

オープンエンド型 不動産私募ファンドにおける 法的論点の概要



糸川 貴視

長島・大野・常松法律事務所
パートナー



半谷 駿介

長島・大野・常松法律事務所
アソシエイト

1. はじめに

投資家から資金を集めてプールした上、不動産に投資して運用し、その収益を投資家に分配する、いわゆる運用型（ゴーイングコンサーン型）の不動産ファンドとしては、現在においても上場REIT及び私募REITが主流となっている。もっとも、これらに加えて、2019年11月に国内に初めてオープンエンド型不動産私募ファンド（以下「OEF」という。）が登場した^{注1}。その後も、国内においていくつかOEFが組成される動きが見られ^{注2}、また、2022年2月には投資法人のスポンサーがOEFの組成準備の着手を発表する等、投資家層の拡大に寄与する新たな長

期運用型ファンドとして、不動産分野におけるOEFに対する注目は高まっている。

そこで本稿では、OEFの概要、私募REIT及び上場REITとの差異、ストラクチャー上の主要な留意点について概略を解説する。

2. OEFの概要

(1) OEFのスキーム

まず、OEFにおけるスキームイメージは図表1のとおりである^{注3}。

OEFは、合同会社（GK）と投資事業有限責任組合（LPS）^{注4}を併用するスキーム（いわゆるGK-TK-

注1

ラサール不動産投資顧問株式会社「ラサール、オープン・エンド型私募コアファンド「ラサール・ジャパン・プロパティ・ファンド」運用開始」（2019年11月18日）（<https://www.japan.lasalle.com/JP/ニュース/11-18-2019-ラサール、オープン・エンド型私募コアファン>）

注2

日本GLP株式会社の「日本最大のオープンエンド型私募物流ファンドを設立」（2020年8月25日）（<https://www.glp.com/jp/press/detail.php?n=161>）、大和ハウス工業株式会社の「「大和ハウスロジスティクスコアファンド」設立の検討を開始します」（2020年8月28日）（<https://www.daiwahouse.com/about/release/house/20200827160452.html>）

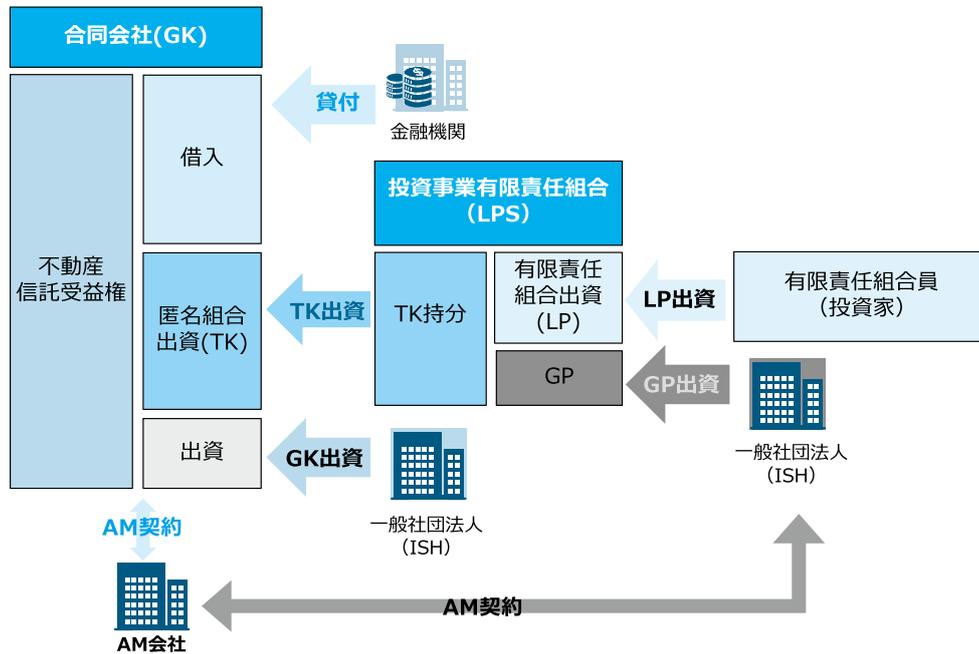
注3

国内において組成されている各OEFの公表資料を基に作成。OEFスキームは、図表1の他にも関係者に応じたバリエーションが有り得ると思われるが、以下ではかかるスキームを前提として概説する。

