

【投資リスク】

(1) リスク要因

以下には、本投資法人の投資口（以下、本「3 投資リスク」の項において「本投資証券」といいます。）又は本投資法人が発行する投資法人債（以下、本「3 投資リスク」の項において「本投資法人債」といいます。）への投資に関してリスク要因となる可能性があると考えられる主な事項を記載しています。ただし、以下は本投資証券又は本投資法人債への投資に関する全てのリスクを網羅したものではなく、記載されたリスク以外のリスクも存在します。本投資法人は、対応可能な限りにおいてこれらのリスクの発生の回避及び発生した場合の対応に努める方針ですが、回避及び対応が結果的に十分である保証はありません。以下に記載するリスクが現実化した場合、本投資証券又は本投資法人債の市場価格は下落し、発行価格に比べ低くなることもあると予想され、その結果、投資主又は投資法人債権者が損失を被る可能性があります。また、本投資法人の純資産額の低下、その他財務状況の悪化による分配金の減少が生じる可能性があります。

各投資家は、自らの責任において、本項及び本書中の本項以外の記載事項を慎重に検討した上で本投資証券又は本投資法人債に関する投資判断を行う必要があります。

なお、本書に記載の事項には、将来に関する事項が含まれますが、別段の記載のない限り、これらの事項は本書の日付現在における本投資法人及び本資産運用会社の判断によるものです。

本項に記載されているリスク項目は、以下のとおりです。

- ① 本投資証券又は本投資法人債の商品性に関するリスク
 - (イ) 本投資証券の市場価格の変動に関するリスク
 - (ロ) 本投資証券の市場での取引に関するリスク
 - (ハ) 金銭の分配に関するリスク
 - (ニ) 収入及び支出の変動に関するリスク
 - (ホ) 投資口の追加発行時の1口当たりの価値の希薄化に関するリスク
 - (ヘ) 投資法人債の償還・利払いに関するリスク
 - (ト) 投資法人債の価格の変動に関するリスク
- ② 本投資法人の運用方針に関するリスク
 - (イ) スポンサーサポート契約に基づき想定どおりの物件取得が行えないリスク
 - (ロ) 不動産を取得又は処分できないリスク
 - (ハ) 投資口の追加発行、借入れ及び投資法人債の発行による資金調達に関するリスク
 - (ニ) 投資対象をホテル、旅館及び付帯施設に特化していることによるリスク
 - (ホ) 少数のテナント及びオペレーターに依存していることによるリスク
 - (ヘ) シングルテナント物件に関するリスク
 - (ト) 少数の物件に収入が依存していることによるリスク
 - (チ) 運用資産の立地の地域的な偏在に関するリスク
- ③ 本投資法人の関係者、仕組みに関するリスク
 - (イ) 星野リゾートグループへの依存、利益相反に関するリスク
 - (ロ) 本投資法人の関係者への依存、利益相反に関するリスク
 - (ハ) 本投資法人の役員及び本資産運用会社の人材に依存しているリスク
 - (ニ) 本投資法人の投資方針等の変更に関するリスク
 - (ホ) 本投資法人の倒産又は登録抹消のリスク
 - (ヘ) 敷金及び保証金に関するリスク
- ④ 不動産及び信託の受益権に関するリスク
 - (イ) 不動産の欠陥・瑕疵や境界に関するリスク
 - (ロ) 不動産の売却に伴う責任に関するリスク
 - (ハ) 賃貸借契約に関するリスク
 - (ニ) 災害等による建物の毀損、滅失及び劣化のリスク
 - (ホ) 不動産に係る所有者責任、修繕・維持費用等に関するリスク
 - (ヘ) 不動産に係る行政法規・条例等に関するリスク
 - (ト) 水質汚濁防止法上の特定施設に関するリスク
 - (チ) 法令の制定・変更に関するリスク
 - (リ) 売主の倒産等の影響を受けるリスク
 - (ヌ) マスターリース会社に関するリスク
 - (ル) 転貸に関するリスク
 - (ヲ) テナント等による不動産の利用状況に関するリスク
 - (ワ) 共有物件に関するリスク

- (カ) 区分所有建物等に関するリスク
- (コ) 借地物件に関するリスク
- (ク) 借家物件に関するリスク
- (ケ) 開発物件に関するリスク
- (コ) フォワード・コミットメント等に係るリスク
- (セ) 有害物質に関するリスク
- (ソ) 不動産を信託の受益権の形態で保有する場合の固有のリスク
- (タ) 底地物件に関するリスク
- ⑤ 優先株式等への投資に関するリスク
 - (イ) 優先株式への投資の仕組みに関するリスク
 - (ロ) 優先株式の流動性に関するリスク
- ⑥ 海外不動産等への投資に関するリスク
 - (イ) 海外不動産等の取得並びに管理及び運用等に関するリスク
 - (ロ) 外国法人税額を負担することに関するリスク
 - (ハ) 海外不動産等の保有に係る会計上・税務上の取扱いの相違に関するリスク
 - (ニ) 外国為替についての会計処理に関するリスク
 - (ホ) 海外不動産等への減損会計の適用に関するリスク
- ⑦ 税制に関するリスク
 - (イ) 配当等の額の損金算入に関する課税の特例の適用に関する一般的なリスク
 - (ロ) 過大な税負担等の発生により支払配当要件が満たされないリスク
 - (ハ) 税務調査等による更正のため追加的な税金が発生するリスク
 - (ニ) 不動産の取得に伴う軽減税制が適用されないリスク
 - (ホ) 同族会社に該当するリスク
 - (ヘ) 借入金に係る配当等の額の損金算入要件に関するリスク
 - (ト) 投資口を保有する投資主数に関するリスク
 - (チ) 資金不足により計上された利益の全部を配当できないリスク
 - (リ) 一般的な税制の変更に関するリスク
 - (ヌ) 納税遅延に係る延滞税等の発生に関するリスク
- ⑧ その他
 - (イ) 不動産の鑑定評価等に伴うリスク
 - (ロ) 減損会計の適用に関するリスク
 - (ハ) 匿名組合出資持分への投資に関するリスク
 - (ニ) オペレーターの過去の業績が将来の本投資法人の収支状況と一致しないリスク
 - (ホ) 取得予定資産を取得することができないリスク
 - (ヘ) 引受予定株式を引き受けることができないリスク
- ① 本投資証券又は本投資法人債の商品性に関するリスク
 - (イ) 本投資証券の市場価格の変動に関するリスク

本投資法人は、投資主からの請求による払戻しを行わないクローズド・エンド型であるため、投資主が本投資証券を換価する手段は、原則として第三者に対する売却に限定されます。

本投資証券の市場価格は、取引所における需給バランスにより影響を受け、一定の期間内に大量の売却が出た場合には、大きく価格が下落する可能性があります。また、市場価格は、金利情勢、経済情勢、不動産市況その他市場を取り巻く様々な要因の影響を受けて変動します。本投資法人若しくは本資産運用会社、又は他の投資法人若しくは他の資産運用会社に対して監督官庁による行政処分勧告や行政処分が行われた場合にも、本投資証券の市場価格が下落することがあります。

本投資証券の市場価格が下落した場合、投資主は、本投資証券を取得した価格で売却できない可能性があり、その結果、損失を被る可能性があります。
 - (ロ) 本投資証券の市場での取引に関するリスク

本投資証券は、東京証券取引所に上場していますが、本投資法人の資産総額の減少、投資口の売買高の減少その他の東京証券取引所の定める有価証券上場規程に規定される上場不動産投資信託証券の上場廃止基準に抵触する場合には廃止されます。

本投資証券の上場が廃止される場合、投資主は、保有する本投資証券を相対で譲渡する他に換金の手段がないため、本投資証券を本投資法人の純資産額に比して相当に廉価で譲渡せざるを得ない場合や本投資証券の譲

渡自体が事実上不可能となる場合があります、損害を受ける可能性があります。

(ハ) 金銭の分配に関するリスク

本投資法人は前記「2 投資方針 (3) 分配方針」に記載の分配方針に従って、投資主に対して金銭の分配を行う予定ですが、分配の有無及びその金額は、いかなる場合においても保証されるものではありません。本投資法人が取得する不動産及び不動産を裏付けとする資産の当該裏付け不動産(本「(1) リスク要因」の項において、以下「不動産」と総称します。)の賃貸状況、売却に伴う損益、減損損失の発生や建替えに伴う除却損等により、期間損益が変動し、投資主への分配金が増減することがあります。

(ニ) 収入及び支出の変動に関するリスク

本投資法人の収入は、不動産の賃料収入に主として依存しています。不動産に係る賃料収入は、不動産の稼働率の低下等により、大きく減少する可能性があるほか、賃借人との協議や賃借人からの請求等により賃料が減額されたり、契約どおりの増額改定を行えない可能性もあります(なお、これら不動産に係る賃料収入に関するリスクについては、後記「④ 不動産及び信託の受益権に関するリスク (ハ) 賃貸借契約に関するリスク」をご参照ください。)

一方、収入の減少だけでなく、退去するテナントへの預り敷金及び保証金の返還、大規模修繕等に要する費用支出、多額の資本的支出、不動産の取得等に要する費用、その他不動産に関する支出が状況により増大し、キャッシュ・フローを減ずる要因となる可能性があります。

このように、不動産からの収入が減少する可能性があるとともに、不動産に関する支出は増大する可能性があります。これら双方又はいずれか一方の事由が生じた場合、投資主への分配金額が減少したり、本投資証券の市場価格が下落することがあります。

なお、本書において開示されている保有資産における過去の運営実績は、保有資産のテナント等から取得した情報(会計監査等の手続は経ていません。)をそのまま記載したものを含んでおり、また、本投資法人が採用する会計処理等と同一の方法で算出されたものとは限りません。したがって、これらの情報は、当該資産における今後の売上高その他の運営実績と必ずしも一致するものではなく、場合によっては大幅に乖離する可能性もあります。

(ホ) 投資口の追加発行時の1口当たりの価値の希薄化に関するリスク

本投資法人は、新規投資口を随時追加発行する予定ですが、かかる追加発行により既存の投資主の保有する投資口の持分割合が減少します。また、本投資法人の営業期間中に追加発行された投資口に対して、当該営業期間の期初から存在する投資口と同額の金銭の分配が行われる場合には、既存の投資主は、追加発行がなかった場合に比して、悪影響を受ける可能性があります。

更に、追加発行の結果、本投資法人の投資口1口当たりの価値や市場における需給バランスが影響を受ける可能性があります。

(ヘ) 投資法人債の償還・利払いに関するリスク

本投資法人の信用状況の悪化その他の理由により本投資法人債について元本や利払いが滞ること、あるいは支払不能が生じるリスクがあります。

(ト) 投資法人債の価格の変動に関するリスク

本投資法人債は金融商品取引所に上場されておらず、相対で譲渡する他に換金の手段がないため、本投資法人の信用力や本投資法人債の諸条件に比して相当に廉価で譲渡せざるを得ない場合や本投資法人債の譲渡自体が事実上不可能となる場合があります、損失を被る可能性があります。本投資法人債の市場価格は、投資家の需給により影響を受けるほか、金利情勢、経済情勢、不動産市況その他市場を取り巻く様々な要因の影響を受けて変動するため、本投資法人債を投資家が希望する時期及び条件で取引できるとの保証はなく、その結果、投資家が損失を被る可能性があります。

② 本投資法人の運用方針に関するリスク

(イ) スポンサーサポート契約に基づき想定どおりの物件取得が行えないリスク

本投資法人及び本資産運用会社は、星野リゾートとの間で、スポンサーサポート契約を締結しています(スポンサーサポート契約については、前記「2 投資方針 (1) 投資方針 ④ 成長戦略 (イ) 外部成長 a. スポンサーサポート契約の活用」をご参照ください。)。しかし、スポンサーサポート契約は、本投資法人及び本資産運用会社に情報の提供を受ける権利や優先的売買交渉権等を与えるものにすぎず、星野リゾートは、本投資法人に対して、不動産を本投資法人の希望する価格で売却する義務を負っているわけではありません。

すなわち、本投資法人は、スポンサーサポート契約により、本投資法人が適切であると判断する不動産を適切な価格で取得できることまで常に確保されているわけではありません。

したがって、本投資法人は、本投資法人が利回りの向上や収益の安定化等のために最適と考える資産のポートフォリオを構築できない可能性があります。

(ロ) 不動産を取得又は処分できないリスク

不動産は、一般的にそれぞれの物件の個性が強いため代替性がなく、流動性が低いため、希望する時期に希望する物件を取得又は処分できない可能性があります。また、必ずしも、本投資法人が取得を希望した不動産等及び不動産対応証券等を取得することができるとは限りません。取得が可能であったとしても、投資採算の観点から希望した価格、時期その他の条件で取引を行えない可能性等もあります。更に、本投資法人が不動産等及び不動産対応証券等を取得した後にこれらを処分する場合にも、投資採算の観点から希望した価格、時期その他の条件で取引を行えない可能性等もあります。

不動産の中でも、特に、本投資法人が主たる投資対象としている、ホテル、旅館及び付帯施設は、オフィス等の他の種類の不動産に比べ、立地、用途及び構造等が特殊であり、売り手及び買い手ともに限定される傾向があるため、一般的に流動性が低い点に留意が必要です。

以上の結果、本投資法人が利回りの向上や収益の安定化等のために最適と考える資産のポートフォリオを構築できない可能性があり、また、ポートフォリオの組替えが適時に行えない可能性があります。

(ハ) 投資口の追加発行、借入れ及び投資法人債の発行による資金調達に関するリスク

投資口の追加発行、金銭の借入れ及び投資法人債の発行の可能性及び条件は、本投資法人の経済的信用力、金利情勢その他の要因による影響を受けるため、今後本投資法人の希望する時期及び条件で投資口の追加発行、金銭の借入れ及び投資法人債の発行を行うことができる保証はなく、その結果、予定した資産を取得できなかったり、予定しない資産の売却を余儀なくされたり、資金繰りがつかなくなる可能性があります。

