

## 第2回不動産市場安定化ファンドの設立・運営に関する検討委員会

### 議事概要

1. 日時：平成21年7月14日（火）10：00～11：30

2. 会場：ベルサール八重洲「Room 5」

3. 出席者：〔委員〕

田村座長/原田座長代理/海堀委員/片山委員/草野委員/桑原委員/後藤委員/

小林委員/滝沢委員/戸田委員/船岡委員/巻島委員/渡辺委員（計13名）

〔国土交通省〕

小澤建設流通政策審議官/内田大臣官房審議官

〔ワーキングチーム〕

仲田委員（ワーキングチーム座長代理）

4. 議題：(1)ワーキングチームにおける検討状況報告

---

○ 開会

<以降、田村座長により議事進行>

○ワーキングチーム検討状況の報告（原田座長代理（ワーキングチーム座長））

○「不動産市場安定化ファンドについて（議論のたたき台）【修正版】」の修正点を説明  
（事務局・資料2）

○「不動産市場安定化ファンドにおけるアセットマネージャー（GP）公募要項（案）」の  
説明（仲田ワーキングチーム座長代理・資料3）

○「不動産市場安定化ファンドにおける私募取扱者選定要項（案）」の説明  
（仲田ワーキングチーム座長代理・資料4）

○「不動産市場安定化ファンドにおける信託受託者選定要項（案）」の説明  
（仲田ワーキングチーム座長代理・資料5）

○ 自由討議

【田村座長】

- ・ 今回、新たに本ファンドの運用期間という考え方が示されたが、このファンドの運用期間の考え方について、2012年3月という期間が示されているが、これはどのような背景によるものか。

【原田座長代理】

- ・ 2012年3月というのは、ファンドのソーシング（貸付実行）期間であるが、本ファンドの設立は経済危機対応ということなので、当面の危機に対応するという趣旨で、2012年3月までの2年半が適当であるとの考えによるものである。

【海堀委員】

- ・ アセットマネージャーについては公募となっているが、私募取扱者や信託受託者については、ARE S（「社団法人不動産証券化協会」）が資格要件を満たすと見込まれる者の意向確認を行って選定するとなっている。ARE Sが、競争性を確保するために、具体的にどのような観点から、どのような意向確認をされるのか教えてほしい。

【巻島委員】

- ・ 今回の選定要項が承認されれば、不動産証券化協会としては客観的な基準に基づいた選定で複数の候補者に声かけをして意向確認をすることで、競争性を確保したいと考えている。
- ・ 具体的には、私募取扱者については、要項案に示されている、Jリークの投資口や投資法人債の募集・引き受けに関し、これまでに十分な実績を有していること、という資格者要件があるので、これらの実績の多い複数社に意向確認をしたいと思う。また、同様に信託受託者については、信託受託残高、資産規模、業歴その他の客観基準から、上記要件を満たすものであると判断されること、という基準で複数社を選任の上、声かけしたいと考えている。

【滝沢委員】

- ・ アセットマネージャーの公募要項にも、本ファンドで想定されるLPSや信託を利用したファンドに関する実績を有することと、信託受託者や私募取扱者と同様に、実績を重視して選ぶということだが、全部を公募しないで、信託受託者と私募取扱者は選定というのは、限られた時間の中でやるための手法という理解で良いか。

【仲田ワーキングチーム座長代理】

- ・ 公募と選定のスケジュールは同じである。そういう意味で、ワーキングチームでの議論としては、役割の重要性にかんがみて公募を行う方と選定手続をする方に分けることとした。具体的には、アセットマネージャーは今後のファンド運用に実質的に携わる主体であり、慎重かつ公正な手続ということで公募が必要であるとし、これに対し、私募取扱者は形式的な募集行為を行う者、信託受託者に関しては委託者であるアセットマネージャーの指図に基づき資産を預かる業務を行う者なので、アセットマネージャーほどの手続の慎重さは必要ないのではないかと整理したものである。

【桑原委員】

- ・ スキームに関連して、信託を使う直接的な理由を教えてください。これは前回にも説明があったかと思うが、融資を業務とするL P Sに対して金融機関から多額の貸し付けを行った例はない、ということで、信託勘定で借り入れを行うという説明だったかと思うが、それは実際にL P Sで借りること自体ができないので信託を使わざるを得ないのか、それとも、できるかもしれないけれども、貸し付けに関する実際の取引の履行事務やレポーティングは必ずやらなければならないので、そこは信託会社にやってもらったほうが良いということで信託を使うのか、どちらなのか。

【仲田ワーキングチーム座長代理】

- ・ 両方である。まず、このファンドの考え方として、シニア・メザニンの借り入れ等を活用し、かつ、Jリートの導管性要件を満たすということで考えると、L P Sを活用することが一番いいだろうということになるが、L P Sに関しては、L P Sが借り入れを起こすのは、法律上、理論上は可能だけれども、実績がない。
- ・ 実績がない中で、例えば1行の銀行からL P Sに融資を行うということは実務上あり得るかと思うが、今回は多数の金融機関のシンジケーションを想定しており、複数行が納得できる形でないといけないということで、L P S内での借り入れという形はとり得ないだろうと判断している。
- ・ 信託を利用しているもうひとつの理由は、信託を利用するとキャッシュマネジメントが非常に堅実に、正確にできること、レポーティング等のインフラも整っているということにある。キャッシュマネジメントやレポーティングでアセットマネージャーを十分サポートできるという意味でも、信託を利用したほうが良いという結論に至った。

