

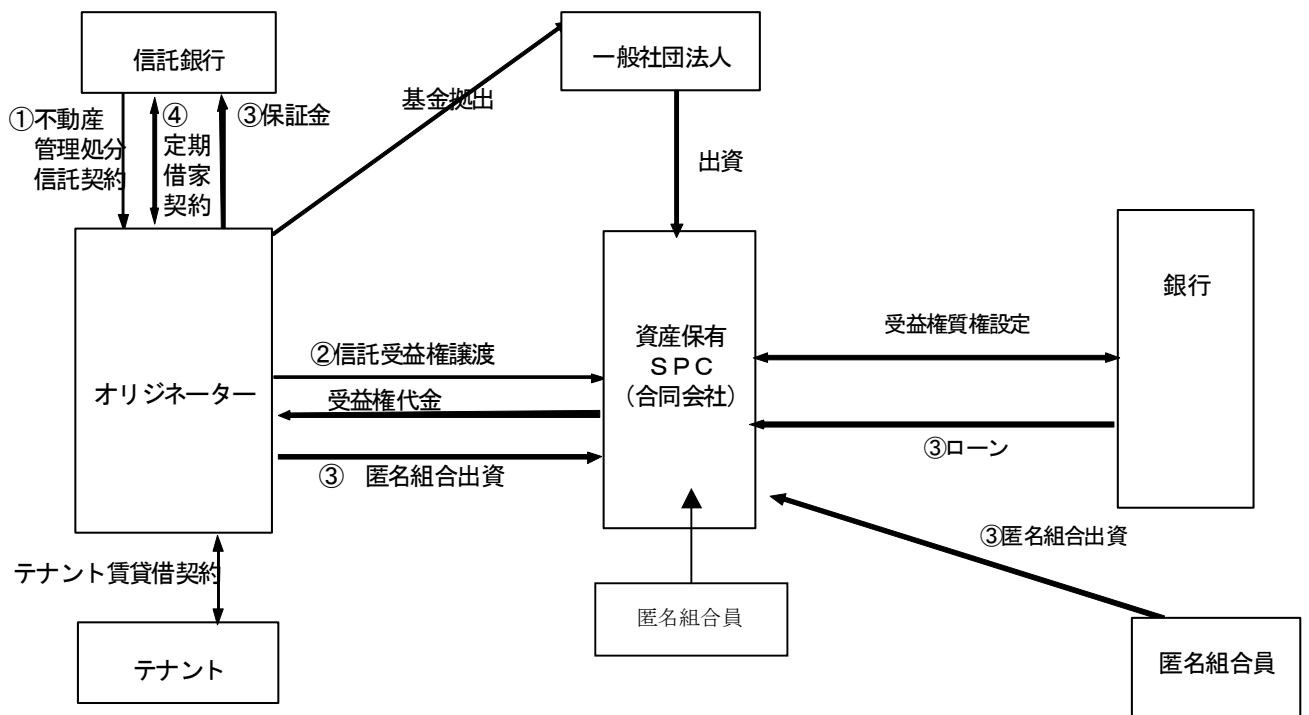
地方証券化における契約書作成実務

GK-TK スキームの契約書作成

1. 前提となるスキーム

ここで対象とするスキームは、既存不動産の流動化をノンリコースローンと匿名組合出資という資金調達で行う、いわゆる GK-TK 方式である。なお、合同会社（GK）の親会社、つまり出資者（業務執行社員）は、平成 20 年 12 月から施行されている一般社団法人とした。まずは、契約の流れを以下のスキーム図を使って説明する。

典型的スキーム図



- ① 特定した対象不動産の所有者であるオリジネーターが信託受益権を S P C（合同会社）に譲渡するために信託受託者との間で不動産信託契約を締結する。

- ② オリジネーターは当初委託者兼受益者として、受益権をSPCに有償譲渡する。
- ③ 譲渡代金の調達として、SPCがレンダーからノンリコースローンの融資を受け、匿名組合員となる投資家から匿名組合出資を受ける。オリジネーターが匿名組合出資をすることも5%以内であればオフバランス上も可能である。
- ④ この図ではオリジネーターが引き続きマスターリース契約を締結してテナントになる。いわゆるセール&リースバック方式となるが、必ずしもオリジネーターがテナントとして残ることが通常ではない。
- ⑤ ローンの最終返済期限までに、信託受益権の処分をし、ローンの返済、匿名組合員への出資の価額の返還を行う。

2. 不動産証券化の組成プロセス

不動産証券化の組成でまず重要なことは、適切な対象不動産を選択することである。その選択の過程において、仕組み行為と呼ばれる色々なアレンジメントがなされるわけであるが、まずは対象不動産を絞り込む作業が必要になる。通常、この作業はオリジネーターとアレンジャーとの共同作業になる。なおアレンジメント業務の内容については、アレンジメント契約の例（サンプルE）を参照。

