



## 不動産ファンド・リート間における不動産信託受益権の相互間取引に係る規制緩和 執筆者: 仮屋 真人、原 光毅

### 1 はじめに

金融庁は、2019年3月20日に金融商品取引業等に関する内閣府令等の一部を改正する内閣府令(案)を公表し、その後2019年4月19日まで実施されたパブリックコメント募集の手続きを経て、2019年6月5日に同案に基づく内閣府令<sup>1</sup>(以下「改正府令」といい、改正府令による改正前の金融商品取引業等に関する内閣府令を「改正前業府令」といいます。)が公布・施行されました。改正府令による改正の一つとして、不動産ファンド<sup>2</sup>・投資法人(「リート」)間における不動産信託受益権の相互間取引<sup>3</sup>に関する規制緩和が行われ、不動産ファンド・リートについて、権利者がいづれも適格機関投資家のみによって構成される場合に限り、不動産信託受益権の相互間取引を行うための権利者の同意要件が全権利者の3分の2以上の同意で足りるよう変更されました。

かかる変更は特に私募リートの実務に影響を与えるものであり、本稿では、この点を中心に、上記不動産ファンド・リート間における不動産信託受益権の相互間取引に関する同意取得要件の緩和について解説いたします。

### 2 改正前の規制及び改正の背景

金融商品取引法第42条の2第1項第2号では、金融商品取引業者等がその行う投資運用業に関して運用財産相互間において取引を行うことが禁止されます<sup>4</sup>。かかる規制は、忠実義務又は利益相反防止の観点から、一方の運用財産の権利者に利益を

<sup>1</sup> 令和元年内閣府令第9号

<sup>2</sup> 本稿では、GK-TKスキームやTMKスキームを典型とするSPVを利用して不動産信託受益権に対する投資を行うスキームのうち、特にSPCがアセット・マネージャーとの間で金融商品取引法第2条第8項第12号ロに掲げる投資一任契約を締結して運用を行う私募ファンドを想定します。

<sup>3</sup> 金融商品取引法第42条の2第1項第2号所定の運用財産相互間の取引を不動産信託受益権を対象として行うことをいいます。

<sup>4</sup> なお、かかる規制は、適格機関投資家等特例業務を行う特例業務届出者にも適用されます(金融商品取引法第63条第11項)。

本ニューズレターは法的助言を目的とするものではなく、個別の案件については当該案件の個別の状況に応じ、日本法または現地法弁護士の適切な助言を求めて頂く必要があります。また、本稿に記載の見解は執筆担当者の個人的見解であり、当事務所または当事務所のクライアントの見解ではありません。

本ニューズレターに関する一般的なお問い合わせは、下記までご連絡ください。

西村あさひ法律事務所 広報室 (Tel: 03-6250-6201 E-mail: [newsletter@jurists.co.jp](mailto:newsletter@jurists.co.jp))

もたらし、他方の運用財産の権利者にとって不利益となる取引が行われるおそれがある行為を禁止しようとした趣旨によるものと考えられています<sup>5</sup>。

かかる原則には改正前業府令においてすでに例外が認められており、そのうち不動産信託受益権の相互間取引について利用可能な適用除外規定<sup>6</sup>では、①個別の取引ごとに双方の運用財産の全ての権利者に当該取引の内容及び当該取引を行おうとする理由の説明を行い、当該全ての権利者の同意を得ることが原則として必要とされ(以下「同意取得要件」といいます。)、②かかる相互間取引が不動産ファンド間で行われる場合には、さらなる例外規定として、一定の要件のもとで同意取得要件が全権利者の4分の3まで緩和されていました<sup>7</sup>。

他方、改正前業府令ではリートとの関係について②のような緩和措置は設けられていませんでした。そのため、改正前業府令のもとでは、リート(正確にはその運用を行う資産運用会社)が不動産信託受益権の相互間取引を行うためには、①の例外のもと、全ての権利者から同意を取得することが必須とされるところ、リートに係る「権利者」は投資主とされており(改正前業府令第128条第2号イ)<sup>8</sup>、リートの投資主の1名でも同意を行わなかった場合には、リートが不動産信託受益権の相互間取引を行うことは認められませんでした<sup>9</sup>。

