全体的な表示、構成および内容について、また、財務書類が、適正表示を実現する方法で対象となる取引および事象を表しているかについて評価する。

我々は統治責任者に、特に、計画した監査の範囲および実施時期、ならびに我々が監査中に特定した内部統制における重大な不備を含む重大な監査所見に関して報告する。

## その他の事項

監査意見を含む当報告書は、ファンドの受託会社としてのマスター・トラスト・カンパニーのためのみに、監査契約書の条項に従い作成されたものであり、他の目的はない。我々は、当意見を述べるにあたり、その他の目的に対して、または、我々の事前の書面による明確な同意なしに当報告書が提示される、または当報告書を入手するその他の者に対して責任を負わない。

プライスウォーターハウスクーパース

2023年4月24日

[次へ](#)

## *Independent auditor's report*

To Master Trust Company solely in its capacity as trustee of Nomura Fund Select - Blackstone Real Estate Income Trust Fund

### *Our opinion*

In our opinion, the financial statements give a true and fair view of the financial position of Nomura Fund Select - Blackstone Real Estate Income Trust Fund (the Series Trust), a series trust of Nomura Fund Select, as at December 31, 2022, and of the results of its operations and changes in its net assets for the period from March 31, 2022 (date of commencement of operations) to December 31, 2022 in accordance with generally accepted accounting principles in Luxembourg applicable to investment funds.

### *What we have audited*

The Series Trust's financial statements comprise:

- the statement of net assets as at December 31, 2022;
- the statement of investments as at December 31, 2022;
- the statement of operations for the period from March 31, 2022 (date of commencement of operations) to December 31, 2022;
- the statement of changes in net assets for the period from March 31, 2022 (date of commencement of operations) to December 31, 2022; and
- the notes to the financial statements, which include significant accounting policies and other explanatory information.

### *Basis for opinion*

We conducted our audit in accordance with International Standards on Auditing (ISAs). Our responsibilities under those standards are further described in the *Auditor's responsibilities for the audit of the financial statements* section of our report.

We believe that the audit evidence we have obtained is sufficient and appropriate to provide a basis for our opinion.

### *Independence*

We are independent of the Series Trust in accordance with the International Code of Ethics for Professional Accountants (including International Independence Standards) issued by the International Ethics Standards Board for Accountants (IESBA Code). We have fulfilled our other ethical responsibilities in accordance with the IESBA Code.

### *Other information*

Management is responsible for the other information. The other information comprises the Annual Report (but does not include the financial statements and our auditor's report thereon).

Our opinion on the financial statements does not cover the other information and we do not express any form of assurance conclusion thereon.

In connection with our audit of the financial statements, our responsibility is to read the other information identified above and, in doing so, consider whether the other information is materially inconsistent with the financial statements or our knowledge obtained in the audit, or otherwise appears to be materially misstated. If, based on the work we have performed, we conclude that there is a material misstatement of this other information, we are required to report that fact. We have nothing to report in this regard.

## Responsibilities of management for the financial statements

Management is responsible for the preparation of the financial statements that give a true and fair view in accordance with generally accepted accounting principles in Luxembourg applicable to investment funds, and for such internal control as management determines is necessary to enable the preparation of financial statements that are free from material misstatement, whether due to fraud or error.

In preparing the financial statements, management is responsible for assessing the Series Trust's ability to continue as a going concern, disclosing, as applicable, matters related to going concern and using the going concern basis of accounting unless management either intends to liquidate the Series Trust or to cease operations, or has no realistic alternative but to do so.

## Auditor's responsibilities for the audit of the financial statements

Our objectives are to obtain reasonable assurance about whether the financial statements as a whole are free from material misstatement, whether due to fraud or error, and to issue an auditor's report that includes our opinion. Reasonable assurance is a high level of assurance, but is not a guarantee that an audit conducted in accordance with ISAs will always detect a material misstatement when it exists. Misstatements can arise from fraud or error and are considered material if, individually or in the aggregate, they could reasonably be expected to influence the economic decisions of users taken on the basis of these financial statements.

