

『不動産投資ファンド形態による不動産への投資とこれに関する規制内容について』

日本貿易振興機構（ジェトロ）

調査時点 2010年2月10日

1. 適用法令の概要

サウジアラビア（以下「サウジ」という）における不動産投資ファンドを規制する最も重要な法令は、サウジアラビア資本市場庁（Capital Market Authority ; CMA、以下「資本市場庁」という）の理事会決議により2006年7月15日付第1-193-2006号にて制定された「不動産投資ファンドに関する規則」（Real Estate Investment Fund Regulations、以下「不動産投資ファンド規則」という）である。

なお、不動産投資ファンド規則によると、上記の不動産投資ファンドとは、投資家に投資利益の分配を受ける機会を付与することを目的として組成される不動産への集団投資スキームであって、ファンド・マネージャーが一定の手数料を得ることを条件として運営するものを意味するとされている。

不動産投資ファンド規則は、不動産投資ファンドの組成および運営ならびに不動産投資ファンドの持分権（以下「ファンド持分権」という）の募集を規制するとともに、ファンド持分権を有する投資家（以下「持分投資家」という）の保護を図ることを目的として、後述するファンド・マネージャーに対して、不動産投資ファンドの投資目的、投資条件、投資リスク等の開示義務を課すなど、さまざまな規制を規定している。

不動産投資ファンドを規制する主な法令であって、不動産投資ファンド規則と併せて参照する必要があるものとして、認可取得者に関する規則（Authorized Persons Regulations、以下「認可取得者規則」という）と有価証券取引業に関する規則（Securities Business Regulations、以下「有価証券取引業規則」という）がある。さらに、資本市場法（Capital Market Law）と投資ファンドに関する規則（Investment Funds Regulations）が、関連法令として挙げられる。以下の記載は、これらの関連法令も踏まえた記載である。

なお、上記のファンド・マネージャーとは、資本市場庁から、認可取得者規則に従った不動産投資ファンドの運用業務の実施のための認可を適法に受け、かつ、不動産投資ファンドの資産を運用し、管理する責任を負う

者である。

不動産投資ファンドに対する資本市場庁の規制は、原則としてサウジにおいて組成された不動産投資ファンドのみに及ぶことから、サウジ国内においてファンド持分権の募集がなされない限り、不動産投資ファンドは資本市場庁の規制に服することはない。従って、不動産投資ファンド規則による規制の対象となるのは、サウジにおいて組成された不動産投資ファンドに限られている。もっとも、不動産投資ファンドがサウジ国外において組成されたとしても、その組成者が認可取得者規則による不動産投資ファンドの運用業務の実施のための認可取得者である場合には、不動産投資ファンド規則が適用されることになる。

2. 不動産投資ファンドの組成

不動産投資ファンドの組成はイスラム金融の原則に従ってなされる必要がある。このため、ファンド・マネージャーと持分投資家との間の契約は、出資者が資本を提供し、事業主が専門的知識を提供することにより、当該事業主が実施する事業から生ずる利益を配分することを内容とする利益配分契約（ムダーラバ（*Mudaraba*））に該当する要件を満たす契約である場合が多い。

不動産投資ファンド規則による規制の対象となる不動産投資ファンドは、以下のいずれかに該当する事業を目的とする必要がある。もっとも、資本市場庁の承認を受けた場合には、これら以外の事業を目的とする不動産投資ファンドを組成することも可能である。

- ・ 不動産投資ファンドが所有する未開発地を開発した後に、当該土地を住宅地または商業地に分割した上で、各土地を売却する事業。売却の完了後に不動産投資ファンドは終了する。
- ・ 不動産投資ファンドが住宅施設または商業施設の開発と売出しを行う目的で、未開発地または開発地を所有し、開発を行った上で、各施設を売却する事業。売却の完了後に不動産投資ファンドは終了する。
- ・ 初期開発または開発工事の完了後、区画地またはユニットを、一定の期間、賃貸する事業。賃貸借期間経過後に不動産の売却を行い、その後不動産投資ファンドは終了する。

