

2012年10月

シンガポール REIT(S-REIT) 組成・上場の実務

I. はじめに

II. S-REIT の概要

III. S-REIT の組成

IV. S-REIT の上場

V. S-REIT(海外 REIT)活用への期待

森・濱田松本法律事務所

弁護士 佐伯 優仁

☎ 03 6266 8523

✉ masahito.saeki@mhmjapan.com

I. はじめに

近時、日本の不動産を組み入れるビークルとして、シンガポール REIT(以下「S-REIT」という。)が注目を集めている。急速な経済成長を続けるアジア諸国の金融ハブとして多様な国々の投資家から資金を調達しやすい、海外不動産の組入れに積極的であるなどの点で、S-REIT には J-REIT とは異なる魅力があるのは否定しがたい事実だろう。

本稿では、日本の不動産及び不動産に関与するプレイヤーとの関わりが大きくなりつつある S-REIT について、その概要を紹介した上で、組成及び上場に関する法規制について概観する。¹

II. S-REIT の概要

上場 S-REIT には二つの形態がある。一つは Real Estate Investment Trust(以下「REIT」という。)であり、もう一つは Business Trust(以下「BT」という。)である。REIT は、日本における投資信託と同じ形態である。一方、BT は、Business Trusts Act(以下「BTA」という。)に基づき登録された、事業を行うことを目的とする信託型のビークルである。これは、日本には見られない制度である。

2012年10月10日現在では 25 の REIT²と 4 の不動産又は不動産関連資産を組入資産とする BT がシンガポール証券取引所(以下「SGX-ST」という。)に上場している。なお、本来、BT の組入資産は不動産又は不動産関連資産に限られないが、本稿では、特別言及のない限り専ら不動産又は不動産関連資産を組入資産とする BT を念頭に置くこととする。

J-REIT と同様、S-REIT もそれぞれ投資対象とする不動産のタイプが異なる。オフィス、商業、住居等特定の目的に特化するものや、それらを組み合わせる多様性を持たせるものがある。不動産の所在地はバラエティーに富んでいる。J-REIT では未だ見られない海外不動産の組入れが積極的に行われており、むしろ海外不動産に特化した S-REIT もある。

これら上場 S-REIT のうち、現在ポートフォリオに日本の不動産を含む S-REIT は 7 つある。それらの詳細は以下の表のとおりである。

¹ 本稿の作成に当たり、S-REIT 案件に多数従事するシンガポールの法律事務所である Allen & Gledhill LLP における筆者の研修経験が大いに参考となっている。ここに感謝申し上げる。もっとも、本稿の文責は筆者に属するものである。

² Stapled securities を上場させている CDL Hospitality, Ascendas Hospitality Trust 及び Far East Hospitality Trust は REIT として数えている。後記脚注 4 参照。

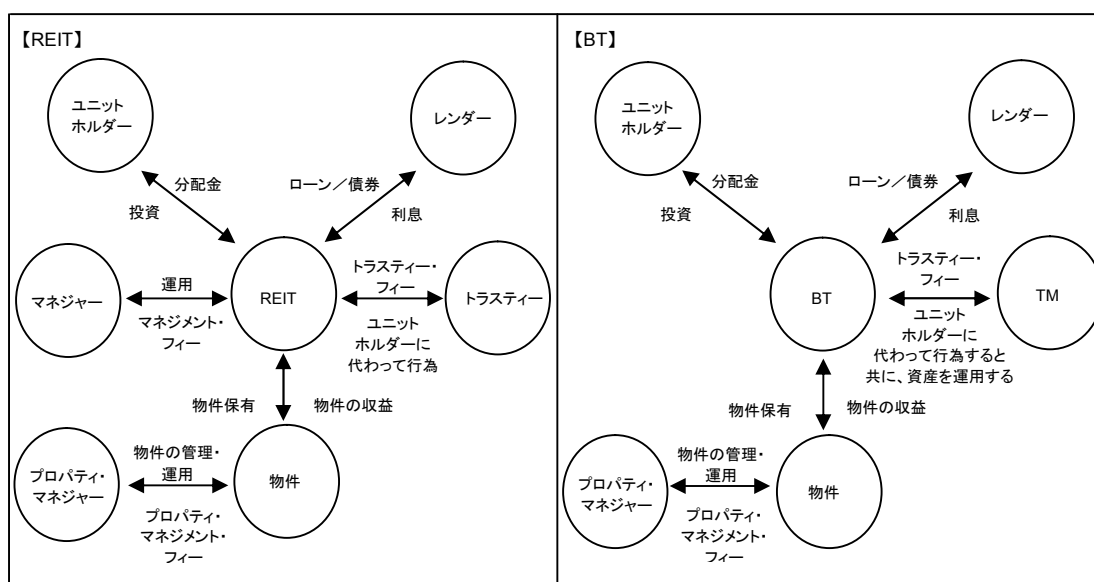
(2012年10月10日現在)