また、本投資法人が金銭の借入れ又は投資法人債の発行を行う場合において、当該金銭の借入れ又は投資法人債の発行の条件として、資産・負債等に基づく一定の財務指標上の数値を維持する、本投資法人の信用状態に関する評価を一定の水準に維持する、投資主への金銭の分配を制約する等の財務制限条項が新たに設けられたり、運用資産に担保を新たに又は追加して設定することとなったり、規約の変更が制限される等の可能性があります。このような制約が本投資法人の運営に支障をきたし、又は投資主に対する金銭の分配額等に悪影響を及ぼす可能性があります。加えて、これらの制限に違反した場合には、追加の担保設定や費用負担等を求められ、本投資法人の運営に重大な悪影響が生じる可能性があります。なお、本投資法人の本書の日付現在の借入金については、財務制限条項を設けており、かかる財務制限条項には、本投資法人のLTV等の財務指標に関する数値が一定の数値を超過した場合の、現金その他の一定資産の留保義務、期限の利益喪失等に関する条件、投資主への分配の制約等が含まれるほか、本資産運用会社の唯一の株主である株式会社星野リゾートホールディングスの財務指標に関する数値が一定期間一定の水準を下回った場合、現金その他の一定資産の留保義務等の制約が含まれます。

本投資法人の保有資産に担保が設定された場合、本投資法人が担保の設定された保有資産の売却を希望したとしても、担保の解除手続その他の事情により、希望どおりの時期に売却できない可能性又は希望する価格で売却できない可能性があります。また、収益性の悪化等により運用資産の評価額が引き下げられた場合又は他の借入れを行う場合等、一定の条件のもとに投資対象不動産に対して追加して担保を設定することを要求される可能性もあります。この場合、他の借入れ等のために担保が既に設定されているなどの理由で担保に供する適切な資産がない可能性もあります。また、担保不動産からのキャッシュ・フローが減少したり、その評価額が引き下げられたりした場合には、本投資法人の希望しない条件で借換資金を調達せざるを得なくなったり、本投資法人の希望しない時期及び条件で運用資産を処分せざるを得なくなる状況も想定され、その結果、本投資法人の収益に悪影響を及ぼす可能性があります。更に、担保に供する適切な資産がないために、本投資法人の希望どおりの借入等を行えない可能性もあります。

また、借入れ及び投資法人債の金利その他の条件やこれに関する費用は、借入れ時及び投資法人債発行時の市場動向並びに投資法人債に係る格付等に左右され、変動金利の場合には、その後の市場動向にも左右されます。借入れ及び投資法人債の金利が上昇し、又は本投資法人の借入金額及び投資法人債発行額が増加した場合には、本投資法人の利払額は増加します。このような利払額の増加により、投資主に対する金銭の分配額等に悪影響を及ぼす可能性があります。

(ニ) 投資対象をホテル、旅館及び付帯施設に特化していることによるリスク

a. 本投資法人の収益がホテル・旅館業界等の収益に依存していることによるリスク

本投資法人は、不動産の中でも、ホテル、旅館及び付帯施設を主たる投資対象としています。

したがって、本投資法人の業績は、ホテル・旅館業界の全体的な傾向に大きく依存しています。場合によっては、テナントが、賃料を約定どおり支払うことができなくなったり、賃貸借契約を解約して又は更新せずに退去したり、賃料の減額請求をすることがあります。これらの要因により、本投資法人の収益は悪影響を受けることがあります。

また、本投資法人が、テナントとの間で賃貸借契約を締結する際に、固定賃料部分と変動賃料部分を組み合わせた賃料構成とした場合又は変動賃料を主体とする場合、テナントの売上減少又は利益の減少等が、賃料収入に直接的な悪影響を与えることとなります。

なお、本投資法人が、ある施設について、賃貸借契約でなく、運営委託契約を締結して運営受託者に運営を委託する場合にも、上記とほぼ同様のリスクがあります。

ホテル・旅館業界の業績や収益は、以下のものを含むさまざまな要素により悪影響を受ける可能性があります。

- ・国内外の景気及び経済状況の悪化並びに災害、悪天候、伝染病の流行等による消費者行動の変化の影響を受けた旅行者数の減少
- ・政治及び外交上の出来事及び動向や為替要因等による、旅行者数の減少
- ・旅行代理店の倒産等による、旅行代理店との間の信用取引によって発生した債務の不履行
- ・保有する設備や周辺環境の陳腐化又は交通環境の変化による集客力の低下
- ・周辺の特定の施設に集客力が依存している場合の当該施設の閉鎖等による集客力の低下
- ・当該施設や周辺において提供されている特定のサービスに集客力が依存している場合の当該サービス提供の終了、当該サービスに対する旅行者の選好の変化等による集客力の低下
- ・類似するコンセプトのホテル及び旅館との競合による集客力の低下
- ・旅行者の旅のニーズ又はトレンドの変化
- ・機械化が難しいサービスを提供する従業員の確保の失敗
- ・提供する飲食物による食中毒などの事故の発生
- ・従業員等の故意又は過失による顧客情報の漏洩
- ・自然災害等による温泉の枯渇や温泉の利用権の喪失
- ・旅館業法（昭和23年法律第138号。その後の改正を含みます。）及びこれに相当する所在国・地域の法令等に基づく営業許可その他許認可の取消し

また、ホテル・旅館業界の業績や収益は、季節的要因により変動します。一般的には、年末年始や大型連休などには収益が大きくなりますが、例えば、「リゾートレハヶ岳」では冬の時期に収益が相対的に減少したり、「星のや軽井沢」では夏の時期に収益が相対的に増加するなど、物件ごとに個別事情もあります。

したがって、本投資法人の収益は4月末日で終了する営業期間と10月末日で終了する営業期間で異なることがあります。なお、保有資産に関する本書の日付現在有効な賃貸借契約においては、変動賃料は原則として12か月分の売上高又は利益を基準売上又は基準利益とする仕組みとなっており、当該資産の業績や収益の季節的要因による変動が賃料に反映されない仕組みとなっています。変動賃料の算定方法についての詳細は、後記「5 運用状況 (2) 投資資産 ② 投資不動産物件 (ワ) 個別不動産の概要」をご参照ください。

b. 既存テナント等が退去した場合に関するリスク

ホテル・旅館業界は、装置産業としての性格が強く、内装や温泉権のように、施設運営に不可欠の資産、権利等をテナント又はオペレーターが有している場合もあり、また、運営に当たり高度な知識が要求されることから、賃貸借契約又は運営委託契約が解除され又は更新されずに既存テナント又は既存オペレーターが退去した場合、代替するテナント又はオペレーターとなりうる者が少ないために、代替テナントが入居するか、又は新たな運営委託契約の締結後運営受託者が運営を開始するまでの空室期間が長期化し、不動産の稼働率が大きく低下すること、代替するテナント又はオペレーター確保のために賃料や受託手数料水準を下げざるを得なくなること、運営の移行期間において十分な収益が実現できないこと、又は賃貸借契約や運営委託契約の条件が不利になることがあり、その結果、本投資法人の収益等に悪影響をもたらす可能性があります。本投資法人は既存テナント又は既存オペレーターが退去した場合に代替するテナント又はオペレーターとなりうる者と事前にバックアップオペレーター契約を締結して既存テナント又は既存オペレーターの退去に備えることができますが、その場合でも、必ずしも相手方がテナント又はオペレーターとなる契約上の義務を負うわけではなく、既存テナント又は既存オペレーターの退去による本投資法人の収益等への悪影響を避けることができるとは限りません。

更に、既存オペレーターへの運営委託の終了によってオペレーターが交代するものとしても、円滑な交代ができず、又は交代に伴って多額の費用が生じ、その結果、本投資法人の収益等に悪影響を及ぼす可能性があります。

c. FF&Eの定期更新に関するリスク

ホテル、旅館及び付帯施設は、競争力維持のためのいわゆるFF&E(注)の定期的な更新投資及び単なる更新

に留まらない競争力強化のための大規模投資が必要となります。FF&Eはその資産アイテム毎に、本投資法人とテナント又は運営受託者との間の資産区分及び初期投資、修繕、更新等の負担区分が賃貸借契約又は運営委託契約において規定されることが想定されます。かかる取決めにより、本投資法人がその多くを所有し、その負担能力を超えて初期投資、修繕、更新等を行うこととなった場合、本投資法人の業績に悪影響を及ぼす可能性があります。また、これらの理由で工事が行われる場合、施設が相当期間閉鎖される場合もあり、この間オペレーターは収益をあげることができません。特に、本投資法人が現時点で継続的に投資を行うことが望ましいと考えている主要ブランド（本書の日付現在、「星のや」、「星野リゾート リゾナーレ」及び「星野リゾート 界」の3つがあると、本投資法人は考えています。）では、前記「2 投資方針（1）投資方針 ③ ポートフォリオ構築方針（イ）投資対象資産」に記載のコンセプトを有しており、かかるコンセプトの実現のため、施設の閉鎖を伴うような大規模なFF&Eの修繕及び更新が想定されます。そのために、賃料等の減少の形で本投資法人の収益に悪影響を及ぼす可能性もあります。また、かかるFF&Eの初期投資、修繕、更新等がホテル、旅館及び付帯施設の売上又は利益増につながらず、期待どおりの効果が得られない場合、本投資法人の収益等に悪影響を及ぼす可能性があります。

（注）FF&Eは、Furniture、Fixture & Equipmentの略であり、家具、什器、備品、装飾品並びに厨房機器等、ホテル運営に必要な資産をいいます。原則的にFF&Eは償却資産です。

d. オペレーターの業態の偏りに関するリスク

ホテル、旅館及び付帯施設の場合、用途に応じた構造の特殊性から、オペレーターの業態を大きく変更することが困難であることが多く、また、経済の動向、消費性向の変化に伴い、収益力が減退するときには業務の撤退・縮小を余儀なくされることもあり、そのような場合には、本投資法人の収益等に悪影響を及ぼす可能性があります。

e. ホテル、旅館及び付帯施設の構造及び立地の特殊性に伴うリスク

前記「2 投資方針（1）投資方針 ⑦ 投資基準」に記載のとおり、本投資法人は、ホテル、旅館及び付帯施設としての目的に照らして必要な強度を有し、宿泊施設としての安全性に問題がないと判断できる場合には、木造を含む全ての種類の建物構造に投資することがあります。なお、本投資法人が2019年4月30日現在保有する資産の建物構造については、後記「5 運用状況 ② 投資不動産物件（ワ）個別不動産の概要」をご参照ください。また、築年が古い建築物、都市部のような手厚い災害対策がなされていない手付かずの自然環境が豊かな地域に立地する建築物等に投資することもあります。このような特殊な建築物には特有のリスクがあります。詳しくは後記「④ 不動産及び信託の受益権に関するリスク（二）災害等による建物の毀損、滅失及び劣化のリスク」をご参照ください。本投資法人は、現地で建物の目視調査を含む非破壊調査を行い、消防法等を含む関連法令に照らし必要と判断される場合は、修繕を実施する等、安全性に配慮し、また、オペレーション上の支障がないことも確認した上で投資する方針ですが、このような特殊な不動産特有のリスクを回避できず、当該建築物でのオペレーションが不可能になった場合又は利用者の生命、身体若しくは財産等を侵害した場合、本投資法人の収益等に大きな悪影響が生じる可能性があります。

（ホ）少数のテナント及びオペレーターに依存していることによるリスク

本投資法人の保有資産のうち、「星のや」、「星野リゾート 界」、「星野リゾート リゾナーレ」、「ANAクラウンプラザ4物件」、「OM07 旭川」、「ハイアットリージェンシー大阪」、「ザ・ビー4物件（注）」、「ホテル・アンドルームス大阪本町」及び「ホテルニラカナイ西表島」を星野リゾートグループへ賃貸しています。この結果、取得価格ベースで81.5%は星野リゾートグループに賃貸しています。また、本投資法人の保有資産のうち、「星のや」、「星野リゾート 界」、「星野リゾート リゾナーレ」、「OM07 旭川」及び「ホテルニラカナイ西表島」は星野リゾートグループが運営し、「ANAクラウンプラザ4物件」はIHG・ANA・ホテルズが運営します。この結果、取得価格ベースで32.0%は星野リゾートグループが、23.1%はIHG・ANA・ホテルズが運営します。したがって、本投資法人の収入は、星野リゾートグループ及びIHG・ANA・ホテルズに大きく依存しています。これらの運営力、レビューテーション、ブランド力等が低下して変動賃料の額（設定されている場合）が減少したり、財政状態及び経営成績が悪化し、賃料支払が遅延したり、中途解約その他の理由により物件から退去した場合には、本投資法人の収益等に大きな悪影響が生じる可能性があります。本投資法人は、保有資産に関して星野リゾートグループと締結している賃貸借契約において、いずれも取得後10年間、賃貸人の同意なく中途解約することができない旨の定めを設け、かかるリスクを限定すべく対応していますが、かかる中途解約が制限される期間の経過後はテナントからの中途解約を制限することはできないため、当該リスクを必ずしも回避又は低減できるとは限りません。なお、星野リゾートグループの財政状態及び経営成績の状況については前記「2 投資方針（1）投資方針 ⑤ 星野リゾートグループの概要（イ）星野リゾートグループの事業規模とブランディング戦略 a. 事業規模の拡大」をご参照ください。

（注）「ザ・ビー4物件」とは、「ザ・ビー 赤坂」、「ザ・ビー 三軒茶屋」、「ザ・ビー 名古屋」及び「ザ・ビー 神戸」をいいます。

(へ) シングルテナント物件に関するリスク

本投資法人の保有資産の全ては、単一のテナントへ物件全体を賃貸するいわゆるシングルテナント物件です。本投資法人は、保有資産に関して締結している、本書の日付現在有効な賃貸借契約の一部において、取得後一定の期間、賃貸人の同意なく中途解約することができない旨の定めを設けているため、これらの定めを設けている物件については、かかる中途解約が制限される期間中は退去する可能性は比較的低いものの、万一退去した場合、個々のホテル、旅館及び付帯施設は個性が強い物件であることが多いことから、代替テナントとなりうる者が限定されているために、代替テナントが入居するまでの空室期間が長期化する可能性があります。その結果、当該物件の稼働率が大きく減少したり、代替テナント確保のために賃料水準を引き下げざるを得なくなることがあり、賃料収入に大きな影響を与える可能性があります。なお、運営受託者と運営委託契約を締結する場合であっても、上記と同様のリスクがあります。本投資法人が2019年4月30日現在保有する資産に関して締結されている賃貸借契約の詳細については、後記「5 運用状況 ② 投資不動産物件 (ワ) 個別不動産の概要」をご参照ください。