地方に所在する不動産を対象とする場合には、それなりの制約があると思われるが（小規模でレンダーや信託銀行が引き受けてくれにくいなど）、証券化の組成方法は、大都市での証券化プロセスと本質的に異なるところはない。

証券化の契約書作成実務を理解するためには、まず、証券化組成から出口までの流れを確認しよう。

SPCとしての合同会社及び親会社としての一般社団法人の設立行為は、通常の合同会社及び親会社の方式と異なることはなく、司法書士の方に委任すれば簡単にできるが、定款については目的欄の記載が少し特殊となるので、一般社団法人の定款をサンプルAとし、合同会社の定款をサンプルCとした掲示している。また、いずれも、役員自らは受動的な立場にあり、自ら会社事務手続きを取り仕切るわけではない。その意味で、外部の専門家に会社事務の委託を行うのが証券化ビークルとしては通常となっている。一般社団法人の事務委託契約のサンプルBとし、合同会社の事務委託契約をサンプルDとして掲示している。

(1) 取組実行時

- ① ある対象不動産の所有者（「オリジネーター」というのが一般的である。）が、対象不動産（以下、「対象不動産」という。）を証券化することを企図している。対象不動産は土地・建物からなり、事務所用の賃貸物件として使用している。
- ② この対象不動産に対しては、不動産鑑定、建物診断、環境調査（土壌汚染を含む）、地震耐久性調査、賃貸借契約についての確認などの総合的なデューデリジェンス作業が行われる。
- ③ オリジネーターは、対象不動産を信託銀行（以下、「信託受託者」という。）に例えば期間3年にて信託譲渡し、信託受益権を取得する。信託契約の例をサンプルMとして掲示する。
- ④ 信託という器を使う理由は、不動産保有媒体として、コスト面からも管理面からも有利だからである。また、不動産特定共同事業法に該当しないようにすることもある。
- ⑤ 信託受託者は、対象不動産につき、オリジネーターとの間で期間を3年とする定期建物賃貸借契約（以下、「マスターリース契約」という。）を締結する。マスターリース契約機関は信託期間と平仄を合わせる場合が多いが、法律的には信託期間よりも長い賃貸借契約の締結は可能である（他人物賃貸借契約も有効である）。マスターリース契約の例をサンプルNとして掲示する。なお、このサンプルでは、マスターレシー（賃借人、転貸人の地位にある者）が同時にプロパティ・マネジメントも受任するような方式とした。
- ⑥ オリジネーターが、既存のテナント賃貸借契約（以下、「サブリース契約」という。）を従来通り継続するか、否かは、ストラクチャリング上重要な論点である。
オリジネーターが負う既存テナントに対する敷金返還債務の全額について、引き続きオリジネーター（本件ではマスターレシーの立場となる）のみの債務として信託受託者が責任を負わないようにするためには、テナントが信託受託者に対して敷金返還請求を行わない旨承諾することが必要である。一般的にはこの承諾書をテナント承諾書という。

- ⑦ オリジネーターは、一般社団法人の100%子会社である日本の合同会社（SPC）に信託受益権を時価にて譲渡する。信託受益権の売買契約の例をサンプルLとして掲示する。

この一般社団法人の方法が現時点で最も多く使われる倒産隔離の方法であるが、資産流動化に関する法律では、これに代替するものとして「特定出資信託」という制度がある。

倒産隔離に関連して倒産不申立誓約書というものが、レンダーの要求で作成されるが、サンプルHは親会社の理事・社員から提出される例、サンプルIは合同会社の業務執行者から提出される例、サンプルJは合同会社の職務執行者から提出される例である。

- ⑧ SPCは、信託受益権購入資金調達のため、様々な資金調達方法を検討しなければならない。

通常であれば、ノンリコースローン（NRL）であるが、初めから特別目的会社を株式会社にして社債を発行する例もある。NRLは、シニアとメザニンで優先劣後構造を取る場合もあり、それに応じて劣後部分は利息が高くなる。よく見受けられるNRLの形態では、対象不動産の処分に必要なテール期間を1～2年おき、ローンの満期を期間3～5年とする。シニア・ローン及びメザニン・ローン（もしあれば）の担保としてSPCは、その所有する信託受益権に第一順位、第二順位の質権を設定する。ノンリコースローンの例として、金銭消費貸借契約をサンプルFとして掲示する。このサンプルFは、メザニン・ローンの存在を前提としてシニア・ローンの位置づけとなっている。ローン契約に関連する各種担保契約は特にサンプルとして用意していないが（通常は各レンダー所定の様式が使われる）、プロジェクト契約というものをサンプルGとして掲示する。