かかる規制のもと、いわゆる公募リートが不動産信託受益権の相互間取引を行うことは現実的には不可能であり、また私募リートであっても、①投資家(投資主)の数が不動産ファンドと比較して多く、②私募リートに投資する機関投資家の中には、そのポリシーから運用会社による運用に対して積極的に意見を提出することを避け、不動産信託受益権の相互間取引に反対しない場合でも同意書面を積極的に提出することを控える者も存在するため、全権利者から承諾を取得することは実務上非常にハードルが高い状況にありました。その結果、私募リートが運用開始時に予め同意済みの投資主から出資を受けて物件を取得するような例外的な場合を除いて、リートにおいて不動産信託受益権の相互間取引を行うことには実務上支障が生じていました。

上記のような厳格な同意取得要件については、もともと投資運用業を行う金融商品取引業者に対して厳しい体制整備や善管注意義務・忠実義務その他の行為規制が課せられ、さらに運用財産相互間取引について取引価格に関しても厳格な要件が要求されている中、全権利者の同意要件まで要求することは過大であり、かかる規制のもとでの硬直的な運用がかえって投資家に対する最良の執行の支障となり得るとの疑問も聞かれました。特に不動産ファンド・リートとの関係では、①現物不動産の相互間取引では同様の同意取得要件は法令上必要とされないこと、②不動産信託受益権の流動性の低さから、投資家側から見ても自己が出資するファンドが同一の投資運用業者が運用する私募リートとの間で不動産信託受益権を適切なタイミングで売買することが最良執行の観点から望ましい場合が存在すること、さらに③私募リートについては実務上投資主が適格機関投資家に限定されることも踏まえると不動産ファンドと異なり同意取得要件について緩和措置が存在しないことに関して合理的な理由が見当たらないことも指摘され、かかる規制がかえって持続的な成長が期待される健全な不動産投資市場の発展にもマイナスの影響を与えてい

<sup>5</sup> 神田秀樹・黒沼悦郎・松尾彦彦編著「金融商品取引法コンメンタール2―業規制」442頁

<sup>6</sup> 金融商品取引業等に関する内閣府令第129条第1項第2号参照

<sup>7</sup> 金融商品取引業等に関する内閣府令第129条第1項第2号イ(1)、金融商品取引法第2条に規定する定義に関する内閣府令第16条第1項第10号ハ(1)。なお、出資額等の8割を超える額を充てて未上場有価証券等に対して投資を行う適格機関投資家等特例業務の場合に、権利者の3分の2以上の多数の同意を得て不動産信託受益権のファンド間売買を行うことができる旨のいわゆるベンチャー・ファンド特例(金融商品取引業等に関する内閣府令第129条第1項第3号)も認められておりますが、不動産ファンドに適用されるものでないため、本稿においては言及いたしません。

<sup>8</sup> なお、運用財産相互間取引を行う運用が、①金融商品取引法第2条第8項第12号ロに掲げる投資一任契約に基づく不動産ファンドの場合には、取引類型及び個別事情に応じて、投資一任契約の相手方(SPCとの間の投資一任契約の場合には当該SPC)のほか当該相手方に匿名組合出資等を行う投資家が「権利者」に該当し得るものと解されており(2007年7月31日金融庁パブリックコメント427頁6項及び7項参照)、②金融商品取引法第2条第8項第14号に基づく投資信託財産の運用の場合には、当該投資信託の受益者が「権利者」とされ、また③金融商品取引法第2条第8項第15号に基づく集団投資スキーム持分の自己運用の場合には、当該集団投資スキーム持分を有する者が「権利者」とされております。

<sup>9</sup> 各投資主の全てから個別に同意を取得する必要があり、投資主総会で承認決議を取得したとしても、かかる同意取得の要件は満たされないこととされております(2007年7月31日金融庁パブリックコメント434頁40項)。

