

不動産を裏付資産とした アセットバックトセキユリティークン

2020年7月20日

TMI総合法律事務所
パートナー弁護士 成本治男



1. 不動産ABSTの法的ニーズ(他商品との比較)

＜不動産を裏付けとした投資商品＞

➤ 私募ファンド(GK-TK、TMK、FTK(不特法))

→主に機関投資家・事業法人向け

➤ 上場REIT

→マーケットの変動リスク

➤ 私募REIT

→鑑定評価額ベースの基準価格、適格機関投資家向け

➤ 不動産小口化商品(FTK(不特法)、信託受益権)

→相続税対策

➤ 不動産クラウドファンディング

→小口投資、ファンド期間が短期

1. 不動産ABSTの法的ニーズ(他商品との比較)

<セキュリティトークン・STOのメリット>

➤「流動性が高まる」

←セカンダリーマーケット・エコシステムが必要

→より幅広い投資家層の取り込みや、より長期のファンドやオープンエンドファンドの組成が可能に

➤「コンプライアンス・投資家要件・配当計算等の自動判別・自動執行」

→証券の発行コスト・維持コストが低減される

→従来の証券化ではコスト面で見合わなかった規模・金額のアセットも対象に

➤「クロスボーダーの資金調達(仮想通貨による出資)」

→世界中の投資家から即時・低コストでの出資を募ることが可能に？

←各国の証券法上の取扱いや規制について確認・対応が必要となる

➤「直接金融の実現容易化」

機関投資家(≡中間コスト)を介在させないことにより資金調達コストが低減するとともに、個人投資家からすれば既存の投資商品よりも優良・多様な投資機会を獲得することが可能となる(Win-Winの世界)。

1. 不動産ABSTの法的ニーズ(他商品との比較)

<不動産クラウドファンディング:ビットリアルティ>

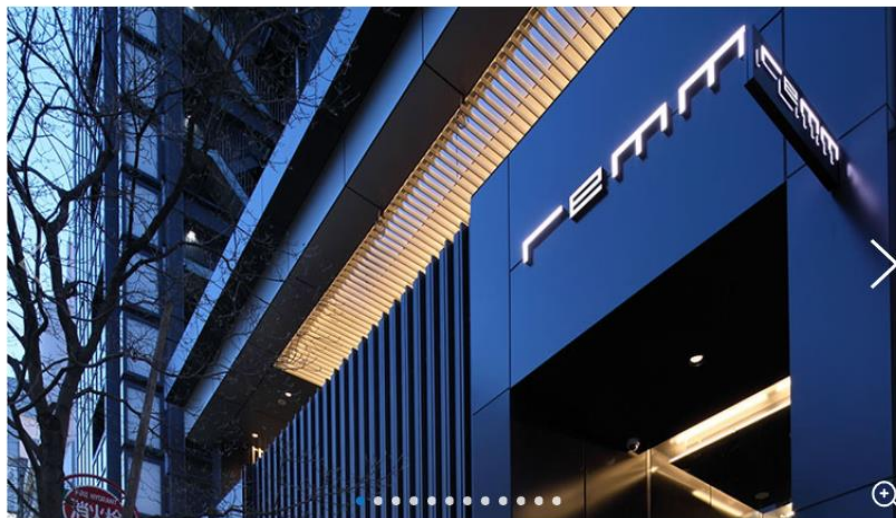


ファンド一覧

bitREALTYについて

オルタナティブ投資 Lab

レム六本木ビル：第1回ローンファンド



ファンド概要

投資対象

マーケット

リスク

運用状況

本件は、六本木駅徒歩1分という都内屈指のロケーションに建つホテル及び商業ビル「レム六本木ビル」を対象とする不動産担保ローン債権へ投資するファンドとなります。レム六本木ビルの不動産信託受益権を保有するSPC（合同会社RRB）に対するジュニアローンの一部を、ケネディクスからビットリアルティが組成するSPC（合同会社BRD3）で取得します。投資家の皆さまは、このSPC（合同会社BRD3）への匿名組合出資を通じて、レム六本木ビルの不動産担保ローン債権への投資を行います。

募集終了

100%

申し込み総額：100,600,000円 / 100,600,000円
ファンド成立下限額：90,540,000円（募集総額の90%）

1口の金額 100,000円
最低投資金額 1,000,000円
(最低投資口数 10口)

[シミュレーションを行う](#)

ファンド申し込みを行うためには会員登録のうえ、ログインしてください。

[会員登録](#)

[ログイン](#)

募集期間 2019/01/29 12:00～
2019/02/07 18:00

想定利回り 2.3%（年換算）

予定運用期間 7カ月

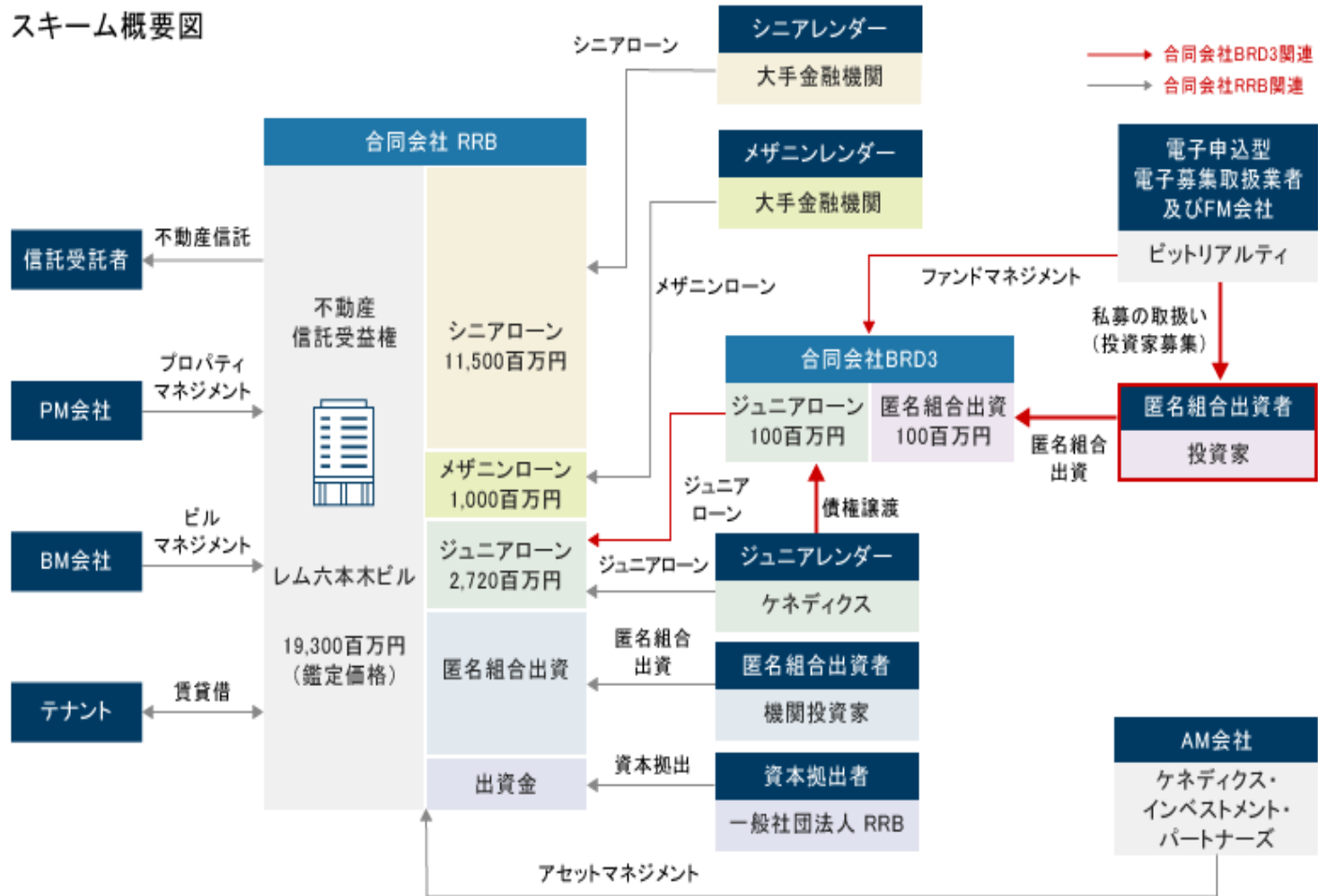
投資対象 ホテル、店舗



1. 不動産ABSTの法的ニーズ(他商品との比較)