- ⑨ SPCは、自らを営業者とする匿名組合契約（以下、匿名組合を略して「TK」という場合が多い。）をオリジネーターとの間で締結し、TK出資金を受け入れる。匿名組合契約の例をサンプルKとして掲示する。この匿名組合出資をオリジネーターから受ける場合については、2001年4月1日からいわゆる5%ルール of 会計基準が適用されている。

（2）期中

- ① マスターレシーは、マスターリース契約に基づき信託受託者に賃料を支払う。固定資産税、保険料、維持管理費、修繕費（大規模修繕は除く）

をマスターレシーが負担する場合もあり、日本でもネットリースとかトリプルネットリースとか呼ぶ場合がある。正確な定義づけはない。

- ② 信託受託者は、賃料等の収入から諸費用を控除した金額を信託受益者たる国内SPCに対して配当する。この配当を原資として様々な金銭の支払が行われるのである。
- ③ 国内SPCは、信託配当を受領し、諸コストの支払、シニア・ローンの利息支払及びメザニン・ローンの元本返済を行う。
- ④ 国内SPCは一定の匿名組合計算期間毎に匿名組合決済を行い、国内SPCの営業者報酬の分配後、信託受益権に係る損益の全てを匿名組合員であるオリジネーターに帰属させる。通常、期間中（ローン期間中）は匿名組合員への分配金の支払いは行わない。最劣後にするというのである。金銭の流れを「ウォーターフォール」といい、上流から下流にどのように金銭を流すのかが詳細に取り決められる。
- ⑤ 期中の信託受託者の管理行為は信託業の一部の委任として、プロパティ・マネージャー(PM)に対して管理業務を委託することになる。受託者がPMから何らかの指示を求められたとき（例えば、ある程度の修繕行為を行う必要が生じた場合）、その実質的判断を受託者自らが行うことはない。その実質的判断は受益者に求められるが、受益者はSPCであるため、それらの判断の助言や一任判断を行うものとして、アセット・マネージャーが存在する。アセットマネジメント契約の例をサンプルOとして掲示する。

(3) 取引終了時

- ① 各ローンの返済のため、リファイナンスの実行或いはオリジネーターによる優先買取交渉権の行使などが検討され、両者のいずれも出来ない場合、第三者への売却が行われる、というのが大筋の方法である。勿論、オリジネーターが全く関与しない事例も多く、関係当事者間で各種の利害調整を行う複雑なものもある。
- ② 第三者への売却を行う場合、SPCは外部の販売業者を通じて対象不動産もしくは信託受益権の見込買取人に対して売却活動を行い、原則とし

て最高価格を提示した購入希望者に対してローン最終期日までに対象不動産もしくは信託受益権の売却を行う。

なお、第三者への売却を行う場合、アセット・マネージャーがイニシアティブを取るのが原則であるが、いわゆるテイル期間に入ると、シニア・ローン及びメザニン・ローン上のレンダーに主導権が移る場合もあり、それに応じて残存債権残高の合計を基準価格として、それ以上の金額であれば売却できるとする場合も多い。この期間に売却手続きが完了しない場合には、さらに値段が下げられることになる。ローンの元本及び利息が全額返済できないような値段の場合でも、物件が売却されたら、レンダーはそれ以上の債権を放棄するというのが、責任財産限定特約の意味である。

3. 金融商品取引法上の留意点

(1) アレンジャーとして仕組みの組成に助力を行う者が通常必要となるが、アレンジメント行為そのものは、金融商品取引法（以下「金商法」）上の金融商品取引行為には該当しない。もちろん、アレンジメントの意義付け如何であり、アレンジャーと称して資金調達としての匿名組合員の出資を勧誘するなどの行為（そのような行為はアレンジメント行為とは言わない）は、金商法上の第二種金融商品販売業者しか行えない行為である。

(2) このスキームの取組実行時には、匿名組合員の勧誘行為、オリジネーターが信託受益権をSPCに譲渡する行為の側面で、第二種金融商品取引業者の関与が必要となる。

(3) 金商法上の新たなファンド規制として、集団投資スキーム持分保有者からの資金を使って有価証券投資をすることを、投資運用行為の一つと規定した。SPCが営業者として行う匿名組合事業そのものが投資運用行為（自己運用）となり、反復継続性を有する以上、SPCも投資運用業の登録を要するようになった。この例外的措置が適格機関投資家等特例業務と投資一任業者に対する全部委任の方法である。本件では後者の全部委任の例を取り上げている。

(4) 期中及び出口では、有価証券の価値の分析や、分析に基づく投資判断を行う者が必要となるが、金商法のもとでは、信託受益権もみなし有価証券となる以上、アセット・マネージャーが投資助言業者ないし投資運用業者として必要となる。本件は投資運用業者が関与する例である。

