

DCC | Digital Asset
Co-Creation Consortium

デジタルアセット共創コンソーシアム(DCC) 航空機STOWG | 報告書

2022年4月

デジタルアセット共創コンソーシアム



目次

エグゼクティブサマリ

#01 Progmat/DCCと本WGの概要

#02 航空機STOのユースケース

#03 航空機STOの商品性詳細

#04 航空機STOのスキーム

#05 航空機STOのスキーム詳細

エグゼクティブサマリ

今期成果

ユースケース

- ・航空機STは、個人の新たな資産形成手段として、以下のような価値を提供するユースケースを想定する。
 - ①機関投資家や一部の法人投資家しか**アクセスできなかった航空機投資**を、**広く一般の個人投資家も可能にする**
 - ②航空機本体の資産特性である**「安定性」「グローバルなオルタナティブ資産」**を投資メリットとして享受できる
 - ③個別の航空機に対する鑑定評価額に基づく価格変動で、**必要十分な換金性(流動性)**を備えている

商品性

- ・**「安定利回り長期運用重視」の一般個人層**(富裕層に限定しない)を、主な投資家像として想定する。
- ・ユースケース記載の価値に加えて、**航空機の所有感や付帯特典によるステータスアップ**も訴求していく。
- ・初期的には、**エアバス or ボーイングの高流動性機種(ナローボディ)のシングルアセット**商品を想定する。
- ・運用期間は**「最低でも5年程度」**を想定し、運用期間終了時における航空機の売買市況を踏まえた**「早期償還/期間延長オプション」**を設ける。
- ・**50%超のLTV(借入比率)**を想定する。
- ・1口あたりの発行価格は、**1口1万円～100万円未満**を目標とする。(黎明期は申込単位数等を工夫)
- ・上場株式等と同様、**分離課税(20.315%)**が適用され、制度上、**特定口座の利用**が可能となる。
- ・セカンダリは、**鑑定評価額を基にした1口あたりNAV**を想定し、PTS整備後は**PTSでの集中マッチング**を想定する。

スキーム

- ・**米国以外の登録機は、航空機現物を直接的に信託財産**として受益証券発行信託(JS)を組成する。
- ・**米国の登録機は、米国信託を航空機の所有者としたまま、米国信託の受益権を信託財産**としてJSを組成する。
- ・リース料等は米ドル建てのため、分配金が円建ての場合は、**リース料受領都度円転**を行う。(為替ヘッジ無し)
- ・いずれのスキームにおいても、運用裁量を持つファンドマネージャーは**投資運用業ライセンス不要**とする建付け。

ネクストアクション

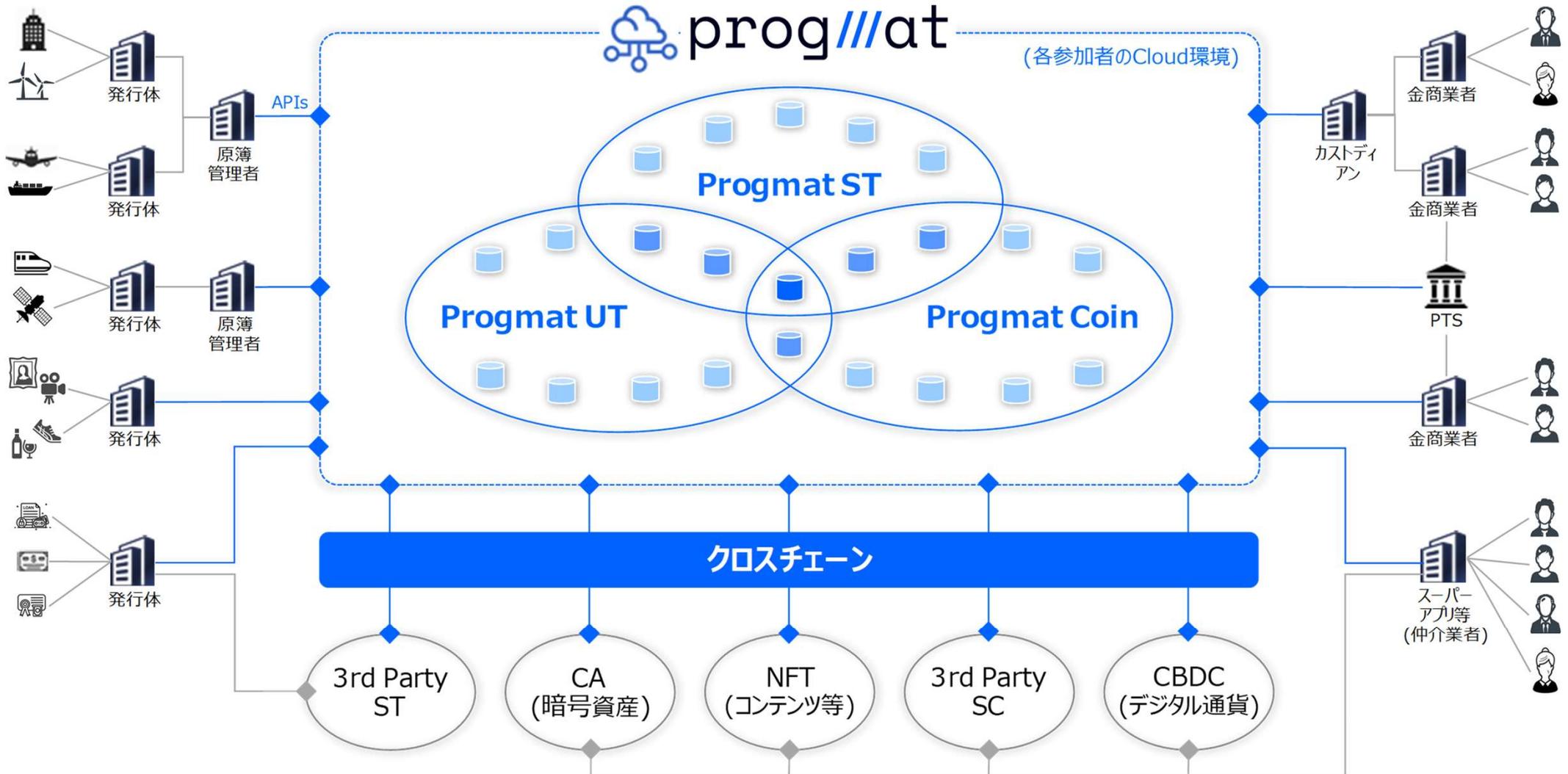
- ・複数の「オリジネーター」側参加者夫々をプロジェクトオーナー(PO)とし、**複数の個別プロジェクト(PJ)に移行**する。
- ・PJ推進/受託者/カストディは三菱UFJ信託銀行、レンダーは三菱UFJ銀行が担い、証券会社はPOが夫々決定する。

