

デットファンド

ダイヤモンド・リアルティ・マネジメント

国内随一のメザンファンド 融資対象アセットに広がり



池田祐也氏

事業企画本部 ストラクチャードファイナンス部長

デット性をもつ商品で REIT以上の利回り提供

ダイヤモンド・リアルティ・マネジメント（DREAM）は、国内の不動産向けメザン債権に特化した私募ファンド「ドリーム・メザンデット・ファンド（DMF）」シリーズを組成・運用している。2011年に1号を組成して以降、22年組成の8号まで実績を積み重ねており、累計投資額は約2,000億円（セパレートファンドなどの投資額含む）となる。

DMFのスキーム図は「図表」の通り。直近ではキャピタルコールに基づく投資家からの出資により、メザン債権を都度取り込むフルブラインドプール式を採用。投資期間中に債権が償還された場合、回収した資金を再投資に回せるようにしている。またファンド内借入による資金調達を可能にした（近年に組成されたDMFでは保有債権の総額に対し最大60%の水準）。投資対象の債権については貸付期間中のLTVを80%以下に限定。費用控除後の最終リターンは、近年のJ-REITおよび私募REITの平均分配金利回りを上回る水準で設計している。

私募REIT顧客が触手

DMFの投資家層は企業年金、金融機関、事業会社、学校法人などの国内機関投資家。直近では外国債券と違い為替リスクのない資産として、あるいは投資

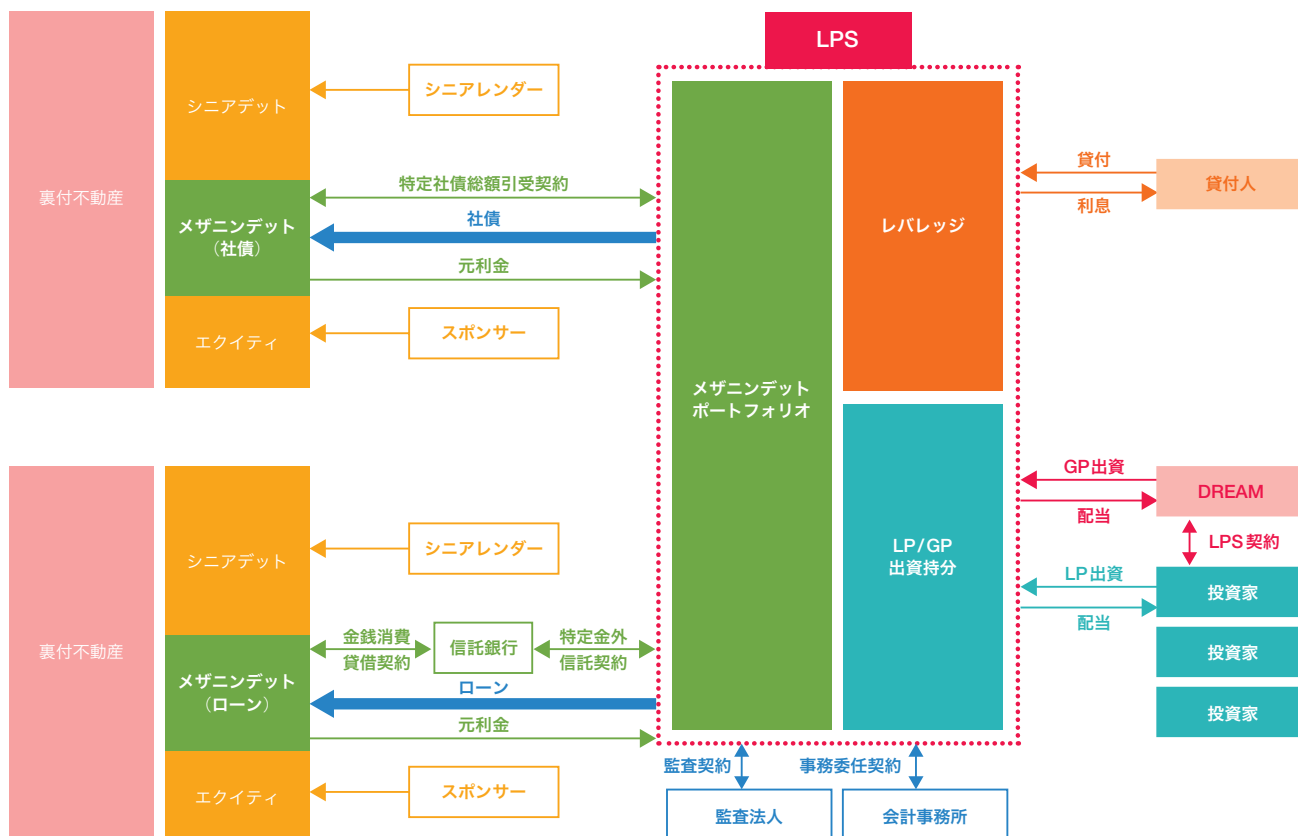
機会が限られ利回りも低下傾向にある国内私募REITに代わる資産として、投資家の注目を集めている。実際に8号では、21社の投資家から過去最大の出資コミットメント総額219億円を集めた。「当社私募REITの顧客で、より高い利回りを求めてDMFに出資するケースも多い」と、事業企画本部 ストラクチャードファイナンス部長の池田祐也氏は話す。