3. 不動産投資ファンドの運営（ガバナンスと経営）

不動産投資ファンドの運営に当たり、当該ファンドのガバナンスと経営の中心的役割を担っているのが、取締役会とファンド・マネージャーであ

る。

(1) 取締役会

不動産投資ファンドの経営に関する意思決定は、取締役により組織される取締役会により行われる。取締役は、資本市場庁の承認を得た後に、ファンド・マネージャーによって任命される。取締役は6人以上でなければならないとの取扱いがなされている。また、外国人の取締役就任の可否に関しては特に不動産投資ファンド規則には規定されていないが、外国人が取締役に就任している投資ファンドも存在している。取締役会の招集と開催は、資本市場庁により定められた規則に基づいて行われる必要がある。

取締役会の構成員である取締役のうち3分の1以上（最低2人）は社外取締役（取締役であって、（a）当該不動産投資ファンドのファンド・マネージャー、当該ファンド・マネージャーの子会社または財産管理者の各従業員もしくは各取締役のいずれにも該当せず、また、（b）当該不動産投資ファンドのファンド・マネージャー、当該ファンド・マネージャーの子会社または資産管理者との間に重要な業務上または契約上の関係を有しない者をいう）であることが求められる。ファンド・マネージャーは、不動産投資ファンドの取締役会の構成員の変更があった場合には、持分投資家に対し、当該情報を開示しなければならない。資本市場庁は、持分投資家の利益に適うと判断する場合、理由を明らかにした上で不動産投資ファンドの取締役の一部または全員を解任する権限を有する。

不動産投資ファンド規則第7条bによると、不動産投資ファンドの取締役会は、以下の責任を負うこととされている。

- ・ ファンド・マネージャーが持分投資家の利益の最大化のために義務を履行することを確保する。
- ・ 当該不動産投資ファンドに関係する重要な契約の締結、決定または実質的な影響を及ぼす届出についての承認を行う。このような承認の対象となる契約には、開発、資産管理者、市場開拓および不動産評価に関するものを含むが、これらに限らない。
- ・ 当該不動産投資ファンドの基本契約とその変更についての承認を行う。
- ・ ファンド・マネージャーにより開示された利益相反関係を内包する取引実行の決定を行う。

- ・ ファンド・マネージャーにより指名された監査役の任命にかかわる承認を行う。
- ・ ファンド・マネージャーが適用法令を順守することを確保するための、コンプライアンス・オフィサー（その職責については後述）ならびにマネー・ロンダリングおよびテロリズム・ファイナンスに関するレポーティング・オフィサー（以下「MLR オフィサー」という。その職責については後述）が出席する取締役会を、最低年2回開催する。
- ・ ファンド・マネージャーが持分投資家またはその他の利害関係者に対して重要情報の開示義務を履行することを確保する。
- ・ 当該不動産投資ファンドと持分投資家の利益に資する活動を行う。

不動産投資ファンドの取締役は、持分投資家に対し受託者責任、忠実義務、および善管注意義務を負う。

また、ファンド・マネージャーは不動産投資ファンドの取締役に対し、不動産投資ファンドに関する必要な情報のすべてを提供しなければならない。このような情報により取締役は自己の責任を十分果たすことが可能となる。

なお、上記のコンプライアンス・オフィサーとは、ファンド・マネージャーの上級役員であって、認可取得者規則第 57 条 a に基づき、認可取得者であるファンド・マネージャーが任命した者であり、法令順守に関する職責を担う者である。

また、MLR オフィサーとは、ファンド・マネージャーの上級従業員であって、認可取得者規則第 64 条に基づき、認可取得者であるファンド・マネージャーが任命した者である。その職責は、マネー・ロンダリング防止法（Anti-Money Laundering Law）と関連する規則を順守することを確保し、マネー・ロンダリングとテロリズム・ファイナンスに関連する事項についての政府機関への報告を行うことにある。