#01

Progmat/DCCと本WGの概要

#01-1 拡張するエコシステム

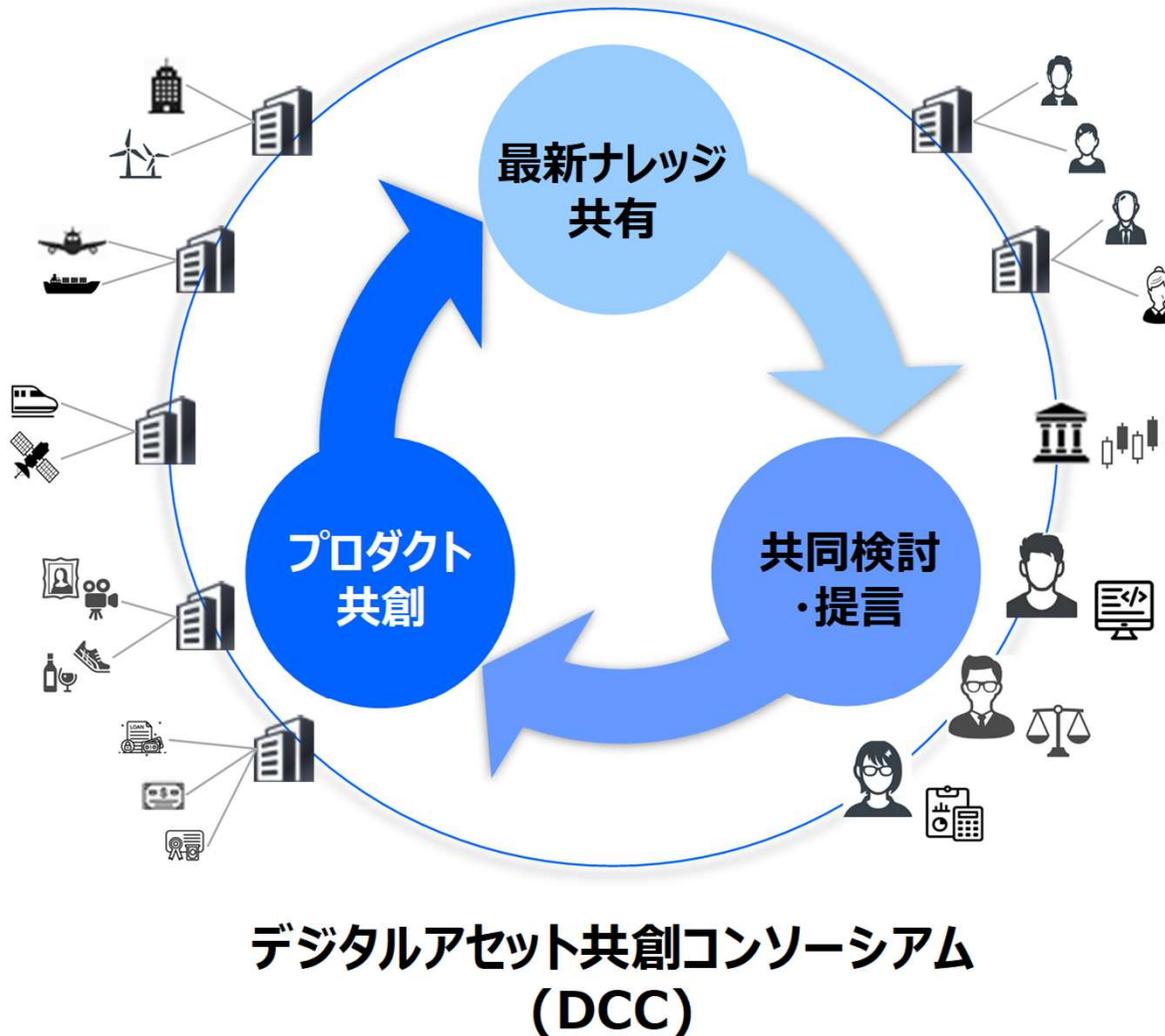
- 「Progmat」は、Node保有又はAPIを介して、様々な発行体・原簿管理者・金商業者・仲介業者・カストディアン等が参加可能なオープンな仕組み。
- 「ST」「SC」「UT」を発行・管理するための独立したネットワーク(NW)で構成され、クロスチェーンにより他のデジタルアセットとの連携も想定している。
- 中央集権的な管理者は存在せず、各参加者が保有するNodeのライセンスに応じて、参加NWや利用可能な機能が異なる、分権的な仕組み。



【凡例】 ■ :Node(全NW参加) ■ :Node(2つのNWに参加) ■ :Node(1つのNWのみ参加)

#01-2 デジタルアセット共創コンソーシアム(DCC)

- デジタルアセット全般を対象とした新たなエコシステム共創を目的に、「デジタルアセット共創コンソーシアム」(DCC)という枠組みを設けている。
- 会費等の負担は一切なく、包括的な秘密保持契約を兼ねた「会員規程」に同意のうえ申込書を提出することで、最新ナレッジの月次共有やワーキンググループ(WG)への参加、都度個別の秘密保持契約を結ぶ手間なく会員同士で個別プロジェクト(PJ)を実施できる。
- 現時点で90社弱の企業が参画しており、複数のWGや個別PJが並走中。



【目的】

デジタルアセット全般を対象とした、
業界横断での新たなエコシステムの共創

【参加会員】

各種アセットを保有する資金調達者や運用者、
顧客接点を担う仲介者、
原簿管理者やカストディアン、
開発を担う技術者、各種土業等の専門家が、
企業グループ横断的に参加する中立組織

【運営概要】

- ①事務局より最新ナレッジを**月次でWeb配信**
- ②業界横断的/新規性の高いテーマを対象に、
ワーキング・グループ(WG)を組成し、任意参加
- ③包括的な秘密保持契約として機能し、
会員同士で柔軟に個別プロジェクトを実施
- ④プロダクトに係る**分権的運営**(予定)

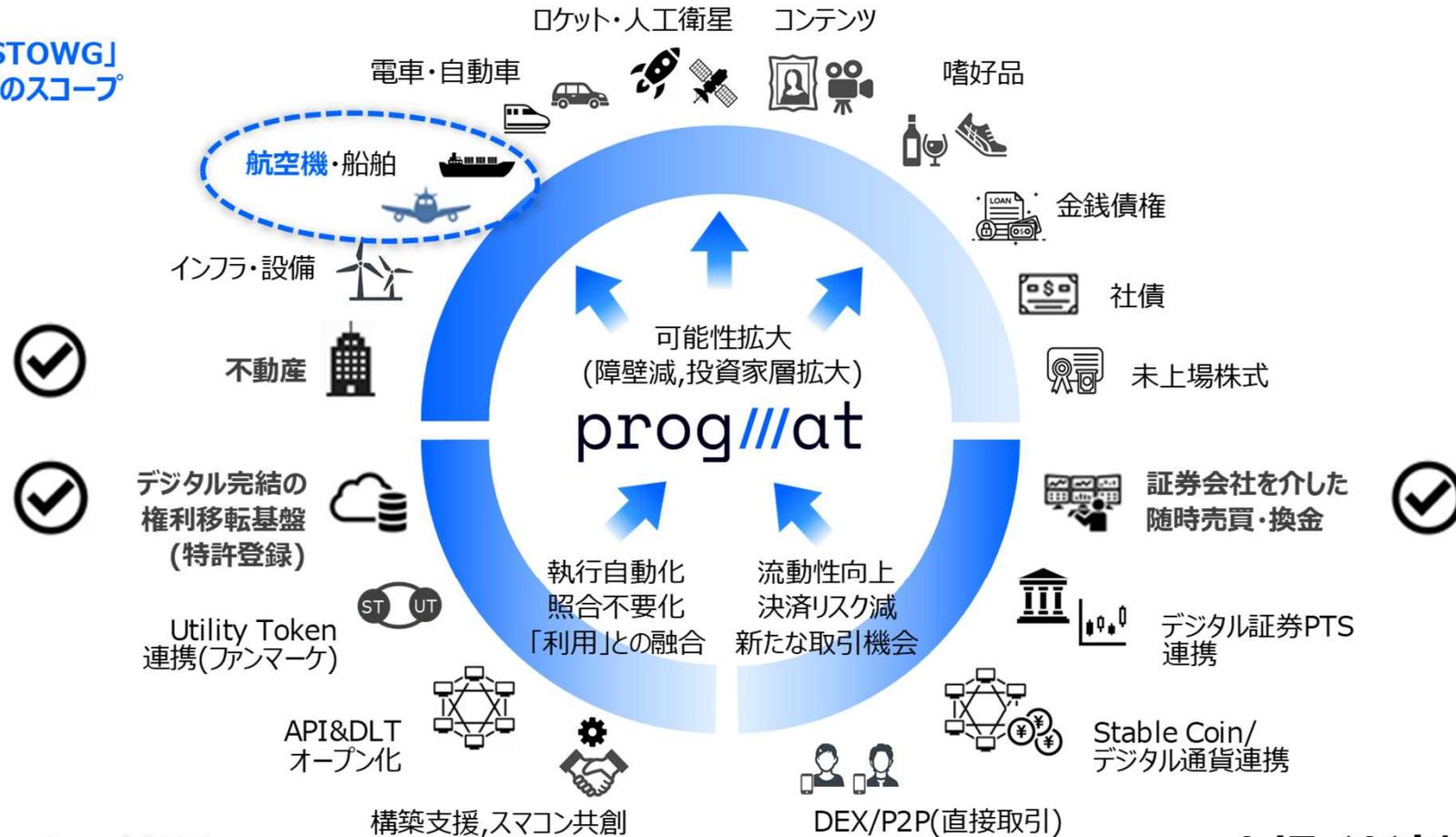
#01-3 Progmatのロードマップと本WGの位置づけ

- DLTを中核とした金融インフラである「Progmat」は、金融取引のバリューチェーンのDXと新市場創出を志向し、大きく3つの方向性で拡張中。
：①投資対象STの多様化 ②プラットフォームの拡張 ③市場・決済機能の拡張
- 「航空機STOWG」(以下、本WG)は、「①投資対象STの多様化」に適う、航空機を対象としたSTO(セキュリティトークンオファリング)実現を図るもの。

