

ARESマスターのための

不動産証券化ジャーナル

Vol.

17

2009 January-February

マスターからの投稿

平成20年を振り返って／書評…………… **50**
永井 輝一 (M0801686), 岩滝 直大 (M0801735), 芳賀 勲 (M0701393)

海外REIT通信

米国 (第11回) 米国REIT市場動向…………… **54**
Heitman (ハイトマンインターナショナルLLC) 日本支店 木浦 尊之氏、宮澤 史江氏

デリバティブ入門／再入門 (第3回)

デリバティブのいろいろ (後編)…………… **59**
みずほ証券株式会社 リアルエステートソリューション部 シニアヴァイスプレジデント
早稲田大学 国際不動産研究所 客員研究員 福島 隆則氏

ブラジルの不動産証券化事情 (第2回)…………… **70**

株式会社緒方不動産鑑定事務所 大阪支所長, サンパウロ大学大学院 工学研究科 不動産研究所 研究員
不動産鑑定士 秋山 祐子氏

不動産流動化・証券化と倒産手続 (第1回)

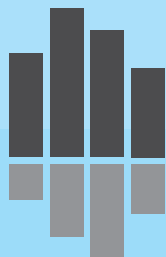
マスターレシー倒産時の法律関係に関する諸問題 (1)…………… **77**
長島・大野・常松法律事務所 弁護士 佐藤 英幸氏

【読者投稿論文】「J-REIT市場の再生に向けて そのリスク特性の一考察」…………… **85**

野村証券株式会社 アセット・ファイナンス部 次長 加藤 俊春氏
野村証券株式会社 金融工学研究センター シニアクオンツアナリスト 張替 一彰氏

【読者投稿論文】「主要国REITのM&A法制に関する比較研究」…………… **100**

一橋大学大学院 国際企業戦略研究科修士課程 石田 尚己氏



ARES Certified
MASTER

ブラジルの不動産証券化事情 (第2回)

株式会社緒方不動産鑑定事務所 大阪支所長
サンパウロ大学大学院 工学研究科 不動産研究所 研究員
不動産鑑定士



秋山 祐子

第2回目は、前回ご紹介したブラジルの不動産証券化の2手法FII（不動産投資ファンド）とCRI（不動産受益権証券）のスキームおよびサンパウロ市で導入されているCEPAC（Certificados de Potencial Adicional de Construção）（容積率移転制度を利用した建築権の債券）についてご紹介する。

- 4.2.1 FII (Fundo de Investimento Imobiliário) —不動産投資ファンド—
- 4.2.2 CRI (Certificado de Recebíveis Imobiliários) —不動産受益権証券—
- 4.3 CEPAC (Certificados de Potencial Adicional de Construção) —容積率移転制度を利用した建築権の債券— について

(以上 本号)

目次

- 1. はじめに
- 2. ブラジルの概要
- 3. ブラジル経済と不動産市場の発展
 - 3.1 ブラジル経済の近代化と都市部の発達 —戦後の高度成長からインフレ経済へ—
 - 3.2 レアル・プラン以降のブラジル経済：1995年～現在
 - 3.3 サンパウロ市の不動産市場
- 4. ブラジルの不動産証券化
 - 4.1 沿革
(以上 第1回 2008年発行 Vol.16)
 - 4.2 スキーム

- 5. ブラジルの不動産証券化市場の現況
- 6. サンパウロ市内の不動産証券化事業事例の紹介
- 7. 今後の発展について

4 ブラジルの不動産証券化

4.2 スキーム

- 4.2.1 不動産投資ファンド
 - FII(Fundo de Investimento Imobiliário)—
 - 前項で述べたとおり、ブラジルの不動産投資ファンド（以下、FIIとする）は1993年に連邦法第8668号によって創設され、そ

の後、数回の法改正を経て現在のスキームが構築された。

当法律の第1条で、「FIIとは、不動産事業に適用するために証券取引システム^{注1}を通じて募集した資金の共有権 (comunhão) であり、法人格を有しない」と規定されている。FIIは閉鎖共有持分権として構成され、存続期間中^{注2}は持分権の払戻しは認められない (同第2条)。いわゆるクローズド・エンド型である。ただし、上場しているFIIの持分権は、市場取引による流通性が確保されている。開発型不動産事業のためにファンドを組成する場合は、数次にわけて持分権の発行を行うことができる (ブラジル証券取引委員会の規則第472号^{注3}第11条)。また、私募ファンドの組成も認められている (同規則第53条以下)。

