

ドイツ不動産オープンエンドファンドの現状 ～金融危機後のドイツの対応～

2015年4月3日

株式会社三井住友トラスト基礎研究所

私募投資顧問部 研究員 三武 真知子

国内の非上場不動産オープンエンドファンド(以下、「私募 REIT」)の運用資産額の合計が節目となる 1 兆円を超え、私募 REIT 市場は順調に拡大している。日本の私募 REIT は 2008 年の金融危機後である 2010 年に運用が開始されたまだ新しい金融商品であるが、海外では、米国やドイツを始めとして古くから不動産オープンエンドファンドが金融商品として認知されている国も多い。とりわけ、ドイツにおいては 40 年超の歴史を持ち、機関投資家だけでなく一般国民の間にも広く普及しており、非上場不動産ファンド市場の規模としては、ドイツが日本を上回っているともいえる。

ドイツの不動産オープンエンドファンドは、その歴史の長さゆえ市場サイクルも経験しているが、特に 2008 年の金融危機によって甚大な影響を受け、償還停止、清算へと追い込まれた銘柄が多数にのぼった。この事態に当局は規制強化に向けて動き、投資家保護の徹底と投資市場全般の透明性向上を趣旨とする法改正が行われ、不動産オープンエンドファンドの商品特性も大きく変化することとなった。

金融危機後の混乱を乗り越えて、市場が整理され安定を取り戻しつつあるドイツ不動産オープンエンドファンド市場。本稿では、市場の現状と商品の特徴、そして主に金融危機前後の法的規制面での変遷を概観し、今後の日本の私募 REIT 市場が学ぶべき点について考察する。

1. ドイツ不動産オープンエンドファンドの概要

ドイツの不動産オープンエンドファンド(以下、「GOEREFs」)は、同国の法律に基づく投資信託の一形態である。GOEREFs は、対象となる投資家のタイプから、主に個人投資家向けに企図された(機関投資家も投資が可能)一般投資家向けファンド(Offene Immobilien-Publikumsfonds、以下「Publikumsfonds」)と、機関投資家に限定されたスペシャルファンド(Offene Immobilien-Spezialfonds、以下「Spezialfonds」)の二つに分類されるが、一般的に「ドイツの不動産オープンエンドファンド」と表現される場合には、前者の Publikumsfonds を指すことが多い。

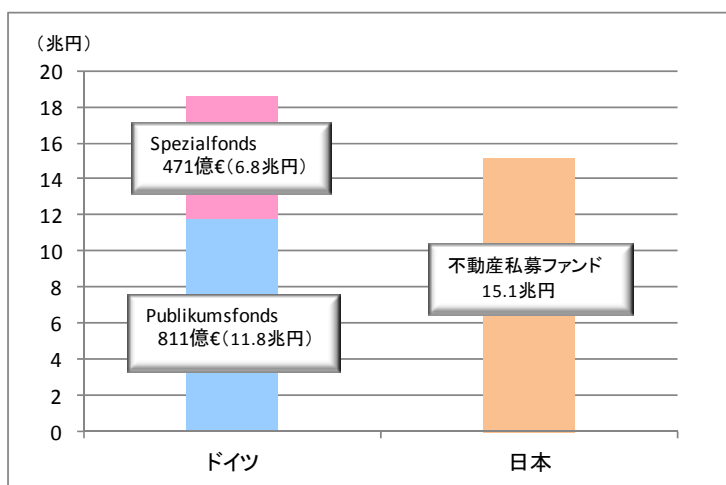
Publikumsfonds は、非上場であるが保有不動産の鑑定評価額をもとにした価格が公開されており、受託銀行を通じ、いつでも取得することができる。保有不動産の鑑定評価額をベースにファンドの投資口の持分価格が決定される点は日本の私募 REIT と同様であるが、投資口の取得時期が制限されておらず、いつでも取得可能な点は上場 REIT に近く、日本や米国のオープンエンドファンドとは異なる特徴を有している。