☑ ...実現済み

🌀 ...「航空機STOWG」(本WG)のスコープ

投資対象STの多様化

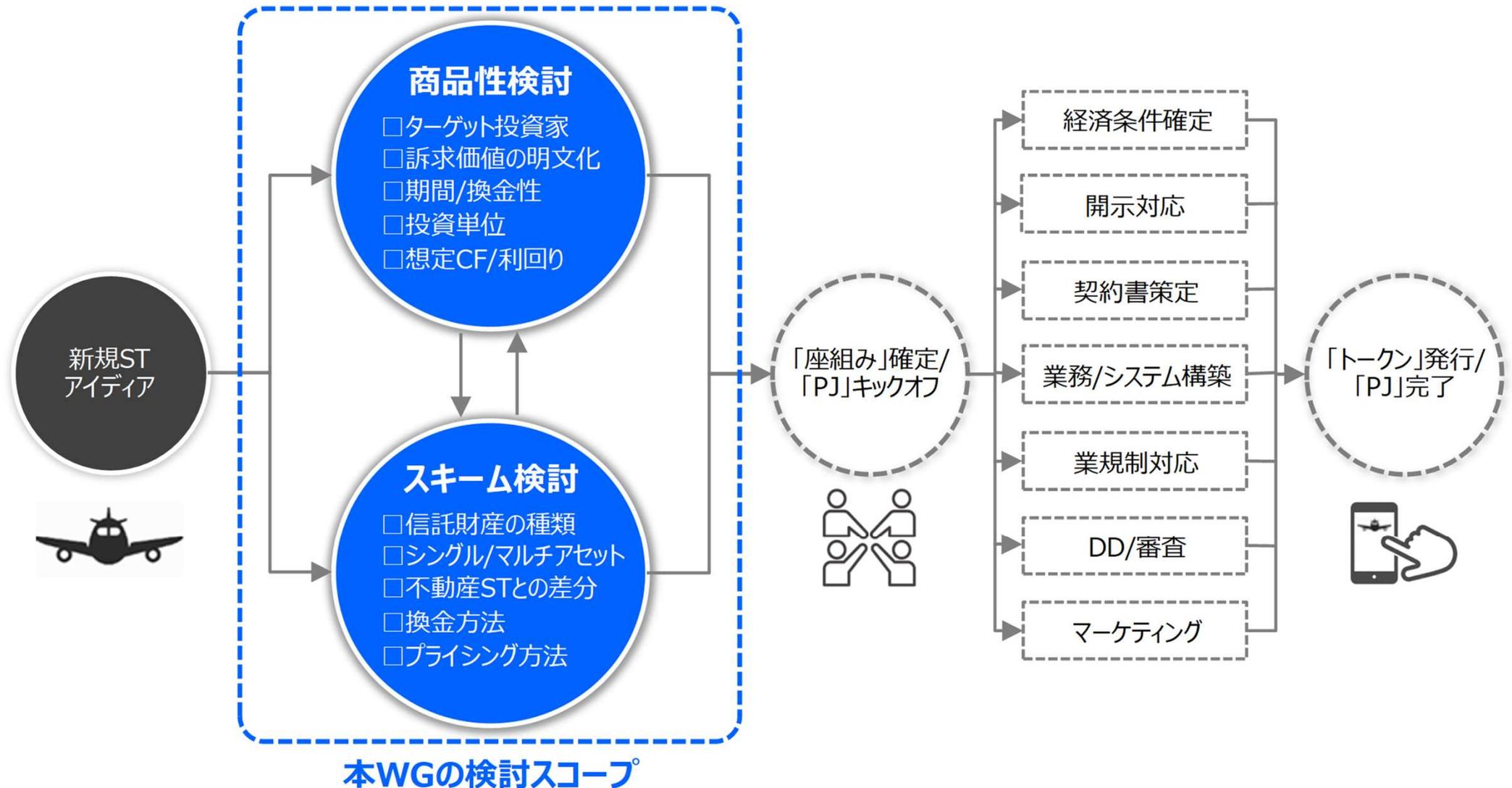


プラットフォームの拡張

市場・決済機能の拡張

#01-3 本WGのスコープ

- 本WGは、航空機STOについて、今後汎用的に展開可能な「商品性」と「スキーム」の在り方を具体化することを目的に設置した。
- 発行サイド、投資家サイド、法律面の平仄がとれた検討を行うべく、複数のリース会社やAM会社、証券会社、法律事務所が参集し共同検討を行った。
- 本WGによる整理結果と参加者の検討深度を踏まえ、個別プロジェクトの座組みの確定と立ち上げに繋げることを目標とし、目標どおり複数の個別プロジェクトに移行することとなった。



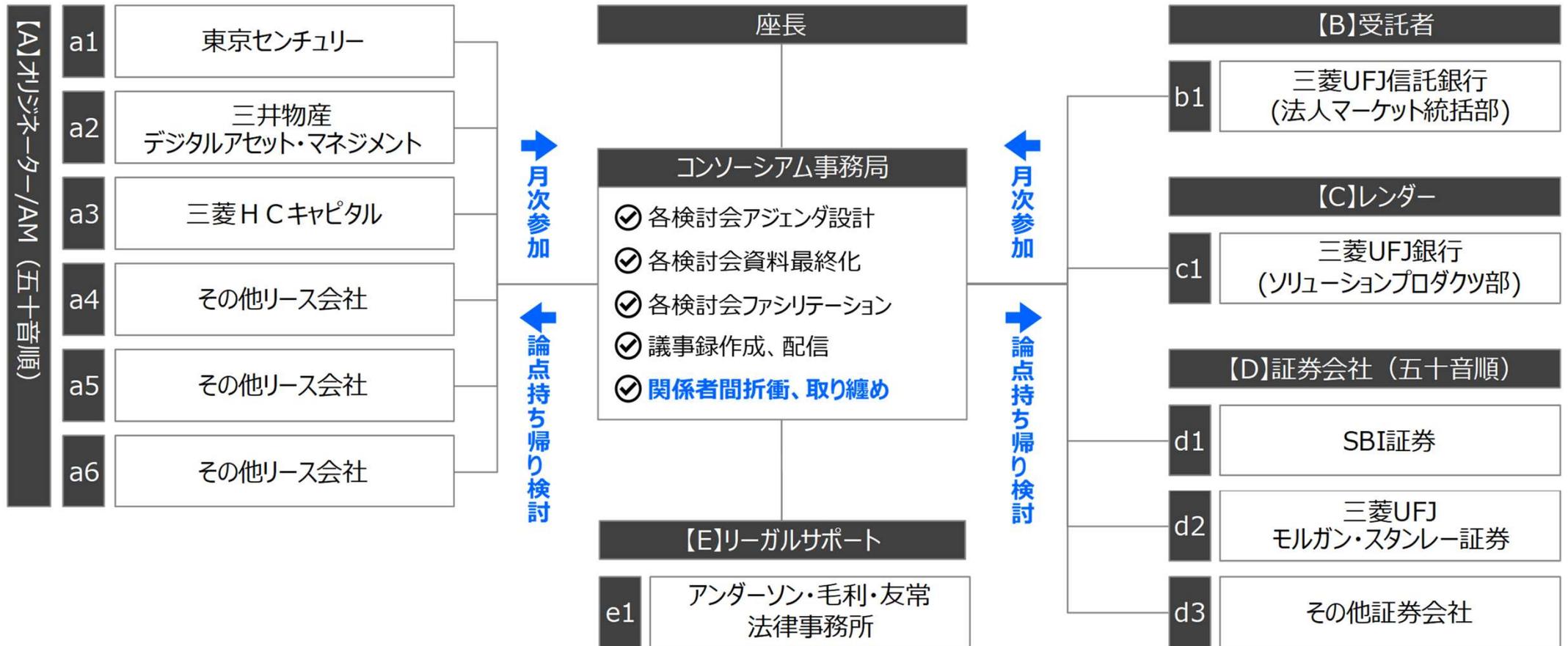
#01-4 本WGの運営概要

- 2021年10月～2022年3月にかけて、全員参加での検討会を月次で開催した。
- 第3回検討会までに商品性に係る方向性を出し、第4回からのスキーム検討に係る要件を抽出した。
- 第5回検討会までにスキームに係る方向性を出し、商品性影響部分の取込を行い、第6回において個別プロジェクトへの移行判定を実施した。