<不動産クラウドファンディング:ビットリアルティ>

スキーム概要図



1. 不動産ABSTの法的ニーズ(他商品との比較)

➤「直接金融の実現容易化」

・調達サイドのメリット:

メザニンローン～優先エクイティのポジションにおいては、機関投資家から資金調達するよりも個人投資家から資金調達する方が調達コストが低くなる可能性がある

・個人投資家サイドのメリット:

既存の投資商品にはないリスクリターン(ローリスクローリターン～ミドルリスクミドルリターン)の不動産投資が可能となる

個人では投資対象となり得ないような(従来であれば機関投資家でないと投資機会がなかったような)大型物件・高額物件に対する投資機会が得られる

小口から不動産投資が可能となる

1. 不動産ABSTの法的ニーズ(他商品との比較)

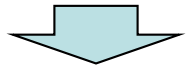
<既存の上場REITと私募REITの異同>

		上場REIT	私募REIT
共通点		<ul style="list-style-type: none">・投信法に基づく投資法人が発行する投資口・ガバナンスや導管性など要件・制度が明確で透明性・安定性が高い・運用期間の定めがない	
相違点	流動性	・上場REITは証券取引所において売買が可能。	・私募REITは売買市場は存在せず、一定の条件下での払戻請求のみが可能(又は相対での売買)。
	価格変動リスク	・上場REITはマーケットの変動リスクが存在する(株式市場に連動する傾向)。	・私募REITは不動産鑑定評価額ベースにより投資口価格が決定される。
	購入者	・上場REITは個人も購入可能。	・私募REITは適格機関投資家に限定される。

1. 不動産ABSTの法的ニーズ(他商品との比較)

<個人向け非上場不動産オープンエンドファンドのニーズ・必要性>

- マーケットの価格変動リスク・ボラティリティを好まない個人投資家が多いのでは？「貯蓄から資産形成へ」が進んでこなかったのは、(日本人のキャラクターやカルチャーもあるが)適切なローリスク・ローリターンの商品が無かったためでは？
- 不動産マーケットの周期を考えると、期限のあるファンドではなく期限のないオープンエンドファンドの方が望ましいのでは？(マーケット下落しても10年経てば戻るのでは？その間も賃料収入は無くなるわけではない。)
- 日本の個人資産(預貯金)が約1000兆円、口座管理手数料の導入可能性、年金制度の限界や個人の資産運用意識の高まり(ex.ロボアドバイザーのマーケットの拡大)



- 『個人も購入できる私募REITのような投資商品(個人が小口で購入できる、元本の安全度が高い代わりにミドルリスクミドルリターン/ローリスクローリターンの不動産投資商品)』の潜在的ニーズ・ポテンシャル
- 換金性・流動性が担保されることで、個人の観点からすると預金代替の資金運用先となり得る可能性(ゆえに低利回りでも資金が集まる ←「i-Bond」の実例)

1. 不動産ABSTの法的ニーズ(他商品との比較)

<不特法型クラウドファンディング:i-Bond(マリオン)>

商品

PRODUCTS

i-bond

予定分配率/年**1.50%**(税引前)

総募資金額(優先出資 予定総額)	541,500,000円	期間	無期限
募集単位	1口10,000円	分配	年1回
申込・買取手数料	0円		



[商品詳細へ](#) >

買取請求

i-Bondはお客様のご資金の自由度を高めるために、事業者である株式会社マリオンが、お客様の優先出資持分を買取いたします。

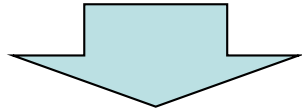
ご資金が必要となった場合、お客様のマイページより、24時間365日買取請求を申請することができます。

※お客様からの買取請求が一時的に多発した場合は、不動産の全部又は一部の売却等が完了するまで、一時的に買取請求を留保させていただきます可能性があります。

1. 不動産ABSTの法的ニーズ(他商品との比較)

<個人向け非上場不動産オープンエンドファンドのニーズ・必要性>

- 現物不動産投資は、まとまった資金が必要。単独で空室リスク・価格下落リスクを負う。
- 上場REITは、株式と同じような価格変動リスク・ボラティリティがある。
- 私募REITは、不動産の価値に紐づいた基準額ではあるものの、現在の日本法では一般投資家は購入できない(適格機関投資家のみ)。
- 不動産クラウドファンディングは、換金性・流動性がなく、ファンド期間が短い。



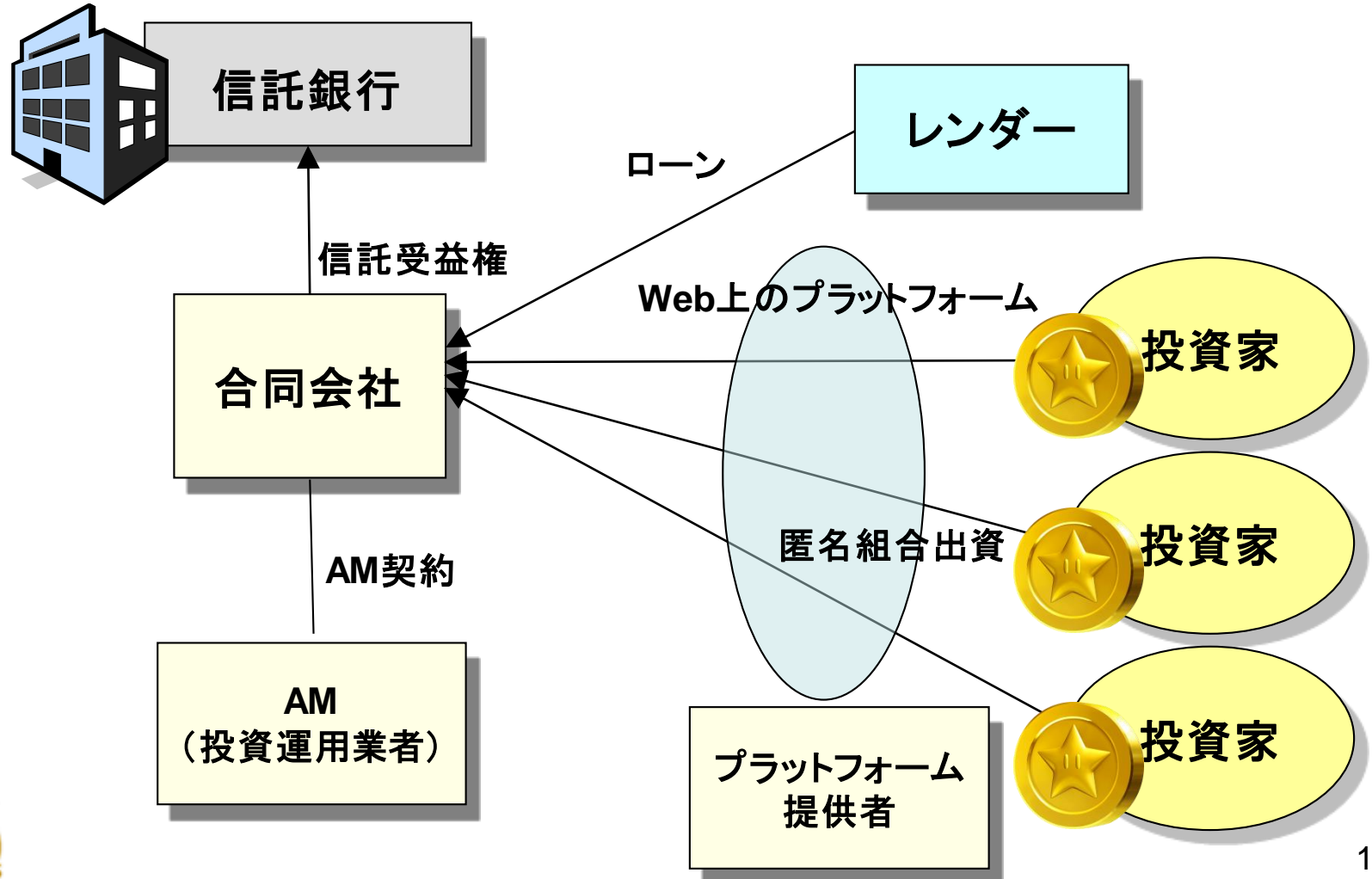
セキュリティトークンで流動性・換金性のあるオープンエンド型ファンド

※海外においては個人も購入できる非上場の不動産オープンエンドファンドが存在する

- ドイツの「Offene Immobilien-Publikumsfonds」(40年の歴史、リーマンショックを超えてなお残高増加)
- アメリカの不動産クラウドファンディング企業であるFundrise社の「eREIT」やRealty Mogul社の「Mogul REIT」(ハイイールド型のMogul REIT I、及び、Value add型のMogul REIT II)など