	S-REIT	上場時期	ポートフォリオに含まれる日本の不動産
1	Mapletree Logistics Trust	2005年7月28日	・ 物流施設 22 物件
2	Starhill Global Real Estate Investment Trust (旧名称 : Macquarie Prime Real Estate Investment Trust)	2005年9月20日	・ 商業施設 7 物件
3	Frasers Commercial Trust(旧名称 : Allco Commercial Real Estate Investment Trust)	2006年3月30日	・ 商業オフィス 3 物件
4	Ascott Residence Trust	2006年3月31日	・ サービスアパートメント 4 物件 ・ 賃貸マンション 19 物件
5	Parkway Life Real Estate Investment Trust	2007年8月23日	・ ケア施設 32 物件 ・ 物流施設 1 物件
6	Saizen Real Estate Investment Trust	2007年11月9日	・ 居住用マンション 134 物件
7	Ascendas Hospitality Trust	2012年7月27日	・ ホテル 1 物件

III. S-REIT の組成

1. ストラクチャー

S-REITを組成しようとする場合、まず初めに決めなければならないことのひとつが、その形態をREITにするのか、あるいはBTにするのかということである。両者の典型的なストラクチャーの概要は以下の図のとおりである。



(シンガポール取引所(SGX)のウェブサイトの図を基に作成)

REIT には、トラスティー(trustee) (受託者)とマネジャー(manager) (運用会社)という二つの主体が関与する。トラスティーは、ユニットホルダー(unitholder) (J-REIT における投資主に相当する。)に代わって

資産を保有し、REIT としての行為を行う主体となる。マネジャーは REIT の資産運用を行う主体であり、トラスティーに対して個々の行為の指示を出す。マネジャーは J-REIT における資産運用会社に相当する。

これに対し、BT の場合は、トラスティー・マネジャー(以下「TM」という。)という単一の主体が、REIT におけるマネジャーとトラスティーの両者の役割を果たす点が構造的な違いである。

2. 法規制の枠組み

REIT は、日本の金融商品取引法に相当する Securities and Futures Act(以下「SFA」という。)上の collective investment scheme(以下「CIS」という。)に該当する。従って、REIT には、同法及びその下位規範の CIS に適用される規定並びに Code on Collective Investment Schemes(以下「CIS コード」という。)の規定が適用される。特にその Appendix 6(「property funds appendix」と呼ばれる。以下「PFA」という。)は不動産ファンド(property fund)に対して適用される規定をまとめたものであり、REIT にとって重要な規定が多い。CIS が公募を行うには、日本の金融庁に相当する Monetary Authority of Singapore(以下「MAS」という。)から認可を受けなくてはならないため、REIT は、この CIS 認可を受けた上で、上場することになる。

一方、BT は BTA に基づき登録された事業を行う信託であり、BTA 及びその下位規範の規定が適用される一方で、CIS コードの適用は受けない。

3. REIT と BT の主要な相違点

(1) 資産運用の柔軟性

BT には PFA が適用されないため、PFA に規定のある資産運用の制限がなく、REIT よりも比較的柔軟な運用が可能となる。具体的には、まず、REIT が投資できる資産は限られており、その中でも不動産及び不動産関連資産の割合は 75%以上でなければならないとされているのが特長的である。次に、REIT の開発物件に対する投資は総資産の 10%までとされている上、REIT は、総収入の 10%を超えて賃料収入等以外の収入を得てはならないとされている。また、REIT の借入額は総資産の 35%(又は格付けを取得した場合 60%)までとされている。さらに、PFA では、不動産の取得価格を鑑定評価額の 110%以下とし、処分価格を 90%以上としなければならないことや、利害関係人との間の不動産の売買においては 2 つの鑑定評価を取得した上で、取得価格はそのうち高い方の評価額を超えず、処分価格は低い方の評価額を下回ることなどはできないことなども定められている。これらの規定は、BT には適用はない。