			位置づけ	検討対象 商品性	検討対象 スキーム
2021	10月	第1回検討会	キックオフ	<ul style="list-style-type: none"> ☑ 「目的」「スコープ」「要領」「体制」「進め方」の確認 ☑ 「想定ユースケース」「想定スキーム」「想定論点」の提示と持ち帰り事項確認 	
	11月	第2回検討会	商品性討議 (発散)	<ul style="list-style-type: none"> ☑ 商品性に係る論点検討結果持ち寄り ☑ 商品性に係る追加論点、持ち帰り事項確認 	
	12月	第3回検討会	商品性討議 (収束)	<ul style="list-style-type: none"> ☑ 商品性に係る追加論点検討結果持ち寄り ☑ 商品性に係る暫定的な方向性取り纏め 	<ul style="list-style-type: none"> ☑ スキーム検討における要件化 ☑ スキームに係る論点再掲、持ち帰り事項確認
2022	1月	第4回検討会	スキーム討議 (発散)		<ul style="list-style-type: none"> ☑ スキームに係る論点検討結果持ち寄り ☑ 商品性に係る追加論点、持ち帰り事項確認
	2月	第5回検討会	スキーム討議 (収束)	<ul style="list-style-type: none"> ☑ スキーム起点の商品性影響取り込み 	<ul style="list-style-type: none"> ☑ スキームに係る追加論点検討結果持ち寄り ☑ スキームに係る暫定的な方向性取り纏め
	3月	第6回検討会	総括	<ul style="list-style-type: none"> ☑ 検討結果振り返り/「ユースケース」「スキーム図」整形 ☑ 個別プロジェクトへの移行判定 	

「座組み」確定 / 「PJ」キックオフ

#01-5 本WGの参加者



参加者の期待役割

A	対象アセット選定,発行側ニーズ表明,AM実務観点の意見	D	投資家ニーズ(商品性)表明,証券会社実務観点の意見
B	スキーム共同検討(w事務局),信託実務観点の意見	E	法的論点整理支援
C	スキーム共同検討(w事務局),デッドファイナンス観点の意見		

#02

航空機STOのユースケース

#02-1 航空機STOのユースケース

- 航空機STは、個人の新たな資産形成手段として、以下のような価値を提供するユースケースを想定する。
 - ① 機関投資家や一部の法人投資家しかアクセスできなかった航空機投資を、広く一般の個人投資家も可能にする
 - ② 航空機本来の資産特性である「キャッシュフローの安定性」「資産価値の安定性」「グローバルなオルタナティブ資産」を投資メリットとして享受できる
 - ③ 個別の航空機に対する鑑定評価額に基づく価格変動で、必要十分な換金性(流動性)を備えている

【分類①】
航空機
投資
マッピング

		最低投資額 <small>*1</small>		
		大	中	小
流動性	高	ABS		対象
	低	ファンド 出資	オペ リース タックス リース	

*1 【大】数億円～,【中】10百万円～,【小】数万円～

一般投資家が
対象となり得る
投資エリアは
ホワイトスペース

【分類②】
個人投資家
向け
オルタナ商品
選択肢

	不動産	インフラ	航空機
投資信託	J-REIT	インフラ ファンド	投資手段 無し
クラブファン	不動産 クラブファン	インフラ クラブファン	
ST	不動産 ST 開始		

他オルタナ資産は
複数の投資手段
有り
運営負荷や柔軟
性等の観点から、
**STは商品開発
メリット**が大きい

想定ユースケース

- ・航空機という、「**安定利回りのグローバルオルタナティブアセット**」を
- ・「**いざという時の換金性**」を備えた
- ・「**長期**」「**小口**」の投資商品として
- ・「**広範な個人投資家向け**」(公募)に提供する

航空機 ← 投資 → オンライン完結のUX → 広範な個人投資家

← 配当

機関投資家や一部の法人投資家に限定されていた航空機投資を、ST化により「**一般化**」する

(発行体・AMにとっての意義)

- ・投信比「**低い運営負荷・コスト**」「**高い柔軟性**」で、「**新たな投資家層向け**」市場を開拓(AuM伸長)する

#03

航空機STOの商品性詳細

#02-1 商品性に係る論点整理 | ターゲット・コアバリュー

- ターゲットやコアバリューは、目指す姿としての最終形と、パイロット案件/黎明期における暫定対応とでギャップがあるため、漸次的なレベルアップが必要。
- 最終形は、安定利回り長期運用重視でトークンや航空機に関心の高いマス層個人向けに、「安定性」「オルタナ資産の魅力」「流動性」に加えて「ドヤ感」「特典」も訴求することを想定するが、初期的にはアップーマス層以上の個人も対象とし、「新たな投資機会創出」という点を訴求する。
- 対象航空機も、フラッグキャリアのNBシングルアセットから開始し、大手LCCやWBを含むマルチアセット型も想定する。(高流動性機種は大前提)

		メインシナリオ	サブシナリオ
1	ターゲット・コアバリュー	<p>ターゲット投資家層</p> <ul style="list-style-type: none"> 最終的には、以下のような投資家層を想定する。 資産規模：個人(マス層) 性向：安定利回り長期運用重視 : +デジタル分野への高い関心 : +おまけでついてくる権利目的 : +航空機を所有しているという“ドヤ感” 	<p>サブシナリオ</p> <ul style="list-style-type: none"> 初期的には以下の投資家層を中核とする。 資産規模：+個人(アップーマス層) : +個人(準富裕層) : +個人(富裕層) : +個人(超富裕層) 性向：同左
2	訴求価値	<ul style="list-style-type: none"> 以下のような商品性を、これまで投資機会のなかった個人投資家も享受可能になる点を訴求する。 ①長期安定性(キャッシュフロー)…安定したリース収入 ②長期安定性(資産価値)…旅客需要伸長の長期トレンド(コロナ除く)と、新規参入困難な供給市場 ③オルタナ資産としての魅力…グローバル資産がゆえに他の投資商品との相関性が低い ④流動性・換金性…非上場乍らSTがゆえの売買機会 	<ul style="list-style-type: none"> 左記を中核に、漸次的に以下の価値も訴求していく。 ⑤航空機を保有している、という“ドヤ感” ⑥航空機関連の特典(※)によるステータスアップ ※エアラインに利点があり、ファンドの外でエアライン側が費用負担することで合意が得られる前提 ※搭乗クラスアップや機内食グレードアップ等
3	対象となる航空機	<ul style="list-style-type: none"> 初期的には以下のようなアセットを想定する。 対象数：シングルアセット 規模：50億円程度/機(NB) 機種：エアバスorボーイングの高流動性機種(NB) リース先：ナショナルフラッグ(フルサービス)キャリア 	<ul style="list-style-type: none"> 最終的には、以下のようなアセットにも面を広げていく。 対象数：マルチアセット(2機以上、上限無し) 規模：+150億円程度/機(WB) 機種：+エアバスorボーイングの高流動性機種(WB) リース先：+大手LCC

#02-2 商品性に係る論点整理 | ファンド設計・経済条件

- ファンド設計や経済条件は、「最低でも5年程度」「早期償還/期間延長オプション有」「償還時は金銭交付のみ」「50%超のLTV」「リース料等は米ドル建て」「投資家への分配金は円建て」を基本形とする。
- 「1口あたりの発行価格」は、1万円～100万円未満を目標とする。（黎明期においては、申込単位数等の工夫により投資家数を過度に多くしない）
- 税制上の取扱いについては、不動産ST同様、特定受益証券発行信託を用いることで分離課税が適用され、制度上、特定口座の利用も可能となる。

		メインシナリオ	サブシナリオ	
4	ファンド設計・経済条件	運用期間	<ul style="list-style-type: none"> ・最低でも5年程度を想定する。 ・「早期償還」「期間延長」オプション(FM裁量)を設ける。 	
5		運用終了時の償還方法	<ul style="list-style-type: none"> ・信託財産の売却によって得られた金銭の交付のみ。 (信託財産の現状有姿交付は想定しない) 	
6		1口あたりの発行価格・申込単位	<ul style="list-style-type: none"> ・1口1万円～100万円未満の発行価格、申込単位1口以上を想定する。 	<ul style="list-style-type: none"> ・黎明期においては、申込単位数等の工夫により、投資家数を過度に多くしない。
7		借入比率	<ul style="list-style-type: none"> ・最大では50%超のLTVを想定する。 	
8		取扱い通貨(為替リスク)	<ul style="list-style-type: none"> ・リース料等の分配原資は米ドル建てを想定する。 ・個人投資家への分配金は円建てを基本とする。 	
9		税制上の取扱い	<ul style="list-style-type: none"> ・上場株式等と同様、分離課税(20.315%)。 ・制度上、特定口座利用が可能。 	
10		期待利回り水準	<ul style="list-style-type: none"> ・個別案件次第となる。 	