FIIは証券取引法^{注4}の規制対象となる商品であり (連邦法第8668号第3条)、ブラジル証券取引委員会^{注5}が、前述の規則第472号 (以下CVM規則第472号という) にてFIIの創設の認可、運営・監査等について規制している。この規則第472号はつい最近、2008年10月31日に全面改正されたばかりである。重要な改正部分については、後述する。

FIIのアドミニストレーターは証券取引委員会が許可した金融機関に限定される (同第5条)。アドミニストレーターは、不動産およびそれに係る権利で構成されるファンドの資産を信託方式で取得することとなるが (同第6条)、ファンドの資産はアドミニストレーター本体の資産から分離され、アドミニストレーターの法的義務・清算義務等は一切承継しないこと、アドミニストレーター本体事業の担保物件としてファンド資産に抵当権を設定することやその他の物

権設定の禁止等、倒産隔離の措置が採られている (同第7条)。一方、FIIの持分権者は、個人の債務保証としてFIIの資産に抵当権等を設定することはできないし、持分権の購入に係る支払い以外は、個人的にFIIの資産に起因する法的義務を追わないことが法律で明記されている (同第13条)。

信託受託者、すなわちアドミニストレーターはファンド資産の運用を行い、資産の処分はファンドの定款または持分権者による総会の決定に従って行うとする (同第8条)。CVM規則第472号第27条では、ファンドの運営はアドミニストレーター自体が行うことも、第三者に委託することも可能であると規定している。

その他、配当についてあらかじめ一定の利率を約定することは禁止され、発行される持分権はすべて同等の権利を有するものでなければならず、ブラジル国内で調達した資金を海外で運用することも禁止されている (同第12条)。また、一般投資家に対する財務諸表の開示義務を負う (同第15条)。

いわゆる二重課税の問題は、1993年のFII創設時には特段考慮されていなかった。しかし、その後、1999年の連邦法第9779号^{注6}によってファンドに対する導管性要件が規定された。すなわち；

- ①ファンドは6月30日と12月31日の年2回、その収益の95%以上を持分権者に配当すること (同第10条)、
 - ②不動産開発会社・建設会社、またはそれらの企業のオーナーや共同経営者が、単独でまたは合計で、当該ファンドの発行持分権の25%以上を保有しないこと (法律第9779号第2条)
- の2条件を満たせば、FIIはピークルとして

法人税を課税されない（同第16条）。いわゆるパス・スルー型である。したがって、ビークルとしてのファンドが支払う税金は、ファンドの預金利息に課せられる源泉徴収税のみとなる。

一方、FIIの持分権者は、FIIから受取った配当および持分権の譲渡益に対して20%の所得税が原則として源泉徴収される（同第17、18条）。

FIIに組入可能な資産の種類については、前述したCVM第432号で大幅に拡大された。CVM第432号発効前の旧規則^{注7}では、FIIに組入可能な資産として「不動産およびそれに係る権利」とのみ表現されていた。そして、それらの不動産を取得することによって、収益型開発事業または分譲型開発事業を行うこと、またはすでに完成している物件を購入して運用収益を上げること、またはインフラ整備型の不動産開発事業に適用することと定義していた。1994年に当該旧規則が制定されて以来、不動産投資を取巻く環境は日々発展していき、新しい物権が創設されたり^{注8}、不動産に係る金融商品が創設されたりするたびに^{注9}、それらの物権や金融商品が「不動産に係る権利」に含まれるのか否かという議論がなされてきたのである。CVM第432号第45条では、FIIの資産運用の対象となる不動産事業への参加は、不動産や不動産に係る物権の取得という直接投資以外にも、不動産受益権、不動産信託受益権証券、抵当証券、他のFIIの持分権、CRI（次項4.2.2参照）、CEPAC（次項4.3参照）等の取得によるものも認められることとした。

FIIの特徴の一つとして、出資に関しては100%エクイティでなければならないこと

があげられる。これは、前出の連邦法第8668号同第12条の解釈より帰結する。ところが、CVM第432号がFIIの資産としてCRIの購入を認めたことで、間接的にデットによる出資も認めたことになる。

また、もう一つのFIIの大きな特徴としては、現在すべてのFIIが「1ファンドにつき、1不動産事業」で運用されていることである。すなわち、ポートフォリオというものがなく、リスク分散の概念がない。法律上、ひとつのファンドで複数の不動産の運用を制限しているわけではない。にもかかわらず、1993年に不動産投資ファンドが制定されて以来、慣習的にファンドは特定の不動産事業に対して組成されている。これは、4.1 沿革にも書いたように、FIIの組成が本来、特定の不動産事業の資金調達を目的とすることに由来しているものと考えられる。

FIIを規定する新しい規則：CVM第432号の制定によって、今後ブラジルにおける不動産投資ファンド-FII-の在り方がどのように変わっていくのかが注目される場所である。

注1 1976年の法律第6385号（通称：証券取引法、(Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976)によって定められた証券取引システム。

注2 一定期間型の他に、期間不特定型も認められる。

注3 Instrução CVM Nº 472, de 31 de outubro de 2008

注4 脚注1の1976年の法律第6385号。

注5 筆者訳。ポルトガル語ではComissão de Valores Mobiliários. 通称CVM.