GOEREFs は 40 年超の歴史を有し、ドイツにおいて不動産投資における主要な金融商品となっている。ドイツ投資信託協会(BVI)によれば、2014 年 12 月末時点の Publikumsfonds の運用資産総額は約 811 億ユーロ(約 11.8 兆円)、Spezialfonds の運用資産総額は約 471 億ユーロ(約 6.8 兆円)となっており、非上場の不動産オープンエンドファンドである両者を合計すると約 1,282 億ユーロ(約 18.6 兆円)にのぼる。また、ドイツにも我が国同様クローズドエンドの不動産ファンド市場も存在する(オープンエンドファンド市場と比較すると小規模で、公表されているデータがないため詳細は不明である)。当社が推計している国内の不動産私募ファンドの市場規模は 2014 年 12 月末時点で約 15.1 兆円である。当社の推計値は国内外の運用会社が運用している私募ファンド(私募 REIT 含む)の、国内不

動産の運用資産額の合計値であるため、ドイツ国内だけではなく欧州域内、更にグローバルな不動産を投資対象としている銘柄も数多くある GOEREFs の運用資産額と単純に比較することは適当ではないが、非上場の不動産ファンド市場として見たとき、ドイツが日本を上回っているともいえる。

なお、ドイツにも上場 REIT 市場(以下、「G-REIT」)は存在するが、ドイツで G-REIT が導入されたのは 2007 年と比較的最近であり、その後も市場が拡大していない。2014 年 12 月末時点で 3 銘柄・約 12.5 億ユーロ(約 1,800 億円)にとどまっており、同時点の J-REIT の運用資産総額(約 12.6 兆円:取得価格ベース)と比較しても圧倒的にその規模は小さい。2001 年に J-REIT 市場が創設されて以降、停滞期を経てその規模を 10 兆円超まで拡大させてきた日本とは異なり、ドイツでは上場 REIT 市場が投資資金を取り込むことができていないというのが現状である。

【図表 1 ドイツと日本の非上場不動産ファンド市場規模の比較(2014 年 12 月末時点)】



※2014 年 12 月末時点の為替レートで換算

出所)ドイツは BVI データをもとに三井住友トラスト基礎研究所作成、日本は当社推計値

2. Publikumsfonds の特徴

Publikumsfonds が古くからドイツ国民に広く親しまれてきた背景として、システム上比較的安全性が高いとされる投資信託というスキームを採用していること、立法的に投資家保護がなされていることのほか、日本や米国の不動産オープンエンドファンドとは異なる2つの特徴があげられる。1 点目は、個人投資家を念頭においた設計となっているため投資単位が小さいこと、2 点目に投資口の取得と換金がいつでも可能であるという点である。これに加えて、世界金融危機以前は株式や債券と比べてボラティリティが低く、安定的に 4%前後のリターンを確保できていたため、多くの一般市民が Publikumsfonds を保有していたのである。

2013 年 1 月までの法的枠組みにおける Publikumsfonds の主な規制内容としては、①LTV はポートフォリオ全体平均で 50%を上限とする、②最低 51%の資産を不動産で所有する、③流動資産(現金等)を最低 5%保有する(上限は 49%)、④個別不動産の取得価格はファンド全体の資産規模の 15%以下とする、⑤ユーロ建て以外の資産を 30%以下とする、があげられる。流動性の低い不動産というアセットを投資対象としながら、ファンドとしての安定性を確保しつつ日々生じる投資家からの解約請求にも対応できるよう、さまざまな工夫がなされていたといえる。なお、ファンドの流動性が基準となる数値を下回ったときには、最長 2 年間投資口の償還を停止することができる。

これまで幾度かの法改正を実施しながら、非上場であるにも関わらず上場証券のように高い流動性を有するという Publikumsfonds の最大ともいえる特徴は維持されてきた。しかし、金融危機により他の金融商品と同じく GOEREFs も大きな影響を受け、その特性も変更されることとなった。

3. 金融危機の影響 — 法律の改正 —

金融危機以降、Publikumsfonds の各銘柄で二極化が進んだ。混乱した市況にあっても、もともと国内に豊富な販売チャンネルを有し、個人投資家資金が中心であった Deka Immobilien、Union investment のファンドは、安定した投資口価格と配当を維持して資産規模を拡大させてきた。一方で、個人への販売チャンネルが弱くその分機関投資家の資金比率が高かった銘柄は、機関投資家による大量の換金請求を受けて現金不足に陥り、一時償還停止へと追い込まれた。このような事態を受け当局は規制強化に向けて検討を始めたが、2010 年初めにそれが報道されると換金請求が更に増加した。一時償還停止措置をとるファンドが相次ぎ、うち 3 銘柄については 2 年間の償還停止期間を経過し清算が決定した。