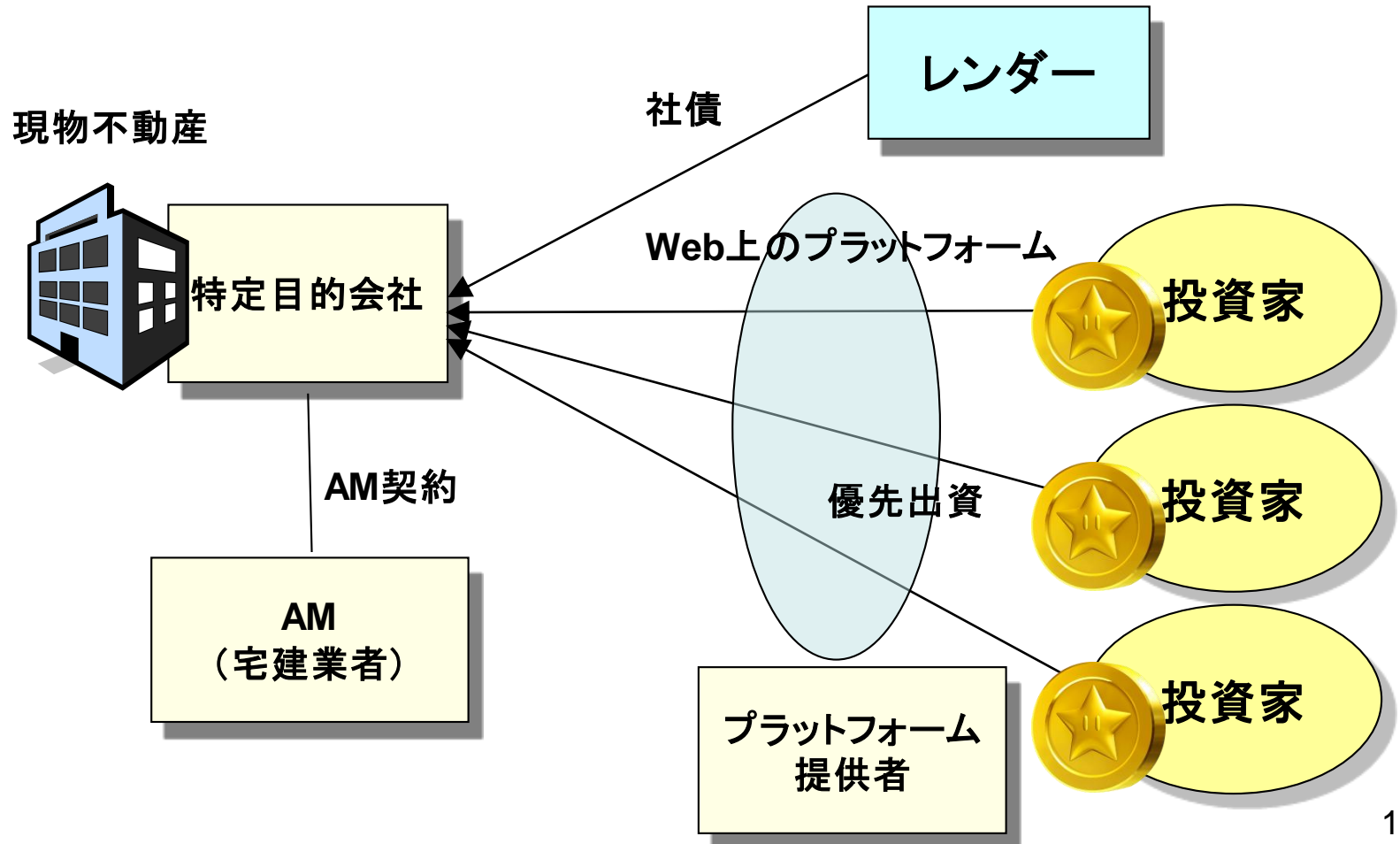
2. 不動産ABSTのスキーム(法的類型)

<GK-TKスキームの匿名組合出資持分(TK持分)を表示するトークン>



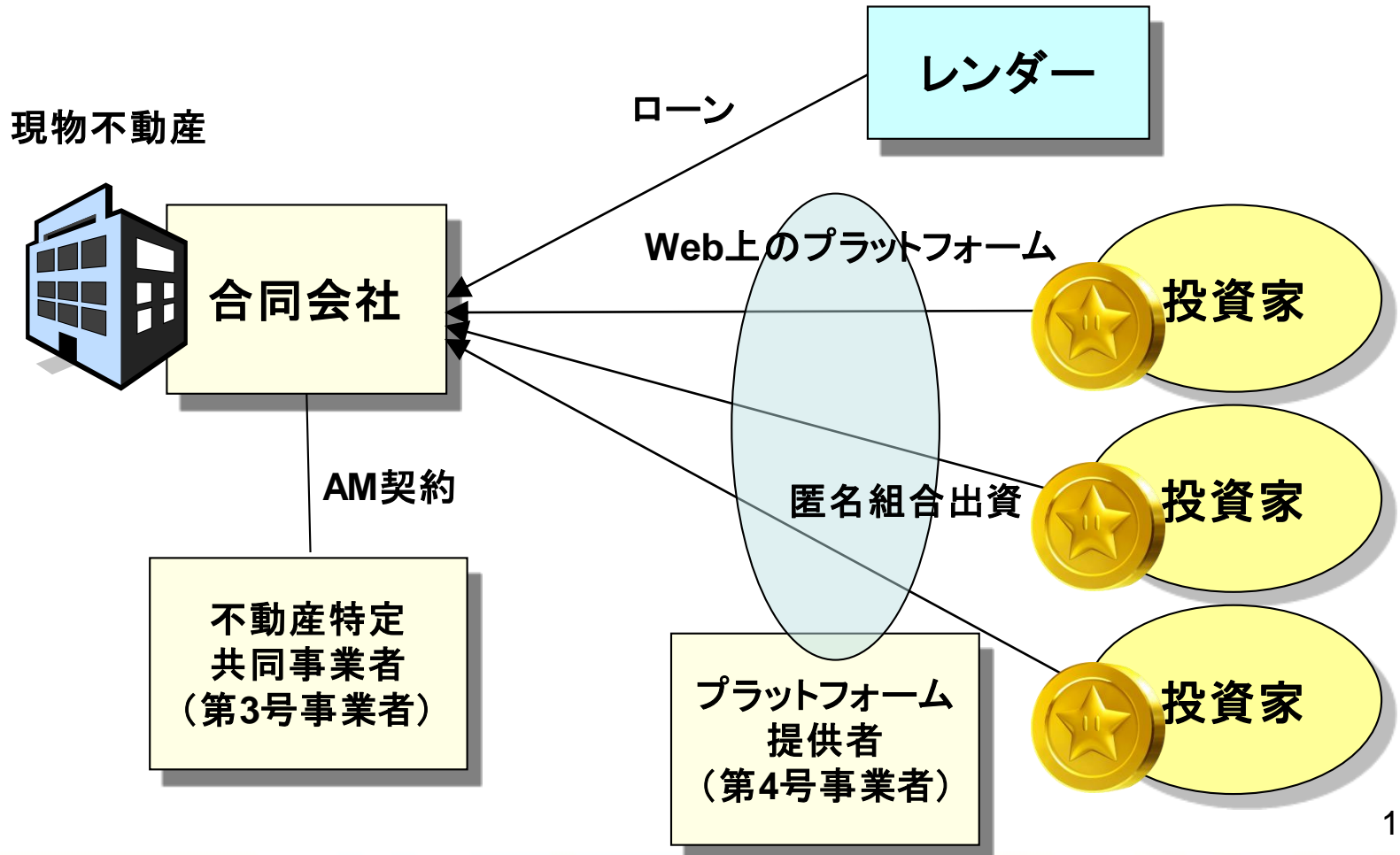
2. 不動産ABSTのスキーム(法的類型)