(2) ファンド・マネージャー

不動産投資ファンド規則第 8 条 b により、ファンド・マネージャーは、不動産投資ファンドの行う事業にかかわる技術上または管理上の判断を行う意思決定手続を定め、不動産投資ファンドの事業に影響を与える事項につき資本市場庁に報告する義務を負う。また、不動産投

資ファンドの事業に適用されるサウジ法令を順守する必要がある。さらに、不動産投資ファンドの基本契約に従い持分投資家の利益のために不動産投資ファンドの資産を運用し、不動産投資ファンドの利益のために締結されたすべての契約の適法性と有効性を確保する義務を負う。

これらのファンド・マネージャーに課される不動産投資ファンドの資産の運用、管理または保管にかかわる責任は、ファンド・マネージャーがポートフォリオ・マネージャー等の第三者または関係者をして不動産投資ファンドの事業を遂行させた場合でも、最終的にファンド・マネージャーが負うこととされており、ファンド・マネージャーは、自らが選任した者の過失または違法行為により不動産投資ファンドに生じた損失を負担する義務を負うべきものとされている。

上記に記載したファンド・マネージャーが行うべき不動産投資ファンドにかかわる業務は、ファンド・マネージャーにより任命されたポートフォリオ・マネージャーにより行われなければならない。ポートフォリオ・マネージャーは認可取得者規則に基づく認可を取得した者でなければならない。

4. ファンド持分権の公募の実施に関する資本市場庁への承認申請

サウジ国内においてファンド持分権の公募を行うためには、資本市場庁に対して公募の実施に関する承認申請を行い、あらかじめその承認を取得する必要がある。このような承認申請はファンド・マネージャーのみが行うことができるものとされている。申請手続において、申請者であるファンド・マネージャーは、以下の事項にかかわる情報を資本市場庁に提供する必要がある。

- (1) 投資判断プロセス等を含むファンド・マネージャーにおける意思決定にかかわる手続の詳細。
- (2) コンプライアンス・オフィサー（その職責については上記 3 (1) を参照）の氏名またはコンプライアンス委員会のメンバーの氏名。
- (3) 不動産投資ファンドのフィジビリティ・スタディー（FS）の結果。
- (4) 不動産投資ファンドの収益目標を達成するための技術的側面について責任を負うディベロッパーの指名。
- (5) ファンド・マネージャーの代表者とコンプライアンス・オフィ

サーの署名のある不動産投資ファンドにかかわる基本契約（名称、ファンド・マネージャーの住所、当該ファンドとファンド・マネージャーに関する情報を取得するためのウェブサイト、存続期間、目的、投資対象、投資方針の概要、投資リスクその他基本的事項を定めたものをいう。以下同じ）。

- (6) 不動産投資ファンドの種類、収益目標および組成日。
- (7) 払込みと払戻しを行う形態。
- (8) 不動産投資ファンドのためにファンド・マネージャーが締結しているすべての契約。

ファンド・マネージャーの行う公募のための承認申請手続において、資本市場庁は申請者であるファンド・マネージャーに対して追加照会を行い、情報開示や面談による説明を求めることができる。資本市場庁は、必要な情報と資料をすべて受領した後、申請者に対しその旨の書面通知を行う。当該通知から 30 日以内に、申請に対する承認、条件付き承認または拒否のいずれかの決定がなされる。

5. ファンド持分権の取得

サウジに居住する非サウジ居住者は、ファンド持分権を取得することができる。不動産投資ファンドの資本金は均一なファンド持分権に分けられる。また、ファンド持分権の 1 単位当たりの純資産に相当する金額にかかわる払込みは、基本契約に基づき、ファンド持分権の引受期間内に行う必要がある。ファンド持分権にかかわる募集と引受けの手続は、ファンド・マネージャーを通じて行う必要があり、ファンド・マネージャーは、引受けを行わせる前に、基本契約の写しを引受者に交付する必要がある。