【小林委員】

- ・ アセットマネージャーの業務でファンドが融資するときのデューディリジェンスだが、資料3に、別途定める貸付ガイドラインに基づき、貸付先Jリートの審査及びデューディリジェンスを行うと、書いてあるが、このガイドラインにそれが明記されるということで良いか。

【仲田ワーキングチーム座長代理】

- ・ そのとおりである。今、ワーキングチームで検討中だが、例えば物件のデューディリジェンスであれば、貸付先のJリートや担保物件に関して重大な違法性がないことを公開資料等から確認するプロセスを経る、といった検討をしている。

【小林委員】

- ・ 迅速性と、きちっとした調査が要求されると思う。融資の優先度からすると、投資法

人債のリファイナンスを融資対象とすることになるが、その後、例えば合併・再編のために必要となる資金や、優良物件を新規に取得する場合の融資の場合、これはそれぞれによってデューディリジェンスの度合いが違うという理解で良いか。

**【仲田ワーキングチーム座長代理】**

- ・ 現状では、Jリートの投資法人債の償還の場合に絞って議論をしているので、その他の例外的用途に融資する場合については、まだ詳細には詰められていない。ただ基本的には、デューディリジェンスのレベルという意味では同じになるという感じはしている。今後の検討となる。

**【滝沢委員】**

- ・ アセットマネージャーは1社選定する。私募取扱者と信託受託者は、提案次第によっては複数社もあり得るという内容だが、私募取り扱いというのは、おそらく最初に出資者を募るだけということなので、複数社でやることもあるのかなというイメージがわくが、信託の受託を共同でやるといった場合に、どのような職務分担でやるのか、スキームでやるのか。いろいろケースがあろうかと思うが、もともとのスキームをベースとしたことは維持されるという考えで良いか。
- ・ もう一点、ARE Sが選定するに当たって、ARE Sとして判断つきかねるということがあると、またこの場で議論するということになるのか。例えばストラクチャーがあまりにも最初と違うような場合、また議論するのか。

**【仲田ワーキングチーム座長代理】**

- ・ ストラクチャーに関しては、関係各省庁と今調整を行っており、大幅な変更はおそらくないと期待しているが、万一そういうことがあった場合には、再度、審議することになると思う。
- ・ 信託受託者に関しては、基本的には、複数選定するということは、私募取扱者に比べるとあまり合理性、可能性はないのではないかと思う。

**【田村座長】**

- ・ 前回、桑原委員から、導管性の要件で、信託受託者の背後にある有限責任組合の組合員のところまで見るのかどうかという質問があったが、その点についても、詳細は検討中か。

**【仲田ワーキングチーム座長代理】**

- ・ その点に関しては、国交省、金融庁のご助力により、国税庁に確認はしていて、税法上、L P Sが機関投資家と明記されているので、よほど潜脱的な利用方法をしない限りは問題ないだろうという返事をもたらしている。本件に関しては、そういう潜脱的な

使い方でないのは明らかだろうと言われている。

**【滝沢委員】**

- ・ 選考のスケジュールを見ると、7月22日から27日までが審査・選考で、これはA R E Sでやってもらうと思うが、7月28日の第3回の検討委員会で審議とあるのは、事実上A R E Sで選考した結果をこの場で最後に良い、悪い、を決めるということか。
- ・ 特に利害関係人の場合の取り扱いについて教えてほしい。

**【巻島委員】**

- ・ 利害関係人であるかどうかをご自分で判断いただいて、発言を控えていただくことになるのではないかなと思う。
- ・ それから、どんな点を第3回で審議するかについては、ただいま審議していただいている項目をあるウェイトづけをして点数表などに客観的にまとめ、審議いただくとか意見をいただくとかいうことになろうかと思う。

**【滝沢委員】**

- ・ そうすると、A R E Sでは審査・選考され、その結果をこの場に出していただいて、最後に委員会で承認するということだと理解して良いか。

**【海堀委員】**

- ・ 我々役所でも、いわゆる企画競争などの契約を締結するときに、行政側で一定の評価をして、その後、第三者委員会にかけて、そこで審議をいただいて決定するというような手続があるので、具体的な手続についてはその辺を参考にしながら、次回決定いただくときに、承認という言葉を使うことが妥当かどうかも含めてオーソライズしていければと思う。
- ・ それから、滝沢委員からあった利害関係者の関係も、企画競争のときには、完全に当該競争に参加しているような場合には、その部分の審議には参加しないということもあるので、今回アセットマネージャー、信託受託者、それから私募集扱者とあるが、その辺が不明確になって後で疑義が出るようだと言われているので、例えばA委員は審議には参加していなかったということを記録にきちっと書いたほうが、後の公正性、客観性からも問題がないと思う。事務局と相談し、進めさせてもらいたいと思う。