(ト) 少数の物件に収入が依存していることによるリスク

本投資法人のポートフォリオは、本書の日付現在、59物件により構成されていますが、このうち、「ANAクラウンプラザ4物件」が占める割合が大きく、取得価格ベースでポートフォリオ全体の23.1%に達し、収入が「ANAクラウンプラザ4物件」からの賃料収入に大きく依存しています。したがって、「ANAクラウンプラザ4物件」が何らかの理由で毀損、滅失若しくは劣化し、又はオペレーションが不可能となる事由が生じた場合、あるいはそのテナント又はオペレーターである株式会社ホライズン・ホテルズ又はIHG・ANA・ホテルズの財政状態及び経営成績が悪化し、又はこれらのテナントが中途解約等により退去した場合には、本投資法人の収益等に大きな悪影響が生じる可能性があります。本投資法人は、「ANAクラウンプラザ4物件」に関して締結している、現時点で有効な賃貸借契約において、いずれも取得後10年間、賃貸人の同意なく中途解約することができない旨の定めを設け、かかるリスクを限定すべく対応していますが、かかる中途解約が制限される期間の経過後はテナントからの中途解約を制限することはできないため、当該リスクを必ずしも回避又は低減できるとは限りません。

(チ) 運用資産の立地の地域的な偏在に関するリスク

本投資法人は、運用資産について、ブランドに適した立地であることを重視するほか、一般社団法人投資信託協会の制定する「不動産投資信託及び不動産投資法人に関する規則」を踏まえ、海外不動産等の所在する国又は地域についての不動産法制や司法制度全般の整備の状況、外国為替相場や制度の整備状況、及び資金決済や海外送金制度の整備状況等も総合的に考慮した上で、投資対象地域を選定することとしています。今後の運用次第では、本投資法人の運用資産の立地に地域的な偏在が生じる可能性があります。その場合、当該地域における地震その他の災害や、当該地域における情勢の悪化などの当該地域に特有の事由により、本投資法人の収益等に大きな悪影響が生じる可能性があります。

③ 本投資法人の関係者、仕組みに関するリスク

(イ) 星野リゾートグループへの依存、利益相反に関するリスク

星野リゾートは、本書の日付現在、本資産運用会社の完全親会社であり、本資産運用会社の主要な役職員の出向元です。また、本投資法人及び本資産運用会社は、星野リゾートとスポンサーサポート契約及び星野リゾートグループが有する商標の使用許諾に関する覚書を締結しています（スポンサーサポート契約については、後記「第二部 投資法人の詳細情報 第3 管理及び運営 2 利害関係人との取引制限 (3) 利害関係者との取引状況等 ④ スポンサーサポート契約の概要」をご参照ください。）。また、本投資法人は、星野リゾートグループが独自のノウハウを有し、ポートフォリオ全体及び運用資産毎の特性を十分に理解していると考えており、適切と考える場合には星野リゾートグループをオペレーターに選定します。このように、星野リゾートグループをオペレーターとすることにより、本投資法人はその運用資産の運営に際し星野リゾートグループの名称及びロゴ等を使用します。更には、本投資法人は、海外不動産等については、海外における星野リゾートグループ関与物件のみに投資をすることとしています。

すなわち、本投資法人及び本資産運用会社は、星野リゾートグループと密接な関係を有しており、本投資法人による安定した収益の確保と成長性に対する星野リゾートグループの影響は極めて高いことができます。

したがって、本投資法人及び本資産運用会社が星野リゾートグループとの間で、本書の日付現在における関係と同様の関係を維持できなくなった場合、星野リゾートグループの事業方針の変更等により星野リゾートグループにおける本投資法人の位置付けが変化した場合、星野リゾートグループの運営力、レピュテーション、ブランド力等が低下した場合、又は星野リゾートグループの業績若しくは財政状態が悪化した場合等には、本

投資法人に悪影響が及ぶ可能性があります。

また、星野リゾートグループの運営力、レピュテーション、ブランド力等は株式会社星野リゾートホールディングスの代表取締役である星野佳路氏その他の星野リゾートグループの人材に大きく依存しています。したがって、当該人材の能力が著しく低下した場合又は星野リゾートグループが当該人材を失った場合等は、星野リゾートグループの運営力、レピュテーション、ブランド力等が低下し、本投資法人に悪影響が及ぶ可能性があります。

更に、本投資法人や本資産運用会社が、資産運用活動その他を通じて、星野リゾートグループとの間で取引を行う場合、利害関係人等取引規程に基づく手続の履践等、一定の利益相反対策は行っているものの、星野リゾートグループの利益を図るために、本投資法人の投資主又は投資法人債権者の利益に反する行為を行う可能性もあり、その場合には、本投資法人の投資主又は投資法人債権者に損害が発生する可能性があります。

加えて、本投資法人及び本資産運用会社が星野リゾートとの間で締結している契約は、星野リゾートグループが、本投資法人と競合する事業を行うことを禁止するものではありません。星野リゾートグループは、ホテル、旅館及び付帯施設に関わる取得、開発、保有・運営、再生、リーシング、星野リゾートグループ以外の第三者からの各種コンサルティング業務、プロパティ・マネジメント業務又はホテル運営業務（賃貸借の形態によるものも含みます。）の受託等、様々な形で本投資法人の運用資産と競合する不動産に関連する業務を行っています。したがって、本投資法人又は本資産運用会社と星野リゾートグループとが、特定の資産の取得、賃貸借、管理運営、処分等に関して競合する可能性やその他利益相反が問題となる状況が生じる可能性は否定できません。

上記のような利益相反が問題となりうる場合としては、例えば、星野リゾートグループからの物件取得に際しての取得価格その他の購入条件、星野リゾートグループが所有する土地の借地に関する条件、オペレーターである星野リゾートグループに対する賃貸又は運営委託に関する条件、星野リゾートグループに対する瑕疵担保責任の追及その他の権利行使、スポンサーサポート契約の更新の有無、利用者の誘致、プロパティ・マネジメント業務の遂行などがあげられます。

これらの問題により、本投資法人の利益が不当に害され、本投資法人の投資主又は投資法人債権者に損害が発生する可能性があります。

(ロ) 本投資法人の関係者への依存、利益相反に関するリスク

本投資法人は、投信法に基づき、全ての執行役員及び監督役員から構成される役員会において重要な意思決定を行い、資産の運用を本資産運用会社に、資産の保管を資産保管会社に、一般事務を一般事務受託者に、それぞれ委託しています。本投資法人の円滑な業務遂行の実現のためにはこれらの者の能力、経験及びノウハウに依存するところが大きいと考えられますが、これらの者が業務遂行に必要な人的・財政的基盤等を必ずしも維持できる保証はありません。また、投信法は、本投資法人の執行役員及び監督役員並びに本投資法人の関係者に関する義務及び責任を定めていますが、これらの本投資法人の関係者が投信法その他の法令に反し、又は法定の措置をとらないときは、投資主又は投資法人債権者に損害が発生する可能性があります。

また、本資産運用会社、資産保管会社及び一般事務受託者が、法令上又は契約上負っている善良な管理者としての注意義務（善管注意義務）、本投資法人のために忠実に職務を遂行する義務（忠実義務）、利益相反状況にある場合に本投資法人の利益を害してはならない義務、その他の義務に違反した場合には、本投資法人の存続及び収益等に悪影響を及ぼし、投資主又は投資法人債権者が損害を受ける可能性があります。

このほかに、本資産運用会社又は本投資法人若しくは今後運用資産となりうる不動産信託受益権に関する信託受託者から委託を受ける業者として、プロパティ・マネジメント会社、建物の管理会社等があります。本投資法人の収益性の向上のためにはこれらの者の能力、経験及びノウハウに依存するところも大きいと考えられますが、これらの者が業務遂行に必要な人的・財政的基盤等を必ずしも維持できる保証はありません。これらの者について業務の懈怠その他の義務違反があった場合や業務遂行能力が失われた場合には本投資法人の存続及び収益等に悪影響を及ぼす可能性があります。

(ハ) 本投資法人の役員及び本資産運用会社の人材に依存しているリスク

本投資法人の運営は、本投資法人の役員及び本資産運用会社の人材に大きく依存しており、これらの人材が失われた場合、本投資法人の運営に悪影響をもたらす可能性があります。

(ニ) 本投資法人の投資方針等の変更に関するリスク

規約に記載されている資産運用の対象及び方針等の基本的な事項の変更には、投資主総会の承認が必要ですが、本投資法人の役員会及び本資産運用会社の取締役会が定めたより詳細な投資方針、ポートフォリオ構築方針、運用ガイドライン等については、投資主総会の承認を経ることなく、変更することが可能です。そのため、本投資法人の投資主の意思が反映されないまま、これらに変更される可能性があります。本資産運用会社は、

長期的かつ安定的なキャッシュ・フローの確保が可能であると見込まれるホテル、旅館及び付帯施設に重点的に投資を行い、中でも、星野リゾートグループが運営する主要ブランド物件を中心に、星野リゾートグループ運営物件に対して継続的に投資を行い、安定的な利用が見込まれ、長期的かつ安定的なキャッシュ・フローの確保が可能であると見込まれる星野リゾートグループ以外運営物件及び海外における星野リゾートグループ関連物件にも投資を行う方針を運用ガイドラインで定めていますが、この方針を投資主総会の承認を受けずに変更することも可能です。

また、本投資法人の発行する投資証券について支配権獲得その他を意図した取得が行われた場合、投資主総会での決議等の結果として本投資法人の運用方針、運営形態等が他の投資主の想定しなかった方針、形態等に変更される可能性があります。

一方で、星野リゾートグループの経営戦略の変更その他の運用環境の変化に対応して、適切に本投資法人の運用方針、運用形態等を変更できない可能性もあり、そのような場合には、本投資法人の収益等に悪影響をもたらす可能性があります。

(ホ) 本投資法人の倒産又は登録抹消のリスク

本投資法人は、破産法（平成16年法律第75号。その後の改正を含みます。）（以下「破産法」といいます。）上の破産手続、民事再生法（平成11年法律第225号。その後の改正を含みます。）（以下「民事再生法」といいます。）上の再生手続及び投信法上の特別清算手続（投信法第164条）に服する可能性があります。

本投資法人は、投信法に基づいて投資法人としての登録を受けていますが、一定の事由が発生した場合に投信法に従ってその登録が取り消される可能性があります（投信法第216条）。その場合には、本投資証券の上場が廃止され、本投資法人は解散し、清算手続に入ります。

本投資法人が清算される場合、投資主は、全ての債権者への弁済（投資法人債の償還を含みます。）後の残余財産の分配にあずかることによってしか投資金額を回収することができません。しかしながら、本投資法人の保有資産の価値が下落している場合には、投資法人債権者は元本又は利息の支払を予定どおりに受けられない可能性があり、また、投資主は、借入れを弁済し又は投資法人債を償還した後の残余財産が全く残らないか又は出資総額を下回ることにより、投資金額の全部又は一部について回収を得ることができない可能性があります。

(ヘ) 敷金及び保証金に関するリスク

本投資法人は、運用資産の賃借人が無利息又は低利で預託した敷金又は保証金を運用資産の取得資金の一部として利用する場合があります。しかし、賃貸市場の動向、賃借人との交渉等により、本投資法人の想定よりも賃借人からの敷金及び保証金の預託額が少なくなり、又は預託期間が短くなる可能性があり、この場合、必要な資金を借入れ等により調達せざるを得なくなります。また、不動産を信託する信託の受益権を取得した場合に、その信託財産である不動産に関する敷金又は保証金を本投資法人が利用する条件として、本投資法人が敷金又は保証金の返還債務を負う場合があります。当該返還債務の履行に必要な資金を借入れ等により調達する可能性があります。これらの結果、本投資法人の収益に悪影響をもたらす可能性があります。

④ 不動産及び信託の受益権に関するリスク

本投資法人の主たる運用資産は、前記「2 投資方針 (2) 投資対象 ① 投資対象とする資産の種類」に記載のとおり、不動産等資産です。当期末現在、本投資法人は、後記「5 運用状況 (2) 投資資産 ② 投資不動産物件 (ワ) 個別不動産の概要」に記載する不動産を運用資産としています。本投資法人は、今後、不動産に加えて不動産を信託する信託の受益権を取得する可能性があります。不動産を信託する信託の受益権その他不動産を裏付けとする資産の所有者は、その信託財産である不動産又は裏付けとなる不動産を直接所有する場合と、経済的には、ほぼ同様の利益状況に置かれます。したがって、以下に記載する不動産に関するリスクは、不動産を信託する信託の受益権その他不動産を裏付けとする資産についても、ほぼ同様にあてはまります。

なお、信託の受益権特有のリスクについては、後記「(ネ) 不動産を信託の受益権の形態で保有する場合の固有のリスク」をご参照ください。

また、本投資法人は、海外における星野リゾートグループ関連物件に投資を行うことを想定しており、かかる投資は、海外の不動産及び当該海外の不動産を信託する信託の受益権への投資として行われることがあります。かかる海外の不動産等への投資に係るリスクについては、後記「⑥ 海外不動産等への投資に関するリスク」をご参照ください。

(イ) 不動産の欠陥・瑕疵や境界に関するリスク

第三者の権利の存在、建物の建設工事における施工の不具合や施工時に利用するデータの転用その他の不適切な利用、土地の地形や組成等の様々な原因により、不動産には権利、土地の地盤及び地質並びに建物の杭や梁等の構造、設計及び施工等に関して欠陥、瑕疵等（隠れたもの及び免震装置、制振装置を含む建物の素材の強度・機能等の不具合や基準への不適合を含みます。）が存在している可能性があります。また、不動産には

様々な法規制が適用されるため、法令上の規制違反の状態をもって瑕疵とされることもありえます。

本資産運用会社が不動産の選定・取得の判断を行うにあたっては、専門業者から建物状況評価報告書を取得するなどの物件精査を行うことにしています。しかしながら、建築基準法等の行政法規が求める所定の手続を経た不動産についても、建物の素材や建設時の施工の適切性を保証するものではなく、当該行政法規が求める安全性や構造耐力等を有するとの保証もなく、また、建築基準法等の行政法規が求める所定の手続が適正であったか否かを事後的に検証することは、当該手続時や施工時の資料等を入手する必要があること等の理由から困難が伴います。したがって、かかる欠陥、瑕疵等が本投資法人の取得後に判明する可能性もあります。本投資法人は、状況によっては、前所有者に対し一定の事項につき表明及び保証を要求し、瑕疵担保責任を負担させる場合もありますが、たとえかかる表明及び保証が真実でなかったことを理由とする損害賠償責任や瑕疵担保責任を追及できたとしても、これらの責任の期間及び責任額は一定範囲に限定されるのが通例であり、また、前所有者が解散したり無資力になっているために実効性がない場合もあります。