るとの意見も存在しました。また、改正前業府令の施行当初は想定されていなかった私募リートは、運用期間が無期限であり長期安定運用に適するという特徴のもと年金等の機関投資家の投資先としてその市場が拡大しており、1号銘柄が運用を開始した2010年以降、その運用規模は2019年3月末時点において29銘柄、3兆1,616円まで<sup>10</sup>順調に成長し、さらなる成長が見込まれており、不動産ファンドとの同意要件に違いが存在することがますます無視できない状況にあり、実務上不動産信託受益権の相互間取引における同意取得要件の緩和が要望されていました<sup>11</sup>。

### 3 改正府令の概要

かかる要望を受け、改正府令により、新たに不動産信託受益権の相互間取引が許容される場面として、以下の全ての要件を満たす運用が加えられました。

- (1) 当該運用が金融商品取引法第2条第12号又は第15号(ハに係る部分に限る。)に掲げる行為に該当するものであること。
- (2) 双方の運用財産の全ての権利者(当該運用が金融商品取引法第2条第8項第12号(ロに係る部分に限る。)に掲げる行為に該当する場合にあっては、同号ロに掲げる契約の相手方を除く。)が適格機関投資家であること。
- (3) 個別の取引ごとに双方の運用財産の全ての権利者に取引説明を行い、当該全ての権利者の有する権利の3分の2(これを上回る割合を定めた場合にあっては、その割合)以上に当たる多数の同意を得たものであること。
- (4) 不動産信託受益権に係る売買であって、合理的な方法により算出した価額<sup>12</sup>により行う取引であること。

上記(2)記載のとおり、運用財産の全ての権利者(リートの場合には全ての投資主)が適格機関投資家であることが要求されるため、上記例外要件の適用を受けることができるリートは、私募リートに限定されます。また、不動産信託受益権の売買に限定され、運用財産相互間取引全般に適用されるものではないことにも留意が必要です。

なお、上記(1)記載のとおり、新たな例外は金融商品取引法第2条第12号又は第15号(ハに係る部分に限る。)に掲げる行為に該当する運用が対象とされているため、不動産ファンド間の取引及びリート間の取引にも、不動産ファンドとリートとの間の取引と同様に上記の例外要件は適用されます。不動産ファンドとの関係では、①上記(2)記載の要件について、投資一任契約の相手方(具体的には運用財産を保有するSPC)は適格機関投資家である必要はないこととされていること、②その反面、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号の改正により同号を用いて自己運用に係る金融商品取引業の登録が免責されるスキーム(以下「投資一任特例スキーム」といいます。)を採用する場合には、その背後の投資家である匿名組合出資者等の対象権利者の全てが適格機関投資家であることが必要とされており、上記(3)の要件との関係でかかる対象権利者の3分の2以上の同意が必要となる点には留意が必要です。

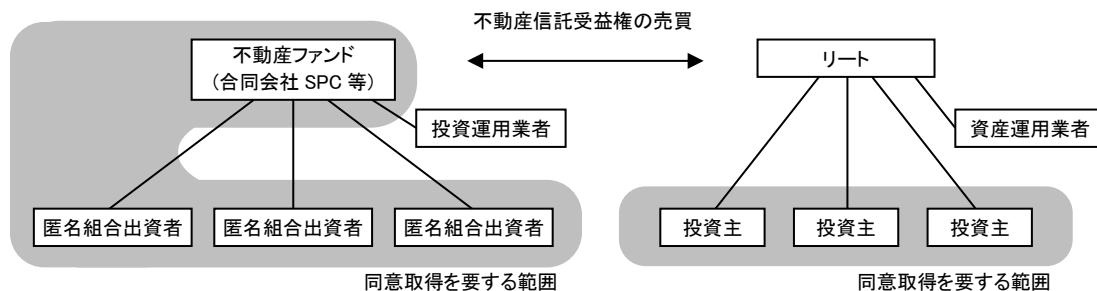
不動産ファンドと私募リートとの間の不動産信託受益権の相互間取引に関して、改正前業府令で認められる原則類型及び改正府令により新たに認められることとされた類型の代表例を図示すると、以下のとおりとなります。

<sup>10</sup> 一般社団法人不動産証券化協会「ARES マンスリーレポート(2019年5月)」。 <https://j-reit.jp/download/info/873.pdf>