As part of an audit in accordance with ISAs, we exercise professional judgment and maintain professional scepticism throughout the audit. We also:

- Identify and assess the risks of material misstatement of the financial statements, whether due to fraud or error, design and perform audit procedures responsive to those risks, and obtain audit evidence that is sufficient and appropriate to provide a basis for our opinion. The risk of not detecting a material misstatement resulting from fraud is higher than for one resulting from error, as fraud may involve collusion, forgery, intentional omissions, misrepresentations, or the override of internal control.
- Obtain an understanding of internal control relevant to the audit in order to design audit procedures that are appropriate in the circumstances, but not for the purpose of expressing an opinion on the effectiveness of the Series Trust's internal control.
- Evaluate the appropriateness of accounting policies used and the reasonableness of accounting estimates and related disclosures made by management.
- Conclude on the appropriateness of management's use of the going concern basis of accounting and, based on the audit evidence obtained, whether a material uncertainty exists related to events or conditions that may cast significant doubt on the Series Trust's ability to continue as a going concern. If we conclude that a material uncertainty exists, we are required to draw attention in our auditor's report to the related disclosures in the financial statements or, if such disclosures are inadequate, to modify our opinion. Our conclusions are based on the audit evidence obtained up to the date of our auditor's report. However, future events or conditions may cause the Series Trust to cease to continue as a going concern.
- Evaluate the overall presentation, structure and content of the financial statements, including the disclosures, and whether the financial statements represent the underlying transactions and events in a manner that achieves fair presentation.

We communicate with those charged with governance regarding, among other matters, the planned scope and timing of the audit and significant audit findings, including any significant deficiencies in internal control that we identify during our audit.

## Other matter

This report, including the opinion, has been prepared for and only for Master Trust Company solely in its capacity as trustee of the Series Trust in accordance with the terms of our engagement letter and for no other purpose. We do not, in giving this opinion, accept or assume responsibility for any other purpose or to any other person to whom this report is shown or into whose hands it may come save where expressly agreed by our prior consent in writing.

PricewaterhouseCoopers

April 24, 2023

---

( ) 上記は、監査報告書の原本に記載された事項を電子化したものであり、その原本は本書提出代理人が別途保管しています。

[次へ](#)

## 独立監査人の監査報告書

グローバル・ファンズ・トラスト・カンパニー  
取締役会 御中

## 財務諸表の監査報告書

## 監査意見

我々は、グローバル・ファンズ・トラスト・カンパニー（以下、「貴社」という。）の2022年3月31日現在の貸借対照表および同日に終了した年度の損益計算書、ならびに重要な会計方針の要約を含む財務書類に対する注記で構成される、財務諸表について監査を行った。

我々の意見では、添付の財務諸表は、ルクセンブルグにおいて一般に認められた会計原則に準拠して、貴社の2022年3月31日現在の財務状態および同日に終了した年度の財務実績についてすべての重要な点において公正に表示しているものと認める。

## 意見の根拠

我々は、国際監査基準（以下、「I S A s」という。）に準拠して監査を行った。当該基準の下での我々の責任については、本報告書の「財務諸表の監査に関する監査人の責任」の項において詳述されている。我々は国際会計士倫理基準審議会の職業会計士のための国際倫理規程（国際独立性基準を含む。）（以下、「I E S B A 規程」という。）に従って貴社から独立した立場にあり、我々はI E S B A 規程に従って他の倫理的な義務も果たしている。我々は、我々が入手した監査証拠が監査意見表明のための基礎を得るのに十分かつ適切であると判断している。

## その他の情報

経営陣は、貴社の管理、管理事務および独立監査人の情報を構成するその他の情報に関して責任を負う。

財務諸表に対する我々の監査意見は、その他の情報を対象としておらず、我々は、その他の情報に対していかなる形式の結論の保証も表明しない。

財務諸表の監査に関する我々の責任は、その他の情報を精読し、当該情報が、財務諸表または我々が監査で入手した知識と著しく矛盾していないか、もしくは重要な虚偽表示があると思われるかについて検討することである。我々が実施した調査に基づき、当該情報に重要な虚偽表示があるという結論に達した場合、我々はその事実を報告する義務がある。この点に関し、我々に報告すべき事項はない。

## 財務諸表に対する経営陣および取締役会の責任

経営陣は、ルクセンブルグにおいて一般に認められた会計原則に準拠して当財務諸表の作成および適正表示、ならびに不正または誤謬のいずれに起因するかを問わず、重要な虚偽表示がない財務諸表を作成するために必要であると経営陣が決定する内部統制に関して責任を負う。