#02-3 商品性に係る論点整理 | 個別論点

		メインシナリオ	サブシナリオ
11	個別論点 リース期間前半の 配当方法	<ul style="list-style-type: none"> 償却費用負担が多く会計上は期間利益が出ないため、減価償却費用相当分の中からキャッシュリザーブとして残す分以外の金額を、利益超過配当として分配する。 	
12	リース料水準の 決定方法	<ul style="list-style-type: none"> 中古機の場合、Novation前後で変更しない。 (フラッグキャリアを巻き込まず、スキームコストとは独立) 	<ul style="list-style-type: none"> 将来的に、より競争力のあるリース料を提示できる場合はリース先を巻き込む(低利回りでOKな航空機ファン投資)
13	販売方法	<ul style="list-style-type: none"> オンライン/申込上限無しでの販売を想定する。 (最終的には、証券会社以外のチャンネルも想定) 	<ul style="list-style-type: none"> 初期的には、対面チャネル併用も想定する。
14	証券会社関与方法 (プライマリー)	<ul style="list-style-type: none"> どの証券会社を協働先とするかに依存する。 	
15	証券会社関与方法 (セカンダリ)	<ul style="list-style-type: none"> 証券会社内投資家間マッチング、(PTS整備後は) 証券会社を跨いだPTSDでの集中マッチングを想定する。 	
16	価格決定メカニズム・ 鑑定評価参照方法	<ul style="list-style-type: none"> 発行価格及びセカンダリの参考時価は、航空機の鑑定評価額を基にした1口当たりNAVを想定する。 セカンダリ取引価格は、投資家による指値を想定する。 鑑定価格参照方法として、主要5社の中から3社選定し評価額の平均値を用いることが望ましい。 	<ul style="list-style-type: none"> 証券会社に依り、発行価格についても需給に基づく市場価格ベースのプライシングも可能性有り。
17	情報開示方法	<ul style="list-style-type: none"> JSTOAにおける開示方法の議論を踏まえ、個別案件において調整する。 	

#04

航空機STOのスキーム

#04-1① 前提 | SPV比較

- 資産を裏付にSTを発行する場合における、証券化(ST化)のためのSPV(Special Purpose Vehicle)の特徴を比較すると以下のとおり。
- 特定受益証券発行信託は、「権利移転の法的安定性」も高く、「個人投資家の経済合理性」上も有利なため、個人投資家向けに適したSPV。
- 証券化実績の多いGK-TKは、税制上多くの個人投資家にとっては相対的に不利、且つST化した場合にBCと実体法上の権利が連動しないリスク有り。

		GK-TK	TMK	信託	特定受益証券発行信託
1	ST化対象権利 (主な根拠法)	匿名組合出資持分 (会社法、民法)	優先出資証券 (資産流動化法)	受益権 (信託法)	受益権 (信託法)
2	譲渡成立要件	新旧当事者間の合意 (民法上、譲渡制限困難)	新旧当事者間の合意 +優先出資証券交付	新旧当事者間の合意 (信託法上、譲渡制限可)	新旧当事者間の合意 (信託法上、譲渡制限可)
3	第三者対抗要件	確定日付ある証書による ^{*1} 債務者への通知又は承諾	優先出資者名簿への記録 +優先出資証券交付	確定日付ある証書による ^{*1} 債務者への通知又は承諾	受益権原簿への記録
4	SPV段階での 法人税課税	課税無し (匿名組合の除外規定有)	軽減可 = 配当損金算入可 ※導管性要件有	信託の種類による ^{*2}	課税無し (集団投資信託)
5	個人投資家の 配当金課税	原則、雑所得として 総合課税のみ(累進課税)	申告分離課税可(20.315%)	信託の種類による ^{*2}	源泉徴収(20.315%) or 申告分離課税可(20.315%)
6	個人投資家の 譲渡損益課税	譲渡所得として 総合課税のみ(累進課税)	申告分離課税可(20.315%)	信託の種類による ^{*2}	申告分離課税可(20.315%)
7	権利移転の 法的安定性評価	BC外譲渡を妨げられず、 ^{*1} BCとは別に対抗要件具備要	BC=原簿として安定的に 移転可だが、証券管理が煩雑	BC外譲渡を防止できるが、 ^{*1} BCとは別に対抗要件具備要	BC外譲渡を防止でき、且つ BC = 原簿として安定移転可
8	個人投資家の 経済合理性評価	課税所得金額330万円以上 の場合、相対的に不利な税制	課税所得金額330万円以上 の場合、相対的に有利な税制	信託の種類による ^{*2}	課税所得金額330万円以上 の場合、相対的に有利な税制

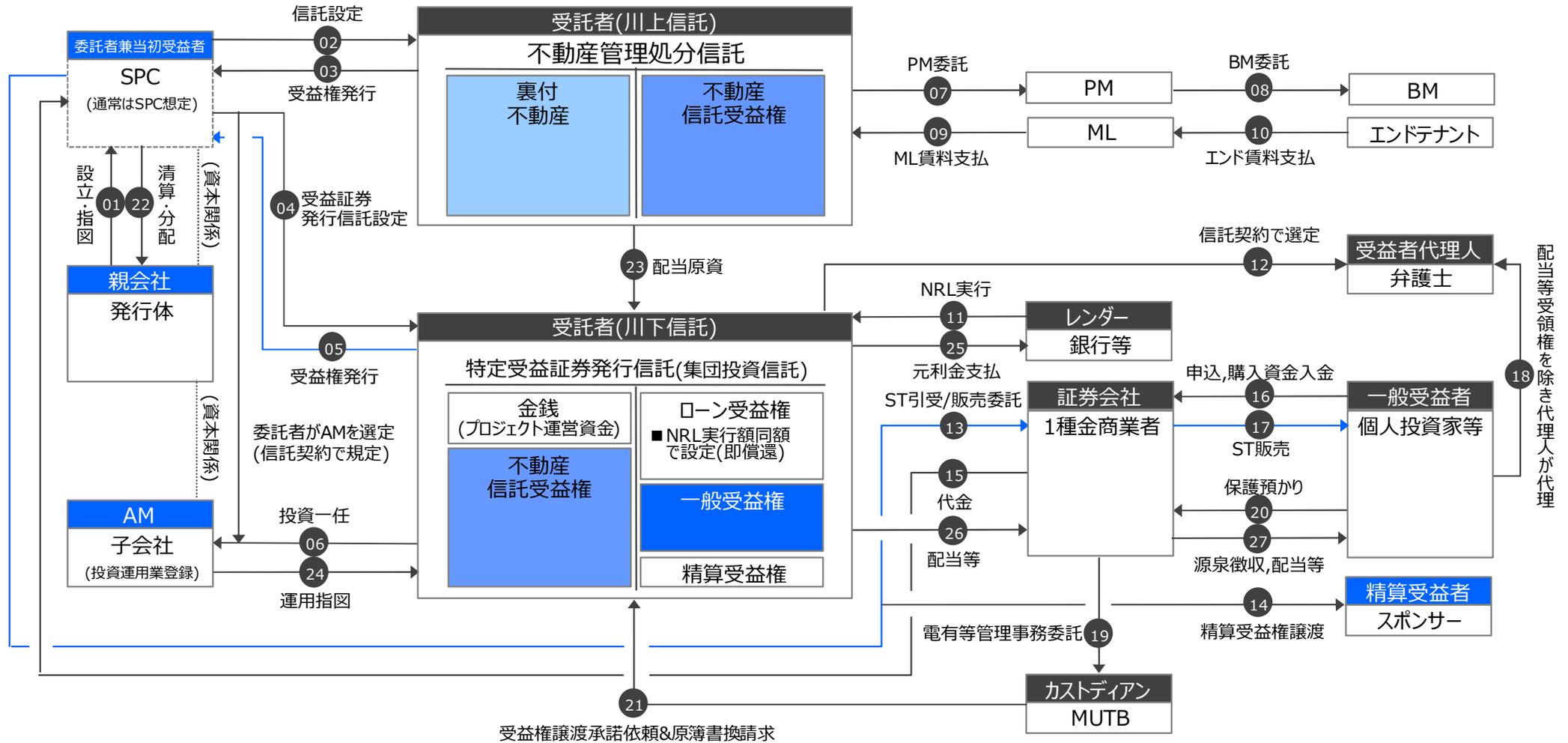
^{*1} 改正産業競争力強化法に基づく「新事業特例制度」により、事業主管大臣から新事業活動計画の認定を受けることで、規制の特性措置を適用することが可能にはなった

^{*2} ①集団投資信託(合同運用信託、主な投資信託等)、②法人課税信託(特定目的信託や①以外等)、③受益者等課税信託(①②以外)、の3区分が存在

①は特定受益証券発行信託も①の1種のため課税の考え方は概ね同じだが、②はSPV段階で二重課税され不利、③はSPV段階の収益等発生時に受益者の収益等と見做される

#04-1② 前提 | 不動産STOスキーム図

- ST化するためのSPVは、税制上一定要件を満たした「特定受益証券発行信託」(集団投資信託)とし、発行体・投資家にとって課税面の最適化を図る。
- 市場売却時の流通税軽減等を目的に、既存の不動産受益権形態のまま信託設定を行う。(既存の不動産信託受託者はMUTBでも第三者でも可)
- SPVはローン借入によるレバレッジや受益権のトランシングが可能であり、想定投資家に合わせた柔軟な設計が可能。
- 一般受益者は個人を想定し、受益者代理人を設置することで意思結集等の運営負荷を軽減。(精算受益者はスポンサーを想定)