＜資産流動化法上の優先出資を表示するトークン＞



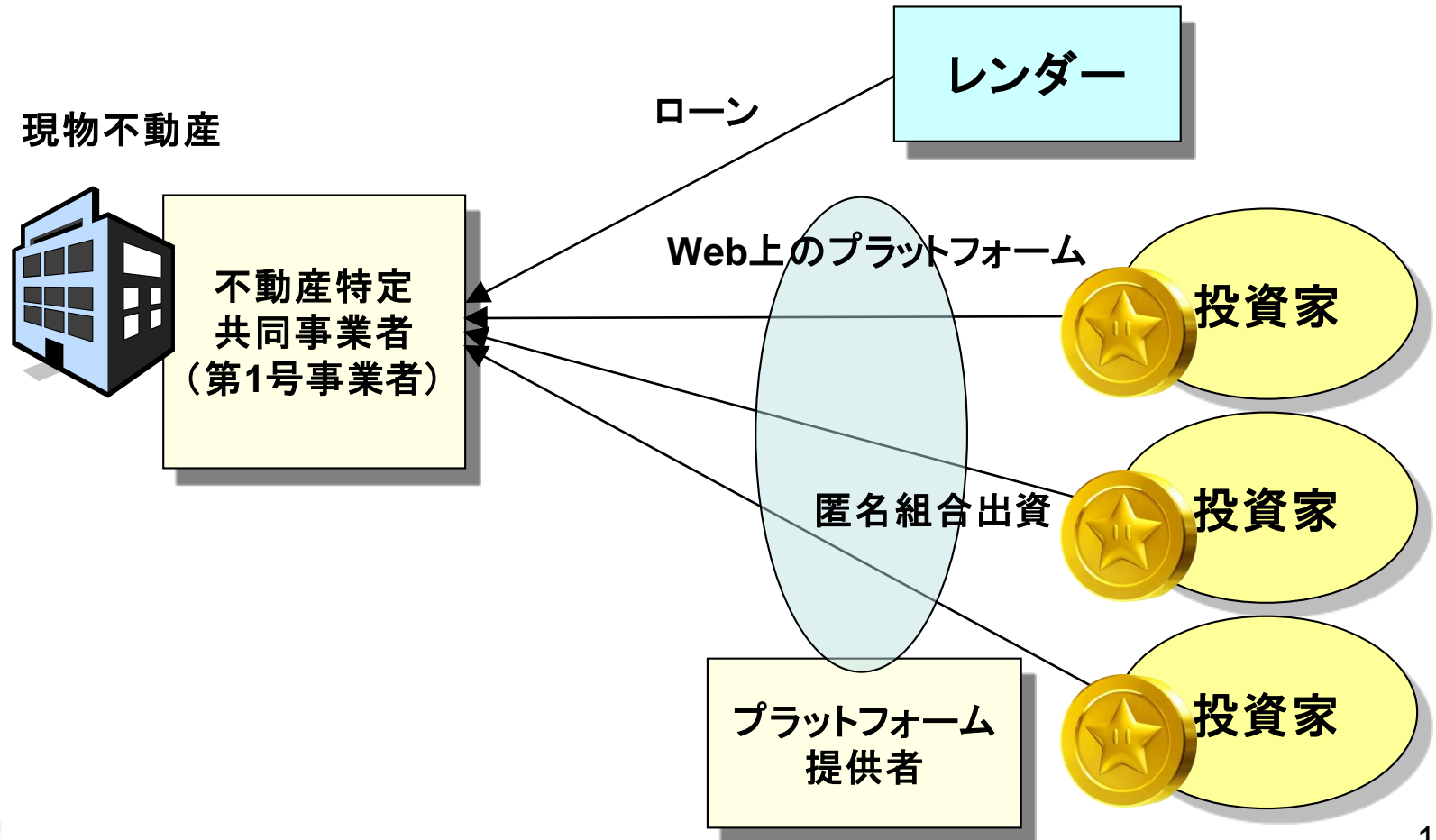
2. 不動産ABSTのスキーム(法的類型)

＜不特法上の特例事業のTK持分(2項有価証券)を表示するトークン＞



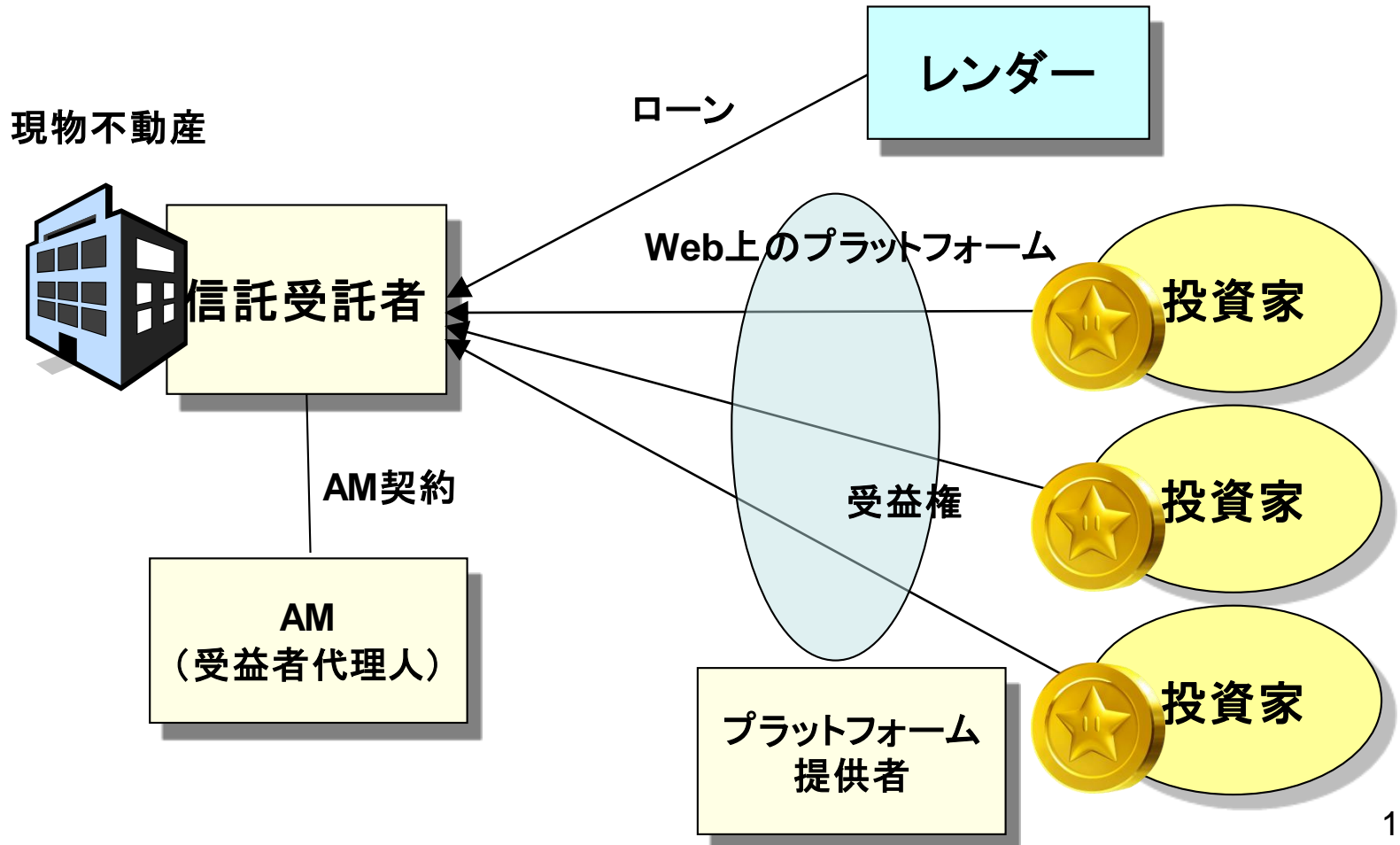
2. 不動産ABSTのスキーム(法的類型)

