

## 私募ファンド

### ダイヤモンド・リアルティ・マネジメント 投資家、対象資産に広がり ESGを取り入れ差別化も



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

#### 外資系ファンドの積極姿勢に恩恵 メザニン融資の競争環境激化

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ニン債権に特化した私募ファンド「ドリーム・メザニンデット・ファンド（DMF）」シリーズを組成・運用している。

2024年3月に9号の投資家募集を完了しコミットメント総額244億円を確保、そこから1年弱で投資を完了させた。累計投資額は2,000億円を超える（セパレートファンドなどの投資額含む）。

DMFの投資対象となる債権は貸付期間中のLTVを80%以下に限定。費用控除後の最終リターンは、J-REITおよび私募REITの平均分配金利回りを上回る水準を目指している。

DMFの融資先は9割程度を外資系ファンドが占める。融資相談はシニアレンダーのメガバンク経由で寄せられることが多い。「外資系ファンドはドライパウダーが豊富にあり、投資意欲がとても旺盛。米国の大手ファンドのほか、欧州やアジアの富裕層が活発な動きをみせている」（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）。

一方でメザニンレンダーの間で貸出競争が激しくなっており、ベースレートは上がっているもののスプレッドは据え置き、場合によっては下がっている

ケースもあるという。「メザニン融資は今のところ借り手市場だが、この先の過度な競争を注視する必要が出てきた」（同氏）。

特に、建築費高騰という状況を反映してか、再生案件の相談が増えているようだ。DMFは2025年にオフィスからライフサイエンス施設に転用する案件にはじめて融資したほか、賃貸住宅をアパートメントホテルに転用する案件やオフィスからホテルに転用する案件も直近で対応中である。

「既存建物の再生はコストもさることながら、工期も新築比6割程度に抑えられるイメージ。IRRベースで動く短期志向のプレーヤーには魅力だろう」（同氏）。

#### 金融機関と大学からの注目高まる

DMFの投資家層は企業年金、金融機関、事業会社、学校法人（大学）などの国内機関投資家である。外国債券と違い為替リスクのない資産として、あるいは利回りが低下傾向にある私募REITに代わる資産として支持されている。9号では24社の国内機関投資家から出資を集めた。

今後組成予定のファンドでは、金融機関と大学の出資が大幅に増える可能性が高いという。金融機関はバーゼルⅢの自己資本比率規制が一部影響しているためとみられる。なお金融機関がDMFに出資しはじめたのは7号（2020年組

成)以降とのことだ。一方で大学は、研究資金確保のための自助努力が求められているなか、不動産投資の第1歩として債券投資に近い性質をもつDMFに注目しているとみられる。

## アセットタイプ別 融資姿勢と検討ポイント

### ホテル

#### 立地の重要性高まる

直近では案件持ち込みの半分近くをホテルが占めている。ホテルのクラスとしてはミドルとラグジュアリーが半々のイメージだ。案件選別では「立地がますます重要になっている」と池田氏は話す。

### オフィス

#### 地方の物件にも関心

地方の政令指定都市ないし中核市の案件も検討対象に入る。「大阪や福岡のみならず広島や仙台、さらには中核市でも、地元の人なら誰でも知っているエリアナンバーワンの物件であれば、その希少性からテナントを集めやすく賃料も上げやすいという見方」(池田氏)。

### 物流施設

#### レバでコスト高をカバー

建築費高騰に対し賃料上昇が追い付いていない状況。このためレバレッジを引き上げる(シニアでLTV60%、メザニンで同80%など)ことでコストをカバーしようとする案件が増加している印象である。

### ライフサイエンス施設

#### リーシングがカギ握る

注目の新領域と位置付けている。「オ

## [図表] グリーンファイナンスとして資金調達するうえでの適格クライテリア

以下の第三者認証機関の認証のいずれかを取得済みもしくは今後取得予定の物件を対象とする

- ① DBJ Green Building 認証における3つ星～5つ星
- ② CASBEE 建築・CASBEE 不動産におけるB+ランク～Sランク
- ③ BELS 認証(平成28年度基準)における3つ星～5つ星
  - ※工場(物流施設等)においてBEI=0.75超を除く
  - BELS 認証(令和6年度基準)におけるレベル4～レベル6
  - BELS 認証(住宅・ZEH 含む)
    - (i) 新規取得(2024年4月1日以降)
      - 再エネ設備がない住宅: 新BELSレベル3～4
      - 再エネ設備がある住宅: 新BELSレベル3～6
    - (ii) 取得済(2024年3月末日以前): H28基準3つ星～5つ星
- ④ LEED: Silver, Gold, Platinum(最上位から3つ目まで)(BD+Cについてはv4以降)

出所: ダイヤモンド・リアルティ・マネジメント

フィスと比べた賃料の高さが確かに見受けられる。一方でマーケットがまだ黎明期であるため、リーシングネットワークがポイントとなる」(池田氏)。

## メザニンファンドでは国内初 ESGのフレームワーク策定

DREAMは直近、国内初の試みとして「メザニンファンド向けグリーンファイナンス・フレームワーク」を策定した。これはグリーンファイナンスとして投資家から調達した資金を、**図表**の適格クライテリアを満たす案件に充当することを定めたもの。同フレームワークは日本格付研究所(JCR)から最上位の評価である「Green1(F)」を獲得した。「JCRとは1年かけてフレームワークの中身を検討した。投資家のESGに対する意識は相変わらず高く、融資先の外資系ファンドについても同様という印象」(池田氏)。

組成を予定するファンドでは、フレームワークに沿った案件を中心に選定していく方針。DREAMは、2030年にメザニンファンドのグリーン債権本数割合を25%以上にする目標を掲げている。

なおフレームワークに適合したからといって、ファンドのリターンは落とさない方針だ。同氏は「投資家の間では“リターンがまずあってこそそのESG”という考え方になっている。コロナ禍中にみられた過度なESG重視から、現実的で持続性のあるESG重視にシフトしている」と説明する。

このほかセパレートアカウントファンドの取り扱いも増加中で、これまでに5本程度を組成・運用している。投資家のニーズに応じ、オフィスやホテルなど単一アセット特化型のような商品設計をアレンジしている。大口資金を預けるなら専用口座がいいという声が非常に多く、今後も取り扱いが増えるだろうとしている。