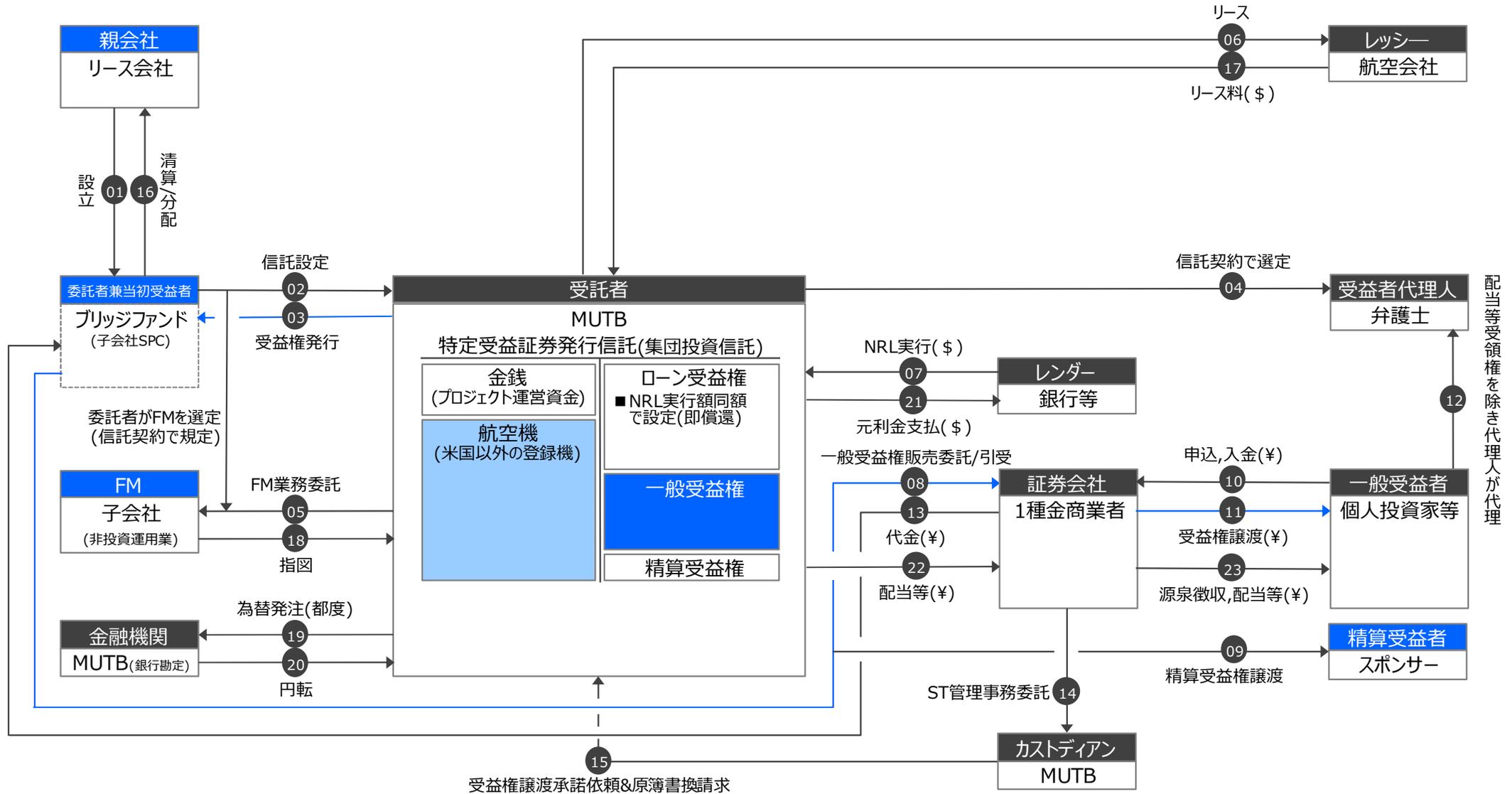


【凡例】

- 発行体関連会社 (Issuer-related company)
- 電有等 (Securities, etc.)
- 電有等移転 (Transfer of securities, etc.)

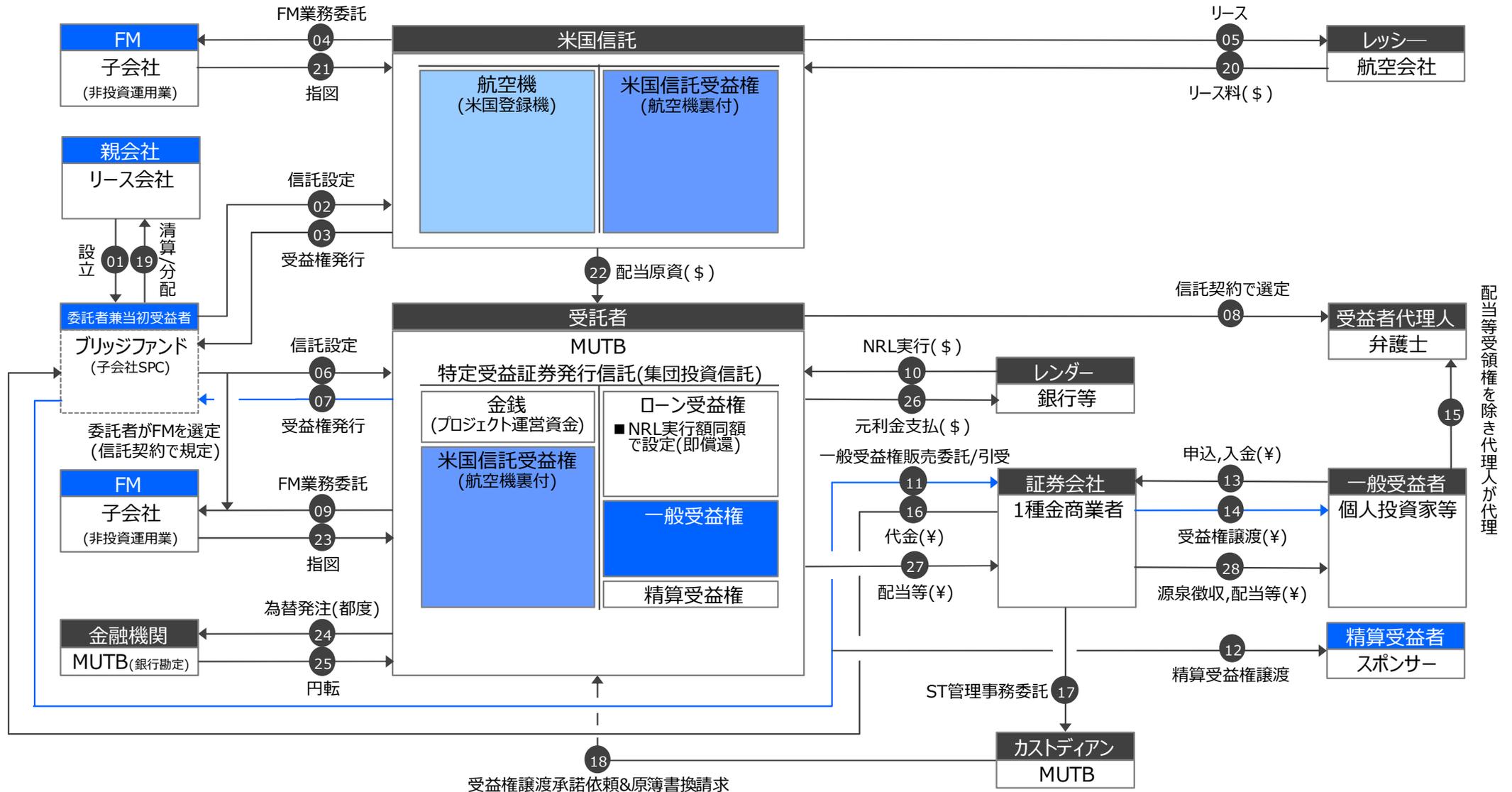
#04-2 航空機STOスキーム図 | 米国登録機以外 = 包括信託(金銭+航空機)

- 米国以外の登録機の場合、航空機の所有者の国籍が日本でも支障はないと考えられるため、スキームコスト極小化(器を極力少なくする)観点から、航空機現物を直接的に信託財産として受益証券発行信託を組成する。(金銭+航空機の包括信託)
- リース料等は米ドル建てである一方、想定投資家は円建てを希望することが想定されるため、都度円転を行う。
- 本スキームにおいて、FMに就任する会社は投資運用業ライセンスは不要。



#04-3 航空機STOスキーム図 | 米国登録機 = 包括信託(金銭+米国信託受益権)