＜不特法上の1号事業のTK持分(≠有価証券)を表示するトークン＞



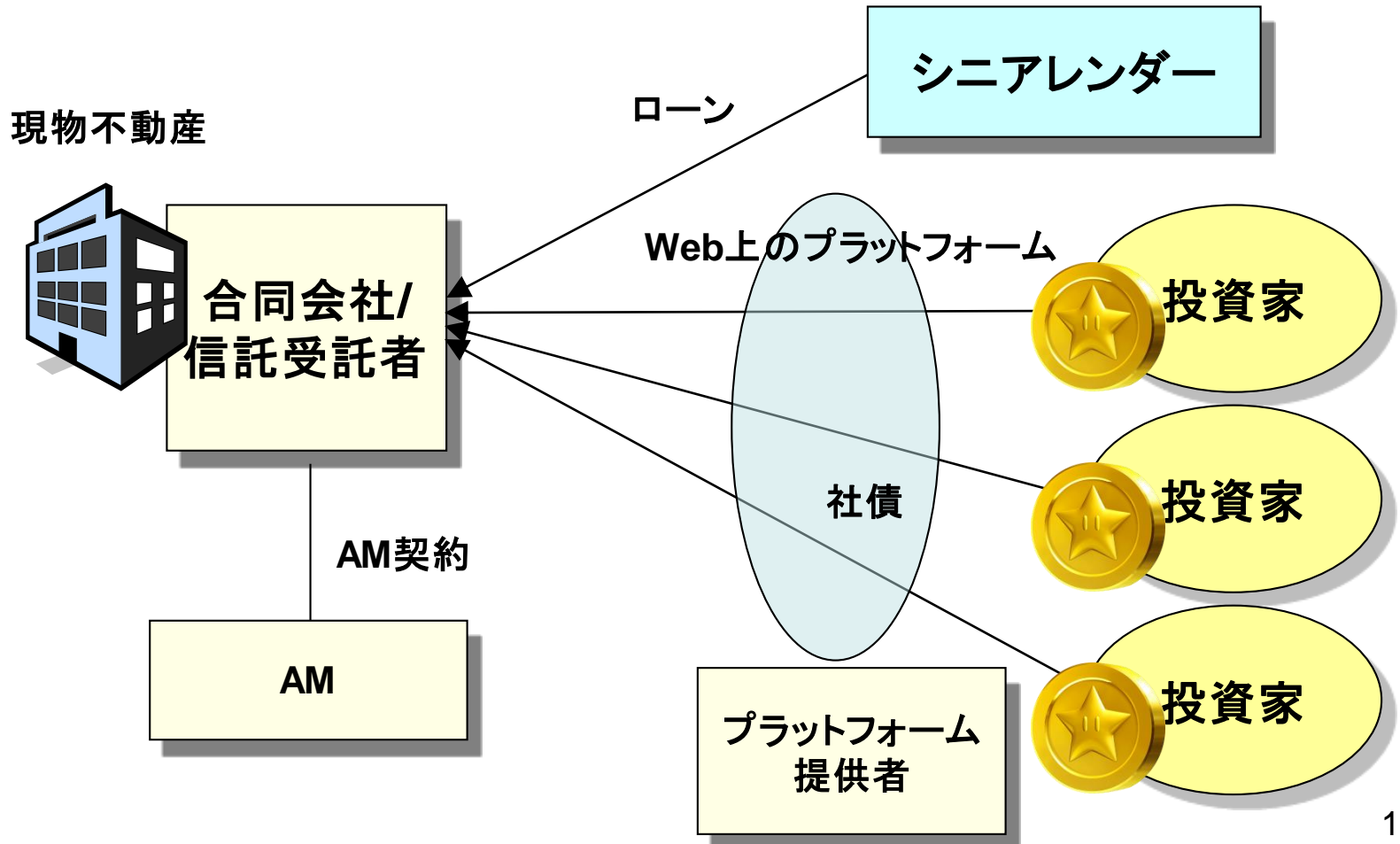
2. 不動産ABSTのスキーム(法的類型)

＜受益証券発行信託の信託受益権を表示するトークン＞



2. 不動産ABSTのスキーム(法的類型)

＜社債(信託社債・カバードボンド含む)を表示するトークン＞



2. 不動産ABSTのスキーム(法的類型)

<主要なスキームの分析>

	GK-TKスキーム	TMKスキーム	受益証券発行信託スキーム
法的権利	匿名組合出資持分	優先出資証券	信託受益権 (券面不発行)
譲渡の効力発生要件	当事者間の合意	当事者間の合意+優先出資証券の交付	当事者間の合意
第三者対抗要件	確定日付ある証書による通知又は承諾	優先出資社員名簿への記載	受益権原簿への記載
資産追加取得の可否	可能	現物不動産:原則不可 信託受益権:可能 (ALPの変更が必要)	可能
個人投資家の税務	総合課税	申告分離課税	申告分離課税
元本償還時の債権者保護手続きの要否	不要	必要	不要
優先劣後構造の可否	可能	可能	要確認

2. 不動産ABSTのスキーム(法的類型)

＜第三者対抗要件としての確定日付ある証書による通知又は承諾＞

➤確定日付を取得しないという整理は可能か？

→プロ投資家に対しては説明義務を尽くすことで足りると整理できるか？

→背信的悪意者として整理できるか？(⇔善意の第三者や差押債権者)

→第三者対抗要件を具備していなかったことによる損害に対する保険があれば。

➤電子確定日付

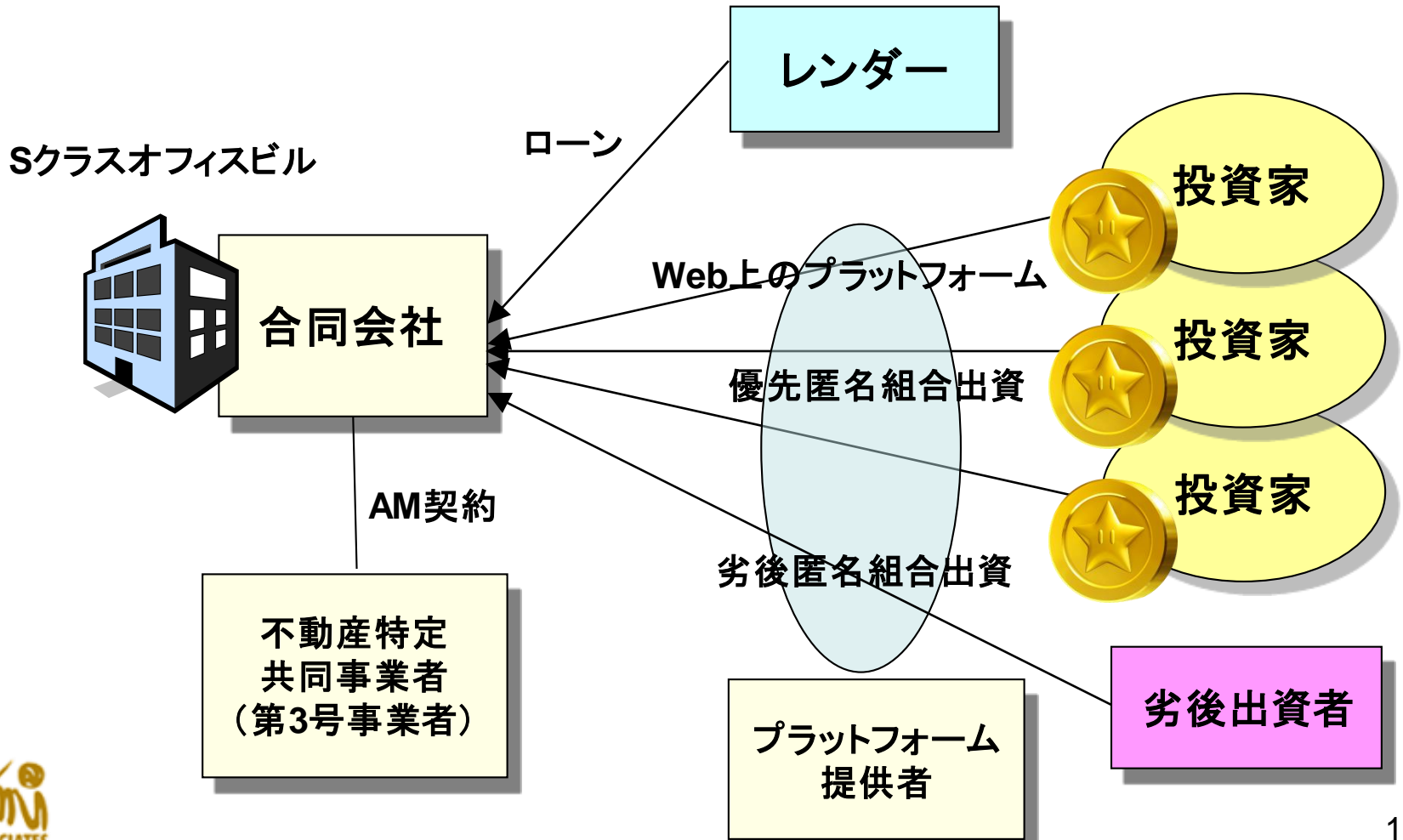
→電子的な情報に指定公証人が日付情報を付し、これに電子署名をすると、この情報は「確定日付ある証書」とみなされる(民法施行法第5条第1項及び第2項)。また、希望する場合には、少額の手数料で、指定公証人が20年間その電子ファイルの内容を保存する。