これらの場合には、当該欠陥、瑕疵等の程度によっては、当該不動産の資産価値が低下することを防ぐために必要となる当該欠陥、瑕疵等の補修、建物の建替えその他の対応に係る費用が甚大となる可能性があるとともに、当該不動産の買主である本投資法人が当該費用を負担せざるをえなくなることがあり、投資主又は投資法人債権者に損害を与える可能性があります。

また、不動産登記簿の記載を信じて取引した場合にも、買主は不動産に係る権利を取得できないことがあります。更に、不動産登記簿中の不動産の権利に関する事項が現況と一致していない場合もあります。加えて、権利に関する事項のみならず、不動産登記簿中の不動産の表示に関する事項も現況と一致していない場合もあります。このような場合、上記と同じく、本投資法人は売主等に対して法律上又は契約上可能な範囲で責任を追及することとなりますが、その実効性があるとの保証はありません。

更に、本投資法人の主たる投資対象であるホテル、旅館及び付帯施設は、都市部に立地することが多い他の種類の不動産に比べ、隣地との境界が確定していない場合や、景勝地に存在すること等により公道への接続が限定されている場合が多いという特殊性があり、保有資産の一部においても、隣地との境界が確定しておらず、また、「星のや京都」については、公道と繋がる道路が細いこと等から、主要な交通手段は、船となっており、公道への接続が限定されています。本投資法人は、このような境界が確定していない物件や公道への接続が限定されている物件であっても、紛争等の可能性や運営への影響等を検討の上で取得することがありますが、本投資法人の想定に反し、隣地との間で紛争が生じたり、境界確定の過程で運用資産の運営に不可欠の土地が隣地所有者の所有に属するものとされたり、公道への接続手段が失われ又はより限定されることにより運営に悪影響が生じることなどにより、本投資法人の収益等に悪影響が生じる可能性があります。

(ロ) 不動産の売却に伴う責任に関するリスク

本投資法人が不動産を売却する場合、本投資法人は、宅地建物取引業法（昭和27年法律第176号。その後の改正を含みます。）（以下「宅地建物取引業法」といいます。）上、宅地建物取引業者とみなされるため、同法に基づき、売却の相手方が宅地建物取引業者である場合を除いて、不動産の売買契約において、瑕疵担保責任に関し、買主に不利となる特約をすることが制限されています。したがって、本投資法人が不動産を売却する場合は、売却した不動産の欠陥、瑕疵等の修補その他に係る予定外の費用を負担せざるを得なくなることがあり、投資主又は投資法人債権者に損害を与える可能性があります。

加えて、不動産をめぐる権利義務関係の複雑さゆえに、不動産に関する権利が第三者の権利や行政法規等により制限を受けたり、第三者の権利を侵害していることが後になって判明する可能性があります。その結果、本投資法人の収益等に悪影響をもたらす可能性があります。

更に、賃貸不動産の売却においては、新所有者が賃借人に対する敷金返還債務等を承継するものと解されており、実務もこれにならうのが通常ですが、旧所有者が当該債務を免れることについて賃借人の承諾を得ない場合には、旧所有者は新所有者とともに当該債務を負い続けると解される可能性があり、予想外の債務又は義務を負う場合があり得ます。

(ハ) 賃貸借契約に関するリスク

a. 賃貸借契約の解約及び更新に関するリスク

賃借人が賃貸借契約上解約権を留保している場合等には、契約期間中であっても賃貸借契約が終了したり、また、賃貸借契約の期間満了時に契約の更新がなされない場合もあるため、稼働率が低下し、不動産に係る賃料収入が減少することがあります。また、解約禁止条項、解約ペナルティ条項等を置いて期間中の解約権を制限している場合や更新料を定めている場合でも、裁判所によって所定の金額から減額されたり、かかる条項の効力が否定される可能性があります。

以上のような事由により、賃料収入等が減少した場合、本投資法人の収益等に悪影響を及ぼし、投資主又は投資法人債権者に損害を与える可能性があります。

b. 賃料不払に関するリスク

賃借人の財務状況が悪化した場合又は破産手続、民事再生法上の再生手続若しくは会社更生法（平成14年法律第154号。その後の改正を含みます。）（以下「会社更生法」といいます。）上の更生手続その他の倒産手続（以下、併せて「倒産等手続」と総称します。）の対象となった場合、賃貸借契約に基づく賃料支払が滞る可能性があり、この延滞賃料等の債務の合計額が敷金及び保証金で担保される範囲を超える状況になった場合には、投資主又は投資法人債権者に損害を与える可能性があります。

c. 賃料改定に係るリスク

テナントとの賃貸借契約の期間が比較的長期間である場合には、多くの場合、賃料等の賃貸借契約の内容について、定期的に見直しを行うこととされています。

したがって、本書の日付現在の賃料が今後も維持される保証はありません。賃料改定により賃料が減額された場合、本投資法人の収益等に悪影響を及ぼし、投資主又は投資法人債権者に損害を与える可能性があります。

また、定期的に賃料等を増額する旨の規定が賃貸借契約にある場合でも、賃借人との交渉如何によっては、必ずしも、規定どおりに賃料を増額できるとは限りません。

d. 賃借人による賃料減額請求権行使のリスク

建物の賃借人は、定期建物賃貸借契約において借地借家法（平成3年法律第90号。その後の改正を含みます。）（以下「借地借家法」といいます。）第32条に基づく賃料減額請求権を排除する特約を設けた場合を除いて、同条に基づく賃料減額請求をすることができます。請求が認められた場合、当該不動産から得られる賃料収入が減少し、本投資法人の収益等に悪影響を及ぼし、投資主又は投資法人債権者に損害を与える可能性があります。

e. 変動賃料に関するリスク

保有資産について本投資法人とテナントの間で締結されている賃貸借契約において、固定賃料と売上高若しくは利益に連動した変動賃料が組み合わさった賃料構成又はかかる変動賃料が主体となった賃料構成が採用されることがありますが、売上高又は利益に連動した変動賃料の支払を受ける場合には、売上高の減少又は利益の減少等が賃料総額の減少につながり、その結果、本投資法人の収益に悪影響を及ぼし、投資主又は投資法人債権者に損害を与える可能性があります。

また、変動賃料の支払を伴う賃貸借契約において、変動賃料の計算の基礎となる売上高等の数値について、賃貸人がその正確性について十分な検証を行えない場合があります。その結果、本来支払われるべき金額全額の変動賃料の支払がなされず、本投資法人の収益に悪影響を及ぼし、投資主又は投資法人債権者に損害を与える可能性があります。

(二) 災害等による建物の毀損、滅失及び劣化のリスク

火災、地震、液状化、津波、暴風雨、洪水、落雷、竜巻、火山の噴火、戦争、暴動、騒乱、テロ等（以下「災害等」といいます。）により不動産が滅失、劣化又は毀損し、その価値が影響を受ける可能性があります。このような場合には、滅失、劣化又は毀損した個所を修復するため一定期間建物の不稼働を余儀なくされることにより、賃料収入が減少し、又は当該不動産の価値が下落する結果、投資主又は投資法人債権者に損害を与える可能性があります。特に、本投資法人の主たる投資対象である、ホテル、旅館及び付帯施設は、災害等の被害を受ける可能性が高い場所に立地することも多く、また、特に旅館の多くは木造であり、築年数も古い傾向にあることから、火災をはじめとする災害等の影響を受ける可能性が高いという、他の種類の不動産にはない特殊性があります。不動産の個別事情により保険契約が締結されない場合、保険契約で支払われる上限額を上回る損害が発生した場合、保険契約で填補されない災害等が発生した場合、又は保険契約に基づく保険会社による支払が他の何らかの理由により行われず、減額され若しくは遅れる場合には、本投資法人の収益等に悪影響を及ぼし、投資主又は投資法人債権者に損害を与える可能性があります。なお、現ポートフォリオについては、全ての保有資産において火災保険に加入していますが、今後取得する資産について火災保険に加入するとは限りません。更に、災害等により建物が滅失、劣化又は毀損した場合、建築から年月が経過していることなどの理由により、建物の建替え等に必要の図面や書面等が失われている不動産については、必要な修復を行うことができず、結果として当該不動産をホテル、旅館及び付帯施設として利用することができなくなる可能性もあります。

(ホ) 不動産に係る所有者責任、修繕・維持費用等に関するリスク

運用資産である不動産を原因として、第三者の生命、身体又は財産等を侵害した場合に、損害賠償義務が発生し、結果的に本投資法人が予期せぬ損害を被る可能性があります。特に、土地の工作物の所有者は、民法上無過失責任を負うことがあるところ、ホテル、旅館及び付帯施設においては、アスレチックやプールといったレジャー用施設を土地の工作物として併設しているものがあるため、ホテル、旅館及び付帯施設においては、土地の工作物により第三者、特に利用客の生命、身体又は財産等が侵害されるリスクは相対的に高いといえます。

す。不動産の個別事情により保険契約が締結されない場合や生じた事故に対して保険金が支払われない場合、前記「(二) 災害等による建物の毀損、滅失及び劣化のリスク」と同様、本投資法人の収益等は悪影響を受ける可能性があります。

また、不動産につき滅失、毀損又は劣化等が生じ、修繕が必要となる場合には、かかる修繕に関連して多額の費用を要する可能性があります。なお、かかる修繕が困難又は不可能な場合には、不動産から得られる賃料収入が減少し、不動産の価格が下落する可能性があります。

前記「(二) 災害等による建物の毀損、滅失及び劣化のリスク」と同様、これらのリスクについても、本投資法人の主たる投資対象であるホテル、旅館及び付帯施設は、その特殊性から、他の種類の不動産に比べて高いものと考えられます。また、人を宿泊させるという特質から、第三者、特に宿泊客の生命、身体又は財産等を侵害する危険性も想定されます。

(へ) 不動産に係る行政法規・条例等に関するリスク

建築基準法又はこれに基づく命令若しくは条例、都市計画法の改正、新たな立法、取用、再開発、区画整理等の行政行為の規定の施行又は適用の際、原則としてこれらの規定に適合しない現に存する建物（現に建築中のものを含みます。）又はその敷地については、当該規定が適用されない扱いとされています（いわゆる既存不適格）。しかし、かかる既存不適格の建物の建替え等を行う場合には、現行の規定が適用されるため、現行の規定に合致するよう手直しをする必要があります。追加的な費用負担が必要となる可能性があります。また、現状と同規模の建物を建築できない可能性やそもそも建物を再建築できない可能性もあります。特に、建築から年月が経過している歴史的建造物については、建築時の法令と現行の法令の規定が大きく異なる可能性があり、この場合、適用される建蔽率、容積率、高さ制限、用途の制限等の制限の内容も大きく異なることから、現状と同規模の建物を建築できない可能性や、そもそも建物を再建築できない可能性が一般的に大きいと考えられます（なお、「星のや京都」は、建物の一部分が建築基準法が制定された1950年以前に建築された歴史的建造物です。）。

更に、建築から年月が経過していることなどの理由により、建物の建替え等に必要な図面や書面等が失われている不動産については、災害等により建物が滅失、劣化又は毀損した場合、必要な修復を行うことができず、結果として当該不動産をホテル、旅館及び付帯施設として利用することができなくなる可能性もあります。保有資産のうち、「星のや京都」の本館、「界 出雲」及び「界 伊東」は新築の際の建築基準法に基づく建築確認手続及び完了検査手続に関する確認済証及び検査済証がありません。また、保有資産のうち、「星のや京都」、「界 出雲」、「界 伊東」、「界 箱根」、「界 加賀」及び「ザ・ビー三軒茶屋」の構造図がありません（ただし、「界 出雲」、「界 伊東」、「界 加賀」及び「ザ・ビー三軒茶屋」については、新築時（注）の構造図に限りです。）。

（注）「界 加賀」の「新築」とは、1967年3月に竣工した工事をいいます。

また、不動産に係る様々な行政法規や各地の条例による規制が運用資産である不動産に適用される可能性があります。例えば、都市計画法及び地方公共団体の条例による風致地区内、古都における歴史的風土の保存に関する特別措置法（昭和41年法律第1号。その後の改正を含みます。）（以下「古都保存法」といいます。）における歴史的風土保存区域内、文化財保護法（昭和25年法律第214号。その後の改正を含みます。）（以下「文化財保護法」といいます。）に基づいて指定された史跡及び名勝内、並びに自然公園法（昭和32年法律第161号。その後の改正を含みます。）（以下「自然公園法」といいます。）による特別地域内における建築等や現状変更を行うに当たり行政庁の許可が必要となる等の規制、河川法（昭和39年法律第167号。その後の改正を含みます。）による河川保全区域における工作物の新築を行うに当たり行政庁の許可が必要となる等の制限、文化財保護法に基づく試掘調査義務、一定割合において住宅を付置する義務や、駐車場設置義務、福祉配慮設備設置義務、緑化推進義務及び雨水流出抑制施設設置義務、建築物の耐震改修の促進に関する法律（平成7年法律第123号。その後の改正を含みます。）（以下「耐震改修促進法」といいます。）に基づく不動産の耐震診断及び耐震改修の実施義務、建築物の建築・増改築の制限等が挙げられます（その制限や課される義務の内容は様々です）。また、これらの規制により、運用資産である不動産に関する情報が開示又は公表されることもあります。これらの規制が適用される場合、当該不動産の修繕、改築、増築その他の現状変更のほか、処分及び建替え等に際して、それらの行為が行政法規上禁止され不可能となったり、禁止されない場合でも事実上の困難が生じたり、これらの義務を遵守するための追加的な費用負担が生じたり、開示又は公表に起因して運用資産のホテル、旅館及び付帯施設としての集客や売上に悪影響を生じる可能性があります。

更に、運用資産である不動産を含む地域が道路設置等の都市計画の対象となる場合には、当該都市計画対象部分に建築制限が付されたり、建物の敷地とされる面積が減少し収益が減少する可能性があります。また、当該不動産に関して建替え等を行う際に、現状と同規模の建築物を建築できない可能性があります。

(ト) 水質汚濁防止法上の特定施設に関するリスク

本投資法人は、不動産の中でも、ホテル、旅館及び付帯施設を主たる投資対象としていますが、これらの不動産においては、厨房施設、入浴施設等の水質汚濁防止法（昭和45年法律第138号。その後の改正を含みます。）（以下「水質汚濁防止法」といいます。）に規定される特定施設が設置されていることが良くあり、そのため、本投資法人が不動産等を取得する場合において、当該不動産等に、水質汚濁防止法に規定される特定施設が設置されている場合があります。