但し、BT においてこれらの適用がないとは言え、無制限に開発物件を組み入れたり、借入れを行ったり、売買価格を決定したりすることができるわけではない。SGX-ST は、不動産又は不動産関連資産を組入資産とする BT の上場審査においても事実上 PFA の規制を一定程度参考にするのが実務のようであり、PFA の規定から大きく乖離する BT は上場が許容されないのが現実である。また、健全な投資を行うことを担保するために、PFA の基準に沿った投資基準を自主的に設ける BT もある。

なお、PFA には、REIT が第三者と共同して物件を保有する場合、かかる共同保有に関する権利義務を定める書面(合弁契約、定款等)には、REIT が重要な運営事項について拒否権を有すること等が

明記されなければならないという規制がある。重要な運営事項は PFA 6.5 条(b)に定められており、証券の発行、借入れの実行、資産の譲渡・処分・担保提供、利害関係人取引の実行等が含まれる。かかる規制は、REIT の組入物件に対する支配力の確保を目的とした重要なものであり、実務上 BT においても、同規定を遵守することが上場審査において求められる。そして、この規制は、実務上、REIT が、第三者との共同投資でなくとも、SPC を通じて海外不動産を取得する場合には遵守が必要になる。実際に日本の不動産を S-REIT に組み入れる場合には、この規制はストラクチャリングにおける重要なポイントとなる。例えば組入手法として TMK(特定目的会社)を用いるケース³であれば、TMK の定款で社員に対して重要な運営事項についての議決権を付与するなどの手当てが必要になりうるし、TMK が日本でノンリコースのデット調達(特定社債、特定借入れ)を行うための倒産隔離の仕組みを構築するにあたって関係者を悩ませる点にもなるのである。

(2) マネジャー／TM のガバナンス

REIT のマネジャーと BT の TM を比べた場合、TM の方がより取締役の独立性が求められる傾向にある。マネジャーは、Code of Corporate Governance 2012(上場会社の適正なガバナンスを示したものであり、REIT や BT にも必要に応じて適用がある。)に従い取締役の 3 分の 1(一定の場合は過半数)以上が独立取締役でなくてはならない。一方、TM は、TM から独立している取締役が総取締役の過半数を占めるとともに、TM の主要株主から独立している取締役も総取締役の過半数を占めていなければならない。取締役を何人とするかにもよるが、BT の方が独立した取締役となる人材を多く見つけなければならないことが多い。

(3) まとめ

S-REIT のビークルの選択として大きなポイントとなるのは開発物件の有無である。REIT の場合、開発物件の組入れが総資産の 10%までとされているため、それ以上に開発物件を組み入れ、あるいは組み入れる可能性があるのであれば必然的に REIT を選択することは難しくなる。また、ホテル等の資産を組み入れ、オペレーション収入が総収入の 10%を超えるような場合にも、REIT を選択することはできない。

これらの点を除くと、REIT と BT にはそれぞれ一長一短があるように思われる。BT には PFA の規制が及ばないことから REIT と比べて比較的柔軟な運用が可能となるが、TM のガバナンス(特に取締役の独立性)は REIT のマネジャーのそれよりも厳格なものが要求される。また、投資家の立場から考えれば、規制の多い REIT の方が投資家の保護が図られていることになり、投資商品としての安心感が高いという見方もある。さらに、REIT には独自の税制上の優遇措置が適用されるため、その影響も考慮に入れられる。このような点を総合的に考えて REIT と BT の選択がなされる。⁴