引受期間内におけるファンド持分権にかかわる引受けが、最低資本金に満たない場合には、ファンド・マネージャーは資本市場庁に対し引受期間の延長を申請することができる。引受期間内（引受期間の延長が認められた場合における延長された引受期間を含む）に払込みがなされた金額が最低資本金額に満たない場合には引受金と同額がファンド持分権への引受者に返金される。ファンド・マネージャーは、不動産投資ファンドの組成に当たり、自己の計算によりファンド持分権を取得することができるが、取得した場合には、基本契約により開示する義務を負うこととなる。

不動産投資ファンドの引受期間終了後から存続期間中は、持分投資家は、ファンド持分権を譲渡することが可能である。ただし、ファンド・マネージャーその他の関係者はファンド持分権の譲渡を行うことができない。

い。ファンド・マネージャーと資産管理者はファンド持分権の譲渡または登録について必要な手続を行うものとされる。そして、ファンド・マネージャーは、ファンド持分権にかかわるすべての購入や売却の申込みの記録を行わなければならない。

6. 不動産投資ファンドに関する持分投資家への情報開示と広告規制

ファンド・マネージャーは、投資目標、投資条件、リスクその他の持分投資家の投資判断に資する十分な情報を開示しなければならない。開示資料は誤った内容または持分投資家の誤解を招く内容を含むものであってはならない。

また、不動産投資ファンド規則に定める規制に基づき、投資家への不動産投資ファンドにかかわる情報の提供前に、ファンド・マネージャーは資本市場庁に対し、投資家に提供する資料のすべての写しを提出しなければならない。このような情報提供資料には、基本契約と財務諸表の入手方法、当該ファンドの目的・資本金・存続期間、当該ファンドの承認番号と承認日、投資にかかわる価値が増減する旨の記載ならびに基本契約に記載される当該ファンドに投資することの主要なリスクについての情報を掲載しなければならない。これに対して、不動産投資ファンドの収益の見込みに関する予測を掲載することは禁止されている。このほか、情報提供資料については、認可取得者規則と有価証券取引業規則の規定に従わなければならない。

7. 不動産投資ファンドの保有する資産

(1) 不動産投資ファンドの保有する不動産に関する要件

不動産投資ファンドが保有するすべての不動産は有効な権利証に基づくものでなければならない。このような権利証については、その発行機関から、その有効性に関して確認を受けたものでなければならない。不動産投資ファンドが保有する不動産が一定のプロジェクトの対象不動産である場合には、その不動産について、当該プロジェクトの設計と施行を承認した地方当局の発行する公式な書類の内容に従った設計と施行がなされていることについての都市・地方担当省 (Ministry of Municipalities and Rural areas ; MOMRA) による承認を得なければならない。さらに、不動産投資ファンドが保有するすべての不動産について、その取得と売却に先立ち、ファンド・マネー

ジャーによって選任される第三者評価機関が作成した当該不動産に関する価格評価書を取得しなければならない。不動産投資ファンドが保有する不動産は、ファンド・マネージャーまたはその関連会社の登録名義、または当該不動産の権利証に記載される注記に従った第三者の登録名義により保有されなければならない。ここで、関連会社とは、他の者を支配（直接または間接もしくは単独または共同して、30%以上の当該他の者の議決権を有しまたは当該他の者の意思決定機関の構成員の30%以上を指名できる権利を有し、行為または意思決定に影響を与えることができる状態をいう。以下同じ）している者または当該他の者から支配されている者もしくは当該他の者から支配されている者と共通の支配下にある者をいう。

(2) 不動産投資ファンドの保有する不動産の管理

不動産投資ファンドが保有する不動産は、認可取得者規則に従い不動産管理業務の認可を取得した資産管理者にこれを管理させなければならない。なお、ファンド・マネージャーが認可取得者規則に従い不動産管理業務の認可を得ている場合には、ファンド・マネージャーが資産管理者として当該業務を行うことができる。なお、当該業務の内容として、土地権利証、投資判断に関する書類、不動産投資ファンドの運営に関連する重要な契約書、不動産投資ファンドの取締役会議事録および不動産に関する価格評価書その他関連書類の保管が含まれる。