注6 Lei nº 9.779, de 19 de janeiro de 1999.

注7 Instrução CVM Nº 205, de 14 de janeiro de 1994（以下、CVM第205号とする）。

注8 たとえば、地上権は2002年の新民法で新た

に制定された物権である。

注9 たとえば、次項でのべるCRI（不動産受益権債権）である。

4.2.2 不動産受益権債権

－CRI (Certificado de Recebíveis Imobiliários)－

当該証券化手法はアメリカのREITのスキームをモデルとして作成されたものであり、不動産債権証券化会社と呼ばれる組織を組成して、その社債を発行するという証券化手法である。したがって、FIIの持分権と異なり、投資家の形態としてはエクイティとデット双方が可能であり、事前に一定の金利を約定したり、一部の投資家に優先権を与える優先社債を発行することができる。CRIも上場タイプ、私募タイプ双方の発行が可能である^{注10}。

根拠法は前述の1997年の連邦法第9514号であり、同法第2条に規定する不動産債権証券化会社 (Companhia securitizadora de créditos imobiliários) というビークルを通じて、不動産受益権証券 (Certificado de Recebíveis Imobiliários; 以下、CRIとする) を社債として発行することが認められている。当CRIも前述のブラジル証券取引法の規制対象となる商品であり、ブラジル証券取引委員会の規則第414号 (以下CVM規則第414号という) によって規制されている。

ところで、議論が細くなるが、ブラジルでは一般に「不動産債権証券化会社とは、特定目的会社 (SPE: Sociedade de Propósito Exclusivoまたは Sociedade de Propósito Específico. 以下SPEという)^{注11}と呼ばれているビークルの複合体である」

(Vedrossi, 2002, p.88-89), (Mafra, 2006, p.18-20) と考えられている。実は、SPEという用語自体は連邦法第9514号では定義されておらず、使用もされていない。前稿の沿革では触れなかったが、同法で不動産受益権の証券化手法としてのCRIが認められる以前から、いわゆるオリジネーターが実物の土地建物を譲渡してSPEを組成し、その不動産運用や売却収益を配当とする社債を発行するというスキームを既存の証券取引法等に沿って利用した不動産事業は一部で存在していた。事実上の不動産証券化である。そのため、連邦法第9514号制定以前に使用されていたSPEと混同することを避けるために、同法では不動産債権証券化会社という名称を採用したと思われる。なぜVedrossiやMafraが「不動産債権証券化会社はSPEの複合体のようなもの」と説明・解釈するかといえば、従来1SPEは1タイプの債権しか発行できないという通念があったためと思われる^{注12}。そのため、連邦法第9514号で規定する不動産債権証券化会社は、数種の社債発行が可能であるから「複合体」なのである。

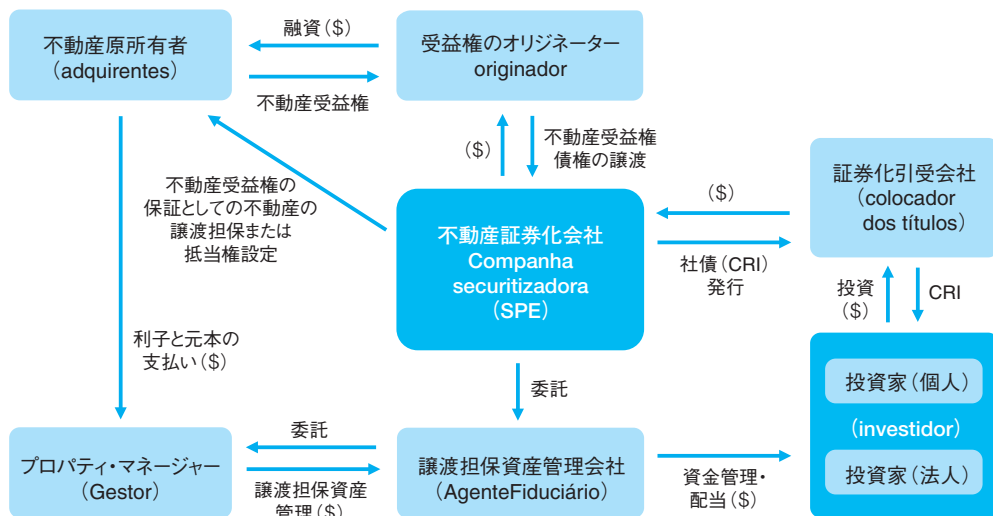
さて、連邦法第9514号第2条では、不動産債権証券化会社には不動産受益権の所有のみを認めており、実物不動産を譲渡するという形態は想定していない。不動産債権証券化会社が発行するCRIは不動産に係る受益権の債権であり、当該会社の社債として発行される (同第6-8条)。CRIは、Mortgage-Backed Securities (MBS) と英語に訳される場合が多い^{注13}が、果たして本当にCRI=MBSなのかどうかは筆者にとっては疑問であるため、本稿ではあえてCRIは不動産受益権債権と訳すこととする。