2011 年 4 月、ドイツでは投資家保護法が改正され、AngFuG (Investor Protection and Functionality Improvement Act) が施行された。GOEREFs に関する主な改正点は、流動性管理の厳格化、LTV 水準の上限引き下げ、保有資産のバリュエーション頻度の増加、投資口の償還の制限、である。その中でも影響が大きい改正点として、①ファンドの LTV 比率の上限引き下げ(現行の 50%から 2014 年末までに 30%へ)、②購入後最低 2 年間のロックアップ期間の設定、があげられる。ロックアップ期間内の資金の引き出しは半年間で最大 3 万ユーロまでとされ、それ以上の額を引き出す際には 12 カ月前までにファンド側へその旨を通知する義務が課された。なお、LTV 比率の上限引き下げは Publikumsfonds に限定され、機関投資家向けの Spezialfonds については従来通り 50%とされた。これらの規制からは、本来個人投資家向けであった Publikumsfonds から機関投資家資金を分離し、ファンドをより安定的に運営させることで個人投資家保護を図ろうとした当局の意向が読み取れる。一方で、資金の引き出しが制限されることで、流動性も低下することとなった。

金融危機後の欧州金融規制の一部である AIFMD (Alternative Investment Fund Managers Directive) の各 EU 加盟国での国内法制化に対応するために 2013 年 7 月に施行された KAGB (German Capital Investment Code) によって、ドイツのあらゆる投資ファンドがドイツ金融規制当局 (BaFin) の監督下に置かれることになった。GOEREFs に関する規制については大部分が AngFuG を引用したものであるが、資金の引き出しについての制限が強化されている。当該法律の施行日以降新規に取得される投資口については、2 年間のロックアップ期間と 12 カ月前までの通知義務が引き続き課され、半年間で 3 万ユーロまで引き出しができるとの規定が削除されたためである。しかしながら、KAGB の施行によって多大な影響を受けたのは、GOEREFs よりもクローズドエンドファンド業界であった。それまで規制対象とされていなかったクローズドエンドファンドの運用会社は、当局の認可を得ることを義務づけられたことにより、事業を継続するため多大な労力とコストをかけて当該規制に対応せざるを得なくなった。コストの増大はリターン低下にもつながるが、それまでグレーゾーンとも言われてきた市場が当局の管理下に置かれ、投資家保護の統一基準が作成されたことで、市場の透明性が高まることが期待されている。

4. Publikumsfonds、Spezialfonds 市場の現状

金融危機後、既述のように Publikumsfonds の銘柄の多くが償還停止、更に清算へと追い込まれ、その影響は今もなお継続している。BVI のデータによれば、2014 年 12 月末時点で 40 銘柄中 1 銘柄が償還停止、15 銘柄が清算中であり、運用資産額ベースでは、凍結中および清算中のファンドが保有する資産が Publikumsfonds の運用資産総額の約 2 割を占める。2013 年 6 月末時点と比較すると、存続中のファンドの運用資産額は約 30 億ユーロ増加している一方、清算中のファンドで順次保有資産の売却が進んでいるため、全体では運用資産額はやや減少している。現在清算中の全てのファンドが清算期限を迎える 2017 年半ばまでに、それらのファンドが保有する約 134 億ユーロ(約 2 兆円)分の資産が売却されることになるため、今後も Publikumsfonds の運用資産総額は減少していくことが予想される。