注4

投資事業有限責任組合契約に関する法律に基づく投資事業有限責任組合が利用されるほか、シンガポール法やケイマン法等海外法に基づくリミテッド・パートナーシップが利用されることも想定されるが、本稿では投資事業有限責任組合を前提に議論する。

図表 1 OEF スキームイメージ



LPSスキーム)であり、資産(不動産信託受益権^{注5})保有のビークルとして合同会社(GK)を設立するとともに、投資家からの出資先の受け皿として別途投資事業有限責任組合(LPS)を組成し、投資家は、投資事業有限責任組合(LPS)に対して、出資(LP出資)を行うことで有限責任組合員(LP)となる。当該投資事業有限責任組合(LPS)は、合同会社(GK)に対して匿名組合出資(TK出資)を行う。

倒産隔離等の観点から、合同会社(GK)の業務執行社員及び投資事業有限責任組合(LPS)の無限責任組合員(GP)には一般社団法人を活用し、AM会社は、合同会社(GK)及び投資事業有限責任組合(LPS)の無限責任組合員(GP)である一般社団法人との間でAM契約を締結し、通常は投資助言業務を行うこととなる。

組成された合同会社(GK)は、投資家が有限責任組合出資(LP出資)を行った投資事業有限責任組合(LPS)による出資金と金融機関からの借入金により、

不動産信託受益権の取得・運用を行い、当該運用によって得られた利益につき、投資事業有限責任組合(LPS)を通じて投資家に配分する。

(2) 国内におけるOEF実例

国内においては、2019年11月にラサール・ジャパンプロパティ・ファンドが登場して以降、2020年8月にGLP Japan Income Fundの設立が、同年12月に大和ハウス・ロジスティクス・コア・ファンドの設立がなされ、現時点では、図表2に示すとおり^{注6}、合計で3銘柄のOEFが国内において組成・運用されている。

3. 私募REIT及び上場REITとの差異

OEFは上場REITや私募REITと同様、あらかじめ定められた投資方針に従って不動産運用を行

注5 合同会社(GK)は、不動産特定共同事業の許可及び宅地建物取引業の免許の取得を回避するため、信託受益権で保有する。

注6 国内において組成されている各OEFの公表資料を基に作成。

う運用型(ゴーイングコンサーン型)の不動産ファンドであり、投資対象についてはファンド毎に決定がなされる。一方で、上場REITと異なり、非上場であるため株式市場による株価変動リスクがなく、また、投資信託及び投資法人に関する法律(以下「投信法」という。)に基づき設立される私募REITや上場REITと異なり、合同会社(GK)と投資事業有限責任組合(LPS)を併用するスキームのため、投信法上のガバナンス規制は適用されず、合同会社(GK)に認められる広い定款自治の下、柔軟な組織設計が可能である。

その他各ファンドの特徴は図表3のとおりである。

4. 実務上の法的留意点

(1) 投資家数

匿名組合出資(TK出資)、有限責任組合出資(LP出資)に基づく権利は、金融商品取引法(以下「金商法」という。)第2条第2項第5号に基づく、いわゆる二項有価証券(みなし有価証券)に該当する。

二項有価証券の私募は、取得勧誘により当該有価証券を所有することとなる者が499名以下までの

図表2 国内における OEF 実例 (開始年月)

特化型	2銘柄 (いずれも物流)	<ul style="list-style-type: none"> - GLP Japan Income Fund (2020年8月) - 大和ハウス・ロジスティクス・コア・ファンド (2020年12月)
マルチ型	1銘柄	<ul style="list-style-type: none"> - ラサール・ジャパンプロパティ・ファンド (2019年11月)