(3) 資産の分別管理

ファンド・マネージャーは、不動産投資ファンドの保有する資産が分別管理されることを確保しなければならない。ファンド・マネージャーは、自らが運用する各々のファンドに帰属する現金資産については、各ファンドの名義による別々の銀行預金口座を開設し、ファンドの基本契約と適用法令の定めに従い、これらの口座において金銭を分別して管理しなければならない。

ファンド・マネージャーは、不動産投資ファンドの余剰資金を、持分投資家の利益のために、低リスクの投資に充てなければならない。その場合、ファンド・マネージャーは、当該投資に関連して、（ファンド・マネージャーが他に受領する運用手数料に加えて）追加的な手数料を受領してはならないとされている。不動産投資ファンドは借入

れを行うことは認められているが、このような借入れは不動産投資ファンドの組成目的に適応したものでなければならず、また、借入金額は、資本市場庁が承認した不動産投資ファンドの純資産価値に対する一定の比率を超えてはならない。他方において、ファンド・マネージャーは、不動産投資ファンドの保有する資産を第三者に対する貸付けまたは信用供与のために使用することはできない。

(4) 収益分配

不動産投資ファンドの収益が不動産投資ファンドの基本契約に規定された割合を超えた場合、このような収益を持分投資家に分配しなければならない。このような不動産投資ファンドの収益の分配は、不動産投資ファンドの基本契約に従い、6 カ月に一度以上行われなければならない。

8. 価格評価

ファンド・マネージャーは、不動産投資ファンドの資産の購入または売却に先立ち、購入または売却の対象となる不動産につき、不動産鑑定を行う第三者評価機関 2 者から価格評価書を取得しなければならない。第三者評価機関は、ファンド・マネージャー等の関係者から独立した者でなければならない。また、価格評価書は、対象となる不動産の評価方法と評価に当たっての前提事実、不動産市場の価格変動にかかわる分析、不動産の詳細ならびに評価にかかわるリスクを記載しなければならない。不動産投資ファンドの保有する不動産にかかわる売買に際し、ファンド・マネージャーは、売買の日の 3 カ月よりも前に取得した価格評価書に依拠することはできない。

また、ファンド・マネージャーは不動産投資ファンドの保有する不動産にかかわる評価についての責任を負い、資本市場庁の別段の承認がない限り、少なくとも 6 カ月ごとに 2 つの第三者評価機関による当該不動産の価格評価を行わなければならない。不動産投資ファンドにかかわる各ファンド持分権の 1 単位当たりの純資産価格は、不動産投資ファンドの保有する資産から負債を差し引き、ファンド持分権の総数により除して得られた数値であり、このような数値が、ファンド持分権の標準価格となる。ファンド・マネージャーは、ファンド持分権の引受けを希望する投資家に対して、このような引受け希望の注文に際し、ファンド持分権の標準価格と標準価格の算出日にかかわる情報を提供する。

ファンド・マネージャーは、持分投資家に対し、ファンド持分権にかかわる引受時に当該ファンド持分権を引き受けた旨を示す確認書を発行する。また、ファンド・マネージャーは、上記の不動産投資ファンドの保有資産に関する純資産価格、各持分投資家が保有するファンド持分権の総数と当該ファンド持分権の総数分に相当するファンドの純資産価格、ならびに前回の報告書の提供後に生じた収益分配に関する情報を 6 カ月に一度以上、各持分投資家に対して報告しなければならない。