水質汚濁防止法によれば、特定施設の設置者は、排水基準に適合しない排出水を排出するおそれがある場合には、都道府県知事により汚水等の処理の方法等の改善や特定施設の使用若しくは排出水の排出の一時停止を命ぜられることがあり、また、特定施設の破損その他の事故が発生し、有害物質等を含む水等が排出され又は地下に浸透したことにより人の健康又は生活環境に係る被害を生ずるおそれがあるときには、有害物質等を含む水の排出又は浸透の防止のための応急の措置を講ずべき義務を負い、これを講じない場合には、都道府県知事により応急の措置を命ぜられることがあります。更に、有害物質に該当する物質を含む水の地下への浸透があったことにより、現に人の健康に係る被害が生じ、又は生ずるおそれがあるときは、都道府県知事によりその被害を防止するため必要な限度において、地下水の水質の浄化のための措置を命ぜられることがあります。これらの場合、本投資法人に多額の費用の負担が生じる可能性があります。加えて、かかる有害物質が含まれた排水の排出又は地下への浸透により、人の生命又は身体を害したときは、当該排出又は地下への浸透をした者は、無過失責任を負うものとされていることから、特定施設において事故等が生じた場合には、本投資法人が第三者に対して多額の損害を賠償する義務が発生する可能性もあります。

これらの結果、本投資法人の収益等が悪影響を受け、投資主又は投資法人債権者が損失を被る可能性があります。

(チ) 法令の制定・変更に関するリスク

土壌汚染対策法（平成14年法律第53号。その後の改正を含みます。）（以下「土壌汚染対策法」といいます。）のほか、将来的に環境保護を目的とする法令等が制定・施行され、過失の有無にかかわらず不動産につき大気、土壌、地下水等の汚染に係る調査義務、除去義務、損害賠償義務等が課される可能性があります。

また、消防法その他不動産の管理に影響する関係法令の改正により、不動産の管理費用等が増加する可能性があるほか、エネルギーや温室効果ガス削減を目的とした法令、条例等の制定、適用、改正等によっても、追加的な費用負担等が発生する可能性があります。更に、建築基準法、都市計画法の改正、新たな立法、収用、再開発、区画整理等の行政行為等により不動産に関する権利が制限される可能性があります。このような法令若しくは行政行為又はその変更等が本投資法人の収益に悪影響をもたらす可能性があります。

(リ) 売主の倒産等の影響を受けるリスク

本投資法人が、債務超過の状況にある等財務状態が実質的危機時期にあると認められる又はその疑義がある者を売主として不動産を取得した場合には、当該不動産の売買が売主の債権者により取り消される（詐害行為取消）可能性があります。また、本投資法人が不動産を取得した後、売主について倒産等手続が開始された場合には、不動産の売買が破産管財人、監督委員又は管財人により否認される可能性が生じます。

また、本投資法人が、ある売主から不動産を取得した別の者（本（リ）において、以下「買主」といいます。）から更に不動産を取得した場合において、本投資法人が、当該不動産の取得時において、売主と買主間の当該不動産の売買が詐害行為として取消され又は否認される根拠となりうる事実関係を知っている場合には、本投資法人に対しても、売主・買主間の売買が否認され、その効果を主張される可能性があります。本投資法人が運用資産の一部を取得することを想定している星野リゾートグループは、倒産状態にある売主から不動産を購入し運営するケースが多いことから、本投資法人にとって、このリスクは特に留意すべきものと考えられます。

本投資法人は、管財人等により売買が否認又は取消されるリスク等について諸般の事情を慎重に検討し、実務的に可能な限り管財人等により売買が否認又は取消されるリスク等を回避するよう努めますが、このリスクを完全に排除することは困難です。

更に、取引の態様如何によっては売主と本投資法人との間の不動産の売買が、担保取引であると判断され、当該不動産は破産者である売主の破産財団の一部を構成し、又は更生会社若しくは再生債務者である売主の財産に属するとみなされる可能性（いわゆる真正譲渡でないといみなされるリスク）もあります。

(ヌ) マスターリース会社に関するリスク

本投資法人は、マスターレシー（転貸人）が本投資法人又は信託受託者とマスターリース契約を締結した上で、各転借人に対して転貸するマスターリースの形態をとる物件を取得することがあります。

マスターリースの形態をとる物件においてマスターレシーの財務状況が悪化した場合、転借人がマスター

レシーに賃料を支払ったとしても、マスターレシーの債権者がマスターレシーの転借人に対する賃料債権を差し押さえる等により、マスターレシーから本投資法人又は信託受託者への賃料の支払が滞る可能性があります。

(ル) 転貸に関するリスク

賃借人（転借人を含みます。）に、不動産の一部又は全部を転貸する権限を与えた場合、本投資法人は、不動産に入居するテナントを自己の意思により選択できなくなったり、退去させられなくなる可能性があるほか、賃借人の賃料が、転借人の賃借人に対する賃料に連動する場合、転借人の信用状態等が、本投資法人の収益に悪影響を及ぼす可能性があります。

また、賃貸借契約が合意解約された場合、又は債務不履行を理由に解除された場合であっても、賃貸借契約上、賃貸借契約終了の場合に転貸人の転借人に対する敷金等の返還義務が賃貸人に承継される旨規定されている場合等には、かかる敷金等の返還義務が、賃貸人に承継される可能性があります。このような場合、敷金等の返還原資は賃貸人の負担となり、本投資法人の収益に悪影響を及ぼす可能性があります。

(ロ) テナント等による不動産の利用状況に関するリスク

テナントによる不動産の利用・管理状況により、当該不動産の資産価値や、本投資法人の収益に悪影響が及ぶ可能性があります。また、転借人や賃借権の譲受人の属性によっては、運用資産である不動産のテナント属性が悪化し、これに起因して建物全体の賃料水準が低下する可能性があります。

(ハ) 共有物件に関するリスク

運用資産である不動産が第三者との間で共有されている場合には、その保存・利用・処分等について単独で所有する場合には存在しない種々のリスクがあります。

まず、共有物の管理は、共有者間で別段の定めをした場合を除き、共有者の持分の価格に従い、その過半数で行うものとされているため（民法第252条）、持分の過半数を有していない場合には、当該不動産の管理及び運営について本投資法人の意向を反映させることができない可能性があります。また、共有者はその持分の割合に応じて共有物の全体を利用することができるため（民法第249条）、他の共有者によるこれらの権利行使によって、本投資法人の当該不動産の保有又は利用が妨げられるおそれがあります。

更に、共有の場合、他の共有者からの共有物全体に対する分割請求権行使を受ける可能性（民法第256条）、及び裁判所により共有物全体の競売を命じられる可能性（民法第258条第2項）があり、ある共有者の意図に反して他の共有者からの分割請求権行使によって共有物全体が処分されるリスクがあります。

この分割請求権を行使しないという共有者間の特約は有効ですが、この特約は5年を超えては効力を有しません。また、登記済みの不分割特約がある場合でも、特約をした者について倒産手続の対象となった場合には、管財人等は、その換価処分権を確保するために分割請求ができることとされています。ただし、共有者は、倒産手続の対象となった他の共有者の有する共有持分を相当の対価で取得することができます（破産法第52条、民事再生法第48条、会社更生法第60条）。

他の共有者の共有持分に抵当権が設定された場合には、共有物が分割されると、共有されていた物件全体について当該共有者（抵当権設定者）の持分割合に応じて、当該抵当権の効力が及ぶことになると考えられています。したがって、運用資産である共有持分には抵当権が設定されていなくても、他の共有者の共有持分に抵当権が設定された場合には、共有物が分割されると、分割後の運用資産についても、他の共有者の持分割合に応じて、当該抵当権の効力が及ぶこととなるリスクがあります。

共有持分の処分は単独所有物と同様に自由に行えると解されていますが、共有不動産については、共有者間で共有持分の優先的購入権の合意をすることにより、共有者がその共有持分を第三者に売却する場合に他の共有者が優先的に購入できる機会を与えるようにする義務を負う場合があります。

不動産の共有者が賃貸人となる場合には、賃料債権は不可分債権となり敷金返還債務は不可分債務になると一般的には解されており、共有者は他の賃貸人である共有者の信用リスクの影響を受ける可能性があります。

また、共有不動産について、一部の共有者が他の共有者全員からその持分を賃借し、当該共有不動産を一体として使用収益する場合がありますが、かかる賃貸借の有効性や借地借家法により保護されるかは必ずしも明らかではなく、また、当該権利の第三者対抗要件も明らかではありません。本投資法人は、共有不動産の取得に当たりかかる賃貸借を行う場合がありますが、本投資法人がかかる賃貸借を行った場合において、かかる賃貸借の有効性が否定され、又は第三者対抗要件の具備が認められない場合には、その賃借権を他の共有者又は他の共有者からの譲受人に対して対抗できず、共有不動産を一体として使用収益する権限を失い、これにより不利益を受ける可能性があります。

共有不動産については、単独所有の場合と比べて上記のような制限やリスクがあるため、取得及び売却により多くの時間と費用を要したり、価格の減価要因が増す可能性があります。

(カ) 区分所有建物等に関するリスク

区分所有建物とは建物の区分所有等に関する法律（昭和37年法律第69号。その後の改正を含みます。）（以下「区分所有法」といいます。）の適用を受ける建物で、単独所有の対象となる専有部分と共有となる共用部分及び建物の敷地部分から構成されます。また、区分所有法に定める団地については、単独所有又は区分所有の対象となる建物（団地建物）と共有となる土地及び附属施設から構成されます（以下、区分所有建物と団地建物を併せて「区分所有建物等」といいます。）。区分所有建物等の場合には、区分所有法上、法定の管理方法及び管理規約（管理規約の定めがある場合）によって管理方法が定められます。区分所有建物について建替え決議等をする場合には原則として集会において区分所有者及び議決権（管理規約に別段の定めのない限り、その有する専有部分の床面積の割合）の各5分の4以上の多数の建替え決議が必要とされること（区分所有法第62条）、団地建物について建替え決議等をする場合には原則として集会において議決権の各4分の3以上の多数の建替え決議が必要とされること（区分所有法第69条）等、区分所有法の適用を受けない単独所有物件と異なり管理方法に制限があります。

区分所有建物の専有部分又は団地建物（単独所有の場合）の処分は自由に行うことができますが、区分所有者間で優先的購入権の合意をすることがあることは、共有物件の場合と同様です。

区分所有建物等と敷地の関係については以下のようなリスクがあります。

区分所有建物の専有部分を所有するために区分所有者が敷地に関して有する権利を敷地利用権といいます。

区分所有建物では、専有部分と敷地利用権の一体性を保持するために、法律で、専有部分とそれに係る敷地利用権を分離して処分することが原則として禁止されています（区分所有法第22条）。ただし、敷地権の登記がなされていない場合には、分離処分の禁止を善意の第三者に対抗することができず、分離処分が有効となります（区分所有法第23条）。また、区分所有建物等の敷地が数筆に分かれ、区分所有者が、それぞれ、その敷地のうちの一筆又は数筆の土地について、単独で、所有権、賃借権等を敷地利用権（いわゆる分有形式の敷地利用権）として有している場合には、分離して処分することが可能とされています。このように区分所有建物の専有部分又は団地建物とそれに係る敷地利用権が分離して処分された場合、敷地利用権を有しない区分所有者又は団地建物所有者が出現する可能性があります。

また、敷地利用権が使用借権及びそれに類似した権利である場合には、当該敷地が売却、競売等により第三者に移転された場合に、区分所有者等が当該第三者に対して従前の敷地利用権を対抗できなくなる可能性があります。

このような区分所有建物等と敷地の関係を反映して、区分所有建物等の場合には、取得及び売却により多くの時間と費用を要したり、価格の減価要因が増す可能性があります。

(コ) 借地物件に関するリスク

借地権とその借地上に存在する建物については、自らが所有権を有する土地上に存在する建物と比べて特有のリスクがあります。借地権は、所有権と異なり永久に存続するものではなく、期限の到来により当然に消滅し（定期借地権の場合）又は期限到来時に借地権設定者が更新を拒絶しかつ更新を拒絶する正当事由がある場合に消滅します（普通借地権の場合）。また、借地権が地代の不払その他により解除その他の理由により消滅してしまう可能性もあります。借地権が消滅すれば、時価での建物買取りを請求できる場合（借地借家法第13条、借地法第4条第2項）を除き、借地上に存在する建物を取り壊した上で、土地を返還しなければなりません。普通借地権の場合、借地権の期限到来時の更新拒絶につき上記正当事由が認められるか否かを本投資法人の物件取得時に正確に予測することは不可能であり、仮に建物の買取請求権を有する場合でも、買取価格が本投資法人が希望する価格以上である保証はありません。

また、本投資法人が借地権を有している土地の所有権が、他に転売されたり、借地権設定時に既に存在する土地上の抵当権等の実行により第三者に移転する可能性があります。この場合、借地権について適用のある法令に従い第三者対抗要件（借地権の登記又は借地権を有している土地上に借地権者が登記されている建物を所有していることが該当します。）が具備されていないとき又は第三者対抗要件を具備しているものの所有権の移転の原因が借地権設定時に既に存在する土地上の抵当権等の借地権に優先する権利であるときは、本投資法人は、借地権を当該土地の新所有者に対して対抗できず、当該土地の明渡義務を負う可能性があります。特に、ホテル、旅館及び付帯施設の敷地は、庭園等を含んでいることから建物の規模に比較して相当程度広いことがあり、この場合、ホテル、旅館及び付帯施設の建物が存在する範囲が敷地の一部に限られているため、本投資法人がホテル、旅館及び付帯施設の建物について所有者として登記されていたとしても、当該敷地全体について第三者対抗要件が具備されているとは認められない可能性があります。「界 川治」において本投資法人が有する借地権については、第三者対抗要件が具備されていません。また、「星のや 軽井沢」、「星のや富士」、「リゾナーレ 八ヶ岳」、「界 出雲」及び「ハイアットリージェンシー大阪」において本投資法人が有する借地権については、当該敷地全体について第三者対抗要件が具備されているとは認められない可能性があります。

更に、借地権が賃借権である場合、借地権を譲渡するには、原則として、借地権設定者の承諾が必要となります。借地上の建物の所有権を譲渡する場合には、当該借地に係る借地権も一緒に譲渡することになるので、原則として、借地権設定者の承諾が必要となります。かかる借地権設定者の承諾に関しては、借地権設定者への承諾料の支払が予め約束されていたり、約束されていなくても慣行を理由として借地権設定者が承諾料を承諾の条件として請求してくる場合があります（なお、法律上借地権設定者に当然に承諾料請求権が認められているものではありません。）。