出典：公表資料を基に作成

図表3 各ファンドの比較

	OEF	私募REIT	上場REIT
銘柄 (2022年8月末現在)	3銘柄(うち外資スポンサー2銘柄)	42銘柄	61銘柄
組織	<ul style="list-style-type: none"> ・最も柔軟 ・その分信用力はスポンサーに直結 	<ul style="list-style-type: none"> ・投信法上投資法人のガバナンス 	<ul style="list-style-type: none"> ・投信法上投資法人のガバナンス ・東証上場ルールによるガバナンス ・開示による透明性
投資家属性	<ul style="list-style-type: none"> ・オープンエンドではあるものの、原則は長期保有 ・プロ向け 	<ul style="list-style-type: none"> ・オープンエンドではあるものの、原則は長期保有 ・プロ向け 	<ul style="list-style-type: none"> ・市場流通が前提であるため、長期保有だけでなく短期保有も ・プロ・個人投資家いずれも
分配	<ul style="list-style-type: none"> ・LPS契約等に応じて設計可能であり、投資家の出資期間に応じた比例分配が可能 	<ul style="list-style-type: none"> ・投信法に基づき、期末時点の投資家に対して同額の一律での分配を実施 	<ul style="list-style-type: none"> ・投信法に基づき、期末時点の投資家に対して同額の一律での分配を実施
資金調達	<ul style="list-style-type: none"> ・キャピタルコール方式での調達も可能 	<ul style="list-style-type: none"> ・私募毎に投資家需要を調査する必要あり ・上場による価格変動リスクを回避しつつ、ガバナンス面を意識する投資家層からの需要 	<ul style="list-style-type: none"> ・様々な投資家ニーズを幅広く取り込むことが可能 ・資金調達環境は株式市場での影響大

有価証券の取得勧誘とされており^{注7}、また、二項有価証券の継続開示義務の外形基準も、有価証券の所有者が499名以下かで判断される^{注8}ため、発行開示規制、継続開示規制を回避する^{注9}ためには、有限責任組合員(投資家)を499名以下にする必要がある^{注10}。そこで、OEFスキームにおいては、投資家の出資先を合同会社(GK)ではなく投資事業有限責任組合(LPS)とし、投資事業有限責任組合(LPS)を併設して組成することで合計の有限責任組合員(投資家)を499名以上とすることも可能となり得る。但し、この点について金融庁は、「無限責任組合員を同じくする複数の組合」について、「形式的には別の組合契約等に基づく権利であっても、当該組合等が行う出資対象事業が同一であるような場合には、有価証券の募集・売出しへの該当性の判断に当たっては、これらの組合等の持分は同一の有価証券と認められる可能性がある」との見解^{注11}や、法の解釈に当たって「法を潜脱する目的で組成されたようなもの」ではないか、「個別事例ごとに実態に即して実質的に判断されるべきもの」との見解^{注12}を

明らかにしているため、実際に並行して投資事業有限責任組合(LPS)を組成して運用を行う場合には、実質的にもそれらの組合持分が別個の有価証券であるといえるような実態を備える必要があることに留意が必要である^{注13}。

(2) 適格機関投資家等特例業務に関する特例

OEFにおける投資事業有限責任組合(LPS)の無限責任組合員(GP)は、有限責任組合出資(LP出資)に基づく権利(LP出資持分)の私募取扱いについては私募取扱証券会社に委託することが想定され、集団投資スキーム持分における自己募集規制の問題は回避可能であるが、投資事業有限責任組合(LPS)の自己運用を行うこととなるため、原則として投資運用業の登録が必要となる^{注14}。

もっとも、上記2(2)に記載のとおり、OEFの国内実例においては、投資事業有限責任組合(LPS)について適格機関投資家等特例業務に関する特例(以下「適格機関投資家等特例」という。)^{注15}が用いられている^{注16}。適格機関投資家等特例に該当する