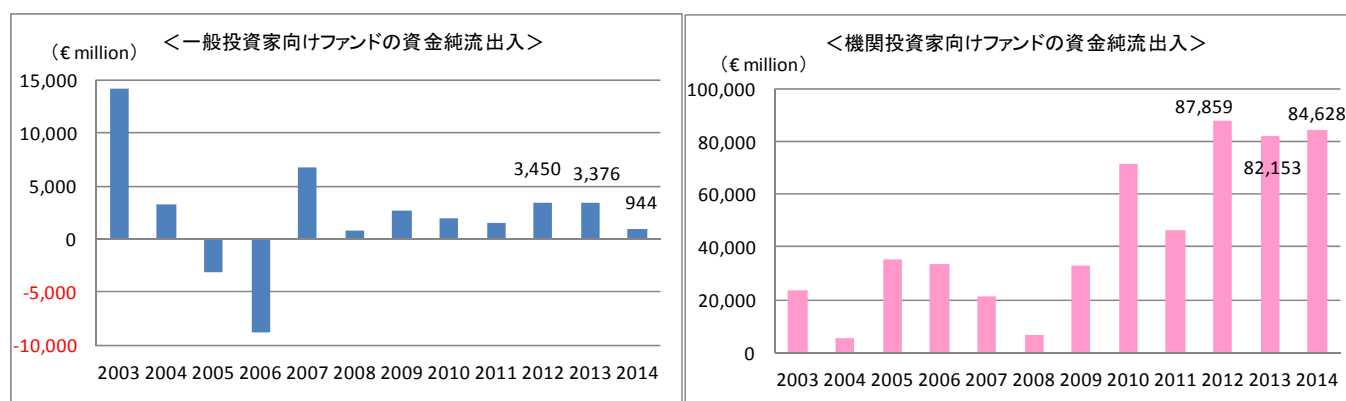
【図表 2 ドイツの不動産オープンエンドファンドの運用資産総額の内訳(2014年12月末・2013年6月末時点)】

	2014/12/31		2013/6/30	
	運用資産総額 (百万€)	割合	運用資産総額 (百万€)	割合
個人投資家向けファンド (Publikumsfonds)総計	81,126	-	82,041	-
うち、存続中ファンド	66,474	81.9%	63,527	77.4%
凍結中ファンド	1,223	1.5%	1,646	2.0%
清算中ファンド	13,430	16.6%	16,869	20.6%
機関投資家向けファンド (Spezialfonds)総計	47,098	-	37,597	-

出所)BVI データをもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

一方、機関投資家向けの Spezialfonds の運用資産額総額は 2013 年 6 月末時点から約 100 億ユーロ増加し、市場規模が拡大している。Bundesbank(ドイツ連邦銀行)のデータによれば、Spezialfonds には 2012 年以降毎年 800 億ユーロ超の資金が流入している。また、2014 年のドイツ国内のオープンエンド型投資信託全体の資金流入額に占める Spezialfonds の資金割合は 95%にのぼり、ドイツのオープンエンド型投資信託の中でも主力商品となっている。

【図表 3 ドイツの不動産オープンエンドファンドへの資金流入額の推移】



出所)Bundesbank 月次レポート(2015年2月)をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

Publikumsfonds においても、資金流入の観点では、改正法が成立した 2011 年以降も流入資金が流出資金を上回っている。現在存続中のファンドでは、ほとんどの銘柄で 2013 年 6 月末時点と比較して運用資産額が増加しており、中でも最大手の Union Investment は運用する複数のファンドの合計で 30 億ユーロ増加し、2014 年 12 月末時点の Publikumsfonds の運用資産総額の 31%を占めている。パフォーマンスについては、IPD が公表している IPD German Monthly Open Ended Funds Index(OFIX)によれば、2015 年 2 月時点の OFIX の構成ファンド全 22 銘柄のトータルリターン(年率)は 1.1%となっている。内訳では、清算中ファンドが-4.3%、存続中ファンドが 2.4%であり、清算中ファンドのパフォーマンスが全体を押し下げているが、全体のリターン水準も回復傾向にある。

5. 日本の私募 REIT の法的規制

日本の私募 REIT については、現状運用が開始された 12 銘柄は全て、J-REIT と同様に「投資信託及び投資法人に関する法律(以下、「投信法」)」を根拠法として、投資法人のスキームで設計されている。投資家ガバナンスや情報開示が法令によって整備・担保されているため、システムとして安定的である点はドイツと同様といえるが、日本の投信法においては LTV 水準を始めとする具体的な数値を掲げた規制がなされていない点でドイツとは異なる。

もっとも、投資信託協会の自主規制による運用報告書等の開示規制を遵守している運用会社が多く、法律面での

数値規制はなくとも、各種リスクを抑制する取り組みはなされている。例えば、LTV 水準については 40%前後を目安としている銘柄が多く、現行の Publikumsfonds の上限値である 30%よりは高いものの、J-REIT やクローズドエンド型私募ファンドよりも低くファイナンスリスクを抑えた設計となっている。また、保有期間の制限についても、ロックアップ期間を設けず、解約留保金等の料率を保有年数別に設けることにより長期保有を促している銘柄が多い。しかしながら、投資口の償還請求については、払戻しに応じる上限(発行済み口数の 2.5%としている銘柄が多い)を設定し、更に裁量による払戻し停止措置を設けている運用会社が多く、流動性は相当程度制限されている。