加えて、借地権設定者の資力の悪化や倒産等により、借地権設定者に差し入れた敷金及び保証金等の全額又は一部が返還されない可能性があります。借地権設定者に対する敷金及び保証金等の返還請求権について担保設定や保証はなされないのが通例です。

その他、地方自治法（昭和22年法律第67号、その後の改正を含みます。）（以下「地方自治法」といいます。）に定める地方公共団体がその普通財産を貸し付けた場合、その貸付期間中であっても、当該地方公共団体において公用又は公共用に供するため必要が生じたときは、普通地方公共団体の長はその契約を解除できるとされています（地方自治法第238条の5第4項）、かかる規定は、地方自治法に定める財産区がその財産を貸し付ける場合にも適用されるものとされています（地方自治法第294条第1項、第238条の5第4項）。したがって、地方公共団体や財産区から土地その他の資産を賃借した場合、本投資法人は、その契約に違反がない場合であっても解除されることがあり、その場合には本投資法人の資産運用及び収益に悪影響を及ぼす可能性があります。

借地権と借地上に建てられている建物については、敷地と建物を一括して所有している場合と比べて、上記のような制限やリスクがあるため、取得及び売却により多くの時間と費用を要したり、価格の減価要因が増す可能性があります。

（タ）借家物件に関するリスク

本投資法人は、建物（共有持分、区分所有権等を含みます。）を第三者から賃借の上又は信託受託者に賃借させた上、当該賃借部分を直接若しくは信託受託者を通じて保有する建物と一体的に又は当該賃借部分を単独で、テナントへ転貸することがあります。

この場合、建物の賃貸人の資力の悪化や倒産等により、建物の賃貸人に差し入れた敷金及び保証金等の全額又は一部が返還されない可能性があることは、前記「（ヨ）借地物件に関するリスク」の場合と同じです。

加えて、民法上、本投資法人が第三者との間で直接又は信託受託者を通じて締結した賃貸借契約が何らかの理由により終了した場合、原則として、本投資法人又は当該受託者とテナントの間の転貸借契約も終了するとされているため、テナントから、転貸借契約の終了に基づく損害賠償請求等がなされるおそれがあります。

（レ）開発物件に関するリスク

本投資法人は、規約に定める投資方針に従って、竣工後の物件を取得するために予め開発段階で売買契約を締結する場合があります。かかる場合、既に完成した物件につき売買契約を締結して取得する場合とは異なり、許認可手続に予定以上の時間を要することや、工事等が計画どおりに進まないこと等様々な事由により、開発が遅延、変更又は中止されることにより、売買契約どおりの引渡しを受けられない可能性があります。また、本投資法人が開発段階の物件に投資する場合には、当該開発が遅延、変更又は中止され、あるいは、開発に伴う費用が想定を超えて増加（いわゆるコストオーバーラン）することにより、開発物件からの収益等を得られる時期が当初の予定よりも大幅に遅延したり、開発の収益性が大幅に悪化したり、又はそもそも開発が頓挫し、開発物件からの収益等が全く得られなくなる可能性もあります。この結果、開発物件からの収益等が本投資法人の予想を大きく下回る可能性があるほか、予定された時期に収益等が得られなかったり、収益等が全く得られなかったり、又は予定されていない費用、損害若しくは損失を本投資法人が負担し若しくは被る可能性があります。その結果、本投資法人の収益等が悪影響を受ける可能性があります。

（ロ）フォワード・コミットメント等に係るリスク

本投資法人は、不動産又は不動産を信託する信託の受益権を取得するにあたり、いわゆるフォワード・コミットメント（不動産等の売買契約のうち契約締結から1か月以上経過した後に不動産等の決済・物件引渡しを行うことを条件としているもの）等を行うことがあります。不動産売買契約が買主の事情により解約された場合には、買主は債務不履行による損害賠償義務を負担することとなります。また、損害額等の立証にかかわらず、不動産又は不動産を信託する信託の受益権の売買価格に対して一定の割合の違約金が発生する旨の合意がなされることも少なくありません。フォワード・コミットメント等の場合には、契約締結後、決済・物件引渡しまでに一定の期間があるため、その期間における市場環境の変化等により本投資法人が不動産取得資金を調達できない場合等、売買契約を解約せざるを得なくなった場合には、違約金等の支払により、本投資法人の財務状況等が悪影響を受ける可能性があります。

(ツ) 有害物質に関するリスク

本投資法人が土地又は土地の賃借権若しくは地上権又はこれらを信託する信託の受益権を取得する場合において、当該土地について産業廃棄物等の有害物質が埋蔵されている可能性があり、かかる有害物質が埋蔵されている場合には当該土地の価格が下落する可能性があります。また、かかる有害物質を除去するために土壌の入替えや洗浄が必要となる場合には、これに係る予想外の費用や時間が必要となる可能性があります。また、かかる有害物質によって第三者が損害を受けた場合には、直接又は信託受託者を通じて間接的に、本投資法人がかかる損害を賠償する義務を負う可能性があります。なお、土壤汚染対策法によれば、土地の所有者、管理者又は占有者は、鉛、砒素、トリクロロエチレンその他の特定有害物質による土地の土壌の汚染の状況について、都道府県知事により調査・報告を命ぜられることがあり、また、土壌の特定有害物質による汚染により、人の健康に係る被害が生じ、又は生ずるおそれがあるときは、都道府県知事によりその被害を防止するため必要な汚染の除去等の措置を命ぜられることがあります。

この場合、本投資法人に多額の負担が生じる可能性があり、また、本投資法人は、支出を余儀なくされた費用について、その原因となった者やその他の者から常に償還を受けられるとは限りません。

また、本投資法人が建物又は建物を信託する信託の受益権を取得する場合において、当該建物の建材等にアスベストその他の有害物質を含む建材が使用されているか若しくは使用されている可能性がある場合やPCBが保管されている場合等には、当該建物の価格が下落する可能性があります。また、かかる有害物質を除去するために建材の全面的若しくは部分的交換が必要となる場合又は有害物質の処分若しくは保管が必要となる場合には、これに係る予想外の費用や時間が必要となる可能性があります。また、かかる有害物質によって第三者が損害を受けた場合には、直接又は信託受託者を通じて間接的に、本投資法人にかかる損害を賠償する義務が発生する可能性があります。

将来的に環境保護を目的とする法令等が制定・施行され、過失の有無にかかわらず不動産につき大気、土壌、地下水等の汚染に係る調査義務、除去義務、損害賠償義務等が課されたり、また有害物質に関連する会計基準の変更等により本投資法人の損益が悪影響を受ける可能性があります。

更に、保有物件のうち、東北地方及び関東地方に所在する物件の一部は、平成二十三年三月十一日に発生した東北地方太平洋沖地震に伴う原子力発電所の事故により放出された放射性物質による環境の汚染への対処に関する特別措置法（平成23年8月30日法律第110号。その後の改正を含みます。）に基づき「汚染状況重点調査地域」に指定されている市町村に立地し、また、その中でも、一部の物件については、「除染実施計画対象区域」に含まれ、「除染実施区域」に指定されています。本投資法人の運用資産は、観光目的での利用が見込まれるホテル、旅館及び付帯施設であるため、これらの資産を中心に、福島第一原子力発電所事故により放出された放射性物質による環境の汚染に対する風評被害等の影響により、利用客が減少し、又はその他の理由により本投資法人の収益に影響を及ぼす可能性があります。

(ネ) 不動産を信託の受益権の形態で保有する場合の固有のリスク

本投資法人は、不動産を信託の受益権の形式で取得することがあります。

信託受託者が信託財産としての不動産、不動産の賃借権、地上権又は地役権を所有し管理するのは受益者のためであり、その経済的利益と損失は、最終的には全て受益者に帰属することになります。したがって、本投資法人は、信託の受益権の保有に伴い、信託受託者を介して、運用資産が不動産である場合と実質的にほぼ同じリスクを負担することになります。

信託契約上信託の受益権を譲渡しようとする場合には、信託受託者の承諾を要求されるのが通常です。更に、不動産、不動産の賃借権、地上権又は地役権を信託する信託の受益権については受益証券発行信託の受益証券でない限り私法上の有価証券としての性格を有していませんので、債権譲渡と同様の譲渡方法によって譲渡することになり、有価証券のような流動性がありません。

信託法（大正11年法律第62号。その後の改正を含みますが、信託法の施行に伴う関係法律の整備等に関する法律（平成18年法律第109号）による改正前のもの）及び信託法（平成18年法律第108号。その後の改正を含みます。）上、信託受託者が倒産等手続の対象となった場合に、信託の受益権の目的となっている不動産が信託財産であることを破産管財人等の第三者に対抗するためには、信託された不動産に信託設定登記をする必要があります。仮にかかる登記が具備されていない場合には、本投資法人は、当該不動産が信託の受益権の目的となっていることを第三者に対抗できない可能性があります。

また、信託財産の受託者が、信託目的に反して信託財産である不動産を処分した場合、又は信託財産である不動産を引当てとして、何らかの債務を負うことにより、不動産を信託する信託の受益権を保有する本投資法人が不測の損害を被る可能性があります。

更に、信託契約上、信託開始時において既に存在していた信託不動産の欠陥、瑕疵等につき、当初委託者が信託財産の受託者に対し一定の瑕疵担保責任を負担する場合に、信託財産の受託者が、かかる瑕疵担保責任を適切に追及しない、又はできない結果、本投資法人が不測の損害を被り、投資主又は投資法人債権者に損害を与える可能性があります。

(ナ) 底地物件に関するリスク

本投資法人は、第三者が賃借してその上に建物を所有している土地、いわゆる底地を取得することがあります。底地物件には特有のリスクがあります。借地権は、定期借地権の場合は借地契約に定める期限の到来により当然に消滅し（ただし、定期借地権設定契約の効力が認められるには、借地借家法所定の要件を充足する必要があるため、かかる要件が充足されなかった場合（かかる要件の充足を証明できない場合を含みます。）には、定期借地権設定契約としての効力が認められない可能性があります。）、普通借地権の場合には期限到来時に本投資法人が更新を拒絶しかつ本投資法人に更新を拒絶する正当事由がある場合に消滅します。借地権が消滅する場合、本投資法人は借地権者より時価での建物買取を請求される場合があります（借地借家法第13条、借地法第4条）。借地権者より時価での建物買取りを請求される場合、買取価格が本投資法人が希望する価格以下である保証はありません。

また、借地権が賃借権である場合、借地権者による借地権の譲渡には、原則として、本投資法人の承諾が必要となりますが、裁判所が承諾に代わる許可をした場合（借地借家法第19条）や、借地契約上事前に一定範囲での借地権の譲渡を承諾している場合には、本投資法人の承諾なく借地権が譲渡される結果、財務状態に問題がある等の本投資法人が望まない者に借地権が譲渡される可能性があります、その結果、投資主又は投資法人債権者に損害を与える可能性があります。

更に、借地契約に基づく土地の賃料の支払が滞り、延滞賃料の合計額が敷金及び保証金等で担保される範囲を超える場合は投資主又は投資法人債権者に損害を与える可能性があります。加えて、土地の賃料の改定、又は、借地権者による借地借家法第11条に基づく土地の借賃の減額請求により、当該底地から得られる賃料収入が減少し、投資主又は投資法人債権者に損害を与える可能性があります。

⑤ 優先株式等への投資に関するリスク

本投資法人は、不動産等への投資に際し、投資に際するリスクの限定その他の理由により、不動産等を所有する法人（以下、本⑤において「発行会社」といいます。）の発行する普通株式、優先株式（剰余金の配当又は残余財産の分配（以下「剰余金の配当等」といいます。）を他の株式に先んじて受け取ることができる株式をいいます。以下同じです。）、社債券その他の有価証券の取得を通じて当該不動産等への投資を行うことがあります。かかる投資を行う場合には、発行会社は、不動産等を所有することに伴う前記「④ 不動産及び信託の受益権に関するリスク」に記載のリスクを直接負担することになりますが、発行会社の発行する有価証券に投資する者は、発行会社からの剰余金の配当等、利息の支払その他の金銭的な利益を享受する地位にあることから、本投資法人が当該有価証券を取得した場合、本投資法人は、発行会社を介して、その有価証券の保有者として損害を被るおそれがあります。

その他にも、本投資法人は、発行会社への投資を発行会社の発行する優先株式により行う場合には、以下のような優先株式特有のリスクを負担することとなります。

(イ) 優先株式への投資の仕組みに関するリスク

優先株式においては、剰余金の配当等を他の株式に先んじて受け取ることができる旨が定められていますが、剰余金の配当等は、発行会社にその原資があるときにしか行われなため、発行会社が所有する不動産等に係る収益が悪化した場合や当該不動産等の価値が下落した場合等には、剰余金の配当等の額が減少し、その結果、本投資法人が発行会社に投資した金額を回収できない等の損害を被る可能性があります。

また、優先株式においては、剰余金の配当等を優先して受領できる反面、他の株式には認められる議決権その他の権利の全部又は一部が認められないことがあり、また、議決権その他の権利が認められる場合であっても、本投資法人以外の支配株主が存在する場合があります。これらの事由により、発行会社の運営等について本投資法人の意向を反映させることができない可能性があり、その結果、発行会社が本投資法人の希望しない時期に希望しない価格で不動産等を売却する可能性もあり、その結果、本投資法人が発行会社から当該不動産等を取得する機会を喪失する可能性もあります。

更に、優先株式においては、発行会社が、所定の金額を支払うことにより、当該優先株式を取得することができる旨の定めが設けられることがあり、かかる定めが設けられた場合、本投資法人が意図しない時期に優先株式の処分を強制されることとなる可能性があります。加えて、発行会社が優先株式を含む複数の種類の株式を発行する場合、株主間の権利の調整を目的として、各株主の権利の行使について互いの承諾を必要としたり、他の株主の保有する株式を優先的に買い取る権利や、買い取る義務等の特殊な権利及び義務（その内容は様々です。）が株主及び発行会社の間で合意されることがあり、その結果、本投資法人がその意図に従って権利を行使できず、また、想定外の義務を負担する可能性もあります。

以上のような事由により、優先株式への投資は本投資法人の収益等に悪影響を及ぼし、投資主又は投資法人債権者に損害を与える可能性があります。

(ロ) 優先株式の流動性に関するリスク

優先株式については、譲渡が禁止され又は譲渡にあたり発行会社の承諾が必要とされる等譲渡が制限されていることがあり、また、確立された流通市場も存在しないことから、その流動性が低く、本投資法人が譲渡を意図しても、適切な時期及び価格で譲渡することが困難となる可能性があります。