<sup>11</sup> 代表的なものとして、平成30年7月一般社団法人不動産証券化協会「平成31年度制度改善要望」参照。  
[https://www.ares.or.jp/action/suggest/pdf/h31seido\\_youbou.pdf?open=1](https://www.ares.or.jp/action/suggest/pdf/h31seido_youbou.pdf?open=1)

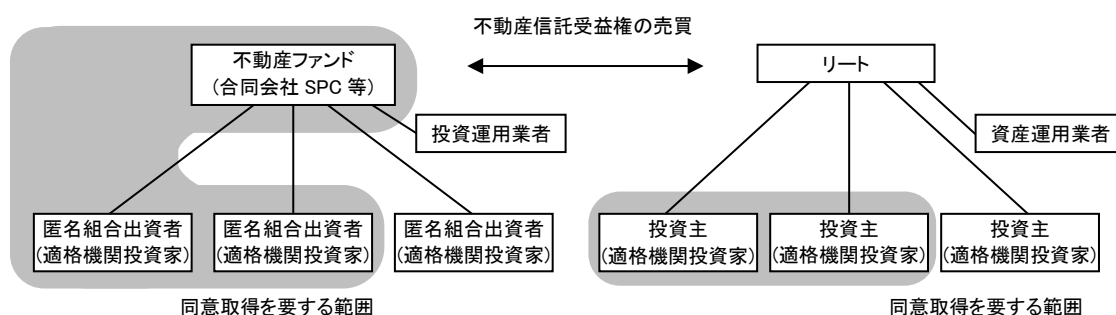
<sup>12</sup> 当該要件を満たす場合としては、具体的には、不動産信託受益権について不動産鑑定士の評価に基づき価額を算出する方法等が該当するものと考えられます(2007年7月31日金融庁パブリックコメント434頁44項、2016年2月3日金融庁パブリックコメント104頁375項参照)。

# 【改正前】



※投資一任特例スキームを採用する場合

# 【改正後】



※投資一任特例スキームを採用する場合

## 4 改正後の展望

改正府令の施行により、同一運用業者のもとでより機動的に不動産信託受益権の相互間取引を行うことが可能となりました。

リートの実務では、将来的に私募リートに売却するための不動産ポートフォリオの組成を目的としてブリッジファンドを利用することも少なくないところ、私募リートの場合には、かかるブリッジファンドについて、今後は出口となる私募リートの資産運用会社自らがブリッジファンドの運用を行うことも可能となる等により柔軟かつ機動的な運用が可能となります。

かかる改正府令により、私募リート・不動産ファンドの市況において多様な局面で機動的な不動産売買の機会が増加し、不動産市場の発展につながる事が期待されます。



かりや まさと  
仮屋 真人

西村あさひ法律事務所 パートナー弁護士

[m\\_kariya@jurists.co.jp](mailto:m_kariya@jurists.co.jp)

2002 年東京大学法学部卒業。2005 年弁護士登録。2014 年ボストン大学ロースクール卒業(LL.M. in Banking & Financial Law)。2014-2015 年にかけてシンガポールのアレン・アンド・グレッドヒル法律事務所に出向。2015 年、西村あさひ法律事務所シンガポール事務所勤務。2015 年 9 月、東京事務所に復帰。



はら こうき  
原 光毅

西村あさひ法律事務所 カウンセル弁護士

[k\\_hara@jurists.co.jp](mailto:k_hara@jurists.co.jp)

2005 年慶應義塾大学法学部法律学科卒業。2006 年弁護士登録、2015 年ニューヨーク州弁護士登録。2014 年ノースウェスタン大学ロースクール卒業(LL.M.)。2014-2015 年にかけて三菱 UFJ 銀行ロンドン支店勤務。2015 年 10 月、西村あさひ法律事務所東京事務所に復帰。

当事務所では、他にも M&A・事業再生・危機管理・ビジネスタックスロー・アジア・中国・中南米・資源/エネルギー等のテーマで弁護士等が時宜に合ったトピックを解説したニュースレターを執筆し、随時発行しております。バックナンバーは<https://www.jurists.co.jp/ja/newsletters>に掲載しておりますので、併せてご覧ください。