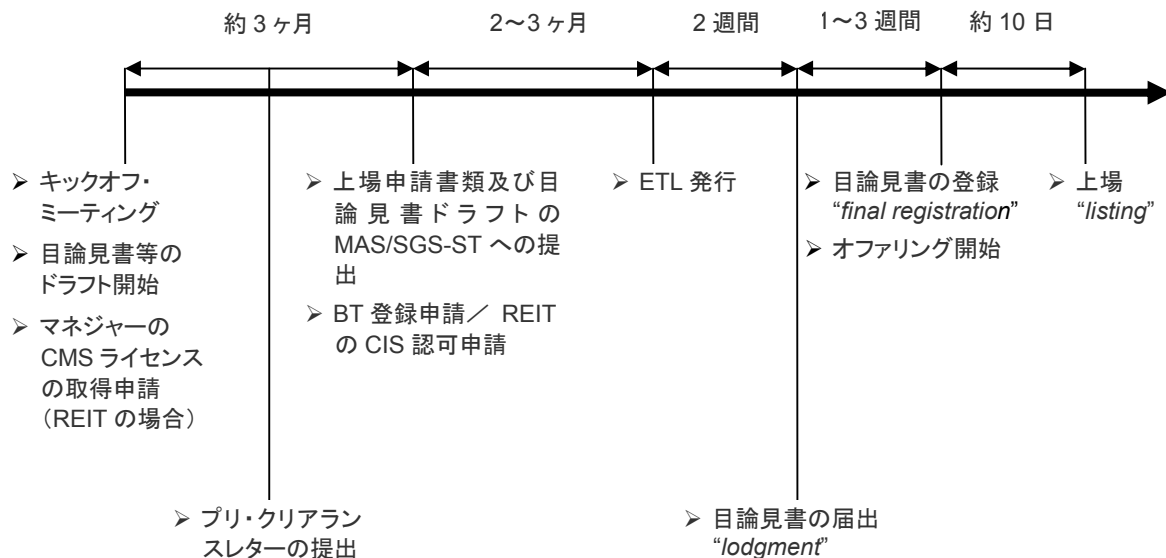
³ S-REIT が日本の不動産を組み入れる場合には、S-REIT の傘下で組成される特定目的会社(TMK)又は合同会社(GK)が不動産又は不動産信託受益権を取得し、S-REIT 又はその傘下の SPC が優先出資又は匿名組合出資の形で資金を TMK 又は GK に注入するという形をとるのが通常である。

⁴ REIT と BT の利点をいずれも享受するため、REIT と BT のそれぞれのユニットを結合させた証券(stapled securities)として SGX-ST に上場させていることもある。2012 年 7 月 27 日上場の Ascendas Hospitality Trust もその一つである。

IV. S-REIT の上場

(1) スケジュール

S-REIT の一般的な上場スケジュールの概要は以下の図のとおりである。キックオフ・ミーティングから数えて概ね 6 ヶ月から 8 ヶ月程度で上場するのが標準的といわれている。



(i) 準備期間

上場にあたり SGX-ST に上場申請書類を提出するため、まずそれに向けて準備を行う。具体的には、最初に幹事会社 (issue manager) を選定し、マネジャー又は TM となる会社を設立し、不動産のデュー・ディリジェンスを行い、目論見書 (prospectus) を含む上場申請書類の作成を行う。REIT の場合は、マネジャーに必要とされる CMS ライセンスの取得申請も進められる。

上場申請書類の提出前にも案件特有の論点について SGX-ST に相談することができる。実務上は、上場申請書類の提出前に、SGX-ST 及び MAS との間で事前相談を行った上で、プリ・クリアランスレター (pre-clearance letter) を提出するのが一般的なようである。かかる事前相談 / プリ・クリアランスレターの提出によって大きな論点は事前に解決するか、あるいは SGX-ST や MAS の指導を受けて問題への対応を早くから行うことができる。そのため、その後の上場審査の期間を、通常必要とされている期間よりも短くすることが可能となる。

(ii) SGX-ST 及び MAS による同時審査期間

上場申請書類を提出すると、SGX-ST が上場審査を開始する。上場申請書類には、目論見書のドラフトが含まれるが、最終的に MAS に届け出る目論見書と大きく内容が異なってはいけないため、この段階でかなり完成度の高いものを提出しなければならない。SGX-ST は、上場基準を満たしていることを確認した上で、上場適格確認書 (eligibility-to-list) (以下「ETL」という。) を (通常は必要な条件を