⑥ 海外不動産等への投資に関するリスク

(イ) 海外不動産等の取得並びに管理及び運用等に関するリスク

本投資法人は、海外における星野リゾートグループ関与物件にも投資を行う方針を運用ガイドラインで定めているため、将来的に、海外不動産等を取得する可能性があります。

本投資法人は、海外における星野リゾートグループ関与物件への投資に係る業務の適正な遂行のため、本資産運用会社の担当各部署において海外における星野リゾートグループ関与物件の投資に関与する担当者を、海外不動産等への投資に関する一定の知識を有する者とし、また、海外における星野リゾートグループ関与物件への投資を実施するにあたっての海外不動産等に関する法制・税制等や投資対象の候補となる物件に関する情報の収集及び調査等に関しては、投資判断に先立ち、各海外不動産等の所在する国・地域において専門的な知見を有する法律事務所その他の専門家に依頼し、専門家の助言やレポート等を取得するなど、海外不動産等への投資に関する必要な情報を取得するものとしていますが、本書の日付現在、本資産運用会社には海外不動産等の取得並びに管理及び運用の実績はなく、その結果、本投資法人は、日本国内における一般的な取扱いとの相違等により、本投資法人が保有し、又は将来投資する海外不動産等を取得し又は管理若しくは運用する上で予期せぬ問題に直面し、取得を実行できず、又は取得を行ったとしても、取得した海外不動産等の管理上の問題を抱える可能性があります。

また、取得した海外不動産等の運用及び管理については、当該海外不動産等が所在する国又は地域の政治制度、法制度、税制度、会計制度、経済成長その他の経済的事情及びこれらに関連する要素に大きく左右され、影響を受ける可能性があります。例えば、当該海外不動産等が所在する国又は地域の政府当局や行政機関は、規制、政策その他許認可の付与に関し新たな手続を課し又は既存の規制の解釈変更を行う可能性があります、これにより、本投資法人がかかる規制や政策を確実に遵守するために、更なる支出及び対策を余儀なくされる可能性があります。また、取得した海外不動産等の運用及び管理上必要な許認可の取得又は更新その他の行政処分が遅延する可能性もあり、この結果、本投資法人の収益に悪影響を及ぼすおそれがあります。更に、将来行われる日本国又は当該海外不動産等が所在する国又は地域の政府当局や行政機関の政策が、当該海外不動産等が所在する国又は地域の経済状況に著しい影響を及ぼす可能性もあります。加えて、当該海外不動産等が所在する国において、紛争や政変、内乱等が生じ、当該海外不動産等の価値が低下し、又はその処分が困難となる等想定外の不利益を被る可能性もあります。

また、その他にも、海外不動産等の投資にあたっては、日本国外に所在する海外不動産等への投資に対する日本国又は当該海外不動産等が所在する国又は地域の政府当局や行政機関の統制、外国為替及び送金にかかる規制（特に、日本国外の海外不動産等への投資から生じる収益を日本国内に送金することの制限）等の規制により投資ができず、又は投資した際に得られた収益の日本国内への移動が不可能若しくは困難になるといった可能性があり、これらにより本投資法人に悪影響が生じるリスクがあります。更に、当該海外不動産等から得られる収益及び当該海外不動産等に関して生じる費用は、通常当該海外不動産等が所在する国の通貨（外貨）によって生じますが、日本円と当該外貨の交換相場である為替相場は、一般的に外国為替市場によって時々刻々変動するものであるため、為替相場の変動の影響により予期せぬ損益が生じ、結果、本投資法人に悪影響が生じるリスクがあります。加えて、日本と海外不動産等の所在する国の関係が悪化した場合には、本投資法人の当該国での事業が制限又は禁止される可能性があるほか、当該国に所在する海外不動産等の価値が低下し、又はその処分が困難となる等想定外の不利益を被る可能性もあります。かかるリスクは、いずれも国際的要因に伴う一般的なリスクですが、本投資法人がこれらのリスクを適切に管理できない場合、当該リスクが、本投資法人に悪影響を及ぼす可能性があります。

(ロ) 外国法人税額を負担することに関するリスク

本投資法人が海外不動産等の所有権を直接又は信託等を通じて取得する場合、投資先である現地において法人税等を負担する可能性があります。また、本投資法人が海外不動産保有法人をとおして海外不動産等へ投資する場合、現地の法令に基づき、海外不動産保有法人において不動産の賃貸収益や売却益に対して法人税等が課税される可能性があります。この場合、本投資法人は海外不動産保有法人から課税後の配当（又は利子）を受け取ることとなりますが、海外不動産保有法人所在国の税制等により、当該配当（又は利子）に源泉税が課される可能性があります。本投資法人が現地で負担した法人税等及び配当（又は利子）に課された源泉税（以下「外国法人税」といいます。）は、一般に、租税特別措置法の規定に基づき、投資法人が投資家へ支払う配当等の額に係る源泉所得税の額から控除（以下「外国税額の控除」といいます。）することが認められています。

しかしながら、現行法上は、分配金の受領方法によって、外国税額の控除の適用が受けられる場合と受けられない場合があります。具体的には、投資法人（実際上は、その支払代理人である信託銀行）が源泉徴収義務者となる分配金を受領する投資主（主に郵便為替証書の受領又は投資主が指定した銀行口座への振込み等を通じて分配金を受領する投資主）については、原則として、個人投資主又は法人投資主の区分に関係なく、外国

税額の控除の適用が受けられます。一方で、租税特別措置法第9条の3の2の規定により、証券会社等の支払の取扱者が源泉徴収義務者となる分配金を受領する投資主（主に特定口座等の証券口座を通じて分配金を受領する投資主）については、当該外国税額の控除の適用が受けられません。

本投資法人においては、外国税額の控除について、その適用が認められる投資主については外国税額の控除を行う予定です。その場合、現行法においては、本投資法人からの分配金の受領方法により、外国税額の控除の適用の有無の相違が生じ、その結果、投資主間で、分配金の額から源泉所得税の額を控除した実際の手取金の額が相違する可能性があります。また、投資法人に適用される外国税額の控除に係る法令の定めにおいて、一般に、投資法人が負担した外国法人税額は投資法人の配当等の額に対する源泉所得税の額から控除することとされており、控除できる外国法人税額は当該源泉所得税の額が限度とされていますので、負担した外国法人税額のうち、外国税額の控除の規定により控除することができない金額が発生した場合には、投資主への分配金の額等がその分減少する可能性があります。

(ハ) 海外不動産等の保有に係る会計上・税務上の取扱いの相違に関するリスク

海外不動産等の保有に伴い計上される資産の区分、収益・費用の認識方法及び発生する外貨建取引の換算等に係る会計処理と税務上の取扱いの差異等により、過大な税負担が発生した場合には、配当等の額の損金算入要件（後記「⑦ 税制に関するリスク（イ）配当等の額の損金算入に関する課税の特例の適用に関する一般的なリスク」に定義します。）を満たすことが困難となる可能性があります。なお、2015年4月1日以降開始事業年度については、会計処理と税務上の取扱いの差異が生じた場合であっても、一時差異等調整引当額の増加額を配当等の額として取扱い、損金算入することが可能になるという手当てがなされています。

(ニ) 外国為替についての会計処理に関するリスク

本投資法人は、海外不動産等への投資に関して外貨建ての取引を行う場合があります。そのような取引では外国為替相場の変動に係るリスクを有しており、外国為替相場の変動は本投資法人の損益に悪影響を及ぼす可能性があります。外国通貨に対して円高が進んだ場合、海外不動産等への投資に関して発生する外貨建て取引の円換算額が目減りし、本投資法人の当期純利益に対してマイナスの影響を与える可能性があります。

また、海外不動産等への投資に関して外貨建て資産及び負債が発生する場合には、それらの一部の項目は、財務諸表作成のために決算時の外国為替相場により円換算されます。これらの項目は、為替変動により本投資法人の当期純利益に悪影響を及ぼす可能性があります。

(ホ) 海外不動産等への減損会計の適用に関するリスク

海外不動産等への投資についても、国内不動産と同様、減損会計の適用を受けます。減損会計の適用に関するリスクについては後記「⑧ その他（ロ）減損会計の適用に関するリスク」に記載のとおりです。なお、外国為替相場の変動が減損会計の適用により生ずる可能性のある減損損失に影響を及ぼす可能性があります。

⑦ 税制に関するリスク

(イ) 配当等の額の損金算入に関する課税の特例の適用に関する一般的なリスク

税法上、一定の要件（以下「配当等の額の損金算入要件」といいます。）を満たした投資法人に対しては、投資法人と投資主との間の二重課税を排除するため、後記「4 手数料等及び税金（5）課税上の取扱い」に記載する配当等の額を投資法人の損金に算入することが認められています。本投資法人は、配当等の額の損金算入要件を満たすよう継続して努める予定ですが、今後、本投資法人の投資主の減少、分配金支払原資の不足、法律の改正、その他の要因により配当等の額の損金算入要件を満たすことができない可能性があります。本投資法人が、配当等の額の損金算入要件を満たすことができなかった場合、配当等の額を損金算入することができなくなり、本投資法人の税負担が増大する結果、投資主への分配額等に悪影響を及ぼす可能性があります。なお、課税上の取扱いについては、後記「4 手数料等及び税金（5）課税上の取扱い ② 本投資法人の税務（イ）配当等の額の損金算入要件」をご参照ください。

(ロ) 過大な税負担等の発生により支払配当要件が満たされないリスク

配当等の額の損金算入要件のうち、配当可能額の90%超の金銭の分配を行うべきとする要件（以下「支払配当要件」といいます。）においては、投資法人の税引前の会計上の利益を基礎として支払配当要件の判定を行うこととされています。したがって、会計処理と税務上の取扱いの差異により、過大な税負担が発生した場合には、会計上の税引後の利益を基礎とする分配可能金額が税引前の利益の90%以下となること等により、前記支払配当要件を満たすことが困難となる可能性があります。このような会計処理と税務上の取扱いの差異は、資産除去債務の計上、固定資産の償却方法、引当金の計上等により発生する可能性があります。なお、2015年4月1日以後に開始する事業年度については、会計処理と税務上の取扱いの差異が生じた場合であっても、一

時差異等調整引当額の増加額（後記「4 手数料等及び税金（5）課税上の取扱い」をご参照ください。）を配当等の額として取扱い、損金算入することが可能になるという手当てがなされています。

(ハ) 税務調査等による更正のため追加的な税金が発生するリスク

本投資法人に対して税務調査が行われ、税務当局との見解の相違等により過年度の課税所得計算について税務否認等の更正処分を受けた場合には、予想外の追加的な課税が発生することとなり、投資主への分配額等に悪影響を及ぼす可能性があります。

(ニ) 不動産の取得に伴う軽減税制が適用されないリスク

本投資法人は、規約における投資方針において、その有する特定資産の価額の合計額に占める特定不動産（不動産、不動産の賃借権若しくは地上権又は不動産の所有権、土地の賃借権若しくは地上権を信託する信託の受益権をいいます。）の価額の合計額の割合が100分の75以上となるように資産を運用すること（規約第29条第5項）としています。本投資法人は、本書の日付現在において、前記内容の投資方針を規約に定めることその他の税法上の要件を充足することを前提として、直接に不動産を取得する場合の登録免許税及び不動産取得税の軽減措置の適用を受けることができると考えています。しかし、本投資法人がかかる軽減措置の要件を満たすことができない場合、又は軽減措置の要件が変更され若しくは軽減措置が廃止された場合において、軽減措置の適用を受けることができない可能性があります。

(ホ) 同族会社に該当するリスク

配当等の額の損金算入要件のうち、事業年度終了時に同族会社のうち租税特別措置法施行令に定めるもの（投資法人の投資主の一人及びこれと特殊の関係にある者等が、その投資法人の発行済投資口の総口数若しくは議決権の総数の100分の50を超える数を有する場合における当該投資法人をいいます。）に該当していないこととする要件については、本投資証券が市場で流通することにより、本投資法人の意思にかかわらず、結果として満たされなくなるリスクがあります。かかる場合、配当等の額を損金算入することができなくなることにより本投資法人の税負担が増大する結果、投資主への分配額等に悪影響を及ぼす可能性があります。

(ヘ) 借入金に係る配当等の額の損金算入要件に関するリスク

配当等の額の損金算入要件のひとつに、借入れを行う場合には租税特別措置法に規定する機関投資家（以下、本「⑦ 税制に関するリスク」において「機関投資家」といいます。）のみから行うことという要件があります。したがって、本投資法人が何らかの理由により機関投資家以外からの借入れを行わざるを得ない場合、又は、保証金若しくは敷金等の全部若しくは一部が賃借人からの借入金に該当すると解釈された場合においては、配当等の額の損金算入要件を満たせないこととなります。この結果、本投資法人の税負担が増大し、投資主への分配額や純資産額が減少する可能性があります。

(ト) 投資口を保有する投資主数に関するリスク

配当等の額の損金算入要件のひとつに、事業年度末において投資法人の投資口が機関投資家のみにより保有されること、又は50人以上の投資主に保有されることという要件があります。しかし、本投資法人は投資主による投資口の売買をコントロールすることができないため、本投資法人の投資口が50人未満の投資主に保有される（機関投資家のみにより保有される場合を除きます。）こととなる場合においては、配当等の額の損金算入要件を満たせないこととなります。この結果、本投資法人の税負担が増大し、投資主への分配額や純資産額が減少する可能性があります。

(チ) 資金不足により計上された利益の全部を配当できないリスク

本投資法人において利益が生じているにもかかわらず金銭の借入れ又は投資法人債の発行に際しての財務制限条項上、一定額を内部留保しなければならない等、配当原資となる資金が不足する場合は、借入金や資産の処分により配当原資を確保する必要があります。しかしながら、配当等の額の損金算入要件に基づく借入先の制限や資産の処分の遅延等により機動的な資金調達ができない場合には、配当等の額が租税特別措置法施行令に規定する配当可能利益の額の90%超とならない可能性があります。かかる場合、配当等の額を損金算入できなくなることにより本投資法人の税負担が増大する結果、投資主への分配額や純資産額が減少する可能性があります。

(リ) 一般的な税制の変更に関するリスク

不動産、信託の受益権その他本投資法人の運用資産に関する税制若しくは投資法人に関する税制又はかかる税制に関する解釈が変更された場合、公租公課の負担が増大し、その結果本投資法人の収益に悪影響を及ぼす