- 米国登録機の場合、航空機の所有者の国籍を日本に移すことができないため、米国信託を航空機の所有者としたまま、米国信託の受益権を信託財産として、受益証券発行信託を組成する。(金銭+米国信託受益権の包括信託)
- リース料等は米ドル建てである一方、想定投資家は円建てを希望することが想定されるため、都度円転を行う。
- 本スキームにおいても、一定の要件を満たす場合には、FMに就任する会社は投資運用業ライセンスは不要。



#05

航空機STOのスキーム詳細

#05-1① スキームに係る論点整理 | 当事者想定・ライセンス・責任

- 航空機STO案件のスポンサー/発行体サイドである「委託者兼当初受益者」は、金商法上のライセンスは不要で、主にブリッジファンドが想定される。
- コントローラーとなるファンドマネージャー(FM)は、いずれのスキームも投資運用業ライセンスは不要で、スポンサーの子会社/グループ会社が想定される。
- 「金銭+米国信託受益権」の包括信託スキームの場合は、FMに投資運用業ライセンスを不要とするためのスキーム上の考慮が必要となる。
- 受益証券発行信託(JS)契約において委託者がFMを選定し、JS受託者に運用裁量を残さないことで、JS段階でのFM成果物検証コストを不要とする。

		メインシナリオ
1	スキーム当事者の想定・ライセンス・責任 委託者兼当初受益者	<ul style="list-style-type: none"> ・委託者兼当初受益者は、金商法上のライセンス不要。 ・スポンサーの設立したブリッジファンドを想定する。
2	ファンドマネージャー(FM)	<ul style="list-style-type: none"> ・FMは、金商法上の投資運用業ライセンス不要。 ・スポンサーの子会社、グループ会社を想定する。(業務の一部を第三者FMに委託する場合はあり得る)
3	FMに投資運用業ライセンスが不要な要件	<p>(1)信託財産の内容に有価証券が含まれない場合。(→「金銭+航空機(動産)」の包括信託スキーム)</p> <p>(2)信託財産の内容に有価証券(米国信託の受益権)が含まれるものの、以下の条件を全て満たす場合。 (→「金銭+米国信託受益権」の包括信託スキーム)</p> <ol style="list-style-type: none"> ①原資産である航空機を所有している米国信託に対する指図裁量は、米国信託の受益者としての受益証券発行信託(JS)側にはなく、専ら米国信託側のFMにて行われる。 (米国信託の信託財産は航空機現物のため、「金銭+航空機(動産)」の包括信託スキームにおけるFMが投資運用業ライセンスが不要であることと同様、米国信託側のFMも投資運用業は不要) ②JS側のFM就任は、JSの信託財産として米国信託受益権が設定されることを停止条件とすることで、時系列の工夫により、JS側のFMが米国信託受益権の「取得の判断」をしていない建付けとなっている。 ③JS終了・清算時の償還金原資は、まずはじめに米国信託側のFMにて米国信託の終了・清算(と航空機の売却)の判断が為され、JS側は米国信託清算に伴う償還金を原資とすることにより、JS側のFMが米国信託受益権の売却の判断をしていない建付けとなっている。 ④JS側での想定し得ない突発時の判断は、JS側の受益者代理人と精算受益者による合意に基づくものとして、JSのFMには裁量を残さない建付けとなっている。

#05-1② スキームに係る論点整理 | 当事者想定・ライセンス・責任

メインシナリオ

4	FM就任に係る契約の建付け	<ul style="list-style-type: none"> ・JS委託者とJS受託者として締結するJS契約において、JS委託者の裁量でFM業務委託先を選定し、当該選定に基づき、JS受託者とFM会社にてFM業務委託契約を締結する。
5	受託者の運用裁量有無	<ul style="list-style-type: none"> ・以下の構成により、“受託者が専らFMの指図に従い業務を遂行する”建付けとする。 (1)以下の①②を満たすことで、実質的な効果として信託の運用裁量権が受託者に一切残らない <ul style="list-style-type: none"> ①JS契約において、JS受託者が信託の運用裁量権を有する旨を規定すると共に、JS受託者がFMに運用裁量権を委託する旨を規定する。 ②JS契約で規定されるJS受託者が担う運用裁量の内容が、FM契約で規定されるFMが担う信託に係る運用裁量の内容と同一となるよう、両契約の平仄をとる。 (2)受託者が運用裁量を負うような、FM不在となる事由が発生し得ない <ul style="list-style-type: none"> ①運用成績が不芳な場合等は、航空機というアセットの特性を鑑み、FM交代ではなくそのまま信託終了事由に該当することで運用が継続しない規定とすることで、受託者が運用裁量を負う可能性が生じない。
6	FMの運用成果物に対する受託者の積極的検証要否	<ul style="list-style-type: none"> ・以下の構成により、“受託者として運用成果物の積極的な検証義務を負わない”建付けとする。 (1)運用結果不芳時の信託終了の意思決定権限は受益者(又は受益者代理人)が有する <ul style="list-style-type: none"> ①運用成績が不芳な場合等に、受益者(又は受益者代理人)が信託終了を決定する権限をJS契約で規定する。 ②上記意思決定は、一般受益者(個人投資家)の代わりに意志決定を行う受益者代理人と、精算受益者との合意により決定される。 (2)FMの成果物は全量が遅滞なく(同報で)受益者と受託者に提出される <ul style="list-style-type: none"> ①FMのアウトプットは、FMの委託元であるJS受託者に提出されるが、FM交代の意思決定権限を有する受益者が運用状況等を確認するに際し、受託者の有する情報と量・時点に差異が出ることがないように、受益者にも同報で提出する旨をFM業務委託契約の中で規定する。

#05-1③ スキームに係る論点整理 | 当事者想定・ライセンス・責任

- 航空機STO案件のスポンサー/発行体サイドである「委託者兼当初受益者」は、金商法上のライセンスは不要で、主にブリッジファンドが想定される。
- コントローラーとなるファンドマネージャー(FM)は、いずれのスキームも投資運用業ライセンスは不要で、スポンサーの子会社/グループ会社が想定される。
- 「金銭+米国信託受益権」の包括信託スキームの場合は、FMに投資運用業ライセンスを不要とするためのスキーム上の考慮が必要となる。
- 受益証券発行信託(JS)契約において委託者がFMを選定し、JS受託者に運用裁量を残さないことで、JS段階でのFM成果物検証コストを不要とする。

		メインシナリオ
7	スキーム当事者の想定・ライセンス・責任 発行開示/継続開示の義務者	<p>(1)発行開示義務者に対応方法 義務：JS委託者及びJS受託者 対応：JS委託者とJS受託者の連名の有価証券届出書を、JS受託者が提出する。 (実質的なコントローラーとしてのFM、証券会社、提出者としてのJS受託者、の3者が共同で作成する)</p> <p>(2)継続開示義務者に対応方法 義務：JS受託者(JS委託者に開示義務は課されない) 対応：JS受託者名の有価証券報告書を、JS受託者が提出する。 (FM業務委託内容に含まれ、FMの成果物として作成されるが、前述の建付けによりJS受託者は積極検証不要)</p> <p>※金融商品取引法第二条に規定する定義に関する内閣府令第14条第2項第2号八</p>
8	受益者代理人	<ul style="list-style-type: none"> 不動産STと同様、多数の個人投資家への書類送付やファンド運営関与に伴う負荷・コストを極小化するため、一般受益権に関する一切の権限(信託法92条に規定する権利、及び配当受領権・償還金受領権を除く)を有する「受益者代理人」を設置する。(信託法138条に基づく) 不動産STと同様、受益者代理人は任意の1名の弁護士を想定する。(案件別にスポンサーが選定する)
9	精算受益者	<ul style="list-style-type: none"> 不動産STと同様、信託終了・清算時の経過勘定処理が一般受益者(多数の個人投資)の償還金計算等に影響しないようにすることだけを目的とした、「精算受益権」を設定する。 精算受益権は、オフバランス効果に影響しないよう5%未満の1口のみで、配当分配は一切ない。 不動産STと同様、精算受益者はスポンサーを想定する。

#05-2 スキームに係る論点整理 | 航空機リース契約上の論点

- 航空機リース契約上の論点として、Novation要否がスキームにより異なる。
- 「金銭+米国信託受益権」の包括信託スキームの場合、米国信託受益権をJSが取得することに伴う追加的なリース契約のNovationは不要。
- 「金銭+航空機」の包括信託スキームの場合、レッサーの地位がJS受託者に移転するため、Novationが必要となる。
- JS受託者がレッサーになる場合も、受益者のレベルで純資産要件を充足する必要はなく、信託として倒産隔離性の確保されていれば必要十分。