外資ファンドの LTV補完ニーズ

昨今のDMFの融資先は外資系ファンドが多く、近年になって日本市場へ新規参入したプレーヤーもいる。コロナ禍以降から高いLTV水準の確保を目的とする資金調達相談が増えており、直近はその傾向に一層拍車がかかっているようだ。なおこうした相談は大抵メガバンクを通じ舞い込んでおり、DREAMがメザンファンドで検討する年間200近くの案件のうち8割方はメガバンク経由だという。

「欧米は今のところ不動産投資が成立する市場環境でなく、アジア太平洋で投資先候補に挙がる豪州は市場規模がそれほど大きくないことから、各プレーヤーは必然的に日本をターゲットにしている。そのなかでリース会社よりもリスクを取りデット資金を供与できる点で、当社のファンドが評価されているのでは」（同氏）。

【図表】ドリーム・メザニデット・ファンドのスキーム図



出所：ダイヤモンド・リアルティ・マネジメント

ホテル案件の相談が多数 ライフサイエンス施設も有望

DMFの特色のひとつとして、裏付資産の対象範囲が広いことが挙げられる。具体的にはオフィス、住宅、商業施設、物流施設、ホテル、データセンター、産業施設、底地に加え、それらの複合施設や付帯施設が対象。また上記アセットタイプの開発用地や開発中建物もカバーする。

裏付資産に求める要素については、安定したキャッシュフローを得られる蓋然性を挙げる。したがってアセットタイプを問わず立地条件には気を配る。「立地条件さえクリアできていればテナントリーシングが円滑に進むため、空箱の物件でも投資対象となりうる」（池田氏）。

直近で相談を受けるアセットタイプはホテルが圧倒的に多い。ホテルについ

ては差別化を図りやすい点で宿泊特化型よりもリゾート型の方が融資を検討しやすく、実際に高級リゾートホテルに対するメザニ債権を取得した事例がある。

ホテル以外では、データセンターやライフサイエンス施設の相談が増えているという。「昨年はライフサイエンス施設に関する話が4~5件入ってきた。このアセットタイプに投資経験をもつ北米ファンドからの相談で、日本にも投資ポテンシャルがあると見込んでいるのだろう」（同氏）。

DMFのトラックレコード セバアカニーズ呼び込む

DREAMでは9号の組成に向けた検討を進めているところだ。ちなみにこれまで投資した国内のメザニ債権のなか

でデフォルトしたものは1件もなく、近年は裏付資産の早期売却が増え、償還ペースも上がっているとのこと。

また2018年から、大口年金基金などの出資で4本のセパレートアカウントファンドを組成・運用している。「投資家ごとのリスク許容度に応じ、LTVを深くまで踏み込む商品設計などをアレンジできる点で、セパレートアカウントでの運用ニーズは増えている。DMFのトラックレコードに対する評価の表れではないか」と池田氏。

さらに投資家からはDMFのオープンエンド化に対する要望が寄せられており、同氏も関心はあると話す。「海外にはオープンエンドのデットファンドがいくつも存在するが、日本にはまだないため、将来的な組成について積極的に検討を進めていきたい」。