(5) GK-TK方式では、TMKの発行する優先出資証券のような金商法上の第一項有価証券が存在しないので、投資助言業者又は運用業者と第二種金融商品取引業者だけで仕組みが完結する。

4. 契約書作成の実務

本件では実務で実際に使われる契約例を前提としているため、簡略化ないし省略をしていない。参考例では以下のような想定を置くことにする。

- 対象不動産の土地・建物は単純所有権、証券化のために受益権化する必要があり、信託契約が締結される。
- 対象不動産はオフィスビルである。
- 2009年6月30日をクロージング日とする。クロージング日とは、契約書の日付ないし締結日（これは通常「サイニング日」又は「調印日」という。）とは異なり、対象資産の引渡しがなされる日、つまり、決済日（本件では受益権の譲渡日）である。
- ローン契約は、金融機関によるファンディングや金利決定のために、調印日から2営業日後が最短の実行日である（ローンの実行をドロー・ダウンという）。本件では、2009年6月26日をローン契約の調印日とし、実行日を6月30日とする。実務では分割実行など複雑なものがあるが本件では1回だけの実行とする。
- ローンの満期（最終返済日）は3年後の2012年6月30日とする。ローン契約には、いわゆるテール期間を置き、2011年6月30日を予定返済期日とし、予定返済期日に返済がない場合には、自動的に最終返済日まで期限が延長されるという形とする。
- 信託契約の調印日は、信託不動産の引渡日（当初委託者から信託受託者への信託譲渡に基づく不動産の引渡日）と同じにする実務慣行があり、本件では、信託契約の調印日及び引渡日が2009年6月30日となる。信託契約期間もローン期間にあわせて3年間とする。
- 期中の対象不動産の賃貸及び管理は、信託受託者がマスターレシーとしてのオリジネーターに一括して賃貸し、かつ、管理の委託もするという、いわゆる「マスターリース契約兼プロパティマネジメント契約」（MLPM契約）の形態とする。
- アセットマネジメント契約は一任契約型としており、アセット・マネージャーは金商法上の投資運用会社の登録をしているという前提とする。
- 匿名組合契約は、適格機関投資家等特例業務を使ってSPCの自己運用業の登録を回避する方法ではなく、投資運用会社に投資判断の全部委任をするという定義府令上の例外措置を使うものとする。

それでは、以上を前提として、契約作成実務の説明を行う。なお、契約書の参考例としては、以下のような通常の実務において実際に作成される契約書のうちで、特に重要なもの（黄色いマーカーの付いた番号のもの）を掲示する。

GK-TK 既存物件取得型必要書類一覧

No.	文書名	当事者／作成者
会社設立関係		
1	親会社（一般社団法人）定款	社団法人の発起人
2	投資媒体（合同会社）定款	合同会社の発起人
3	親会社の事務管理委託契約	親会社と事務管理受託会社
4	投資媒体（合同会社）の事務管理委託契約	合同会社と事務管理受託会社
5	アレンジメント契約	S P Cとアレンジャー
ローン関係		
6	責任財産限定特約付金銭消費貸借契約	借入人たるS P C（合同会社）とレンダー
7	プロジェクト契約（関係者間契約）	借入人、レンダー、信託受託者、匿名組合員、アセット・マネージャー（AM）
8	信託受益権質権設定契約	借入人、レンダー、（信託受託者）
9	停止条件付抵当権設定契約	借入人、レンダー、（信託受託者）
10	保険金請求権質権設定契約	借入人、レンダー
11	銀行口座質権設定契約	借入人、レンダー
12	倒産不申立誓約書（親会社 理事、社員）	親会社 理事、社員
13	倒産不申立誓約書（G K業務執行社員）	G K業務執行社員
14	倒産不申立誓約書（G K職務執行者）	G K職務執行者
エクイティ出資関係		
15	匿名組合契約	営業者（S P C）、投資家匿名組合員
16	匿名組合の私募の取扱委託契約	営業者（S P C）と第二種金融商品取引業者
17	商品概要書	第二種金融商品取引業者
18	私募の告知書	営業者（S P C）
不動産周り		
19	信託受益権売買契約	オリジネーターと買主たるG K
20	受益権譲渡承諾申請書兼承諾書	オリジネーター、G K、信託受託者
21	信託受益権私募取扱（媒介）契約	オリジネーターと第二種金融商品取引業者
22	不動産信託契約	オリジネーターと信託受託者
23	マスターリース契約	信託受託者とマスターレシー
24	プロパティマネジメント契約	信託受託者とPM
25	アセットマネジメント契約	G KとAM

以上