ファンド・マネージャーは、不動産投資ファンドの終了まで、サウジアラビア公認会計士協会（Saudi Organization for Certified Public Accountants ; SOCPA、以下「公認会計士協会」という）の定める会計基準に従って、中間財務諸表（通常は 6 カ月ごと）と年度財務諸表を作成しなければならない。作成された中間財務諸表と年度財務諸表は不動産投資ファンドの取締役会による承認を得、かつ取締役会から権限を委譲された構成員による署名がなされなければならない。また、ファンド・マネージャーは、当該各財務諸表を、取締役会の承認後直ちに資本市場庁に提出しなければならない。中間財務諸表については、ファンド・マネージャーは、公認会計士協会の定める会計基準に従った内容となっていることを確認した後、資本市場庁に提出しなければならない。取締役会の承認後直ちに、このような中間財務諸表の対象とする期間の終了から 25 日を超えない日までの間に、持分投資家に対し告知しなければならない。ファンド・マネージャーは、公認会計士協会の定める会計基準に従った監査済みの年度財務諸表の写しを、資本市場庁に提出しなければならない。取締役会の承認後直ちに、このような年度財務諸表の対象とする期間の終了から 40 日を超えない日までの間に、持分投資家に対し告知しなければならない。なお、会計監査人は、サウジにおける資格を有する者でなければならない。取締役会の承認を受けた中間財務諸表と年度財務諸表については、ファンド・マネージャーは、資本市場庁の定める電子媒体をもって作成し、開示した後持分投資家に対し告知、または送付しなければならない。

9. 手数料等

不動産投資ファンドにかかわるすべての費用、報酬および手数料（以下「手数料等」という）については、持分投資家に課されるか、不動産投資ファンドの保有する資産に課されるかにかかわらず、不動産投資ファンドの基本契約において明示する必要がある。なお、資本市場庁の承認は、手数料等

の上限を設定して行われる場合がある。

10. 利益相反に関する規制

ファンド・マネージャーとその関連会社は、当該ファンド・マネージャーがファンド・マネージャーとして管理する不動産投資ファンドとの間で、当事者として自己の計算による取引を行うことはできない（ただし、上記 5 にて述べたように、ファンド・マネージャーは、不動産投資ファンドの組成に当たり、自己の計算によりファンド持分権を取得することができる）。また、不動産投資ファンドにかかわる取引について、ファンド・マネージャー等の関係者との間で取引を行う場合には、当該取引は利益相反取引に該当するものとみなされる。この場合、ファンド・マネージャーは、利益相反取引にかかわるすべての情報を、取締役会に対して開示しなければならない。さらに、不動産投資ファンド運営期間中、ファンド・マネージャーは、利益相反の可能性が生じた場合には、直ちに当該事実を開示しなければならない。

11. 不動産投資ファンドの終了

不動産投資ファンドの存続期間が満了した場合、その目的が達成された場合または基本契約に規定する終了事由に該当する場合には、不動産投資ファンドは終了する。目的が達成された場合または基本契約に規定する終了事由に該当する場合には、ファンド・マネージャーは 30 日以内に資本市場庁と持分投資家に対して通知を行わなければならない。これらの事由以外の事由により、ファンド・マネージャーが不動産投資ファンドを終了させる場合には資本市場庁の承認が必要となる。

【関連 URL】

Capital Market Authority ; CMA (サウジアラビア資本市場庁)

http://www.cma.org.sa/cma_en/default.aspx

※本資料は、日本貿易振興機構（ジェトロ）の委託を受けた西村あさひ法律事務所が、ジェトロの事前承諾の下、サウジアラビア所在の法律事務所の協力を得て作成したものです（法令等のアラビア語版による原典は参照しておりません。本資料に含まれる情報は仮訳の部分を含みます）。本資料は、2010年2月

10 日までに収集した情報のみに基づいております。従って、本資料に含まれる情報について、最新性・正確性・完全性が担保されていない可能性がありますので、あらかじめご了承ください。

※本資料は、ジェトロまたは西村あさひ法律事務所による法的意見・見解・助言等を示すものではありませんので、本資料のみに依拠せず、別途専門家から助言を受けてください。