➤Burn and Mint方式(償還・新規発行方式)

→償還時にファンドの時価評価を行う必要があり、また、当事者間で合意された譲渡価格との齟齬が生じる場合の処理が問題となる。

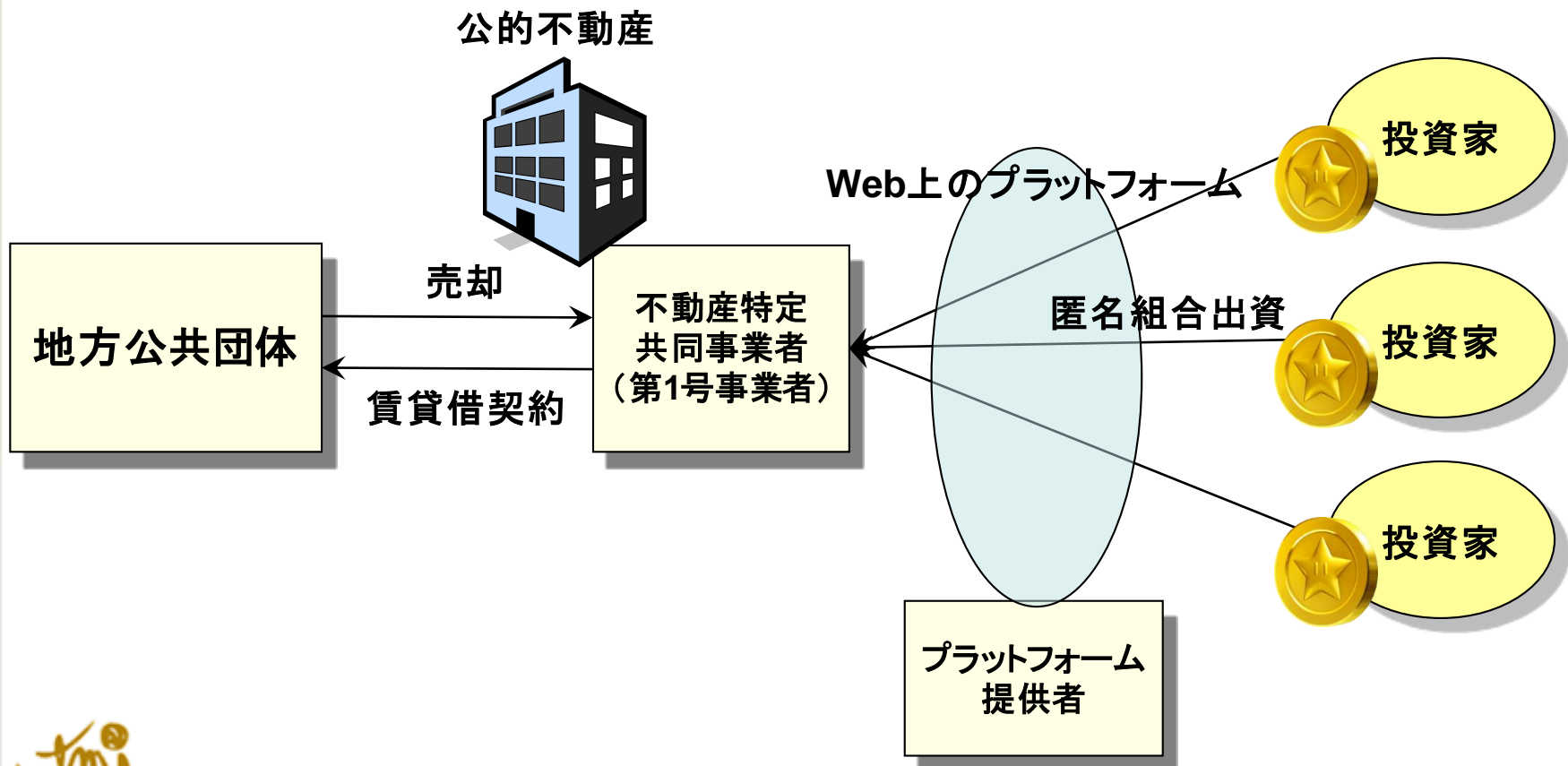
3. 不動産ABSTのスキーム(商品性類型)

<具体例ー収益物件案件(ローリスクローリターン型)>



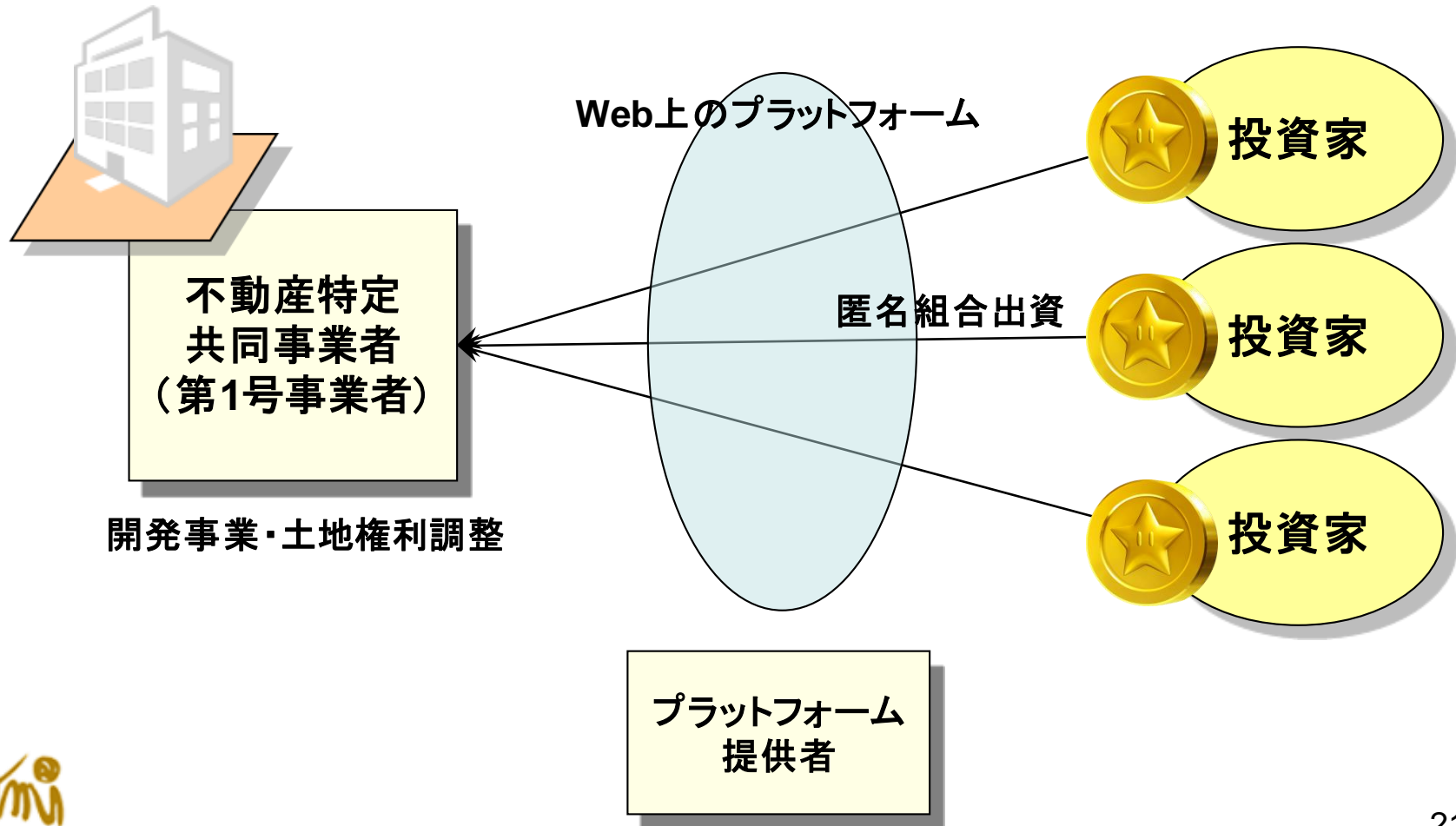
3. 不動産ABSTのスキーム(商品性類型)