不動産債権証券化会社は、所有する不動産受益権の保証として原資となる不動産に抵当権または譲渡担保させることができる。この譲渡担保制度は、ポルトガル語ではregime fiduciário em garantia（連邦法第9514号第9条以下）という。Fiduciaryは信託と訳すべきだとのこと指摘を受けるであろうことを承知の上で、本稿では譲渡担保と訳させていただく注14。「信託」か「譲渡担保」かどちらに訳すべきが大変思案したのであるが、譲渡担保とした方がブラジルの法律制度と日本の法的概念双方を照らし合わせてより適切だと判断した。ちなみに、同法第22条では、「債務者が債務保証のために債権者に対して期限付きで所有権を移転するもの」と定義している。これらの保証として提供された譲渡担保資産の不動産原所有者やオリジネーター、資産管理会社からの倒産隔離要件については、連邦法第9514号では第9条から33条まで細かく規定されている。譲渡担保は金融取引としてみ

なされ、倒産隔離要件を満たさないという日本の解釈とは法的構成が異なることに留意すべきである。

さて、不動産原所有者から譲渡担保してもらったこの受益権の原資となる不動産の管理や運用については、不動産債権証券化会社が譲渡担保資産の管理者（agente fiduciário）を任命することができる（連邦法第9514号第9条、CVM規則第414号第13条）。ブラジルではこのagente fiduciárioを英語にする際、trustee（信託受託者）と訳しているのですが、さらに概念的混乱を生じさせるが、制度的に考えて信託受託者でなく、譲渡担保資産のプロパティマネージャー、アセットマネージャーの役割を果たしているものと考えてよい。図1はCRI発行による不動産証券化スキームを示したものである。一般的に譲渡担保資産の管理者（agente fiduciário）は不動産管理を直接行わず、PMマネージャーに委託することが多いので、PMマネージ

図1: CRI発行による不動産証券化スキーム



出典：Vedorossi, 2002, p.43 筆者翻訳・加筆

ャーを入れた図を示した。また、CRIのスキームの中では、オリジネーターはブラジルの場合不動産受益権のオリジネーターを指し、不動産の原所有者とは必ずしも一致しないことにも留意すべきである。

前回に記述したが、当CRIのピークルは導管体として取り扱われておらず、いわゆる二重課税の問題が発生している。救済措置として、2004年の連邦法第11033号^{注15}によって、CRIが個人所有の場合は、CRIの配当には課税されないことが規定された。しかしながら、法人所有の場合は免税措置はなく、CRIが創設された1997年当初はそのスキームに期待が寄せられたものの、1999年にFIIに二重課税回避の導管性要件が導入されて以来、あまり採用されていないのが実情である。また、FIIと同様、CRIに関しても「ICRIにつき、1不動産事業」で運用されていることはブラジルの不動産証券化がまだまだプリミティブな段階であることの象徴であるといえよう。

注10 上場するためには、ブラジル証券取引委員会の規則第414号によって最低発行金額の規定等が定められている。また、私募ファンドについても同規則第414号によって規定されている。

注11 余談であるが、ポルトガル語のSociedade de Propósito ExclusivoやSociedade de Propósito Específicoの略語であるSPEは偶然にも英語のSpecial Purpose Entityの略SPEと同じである。しかし、実はsociedadeはcompany、propósitoはpurpose、exclusivoはexclusive、específicoはspecificである。

注12 筆者の理解によれば、実際には数種類の社債を発行することも可能ではあった。

注13 前述Vedrossi, Mafraの論文ではそのように訳している。

注14 森征一・二宮正人著「ポ日法律用語集」

有斐閣2001年においても、単純なfiduciaryならば信託であるが、alienação fiduciária em garantiaは譲渡担保としている。

注15 Lei nº 11.033, de 21 de dezembro de 2004.