可能性があります。また、投資口に関する税制が変更された場合、本投資証券の保有又は売却による手取金の額が減少する可能性があります。

(ヌ) 納税遅延に係る延滞税等の発生に関するリスク

本投資法人において納税義務が発生した場合に、納付原資の不足等の事情により納期限内に納税が完了しない可能性があります。この場合、遅延納付となった税額に対し遅延期間に応じ延滞税等が発生し、納税が発生した事業年度の投資家への分配額や純資産額が減少する可能性があります。

⑧ その他

(イ) 不動産の鑑定評価等に伴うリスク

本投資法人又は本資産運用会社は、不動産等を取得するに際して又は取得後、当該不動産等の鑑定評価を不動産鑑定士等に依頼し、不動産鑑定評価書を取得することがありますが、不動産等の鑑定評価額は、個々の不動産鑑定士等の分析に基づく、分析の時点における評価に関する意見を示したものとどまり、客観的に適正な不動産価格と一致するとは限りません。同じ物件について鑑定、調査を行った場合でも、不動産鑑定士等、評価方法又は調査の方法若しくは時期によって鑑定評価額の内容が異なる可能性があります。また、かかる鑑定等の結果は、現在及び将来において当該鑑定評価額による売買の可能性を保証又は約束するものではありません。

また、本投資法人又は本資産運用会社は、不動産等を取得するに際して又は取得後、当該不動産等の建物状況調査評価書及び地震リスク診断報告書並びに構造計算書の妥当性に関する第三者の報告書を取得することがありますが、建物状況調査評価書及び地震リスク診断報告書並びに構造計算書の妥当性に関する第三者の報告書は、建物の評価に関する専門家が、設計図書等の確認、現況の目視調査又は施設管理者への聞き取り等を行うことにより、現在又は将来発生することが予想される建物の不具合、必要と考えられる修繕又は更新工事の抽出及びそれらに要する概算費用並びに再調達価格の算出、並びに建物の耐震性能及び地震による損失リスク等を検討した結果を記載したものであり、不動産に欠陥、瑕疵等が存在しないことを保証又は約束するものではありません。

更に、不動産に関して算出されるPML値も個々の専門家の分析に基づく予想値にすぎません。PML値は、損害の予想復旧費用の再調達価格に対する比率で示されますが、将来、地震が発生した場合、予想以上の多額の復旧費用が必要となる可能性があります。

加えて、本投資法人又は本資産運用会社は、不動産等を取得するに際して又は取得後、当該不動産等又はオペレーターのサービス提供の体制及び内容並びに設備及び稼働状況等に関するマーケットレポートを取得することがあります。とりわけ、利害関係人等に不動産等を賃貸する場合は不動産等に関するマーケットレポートを必ず取得することとしています。マーケットレポートにより提示される第三者によるマーケット分析、統計情報及び想定賃料水準並びにオペレーターの能力、業績、財務状態、信用力及び将来の業績の予想に関する分析等は、個々の調査会社の分析に基づく、分析の時点における評価に関する意見を示したものとどまり、客観的に適正なエリア特性、需要と供給、マーケットにおける位置付け、市場の動向、オペレーターの提供するサービスの水準及び内容並びに設備及び稼働状況等と一致するとは限りません。同じ物件について調査分析を行った場合でも、調査会社及び調査の時期又は方法によってマーケット分析、統計情報及び想定賃料水準並びにオペレーターの能力、業績、財務状態、信用力及び将来の業績の予想に関する分析等の内容が異なる可能性があります。また、想定賃料水準は、現在及び将来において当該賃料水準による賃貸借の可能性を保証又は約束するものではなく、また、当該報告書の記載内容や分析（オペレーターの能力、業績、財務状態、信用力及び将来の業績の予想に関する分析を含みます。）が正確である保証はありません。更に、本投資法人の投資対象となるホテル、旅館及び付帯施設は、一般的に施設ごとの特殊性が強く、マーケット分析及び想定賃料水準の前提となる類似物件の情報の取得が困難である可能性があります。また、ホテル、旅館及び付帯施設のマーケット分析及び想定賃料水準は、観光業界の動向等に左右されますが、調査会社が観光業界の動向を適切に予想することが困難である可能性があります。更に、オペレーターの提供するサービスの水準及び内容並びに設備及び稼働状況等は、繁閑期で大きく異なる可能性があります。したがって、他の不動産等に比べ、ホテル、旅館及び付帯施設については、マーケットレポートにおけるマーケット分析、統計情報及び想定賃料水準並びにオペレーターの能力、業績、財務状態、信用力及び将来の業績の予想に関する分析等が概括的なものになる可能性があり、場合によっては、マーケットレポートの取得自体が不可能となる可能性があります。

(ロ) 減損会計の適用に関するリスク

固定資産の減損に係る会計基準（「固定資産の減損に係る会計基準の設定に関する意見書」（企業会計審議会 平成14年8月9日））及び「固定資産の減損に係る会計基準の適用指針」（企業会計基準適用指針第6号 平成15年10月31日）が、適用されています。減損会計とは、主として土地・建物等の事業用不動産について、収益性の低下により投資額を回収する見込みが立たなくなった場合に、一定の条件のもとで回収可能性を反映させるように帳簿価額を減額する会計処理のことをいいます。減損会計の適用に伴い、地価の動向及び運用資産の収益状況等によっては、会計上減損損失が発生し、本投資法人の損益に悪影響を及ぼす可能性があります。

なお、2015年4月1日以降開始事業年度からは、会計処理と税務上の取扱いの差異が生じた場合であっても、一時差異等調整引当額の増加額（後記「4 手数料等及び税金 (5) 課税上の取扱い」をご参照ください。）を配当等の額として取扱い、損金算入することが可能になるという手当てがなされています。

(ハ) 匿名組合出資持分への投資に関するリスク

本投資法人はその規約に基づき、不動産に関する匿名組合出資持分への投資を行うことがあります。本投資法人が出資するかかる匿名組合では、本投資法人の出資金を営業者が不動産等に投資しますが、当該不動産等に係る収益が悪化した場合や当該不動産等の価値が下落した場合等には、本投資法人が匿名組合員として得られる分配金や元本の償還金額等が減少し、その結果、本投資法人が営業者に出資した金額を回収できない等の損害を被る可能性があります。また、匿名組合出資持分については、契約上譲渡が禁止若しくは制限されていること、及び確立された流通市場が存在しないことから、その流動性が低く、本投資法人が譲渡を意図しても、適切な時期及び価格で譲渡することが困難となる可能性があります。

(ニ) オペレーターの過去の業績が将来の本投資法人の収支状況と一致しないリスク

本書に記載されている、保有資産の過去の実績を含む運営実績は、星野リゾートグループ、ソラーレ、カンデオ、グリーンズ、IHG・ANA・ホテルズ、ハイアット、イシシ・ホテルズ、コアグローバル及び株式会社オークラニッコーホテルマネジメントから取得した情報をそのまま記載したものであり、あくまでも参考情報に過ぎず、当該情報は不完全又は不正確であるおそれがあります。また、これらの情報は、本投資法人が採用する会計処理等と同一の方法で算出されたものとは限りません。したがって、これらの情報は、当該資産における今後の売上高その他の運営実績と必ずしも一致するものではなく、場合によっては大幅に乖離する可能性もあり、本投資法人の今後の運用実績を保証するものではありません。

(ホ) 取得予定資産を取得することができないリスク

本投資法人は、前記「第一部 ファンド情報 第1 ファンドの状況 1 投資法人の概況 (1) 主要な経営指標等の推移 ② 事業の概況 (ハ) 決算後に生じた重要な事実」に記載の取得予定資産の取得を予定しています。

しかし、経済環境等が著しく変化した場合、その他相手方の事情等により売買契約において定められた停止条件又は前提条件が成就しない場合等においては、取得予定資産を取得することができない可能性があります。この場合、本投資法人は、代替資産の取得のための努力を行う予定ですが、代替資産に関しては、短期間に投資に適した物件を取得することができる保証はなく、短期間に物件を取得することができず、かつかかる資金を有利に運用することができない場合には、投資主に損害を与える可能性があります。

(ヘ) 引受予定株式を引き受けることができないリスク

本投資法人は、後記「第一部 ファンド情報 第1 ファンドの状況 5 運用状況 (2) 投資資産 ① 投資有価証券の主要銘柄」に記載の引受予定株式（後記「第一部 ファンド情報 第1 ファンドの状況 5 運用状況 (2) 投資資産 ① 投資有価証券の主要銘柄」に定義します。）の引受けを予定しています。

しかし、経済環境等が著しく変化した場合、その他相手方の事情等により引受契約において定められた停止条件又は前提条件が成就しない場合等においては、引受予定株式を引き受けることができない可能性があります。この場合、投資主に損害を与える可能性があります。

(2) 投資リスクに対する管理体制

本投資法人及び本資産運用会社は、以上のようなリスクが投資リスクであることを認識しており、その上でこのようなリスクに最大限対応できるようリスク管理体制を整備しています。

しかしながら、当該リスク管理体制については、十分に効果があることが保証されているものではなく、リスク管理体制が適切に機能しない場合、投資主又は投資法人債権者に損害が及ぶおそれがあります。

① 本投資法人の体制

本投資法人においては、その役員会規程において、役員会を3か月に1回以上開催することと定めています。本投資法人の役員会においては、執行役員及び監督役員が出席し、本資産運用会社が同席の上、執行役員の職務執行状況並びに本資産運用会社、一般事務受託者及び資産保管会社の業務執行状況等について執行役員の報告が行われることとされており、役員会を通じた管理を行う内部管理体制を確立しています。なお、執行役員の職務執行状況並びに本資産運用会社、一般事務受託者及び資産保管会社の業務執行状況の報告は3か月に1回以上行うこととされています。また、本書の日付現在、本投資法人の監督役員には、弁護士1名、公認会計士1名の計2名が選任されており、各監督役員は、これまでの実務経験と見識に基づき、執行役員の職務執行につき様々な見地から監督を行っています。

② 本資産運用会社の体制

本資産運用会社は、本投資法人の資産運用に関する諸リスクに対し、以下のとおりリスク管理体制を整備しています。

(イ) 運用ガイドライン及びリスク管理規程の策定・遵守

本資産運用会社は、規約の投資方針等の基本方針を実現するため、規約等に沿って運用ガイドラインを策定し、投資方針、利害関係者との取引ルール、投資物件の取得及び売却並びに投資物件の運営管理に係る基本方針等を定めています。本資産運用会社は、運用ガイドラインを遵守することにより、投資運用に係るリスクの管理に努めます。

また、本資産運用会社は、リスク管理規程において、リスク管理の基本方針、リスク管理の統括者及び重大な問題の発見時の対応方法等を規定し、本資産運用会社が管理すべき主要なリスクとして、運用リスク、財務リスク、システムリスク、レピュテーション・リスク、コンプライアンスに関するリスク及び反社会的勢力に関するリスク等を定義し、取締役会や本資産運用会社のリスクに関する統括者であるコンプライアンス・オフィサー及び各部署のリスク管理に関する責任者である各部署の部長の役割を定めています。なお、リスクの状況については、コンプライアンス・オフィサーが、少なくとも半期ごとに1度又は必要な場合は随時、モニタリングの上、評価及び分析し、その結果につきコンプライアンス委員会及び取締役会に報告することとされており、リスク管理体制の適切性又は有効性については、コンプライアンス・オフィサーが統括する内部監査及び外部機関による監査等により検証を行うものとしています（かかる内部監査による検証の詳細については、後記「(ロ) 内部監査による検証」をご参照ください。）。

(ロ) 内部監査による検証

コンプライアンス・オフィサーは、内部監査を担当し、全部署に対して原則として1年に1回以上の割合で定期の内部監査を実施するほか、コンプライアンス・オフィサーの判断により、臨時の内部監査を実施することができるものとし、また、代表取締役社長が特別に命じた場合には、特別監査を実施するものとします。内部監査は、各組織の業務及び運営が、金融商品取引法、投信法及び宅地建物取引業法等の法令、一般社団法人投資信託協会が定める諸規則及び本資産運用会社の社内規程等に従って、適切かつ効率的に行われているか否かの監査、不正又は重大な過失の発見及び未然防止のための監査、個人情報管理及び法人関係情報の管理を含む、各種の情報管理が適切に行われているか否かの監査並びにその他必要な事項の内部監査等を含むものとされています。コンプライアンス・オフィサーは、内部監査実施後遅滞なく、内部監査の結果を取り纏めた内部監査報告書を作成し、これを代表取締役社長及び取締役会に提出するとともに、内部監査対象部署に対し、必要に応じて改善勧告又は改善指示を行い、その内容等を代表取締役社長及び取締役会に報告します。コンプライアンス・オフィサーは、改善勧告又は改善指示を受けた部署より受領した改善計画及び改善状況が十分であると判断した場合には、当該改善計画及び改善状況についての報告を代表取締役社長及び取締役会に報告します。取締役会は、当該改善計画及び改善状況が不十分と判断した場合には、改善勧告又は改善指示を受けた部署又はコンプライアンス・オフィサーに対して追加の改善勧告又は改善指示を行うことができます。なお、取締役会又はコンプライアンス・オフィサーは、業務運営の適切性を確認するためその他の理由により必要があると判断した時は、外部の専門家等による外部監査を行うことができます。

(ハ) 利害関係人等取引規程

後記「第二部 投資法人の詳細情報 第3 管理及び運営 2 利害関係人との取引制限 (2) 利害関係人等取引規程」をご参照ください。

(ニ) 内部者取引等管理規程

本資産運用会社では、内部者取引等管理規程を制定し、本資産運用会社の役職員等によるインサイダー取引等の防止に努めています。なお、同規程によれば、本資産運用会社の役職員等又はその同居する親族は、

本投資法人の投資口及び投資法人債を売買等してはならないものとされており、本資産運用会社の役職員等でなくなった後も1年間は、当該規程に従わなければならないものとされています。

(ホ) フォワード・コミットメント等

フォワード・コミットメント等に係る物件は、決済までの間、本投資法人の貸借対照表には計上されずオフバランスとなりますが、当該期間中の当該物件の価格変動リスクは本投資法人に帰属することになります。このため、契約不履行に関する解約違約金の水準、ポートフォリオ全体の収支及び配当水準等に与える影響等（東京証券取引所の定める上場廃止基準を含みます。）並びに売買契約締結から物件引渡しまでの期間、当該期間中における金融環境及び不動産市場等の変動リスクの可能性並びに決済資金の調達方法等に留意することとしています。