付した上で)発行する。その間2ヶ月から3ヶ月とされているが、上記のとおり、事前相談及びプリ・クリアランスレターの提出を経ている方がその期間は短くなる。

SGX-ST による上場審査と並行して、MAS に目論見書のドラフトを提出し、そのチェックを受けることができる。これは届出前の確認手続(pre-lodgment review)であり、任意のものであるが、これにより MAS に対する目論見書の届出から MAS による目論見書の登録までの期間を短縮することができるため、通常は SGX-ST の上場審査と並行した MAS によるかかる確認手続を経るのが一般的なようである。

また、通常は、上場申請書類の提出と併せて、REIT の CIS 認可又は BT の登録の申請を行う。

(iii) MAS に対する目論見書の届出 (lodgment)

ユニットを募集するには MAS に対する目論見書の届出と MAS による目論見書の登録がなされなければならない。ETL が発行され、MAS の届出前の確認手続が終わると、MAS に対する目論見書の届出が行われる。これが、「lodgment」と呼ばれるアクションであり、上場に向けた最後の 3 ステップ (lodgment→final registration→listing) の 1 つ目である。この場合の目論見書は仮目論見書 (preliminary prospectus) でもよく、実務上は仮目論見書を届け出る。仮目論見書にはユニットの発行価格や募集期間等が省略されていてもよい。MAS に届け出られた目論見書は MAS のウェブサイトである OPERA (Offers and Prospectuses Electronic Repository and Access) に掲示され、一般からの意見募集手続に付される。MAS に対する一般からの意見は公開されない。

(iv) MAS による目論見書の登録 (final registration) 及び上場 (listing)

MAS は、目論見書の届出の 7 日後から 21 日後までの間に⁵、目論見書の登録を行うことができるものとされている。目論見書が登録されると、ユニットの募集を開始することができる。SGX-ST の Listing Manual (以下「上場規則」という。) 上、募集期間は、募集開始日を除いて 2 営業日は必要とされる。通常、目論見書の登録から上場日までは 10 日間程度である。

なお、上場後に物件を取得する J-REIT とは異なり、S-REIT は、上場規則 404 条(8)(c)により、上場前に物件の取得が完了してはならない。SGX-ST はこの規則を投資家保護のために非常に重要であると捉えており、SGX-ST がこの規則からの逸脱を認めることは実務上ないとされている。従って、実務上は、上場日の午前中に物件の取得手続を全て完了し、午後 2 時にユニットが上場され、取引が開始される。日本の不動産を上場時に組み入れる S-REIT がこのルールを遵守するためには、上場日の朝までに取得資金が日本に着金していることが必要となるのが通常であるが、上場が完了する前に(海外送金を考えると数日前から)ユニットホルダーから払い込まれた資金が S-REIT にリリースされるわけではない。従って、プレファンディング、ブリッジローン等により事前に取得資金を手当てする必要性を認識し、早い段階からその準備に取り掛かる必要がある。

⁵ 一定の場合には、延長も可能である。

(2) 上場基準

上場規則において様々な上場基準が定められているが、その中でS-REITに適用があるのは、エクイティー証券一般に適用される上場規則チャプター2(不動産投資/開発会社に適用される 222 条を含む。)及び投資ファンドに適用される同チャプター4 である。

(i) 利益相反と先買権(right of first refusal)

上場規則 223 条は、上場前に利益相反が解消されていなければならないとしている。そして、利益相反の解消策として、先買権が支配ユニットホルダー(controlling unit-holder)(明確な定義がないが、基本的に、S-REITの議決権を15%以上保有するユニットホルダーのことをいうと考えられている。)からマネジャー(又は TM)に与えられることが挙げられている。その詳細は、上場規則プラクティス・ノート(Practice Note)4.1 の 3 条に定められている。先買権とは、支配ユニットホルダー又はその子会社がS-REITの投資対象となりうる物件を所有してそれを処分する場合、S-REITが第三者に優先してその物件を購入できる権利である。この権利は、先買権を与えられたマネジャー(又は TM)がその地位にあり続け、かつ、先買権を与えた支配ユニットホルダーが、(その関連会社と併せて)マネジャー(又は TM)の支配株主(controlling shareholder)(基本的に、会社の議決権の15%以上を保有する株主をいう。)である限り有効でなければならないとされている。厳密には支配ユニットホルダーには当たらないものの利益相反のおそれがある者が自発的に先買権を与えることもでき、そのような事例もしばしば見受けられる。