6. 考察

オープンエンドファンドにおいて、一定数を超える償還請求がなされたときに償還停止措置をとり資金の流出を防ぐことは、ファンドの安定的な運営のためには必要な措置であるといえる。しかしながら、今後金利上昇局面において予想される一部機関投資家の資金の引き揚げや、更に景気後退局面に突入したときに起こりうるであろう大規模な償還請求に対し、各銘柄が一斉に償還を停止するような事態になれば、一定の流動性が充足されているという私募 REIT の特性は形骸化する。投資家の市場に対する信頼が失われ、それが更に投資家の償還請求を増幅させてドイツのように多数の銘柄の淘汰へとつながる事態にもなりかねない。現在、日本の私募 REIT 市場は銘柄数・運用資産額共に順調な拡大基調にあり、ほとんどの運用会社は償還請求への対応も未経験であると思われるが、今後複数あるいは大量の償還請求がなされたときに、各運用会社が柔軟な対応をとることができるかが、私募 REIT 市場の発展のための大きなポイントとなるであろう。それまでに各社がどれだけ適正な価格で資産規模を積み上げて、危機対応能力を向上させることができるかも重要である。一方、投資家サイドにも、長期にわたり安定したインカムリターンを志向する私募 REIT 本来の特性とは異なる短期的な資金の出し入れを控え、低迷期においても市場を下支えするといった投資姿勢が求められる。更に、万一市場の混乱が大規模なものになってしまったときには、当局の適切かつ迅速な対応がその後の市場の早期回復には欠かせない。

金融危機後のドイツにおいては、機関投資家による大量の資金の引き揚げや個人投資家保護を目的とした更なる規制に向けての動きが、Publikumsfonds の多数の銘柄の清算につながってしまった。この非常事態に対して、ドイツ当局は法律改正により規制内容を更に厳格化することで、投資家保護の徹底と投資市場全般の透明性向上を図る意向を示した。いまだ清算中のファンドは多数にのぼり、その影響は継続しているが、一般投資家と機関投資家の棲み分けが進み、市場は整理され安定を取り戻しつつある状況といえる。金融危機後の混乱を乗り越えたドイツ・米国など海外の先進事例に学び、各方面での様々な取り組みがなされることにより、やがて到来するであろう下降局面を乗り越え、日本の私募 REIT 市場が成熟した市場となることを期待したい。

【本レポートに関するお問い合わせ】

私募投資顧問部
TEL: 03-6430-1329

https://www.smtri.jp/contact/form-private/private_fund.html

株式会社三井住友トラスト基礎研究所

〒105-0001 東京都港区虎ノ門 4-3-13 ヒューリック神谷町ビル 3 階

<http://www.smtri.jp/>

1. この書類を含め、当社が提供する資料類は、情報の提供を唯一の目的としたものであり、不動産および金融商品を含む商品、サービスまたは権利の販売その他の取引の申込み、勧誘、あっ旋、媒介等を目的としたものではありません。銘柄等の選択、投資判断の最終決定、またはこの書類のご利用に際しては、お客さまご自身でご判断くださいますようお願いいたします。
2. この書類を含め、当社が提供する資料類は、信頼できると考えられる情報に基づいて作成していますが、当社はその正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。また、本資料は作成時点または調査時点において入手可能な情報等に基づいて作成されたものであり、ここに示したすべての内容は、作成日における判断を示したものです。また、今後の見通し、予測、推計等は将来を保証するものではありません。本資料の内容は、予告なく変更される場合があります。
3. この資料の権利は当社に帰属しております。当社の事前の了承なく、その目的や方法の如何を問わず、本資料の全部または一部を複製・転載・改変等してご使用されないようお願いいたします。
4. 当社は不動産鑑定業者ではなく、不動産等について鑑定評価書を作成、交付することはありません。当社は不動産投資顧問業者または金融商品取引業者として、投資対象商品の価値または価値の分析に基づく投資判断に関する助言業務を行います。当社は助言業務を遂行する過程で、不動産等について資産価値を算出する場合があります。しかし、この資産価値の算出は、当社の助言業務遂行上の必要に応じて行うものであり、ひとつの金額表示は行わず、複数、幅、分布等により表示いたします。