財務諸表の作成において、経営陣は、貴社が継続企業として存続する能力を評価し、それが適用される場合には、経営陣が貴社の清算または運営の停止を意図している、もしくは現実的にそれ以外の選択肢がない場合を除き、継続企業の前提に関する事象を適宜開示し、継続企業の会計基準を使用する責任を負う。

取締役会は、貴社の財務報告プロセスの監督に責任を負う。

## 財務諸表の監査に関する監査人の責任

当報告書は、取締役会のためにのみ作成されている。我々の監査業務は、我々が監査報告書で述べることが求められている事項を取締役に述べるために引き受けており、それ以外の目的はない。法の許す最大限の範囲で、我々は、我々の監査業務、当報告書、または我々が形成する意見に関して、貴社および取締役会以外に誰に対しても責任を引受けずまた負わない。

我々の目的は、不正または誤謬のいずれに起因するかを問わず、財務諸表に全体として重要な虚偽表示がないかどうかにつき合理的な保証を得ること、および監査意見を含む監査報告書を発行することである。合理的な保証は高い水準の保証ではあるが、I S A s に準拠して行われる監査が、重要な虚偽表示を常に発見することを保証するものではない。虚偽表示は不正または誤謬により生じることがあり、重要とみなされるのは、単独または全体として、当該財務諸表に基づく利用者の経済的意思決定に影響を及ぼすことが合理的に予想される場合である。

I S A s に準拠した監査の一環として、監査全体を通じて、我々は専門的判断を下し、職業的懐疑心を保っている。また、以下も実行する。

- ・不正または誤謬のいずれに起因するかを問わず、財務諸表の重要な虚偽表示のリスクを認識および評価し、それらのリスクに対応する監査手続を策定および実行し、我々の監査意見表明のための基礎として十分かつ適切な監査証拠を得る。不正による重要な虚偽表示は共謀、偽造、意図的な削除、不正表示または内部統制の無効化によることがあるため、誤謬による重要な虚偽表示に比べて、見逃すリスクはより高い。
- ・貴社の内部統制の有効性についての意見を表明するためではなく、状況に適した監査手続を策定するために、監査に関する内部統制を理解する。
- ・使用される会計方針の適切性ならびに経営陣が行った会計上の見積りおよび関連する開示の合理性を評価する。
- ・経営陣が継続企業の前提の会計基準を採用した適切性および、入手した監査証拠に基づき、貴社が継続企業として存続する能力に重大な疑義を生じさせる可能性のある事象または状況に関連する重要な不確実性の有無について結論を下す。重要な不確実性が存在するという結論に達した場合、我々は、当報告書において、財務諸表における関連する開示に対して注意喚起し、当該開示が不十分であった場合は、監査意見を修正する義務がある。我々の結論は、当報告書の日付までに入手した監査証拠に基づく。しかし、将来の事象または状況が、貴社が継続企業として存続しなくなる原因となることがある。
- ・開示を含む財務諸表の全体的な表示、構成および内容について、また、財務諸表が、適正表示を実現する方法で対象となる取引および事象を表しているかについて評価する。

我々は取締役会に、特に、計画した監査の範囲および実施時期、ならびに我々が監査中に特定した内部統制における重大な不備を含む重大な監査所見に関して報告する。

アーンスト・アンド・ヤング・リミテッド

グランド・ケイマン、ケイマン諸島

2022年6月24日

[次へ](#)

## Independent Auditor's Report

The Board of Directors  
Global Funds Trust Company

## Report on the Audit of the Financial Statements

## Opinion

We have audited the financial statements of Global Funds Trust Company (the "Company"), which comprise the balance sheet as at March 31, 2022, and the profit and loss account for the year then ended, and notes to the financial statements, including a summary of significant accounting policies.

In our opinion, the accompanying financial statements present fairly, in all material respects, the financial position of the Company as at March 31, 2022, and its financial performance for the year then ended in accordance with accounting principles generally accepted in Luxembourg.