<公的不動産ーセールスアンドリースバック>



3. 不動産ABSTのスキーム(商品性類型)

<具体例ー開発案件(ミドル/ハイリスク・ミドル/ハイリターン型)>



3. 不動産ABSTのスキーム(商品性類型)

<具体例ー海外不動産案件>

海外不動産



不動産特定
共同事業者
(第1号事業者)

Web上のプラットフォーム

匿名組合出資



投資家



投資家

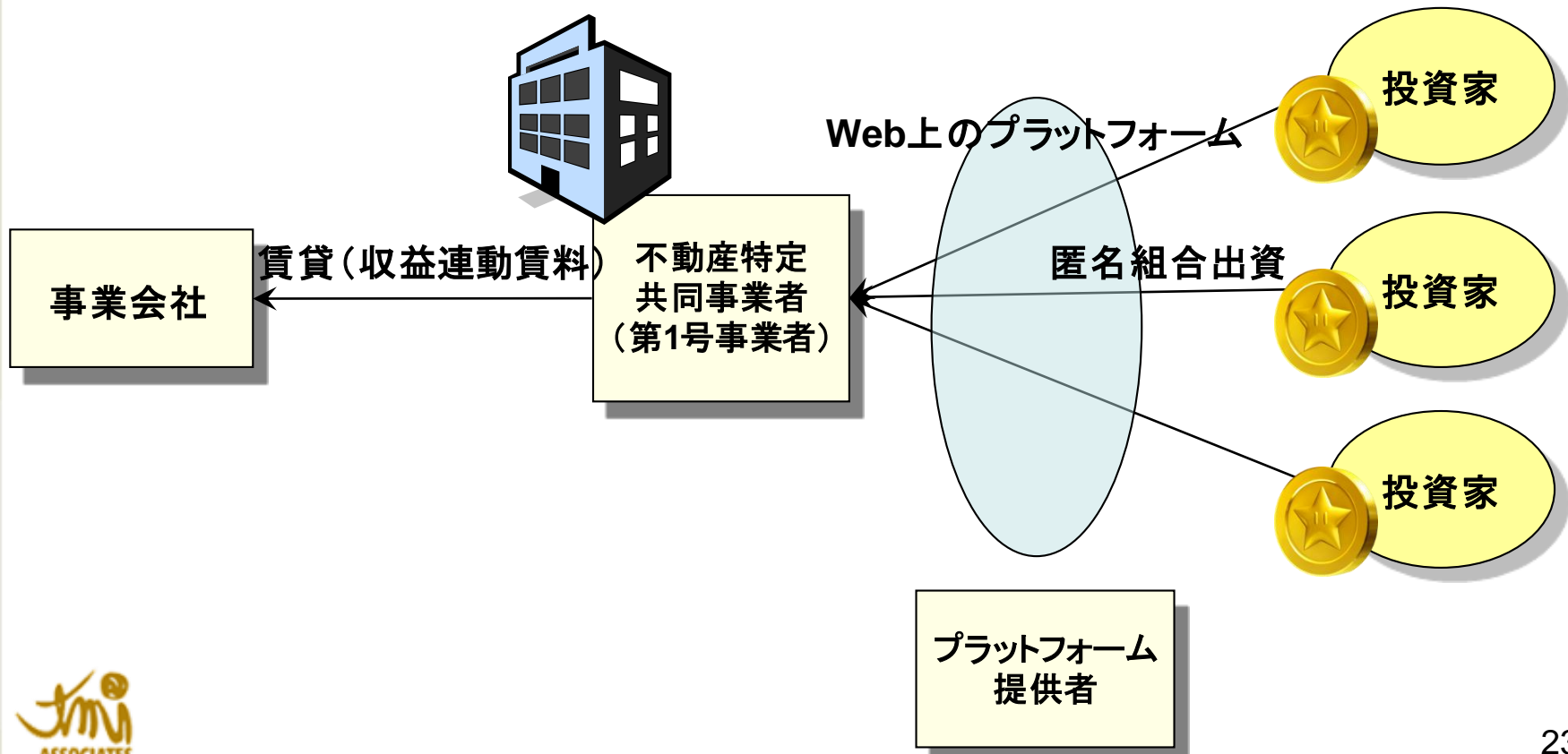


投資家

プラットフォーム
提供者

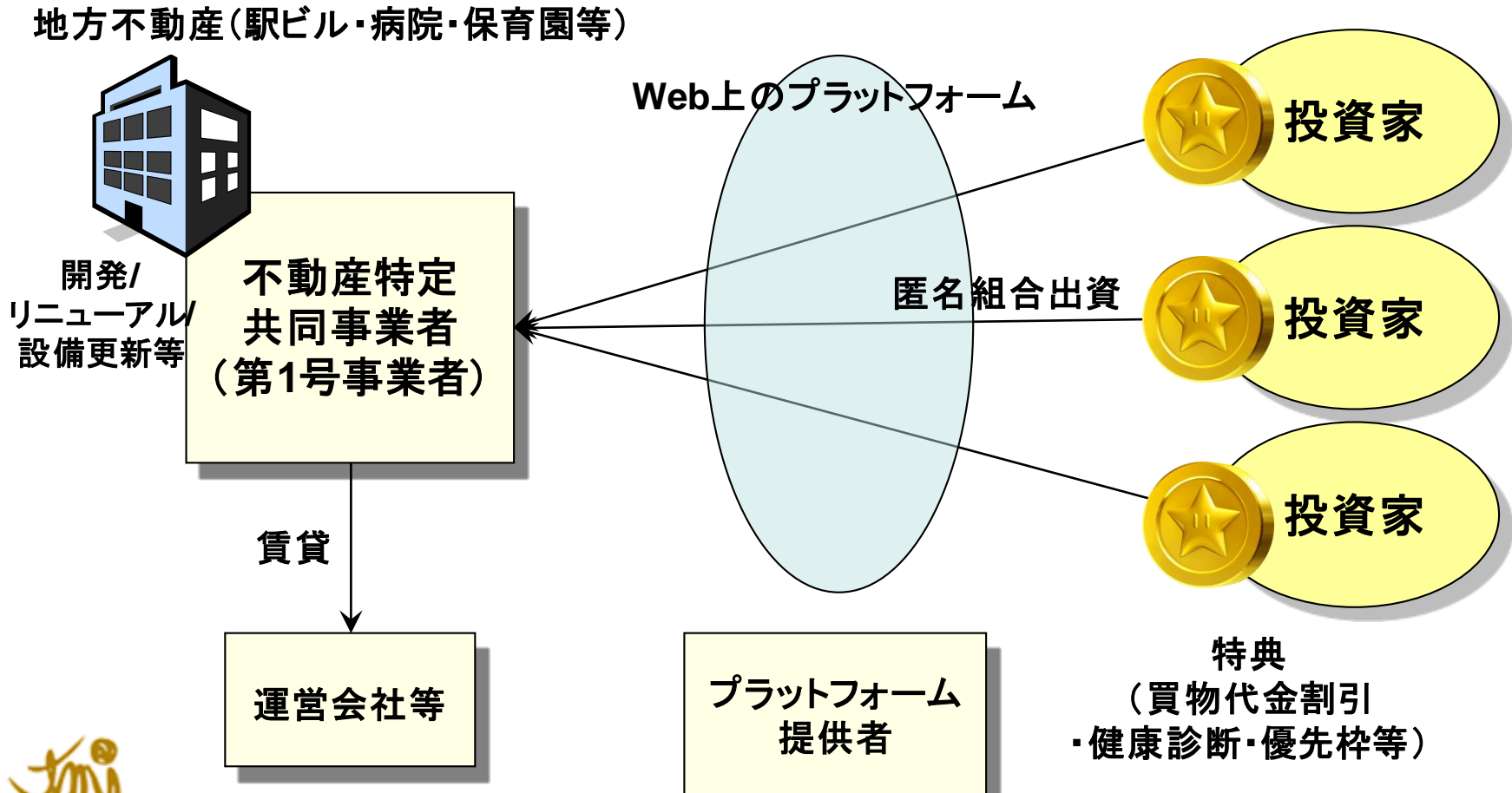
3. 不動産ABSTのスキーム(商品性類型)

