

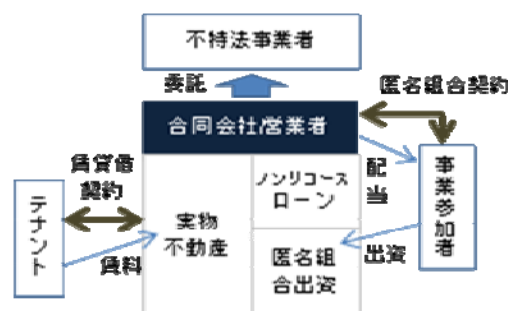
ワーキンググループ中間報告（主に不特法の改正について）

1. はじめに

- (1) 不動産の再生に向けた我が国不動産投資市場のあり方については、平成 22 年 7 月に第 6 回「投資家に信頼される不動産投資市場確立フォーラム」において議論が開始された。
- (2) その際、
 - ・今後の人口減少社会において更なる経済成長を図っていくために、例えば市街地中心部等に立地する旧耐震基準不動産等の既存不適格建築物や環境対策等の追加投資が必要な不動産、老朽化や大規模小売店舗撤退等による遊休化が進む不動産等を再生（建替え、改修、転用、再開発等）し、優良な社会資本ストックの維持向上を図って、これを公共の福祉や市場の観点から最適に活用することが重要であること、
 - ・このような不動産の再生についても、不動産証券化スキームを適切に活用して民間資金を導入していくことが必要であること、
 - ・この点、現行の不動産証券化スキームである J リート、特定目的会社（TMK）、合同会社を利用した集団投資スキーム（GK-TK）、不動産特定共同事業については、不動産の再生案件に適用しようとする場合には、いずれも様々な課題が存在すること等が指摘された。
- (3) 特に、不動産特定共同事業法（以下「不特法」という。）については、
 - ・他のスキームと異なり、不動産特定共同事業者自身の信用に基づくスキームで信用力の高い不動産業者に参入が限定されており、倒産隔離された SPC 自体が不動産特定共同事業を営むことが事実上困難であること、
 - ・仮に現物不動産の取引について、倒産隔離された SPC が一定の要件の下で不動産特定共同事業を行うことが可能となれば、SPC が不動産の将来価値等に着目したエクイティやデットを調達しやすくなり、再生の必要な不動産を取得し、事業者の再生やテナント誘致等のノウハウと組み合わせて、不動産の再生につなげられる可能性が高まるのではないか等が指摘された。
- (4) これらの指摘を受けて、本ワーキンググループにおいては、まずは不特法改正の必要性及び主な論点について、議論を重ね、ここに、その成果を中間とりまとめとして報告したい。

2. 不特法改正の必要性について

- (1) 不動産証券化スキームの適切な活用を通じて、我が国の不動産の再生についても民間資金を導入し、更なる経済成長を目指す必要がある。
- (2) しかし、不特法については、倒産隔離された SPC が不動産特定共同事業を営むことが事実上困難であるという難点がある。
- (3) また、J リート、TMK、GK-TK についても、不動産の再生案件に適用しようとする場合、第 6 回フォーラムで指摘されたような様々な課題が存在する。
- (4) 従って、不動産の再生等を促進すべく、特に、現物不動産の証券化を規律する不特法において、倒産隔離された SPC による不動産特定共同事業が可能となる仕組み（以下のスキーム図参照。以下「新スキーム」という。）を導入し、証券化の手法を多様化することが重要と考えられる。



- (5) この場合、SPC に求める要件など様々な論点があるが、主なものについて、事業参加者保護や新スキームの柔軟性確保等の観点から以下のような基本的な意見が示された。

3. 不動産特定共同事業の主体となる SPC について

- (1) 一般的に倒産隔離のためのヴィークルである SPC は、決められたルールに従って事務的な処理を行う主体であり、SPC 自体に細かな要件を課しすぎると実務上ワークしなくなるという意見はあったものの、SPC は不動産特定共同事業契約や不動産売買契約等の不動産取引契約の当事者 (契約主体) であり、不動産の所有者でもあることから、事業参加者保護等の観点から、実務上の障害にならない範囲で SPC に対する一定の規制が必要であることについて、異論はなかった。
- (2) 具体的には、SPC に専門性や不動産特定共同事業者への業務委託、約款に基づく不動産特定共同事業契約の締結等を求めるとともに、登録や届出といった一定の関与が必要であると考えられる。ただし、手続きに時間を要すると事業機会を逸する可能性があることなども踏まえ、受託者である不動産特定共同事業者に対して不特法の規制が適用されることを前提とした