## Basis for Opinion

We conducted our audit in accordance with International Standards on Auditing (ISAs). Our responsibilities under those standards are further described in the *Auditor's responsibilities for the audit of the financial statements* section of our report. We are independent of the Company in accordance with the International Ethics Standards Board for Accountants' *International Code of Ethics for Professional Accountants (including International Independence Standards)* (IESBA Code), and we have fulfilled our other ethical responsibilities in accordance with the IESBA Code. We believe that the audit evidence we have obtained is sufficient and appropriate to provide a basis for our opinion.

## Other Information

Other information consists of the information included in the Company's management, administration and independent auditors information. Management is responsible for the other information.

Our opinion on the financial statements does not cover the other information and we do not express any form of assurance conclusion thereon.

In connection with our audit of the financial statements, our responsibility is to read the other information and, in doing so, consider whether the other information is materially inconsistent with the financial statements or our knowledge obtained in the audit or otherwise appears to be materially misstated. If, based on the work we have performed, we conclude that there is a material misstatement of this other information, we are required to report that fact. We have nothing to report in this regard.

## Responsibilities of Management and the Board of Directors for the Financial Statements

Management is responsible for the preparation and fair presentation of the financial statements in accordance with accounting principles generally accepted in Luxembourg, and for such internal control as management determines is necessary to enable the preparation of financial statements that are free from material misstatement, whether due to fraud or error.

In preparing the financial statements, management is responsible for assessing the Company's ability to continue as a going concern, disclosing, as applicable, matters related to going concern and using the going concern basis of accounting unless management either intends to liquidate the Company or to cease operations, or has no realistic alternative but to do so.

The Board of Directors is responsible for overseeing the Company's financial reporting process.

## Auditor's Responsibilities for the Audit of the Financial Statements

This report is made solely to the Board of Directors, as a body. Our audit work has been undertaken so that we might state to the Board of Directors those matters we are required to state to them in an auditor's report and for no other purpose. To the fullest extent permitted by law, we do not accept or assume responsibility to anyone other than the Company and the Board of Directors as a body, for our audit work, for this report, or for the opinion we have formed.

Our objectives are to obtain reasonable assurance about whether the financial statements as a whole are free from material misstatement, whether due to fraud or error, and to issue an auditor's report that includes our opinion. Reasonable assurance is a high level of assurance, but is not a guarantee that an audit conducted in accordance with ISAs will always detect a material misstatement when it exists. Misstatements can arise from fraud or error and are considered material if,

individually or in the aggregate, they could reasonably be expected to influence the economic decisions of users taken on the basis of these financial statements.

As part of an audit in accordance with ISAs, we exercise professional judgment and maintain professional skepticism throughout the audit. We also:

- Identify and assess the risks of material misstatement of the financial statements, whether due to fraud or error, design and perform audit procedures responsive to those risks, and obtain audit evidence that is sufficient and appropriate to provide a basis for our opinion. The risk of not detecting a material misstatement resulting from fraud is higher than for one resulting from error, as fraud may involve collusion, forgery, intentional omissions, misrepresentations, or the override of internal control.
- Obtain an understanding of internal control relevant to the audit in order to design audit procedures that are appropriate in the circumstances, but not for the purpose of expressing an opinion on the effectiveness of the Company's internal control.
- Evaluate the appropriateness of accounting policies used and the reasonableness of accounting estimates and related disclosures made by management.
- Conclude on the appropriateness of management's use of the going concern basis of accounting and, based on the audit evidence obtained, whether a material uncertainty exists related to events or conditions that may cast significant doubt on the Company's ability to continue as a going concern. If we conclude that a material uncertainty exists, we are required to draw attention in our auditor's report to the related disclosures in the financial statements or, if such disclosures are inadequate, to modify our opinion. Our conclusions are based on the audit evidence obtained up to the date of our auditor's report. However, future events or conditions may cause the Company to cease to continue as a going concern.
- Evaluate the overall presentation, structure and content of the financial statements, including the disclosures, and whether the financial statements represent the underlying transactions and events in a manner that achieves fair presentation.

We communicate with the Board of Directors regarding, among other matters, the planned scope and timing of the audit and significant audit findings, including any significant deficiencies in internal control that we identify during our audit.

Ernst & Young Ltd.

Grand Cayman, Cayman Islands

June 24, 2022

---

( ) 上記は、監査報告書の原本に記載された事項を電子化したものであり、その原本は本書提出代理人が別途保管しています。