注 7

金商法第2条第3項第3号、金融商品取引法施行令(以下「金商法施行令」という。)第1条の7の2。なお、二項有価証券の場合、500名以上の者に勧誘をしても、所有することとなる者の数が500名未満に制限されていれば有価証券の募集には該当しない。

注 8

金商法第24条第1項第4号、金商法施行令第3条の6第6項第2号

注 9

二項有価証券は原則として開示規制の適用除外とされているものの、主として「出資又は拠出した金銭その他の財産の価額の合計額の百分の五十を超える額を充てて有価証券に対する投資を行う出資対象事業」については開示規制の対象とされており(金商法第3条第3号イ(1)、金商法施行令第2条の9第1項)、OEFスキームにおいては有価証券がその投資対象であるため、開示規制の適用除外とはならない。

注 10

なお、複数の取得勧誘が行われ、それぞれの取得勧誘に応じることによって所有することとなる者が499名以下であって募集に該当しない場合でも、その有価証券(同一の種類の有価証券)の事業年度の末日における所有者数が499名以上となる場合には、有価証券報告書の提出義務が生じる点に留意が必要である(金商法第24条第1項第4号、金商法施行令第3条の6第6項第2号)。

注 11

2007年7月31日付「コメントの概要及びコメントに対する金融庁の考え方」29頁(No.51)

注 12

2007年7月31日付「コメントの概要及びコメントに対する金融庁の考え方」29頁(No.49)

注 13

例えば、各組合の投資決定が実質的にそれぞれ別個に行われるようにすること等が考えられる。

注 14

金商法第2条第8項第15号八、第28条第4項第3号、第29条

注 15

金商法第63条第1項

注 16

投資運用業の登録を回避する方法としては、適格機関投資家等特例を用いるほか、投資運用業者であるAM会社との間で投資一任契約を締結し、AM会社に対して運用権限の全部を委託することも考えられる(金商法第2条第8項括弧書、金商法施行令第1条の8の6第1項第4号、金融商品取引法第二条に規定する定義に関する内閣府令第16条第1項第10号)。その場合には、同条に定める要件を満たすほか、AM会社の業務方法書(金商法29条の2第2項第2号)が当該業務に対応していること等が必要となる。

場合には、投資運用業の登録が免除されること、当該特例の要件として、無限責任組員(GP)の業務が「適格機関投資家等」から出資・拠出された金銭の運用を行う業務に該当する必要がある^{注17}。そして、「適格機関投資家等」とは1名以上の適格機関投資家及び49名以下の適格機関投資家以外の者で政令で定める者^{注18}をいうとされており^{注19}、適格機関投資家等特例を用いる場合には、上記(1)に記載の開示規制に基づく49名以下という制限に加えて、有限責任組員(投資家)について、適格機関投資家を1名以上、適格機関投資家以外の者で政令で定める者(特例業務対象投資家)を49名以下とする必要がある。

(3) 会計上のオフバランスの成否

OEFスキームにおいてはセームポート出資も可能であるが、スポンサー企業がGK取得物件のオリジネーターである場合、投資法人スキームと異なり、OEFスキームにおいては日本公認会計士協会が公表している「特別目的会社を活用した不動産の流動化に係る譲渡人の会計処理に関する実務指針」が適用される。

そこで、かかる場合にセームポート出資を行う場合、金額についてはオフバランス要件(いわゆる5%ルール)^{注20}を満たすよう留意が必要となる。

(4) LPS契約

OEFスキームにおいては、投資事業有限責任組合(LPS)と投資家との間でLPS契約を締結することとなるが、当該契約において、私募REITにおける払戻設計(組合持分の払戻を行う旨、当該払戻に係る手続き、払戻しの金額等の設計)を組み入れることで、私募REITと同様の仕組みとしてオープンエンド型とすることが想定されている。