もしスポンサーからS-REITに先買権を与える場合には、S-REITと競合する物件を自由に処分できなくなり、そのインパクトは大きいと考えられる。従って、そもそも先買権を与えなければならないのか、あるいは自発的に与える場合にはその内容をどのように設定するかについて、シンガポール法カウンセラーと相談の上よく検討する必要がある。

(ii) 適用が免除される上場基準

まず、上場規則 404 条(5)及び 407 条(4)は、上場投資ファンドの運用会社に 5 年の運用業績が必要としている。しかし、S-REIT の場合、マネジャー(又は TM)は上場直前に設立されるのが一般的であり、通常過去の運用業績はない。この場合、通常、マネジャー(又は TM)の経営陣に十分な運用経験があることを条件に、この両規定の適用は免除される。

次に、上場規則 409 条(3)は、上場投資ファンドに、過去 3 会計年度の年次財務諸表(annual account)を上場申請時に提出することを求めている。それができない場合には、24ヶ月先までの将来にわたる業績予想値を代わりに提出することが求められる。上記のとおり、S-REIT のマネジャー(又は TM)は上場直前に設立されるのが一般的であり、通常過去の運用業績はないため、過去の業績値ではなく、将来の業績予想値を提出するのが通常である。

この他にも、個々の案件によっては上場基準を満たすことが難しい場合があり、その場合には、その案件ごとにSGX-STと相談しながら、必要な上場基準の免除を申請していくことになる。

(3) 目論見書の記載事項

一般論として、目論見書には、投資家及びそのアドバイザーが、当該 REIT 又は BT のメリット及びリスクについて十分な評価及び決定を行うために合理的に必要とされる情報がすべて含まれていなければならない。具体的には、REIT の場合、目論見書の記載事項は、CIS Offer Regulations, Appendix 3、上場規則チャプター6 及び PFA 11.2 条から 11.6 条に規定されている。BT の場合は、SFA 282F 条、BT Offer Regulations, Appendix 4 及び上場規則チャプター6 に規定されている。その記載事項には、例えば、マネジャー及びトラスティー(又は TM)、S-REIT の戦略及び投資対象、報酬及び費用、利益相反に関する事項並びにリスクファクターが含まれる。組入物件に関する各種契約の要約及び関連する法令の概要の記載が、比較的詳細に求められる点にも注意が必要である。

V. S-REIT(海外 REIT)活用への期待

今年に入ってから S-REIT による日本の不動産組入の動向を見れば、今後もさらにその数が増えることが予想される。また、将来的には、香港 REIT(HK-REIT)、マレーシア REIT(M-REIT)、豪州 REIT(A-REIT)といった S-REIT に限らない様々な海外 REIT の活用も期待される。森・濱田松本法律事務所では、S-REIT を始めとして、今後とも引き続き海外 REIT による日本の不動産組入の実務に携わっていく所存である。

News

- ・2012 年 9 月 6 日(木)から、川村 隆太郎 弁護士が弊事務所のシンガポールオフィスにて執務を開始しました。川村弁護士(電話: +65-6593-9754、Email: ryutaro.kawamura@mhmjapan.com)は、米国ロースクールへの留学、大手総合商社への出向経験を有するシニア・アソシエイト弁護士です。シンガポールオフィスでは、今後も、シンガポール及びアジア各国の現地有力法律事務所と協働して、日系企業の東南・南アジアでのビジネスのサポートをしてまいります。
- ・Who's Who Legal - The International Who's Who of Real Estate Lawyers 2012 - に、当事務所の佐藤 正謙 弁護士が選ばれました。

(当事務所に関するお問い合わせ)
森・濱田松本法律事務所 広報担当
mhm_info@mhmjapan.com
03 6212 8330

www.mhmjapan.com