上で、SPC についてはできるだけ簡素な関与に留めることが求められる。

- (3) 宅地建物取引業法との関係については、SPC は現物不動産の売買を行う主体であるため、同法を一般的に適用除外することは難しいものの、SPC に対して、取引主任者の設置を求めることは困難であること等を踏まえ、例えば不動産特定共同事業者が業務を受託することを前提とした上で、J リートと同様、SPC をみなし宅建業者として、一定の宅地建物取引業法の規定を適用することが考えられる。その際、どの規定を適用するかについては、SPC のヴィークル性と宅地建物の購入者等の利益の保護の観点から、検討することが求められる。

4. SPC から業務を受託する者（受託者）について

(1) 受託者に求める資格について

SPC は倒産隔離のためのヴィークルであり、受託者が不特法に規定する業務に関する規制内容を履行することが求められていることを踏まえ、実際の業務を行う受託者については、不特法の許可を受けた不動産特定共同事業者とすること及び受託者が行う業務に不特法に規定する一定の行為規制を課すことが必要であると考えられる。

(2) 受託者である不動産特定共同事業者に対する兼業規制について

金融商品取引法においては、他業の事業リスクの遮断等の観点から兼業規制が行われているが、不動産特定共同事業者における兼業については、

- ・ 現行の不動産特定共同事業の許可申請に際して、不動産特定共同事業及び宅地建物取引業以外に行っている他業の事業の種類の記事が必要とされており、許可にあたっては、かかる他業についても確認し、公益に反する業務を行い又は不採算な事業部門を抱え事業参加者保護に支障を生ずると認められる場合は許可しない場合があること、
- ・ 現物不動産の運用にはさまざまな能力が必要とされるため、業務の自由度を確保しておく必要があること、

等の理由から、SPC から運用を受託する不動産特定共同事業者について、法律上の追加的な兼業規制は原則必要ないと考えられるが、他業の事業リスクの遮断等に向けた一層のコンプライアンスの徹底が必要と考えられる。

(3) 受託者である不動産特定共同事業者に対する誠実義務等について

現在の不特法第 14 条で不特業者に誠実義務が課されているが、SPC から運用を受託する場合に、受託者である不動産特定共同事業者に課せられる誠実義務の対象が直接の契約関係にある SPC に限られるか、又は、

直接の契約関係にはない事業参加者に対しても誠実義務を適用することが必要かについても論点となった。

これについては、受託者である不特業者と SPC の事業参加者は直接の契約関係にはないが、例えば SPC と事業参加者間で締結する不動産特定共同事業契約や、SPC と不特業者間の委託契約の中に、不動産特定共同事業者が事業参加者に誠実義務を負うといった規定を置くなどの方法が考えられる。

5. 新スキームの契約の相手方となる事業参加者の範囲について

- (1) 新スキームの契約の相手方となる事業参加者については、
 - ・ SPC を用いた倒産隔離スキームは、現行の不特法のオンバランスの仕組みとくらべ、一般投資家からみると SPC が介在するため契約・責任関係が複雑でわかりにくくなること、
 - ・ 新スキームでの活用が想定される再生・開発案件は一般的にリスクが高く、まずはそのリスクを十分に理解できる事業参加者に限定することについて合理性が認められること等を踏まえると、新スキームにおいては、事業参加者保護の観点から、まずは事業参加者を一定のプロ投資家に限定する方向とすべきであると考えられる。
- (2) ただし、現行の不特法第 46 条の 2 の規定に基づき定められているプロ投資家の範囲については、経済情勢の変化や実務の需要に応じて、適切に見直しを行う必要があると考えられる。
- (3) また、不動産の再生について、個人の一部富裕層には参加したいという者もいること、地方においては資金を集めにくいケースも多いことなどを念頭におけば、一定の公的機関や地元住民、不動産の原所有者等も事業参加者として認めるべきではないかとの意見があった。

6. 最後に

以上のとおり、まずは基本的に 2～5 に記載の内容に基づき、倒産隔離された SPC による不動産特定共同事業が可能となる新スキームを不特法に導入することが適当と考えられるが、引き続き、新スキームの導入状況等を見ながら柔軟に制度の改善を図り、事業参加者保護を確保しながら不特法が更に使いやすいものとなるよう不断の見直しが求められる。