**【渡辺委員】**

- ・ 私募集扱者の選定要項で、私募集扱者の業務ということで、アセットマネージャーとの間で私募集取り扱契約を締結し、L P出資者となる投資家候補者に対して、平成22年3月末までのL P出資に関してL P出資持ち分の取得の申し込みの勧誘を行うことという形になっているが、実際どこまでの出資に関してということになるのか。

【仲田ワーキングチーム座長代理】

- ・ これも、今後詳細に検討していく必要があるが、エクイティ出資者（LP投資家）の出資のコミットメントについては、現在ワーキングチームで検討しているところだと、6カ月ごとに必要な金額についてコミットメントすると考えている。
- ・ このため、私募取扱者の業務としては半年分ということで、平成22年3月までの半年分についての私募取り扱いをしていただくということ。その後については、メンバーが固まった後で追加のコミットメントということになるので、こちらは選ばれたアセットマネージャーが自己募集ということで対応できるのではないかと考えており、以降については、証券会社の関与をいただく必要はないと考えている。当初の説明の部分、勧誘説明について担当いただくイメージである。

【渡辺委員】

- ・ 今回、ファンドの中で、例えば投資委員会や運営委員会は、客観性、合理性を担保するという意味で非常に重要な位置づけにある。特に投資委員会は実際の意思決定機関というか、承認機関ということで、特に重要性が高いところだと思うが、ここでの意思決定ルールや運用規則とかは、外部の力、外部の人たち、今のワーキングチームの方々が実際つくっていくことになると思う。ここをきっちり作り上げるというのが、非常に重要で、肝になってくると思うので、引き続きご尽力お願いしたい。また、投資委員会のメンバーはエクイティの出資者の代表から成ると思うが、実際ファンドが融資をするに際して意思決定をするにあたって、投資委員会で意思決定をする際に利害関係のあるメンバーは外れる等、より客観性、合理性、透明性を担保するようなことが、検討課題でお願いできればと思う。

【仲田ワーキングチーム座長代理】

- ・ 投資委員会の役割については、現在検討中だが、ご指摘のとおり、利害関係のあるメンバーはその議決とか諮問に参加しないというような建て付けは入れなければいけないと思っている。
- ・ 一方で、投資委員会や運営委員会に関して、どこの組織に置くかということもあるけれども、現状ではL P Sの組織という形で検討しており、L P SのG Pが意思決定を行う前提として、投資委員会及び場合によっては運営委員会の審議を経るとか諮問を経るという形を考えている。ただ、L P Sという組合形式の組織の制約もあって、個別の貸し付け等に関して、投資委員会とか運営委員会が決定権を持ってしまうと、L P S性に反するのではないかというような問題もある。このため、例えば投資委員会だと、決議していい事項として、そういう個別の運用にかかわらない貸付ガイドライ

ンとか、全体の大きな枠組みまでだろうと、現時点では弁護士から言われている。個別の何々リートに対する貸し付け、こんな条件でどうですかということに関しては、決議というよりは意見を述べるということで諮問というような形式にすることによって、スキームが、L P S 性が維持できるということになるかと思う。

【田村座長】

- ・ このファンドの性格から言っても、先ほど滝沢委員から重要なご指摘があったとおり、透明性、公正さを確保する、特に利益相反関係には注意するということが重要だと思うので、ぜひその辺はご留意していただければと思う。

【滝沢委員】

- ・ 資料2の3ページ、ファンドの規模の説明の中で、「参考までに、本ファンドによる貸付対象となり得る2012年3月までの投資法人債の償還総額は3,270億円であり」という記述があるが、その前のページで、本ファンドの貸付対象というのは、いわゆるキャッシュフローが安定し、損益面も黒字が確保されているリートに対しての貸し付けということなので、この3,270億円というのは、その条件に合致したリートの投資法人債という意味なのか、それとも投資法人債全部のことなのか。もし全部のことであれば、「本ファンドによる貸付対象となり得る」という表現は違うと思う。

【仲田ワーキングチーム座長代理】

- ・ 3,270億円は投資法人債全部の金額であり、ファンドの規模の参考として記述したものである。貸付対象については、今後ご議論いただくことだと思う。

【海堀委員】

- ・ 貸し付けのルールについては、次回の検討委員会で詳細に検討するということであり、今の時点で、「本ファンドによる貸付対象となり得る」という記述で、そのことを先取りして決定してしまったのではないかという疑念があるとすれば、これは参考までに書いている記述であるから、「参考までに2012年3月までの」としても文意は通じるので、現段階ではこれを削除して、次回、貸付対象についてのルールとか考え方を整理する中で決定していければ良いと思う。

○了承事項

- ・ 「不動産市場安定化ファンドにおけるアセットマネージャー(GP)公募要項(案)」、「不動産市場安定化ファンドにおける私募取扱者選定要項(案)」、「不動産市場安定化ファンドにおける信託受託者選定要項(案)」の内容について了承し、当該要項に基づき、社団

法人不動産証券化協会において選定手続を進めることを了承。

○閉会

以 上