<具体例－事業投資(×不動産ハイブリッド)案件>



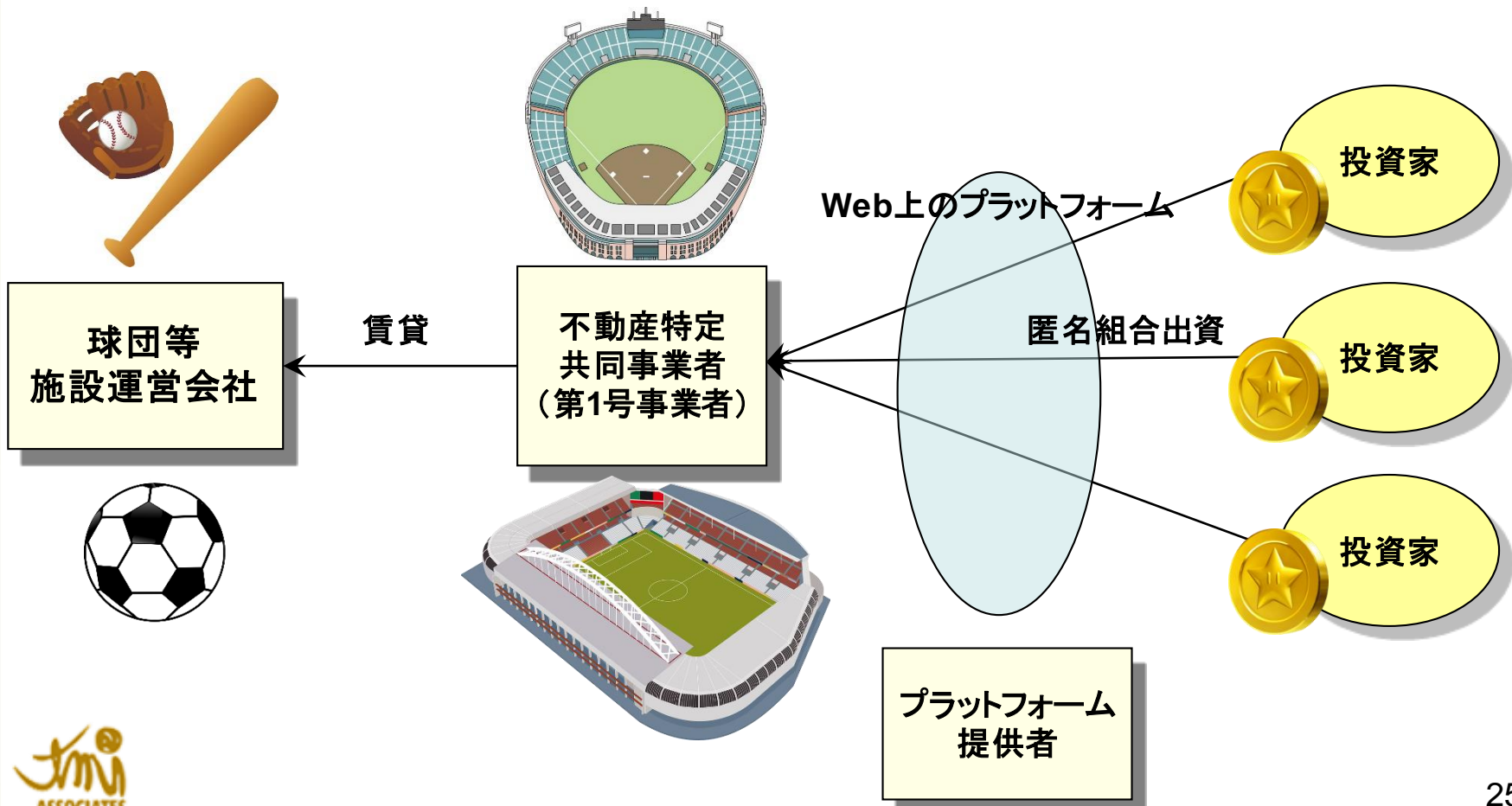
3. 不動産ABSTのスキーム(商品性類型)

＜地方不動産－投資×支援・応援×特典付与＞



3. 不動産ABSTのスキーム(商品性類型)

＜スポーツ球団施設・文化施設・観光施設案件＞



プロフィール

TMI総合法律事務所 パートナー弁護士 成本治男

- 1997年司法試験合格。1998年早稲田大学法学部卒業。2000年司法修習終了、弁護士登録、TMI総合法律事務所入所。2006年パートナー就任。現在、流動化・証券化協議会会員、信託法学会会員、マンション再生協会会員。IFLR 1000のStructured finance and securitizationの分野でleading lawyerとして、また、Chambers Asia及びBest Lawyersにおいて各不動産部門で、それぞれ選出されている。
- 不動産関連のファンド・流動化案件等のファイナンス分野において、レンダー・信託銀行・アセットマネジャー・投資家・アレンジャーなど、多数のクライアント・案件に参与している。大手国内証券会社のアセットファイナンス部門への出向経験を有し、以来、流動化・証券化、CMBS、PFI、プロジェクトファイナンスのほか、不動産ファンド・流動化案件のみならず日本版ESOPや知的財産信託その他多様な信託活用スキームやSPCを活用した太陽光発電ファンドスキームを得意分野とする。また、クラウドファンディングやセキュリティトークンその他FinTech・PropTech（不動産テック）に関わるリーガルサービスにも携わる。その他、不動産の売買、仲介、賃貸借、賃料増減額請求、原状回復、立退き、工事請負、建替え、再開発などの不動産取引一般についても多く経験を有している。
- 著作として、『再開発会社施行マニュアル』（社団法人全国市街地再開発協会）、『信託 実務のための法務と税務』（財経詳報社、2008年12月、共著）、『集団投資スキームのための金融商品取引法Q&A 100』（中央経済社、2009年2月、共著）、「IFRS下のSPC連結ルールにおける法的観点からの考察」（金融法務事情、11年2月、共著）、「日本法下におけるストラクチャードカバードボンドに係る法的論点」（SFJ Journal、2012年8月、共著）、「不動産Techの概要と法的問題点」（日本不動産学会誌、2017年6月）、「不動産Techの実務と法律」（土地総合研究、2017年8月）など。



- 連絡先 TEL : 03-6438-5511（代表） / 03-6438-5538（直通）
E-mail : hnarimoto@tmi.gr.jp