また、LPS契約においてはキャピタルコール方式^{注21}の設定が可能であり、かかる方式により、より機動的・安定的な資金調達が可能であるとされる。

OEFの組成に当たっては、これらの特徴を踏まえた上で、具体的なLPS契約の内容を検討していく必要がある。

(5) 組織体制・運用体制上の留意点

OEFスキームも、いわゆる運用型(ゴーイングコンサーン型)の不動産ファンドとして、AM会社には、投資法人スキームにおける資産運用会社と同様の運用体制の整備が求められる。具体的に留意すべき主な点としては、既存の不動産ファンド事業との関係での利益相反・スポンサー等との利害関係人等取引に係る弊害防止措置を構築することが求められる。すなわち、独立した意思決定プロセスが構築されているか、物件取得機会が競合する場合の処理方法(いわゆるローテーションルール等)の策定等が求められる。

注 17

金商法第63条第1項第2号、第2条第8項第15号八

注 18

投資判断能力を有すると見込まれる一定の者として、金商法施行令第17条の12第1項、第2項に定める適格機関投資家以外の者(いわゆる特定業務対象投資家)をいう。

注 19

金商法第63条第1項第1号、金商法施行令第17条の12第1項、第2項、第3項

注 20

「リスクと経済価値の移転についての判断に当たっては、リスク負担を流動化する不動産がその価値の全てを失った場合に生ずる損失であるとして、以下に示したリスク負担割合によって判定し、流動化する不動産の譲渡時の適正な価額(時価)に対するリスク負担の金額の割合がおおむね5%の範囲内であれば、リスクと経済価値のほとんど全てが他の者に移転しているものとして取り扱う」とするルールをいう(日本公認会計士協会「特別目的会社を活用した不動産の流動化に係る譲渡人の会計処理に関する実務指針」会計制度委員会報告第15号4頁)。

注 21

投資家が、あらかじめ決められた期間内・出資確約額の範囲内で、無限責任組員(GP)の要請に応じて、ファンドに対して段階的に資金提供を行う方式をいう。

5. おわりに

以上、実際の運用ファンドを念頭に、OEFの概略、私募REIT及び上場REITとの差異、ストラクチャー上の主要な留意点について概説した。

未だ国内におけるOEF組成数は限られており、また、その運用年数も短い。本稿では、公表資料を

ベースに主要な論点を紹介しているにとどまるが、今後も投資法人スキームと同様、実際の運用に応じた実務上の留意点が生じることも想定され、また、新たなOEFストラクチャーの組成に伴う法的論点につき検討すべき事項も想定されるため、今後の進展にも注目する必要がある。

後注：本稿のうち意見に係る部分は筆者らの個人的な見解であり、筆者らが現在及び過去において所属する団体の見解を述べたものではないことに留意されたい。

いとかわ たかし

長島・大野・常松法律事務所パートナー。J-REITを含む様々な発行体による有価証券の発行案件、買収ファイナンス、証券化、ストラクチャーファイナンス等のファイナンス取引及びこれらに関連するファイナンス規制を中心に取扱う。また、不動産取引、M&Aを含む企業法務全般にわたり幅広く助言を行っている。

2006年京都大学法学部卒業。2008年京都大学法科大学院修了、京都大学大学院医学研究科「医学領域」産学連携推進機構勤務。2009年弁護士登録（第一東京弁護士会）、長島・大野・常松法律事務所入所。2015年Duke University School of Law卒業（LL.M.）。2015年～2017年三井不動産株式会社勤務。

はんや しゅんすけ

J-REITを含む様々な発行体による国内外での株式・社債その他の証券の発行、株式の新規公開（IPO）を始めとするキャピタル・マーケット案件を中心に、金融規制法、証券化、公開買付規制・インサイダー取引規制・開示規制に関する助言その他上場会社等に対し幅広く助言等をおこなっている。その他、不動産取引、コンプライアンス等を含む様々な分野を取り扱っている。

2015年慶應義塾大学法学部法律学科卒業。2016年弁護士登録（第一東京弁護士会）、長島・大野・常松法律事務所入所。2020年～2022年BofA証券会社勤務。