メインシナリオ

10	航空機リース契約上の論点	航空機リース契約のNovation要否 (米国信託受益権が信託財産の場合)	<ul style="list-style-type: none"> • JS受託者はあくまで航空機を裏付けとする米国信託の受益者のため、追加的なリース契約のNovationは不要。 • なお、JS設定の手前の段階で、米国信託設定に際してリース契約のNovationは必要になる想定だが、当該Novationは既存の米国登録の航空機リース案件で既に発生しているものであり、STO固有の論点ではない。
11	航空機リース契約上の論点	航空機リース契約のNovation要否 (航空機が信託財産の場合)	<ul style="list-style-type: none"> • JS受託者が航空機の所有者になることにより、レッサーとしての地位がJS委託者からJS受託者に移転するため、リース契約のNovationが必要となる。 • JS受託者がリース契約の当事者となる場合には、リース契約の内容について、JS受託者の責任財産限定特約の追加が必要となる。 • レッシー(エアライン)とのやりとりについてJS受託者自身ではなくFMが行う場合等、リース契約上の事務手続について変更が想定される場合には、斯かる手続等に関する手当も必要になる。 • JS受託者がリース契約の当事者となる場合、リース契約の内容についてレンダーから修正を求められる可能性がある。
12	航空機リース契約上の論点	航空機リース契約上でJSがレッサーになる場合の要整理課題 (航空機が信託財産の場合)	<ul style="list-style-type: none"> • リース契約の条項次第ではあるが、契約上の地位の移転の条件として、新レッサーにおいて一定の「Tangible net worth」が必要される場合も、以下の理由により信託(信託財産)のレベルで当該要件を満たせば足ると考えられ、受益者のレベルで当該要件を満たす必要はないものと想定される。 <ul style="list-style-type: none"> : 信託法上、信託財産は独立性を有しており、受託者の固有資産や受益者の資産とは切り離された資産として扱われ(信託法23条、25条等)、信託財産が独立して破産手続の対象となる(破産法第10章の2) • 「Bankruptcy remote」についても、信託(信託財産)のレベルで倒産隔離性が確保されていれば必要十分と考えられる。

#05-3 スキームに係る論点整理 | 信託財産管理

- 「金銭+航空機」の包括信託スキームにおいて、信託財産としての航空機に係る管理方法・水準について論点が生じる。
- 分別管理観点では、日本登録機の場合は信託に関する登録、日本登録機以外の場合は種類・機体番号等による区別についてJS契約に定める。
- 善管注意義務観点では、平時においては現状のリース案件同様に、レシーが自ら管理し、FMは定期的なレポートを受けらることで充足する。
- 有事においても現状のリース案件同様に、基本的にはリース契約を合意解約し、自力救済の場合を含めて実際の取り戻しは外部専門業者に委託する。

メインシナリオ

13	信託財産管理	信託財産の分別管理 (特定性)	<p>(1)「金銭+米国信託受益権」の包括信託スキームの場合</p> <ul style="list-style-type: none"> ・信託財産は有価証券(米国信託受益権)のため、分別管理上の論点は生じない。 <p>(2)「金銭+航空機(日本登録機)」の包括信託スキームの場合</p> <ul style="list-style-type: none"> ・対象航空機が日本で登録される場合、信託に関する登録で分別管理が可能。 (信託法34条1項1号、航空法9条1項、航空機登録令49条以下) <p>(3)「金銭+航空機(日本登録機以外)」の包括信託スキームの場合</p> <ul style="list-style-type: none"> ・日本で登録をされていない場合、信託法34条1項2号イ(動産の分別管理(信託財産と固有財産を外形上区別する)又は同項但書(分別して管理する方法について、信託行為に別段の定めがあるときは、その定めるところによる)の方法で分別管理を行う必要があり、種類・機体番号等によって信託財産と固有財産を外形上区別することになるため、その旨をJS契約において信託行為として記載する。
14		信託財産としての航空機の維持管理 (善管注意義務水準)	<ul style="list-style-type: none"> ・「金銭+航空機」の包括信託スキームにおいて、航空機はJS受託者とリース契約を締結しているレシー(エアライン)が自ら維持・管理する。 ・平時においては、レシー(エアライン)から運航・整備状況等に係る定期的なレポートをFMが受け、レシー(エアライン)に信用事由が発生する際の有事の際は、FMが必要なアクションを取ることが想定される。
15		信託財産としての航空機の有事の際の確保方法 (善管注意義務水準)	<ul style="list-style-type: none"> ・現状の航空機ファイナンスと同様、基本的にはレサ(FM)とレシーとで返還スケジュールや作業範囲等を合意のうえ、航空機リース契約を合意解約し、航空機の取り戻しは外部専門業者に委託する。 ・例外的に、合意無しで敵対的に取り戻す自力救済の場合も、FMから外部専門業者に委託する。

#05-4 スキームに係る論点整理 | キャッシュマネジメント・個別論点

- ファンドのキャッシュマネジメント観点では、リース料がドル建て、投資家への配当金は円建てが商品性として求められているため、リース料を受領する都度、配当原資分をスポットで円転する。（コスト観点から為替ヘッジは導入せず、既存のJDRと同様為替リスクを負う商品性となる）
- キャッシュリザーブ不足のケースとして、レッサーが費用支払義務を負うリース契約が例外的にあり得るが、個別性が強いいため個別案件において判断する。
- 航空機特有のAML/CFTリスクについては、現状のリース案件と同様の整理により回避することが可能となる。

		メインシナリオ
16	キャッシュマネジメント ドル建てリース料の円建て配当方法	<ul style="list-style-type: none"> ・コスト鑑み為替ヘッジは導入せず、ドル建てリース料受領都度、配当原資分をスポットで円転する。（既存のJDR踏襲で、個人投資家は為替リスクを負う商品性）
17	円転の“運用行為”該当性	<ul style="list-style-type: none"> ・円転行為は、運用行為(金商法2条8項12号)に該当しない。（差金決済を行うことができない先物外国為替取引及び為替スワップ取引のような、例外的なケースのみ該当する）
18	ファンド内のキャッシュリザーブ不足時の運用継続方法（善注意義務水準）	<ul style="list-style-type: none"> ・不動産と異なり、航空機リースにおいてキャッシュリザーブが不足するような事態は、レシーであるエアラインの信用事由が基本的には該当するため、当該事態においてはそもそも運用継続が困難であることから、一時的なファイナンス方法を検討する必要がない。 ・例外的に、ケース数は少ないものの、一部のリース契約において「耐空性改善命令」(航空当局から航空機に対して検査や改修を命じるもの)を受けた場合の費用支払義務をレッサーが負うものが存在するが、個別性が強いいため、個別案件において「①レンダー追加借入」か「②スポンサー資金拋出」か「③ファンド終了」かを判断する。
19	個別論点 グローバルアセットとしての航空機に関するAML/CFTリスクの回避方法	<ul style="list-style-type: none"> ・既存の航空機ファイナンスにおいて、航空機リース契約や保険契約等の各種文書における表明保証事項として、制裁を受ける可能性のある国への就航やサブリース等の関与を禁止しており、万が一AML/CFTリスクが顕在化した際は当額各種契約が終了事由に該当することとなり、航空機ファイナンス自体も終了し、リスク回避される整理となっている。 ・航空機STOについても同様の整理を踏襲することで、航空機に関するAML/CFTリスクを回避することが可能となる。

免責事項

- 本資料は、ディスカッション用に作成されたものであり、三菱UFJ信託銀行の個別の商品、サービスを勧誘することを目的としたものではありません。本ディスカッション或いは資料だけで契約が成立するものではありません。従って、当社はいかなる種類の法的義務、或いは責任を負うものではありません。
- 本資料は信頼できると思われる各種データ等に基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではありません。ここに示したすべての内容は、当社の現時点での判断を示しているに過ぎません。また、本資料に関連して生じた一切の損害については、当社は責任を負いません。その他専門的知識に係る問題については、必ず貴社の弁護士、税理士、公認会計士等の専門家にご相談の上ご確認ください。
- 本資料は当社の著作物であり、著作権法により保護されております。当社の事前の承認なく、本資料の全部もしくは一部を引用または複製、転送等により使用することを禁じます。
- 商号等：三菱UFJ信託銀行株式会社 登録金融機関 関東財務局長（登金）第33号
- 加入している協会の名称：日本証券業協会 一般社団法人日本STO協会
一般社団法人金融先物取引業協会 一般社団法人日本投資顧問業協会

本資料に関するお問い合わせ先

三菱UFJ信託銀行株式会社 デジタル企画部 デジタルアセット事業室

プロダクトマネージャー 齊藤 達哉

(デジタルアセット共創コンソーシアム事務局Mail) progmata_post@tr.mufg.jp

DCC

Digital Asset
Co-Creation Consortium