4.3 CEPAC (Certificados de Potencial Adicional de Construção) — 容積率移転制度を利用した建築権の債券 — について

ブラジルのサンパウロ証券取引所には、容積率移転制度を利用した建築権の債券 (Certificados de Potencial Adicional de Construção. 以下、CEPACという) の上場市場が存在する。この制度は厳密にいえば不動産事業の証券化とはいえないかもしれないが、現在ではサンパウロ市内の一定の地域で不動産事業を行うにあたっては、容積率を確保するためにはこのCEPACを購入しなければ事業遂行ができない。従って、本項においてもその沿革と内容について簡単にご紹介することとする。

そもそも建築権 (direito de construir) とは、容積率または空中権の様なものであって、サンパウロ市がインフラ整備を行うにあたっての財政難を解消するために考案した手法である。1990年代半ばにサンパウロ市が市条例によって制定したこの制度^{注16}は、もともとはビジネス特区に指定された特別地区で、サンパウロ市に一定額を支払えば規定の容積率に割増できるというものであった。前回掲載した「3.3サンパウロの不動産市場」にも言及した新興のオフィス地域であるファリア・リマ地域、ヴィラ・オリンピア地域などで適用されていた。サンパウロ市は、市の都市計画条例によって市内の用途地域が定められ、当時の商業地域の最高容積率は400%であったが、この

制度によって案件毎に容積率の緩和が行われていたようである。また、この時点では、この容積率上乘せ分の建築権はサンパウロ市との直接の交渉によって行われていた。

2001年、ブラジルの連邦法として「都市基本法^{注17}」が制定され、この「建築権」なるものを連邦レベルで承認した。これを受けてサンパウロ市は都市計画条例の全面改正を行い、サンパウロ市内の容積率をすべて100%にしてしまった。その上で、可能容積率を設定した。そのため、例えば可能容積率が300%であるマンション用住居地区において300%分建築したいのであれば、200%分の建築権をサンパウロ市から購入しないとイケないことになったのである^{注18}。

それはさておき、サンパウロ市はこの都市計画条例の改正に伴って、いままで容積率の割増を認めてきた地域について、新たに容積率移転制度を導入した。未利用の容積率についての建築権（指定容積率をすべて100%にしたのだから、十分に未利用分が創造されたのである）を債権として売出すこととした。これがCEPACである。CEPACはサンパウロ市が必要に応じてサンパウロ証券取引所（BOVESPA）を通じて発行し、BOVESPAには2次マーケットも存在している。CEPACは前述のブラジル証券取引委員会の規制対象の金融商品として取り扱われており、対象街区の不動産価値の変動によってCEPACの価格も変動する変動利付債として取り扱われている。

注16 *Operação Urbana Faria Lima*. Lei Municipal de São Paulo, nº 11.732/1995 等。

注17 通称 Estatuto da Cidade. Lei nº 10.259, de 10 de julho de 2001.

注18 このサンパウロ市の都市計画条例の改正が、大いに論議を呼び起こしたのは読者の想像に難くないであろう。実際、筆者も改正ではなく、改悪であると考えている。

(次号に続く)

参考文献：

CAMINHA, Unie. *Securitização*. São Paulo: Editora Saraiva, 2005. 203p.

MAFRA, Fábio Diegues Barreiro. *Classificação de riscos dos certificados de recebíveis imobiliários -estruturação de un rating da perda potencial da carteira securitizada-*. São Paulo: Escola Politécnica; Universidade de São Paulo, 2006. 124p. Master dissertation in engineering.

SAVELLI, Alfredo Mario. *Subsídios para implantação de parceria público privada (PPP) -operações urbanas em São Paulo*. São Paulo: Escola Politécnica; Universidade de São Paulo, 2003. 148p. Master dissertation in engineering.

あきやま・ゆうこ

不動産鑑定士。

同志社大学法学部卒業、住友信託銀行株式会社に勤務後、平成7年渡伯。平成18年サンパウロ大学大学院工学研究科にて工学修士号取得。平成20年帰国。平成16年からサンパウロ大学大学院工学研究科 不動産研究所(NRE) 研究員、平成20年に株式会社緒方不動産鑑定事務所 大阪支所長就任。ブラジル技術基準協会 市街地不動産鑑定評価基準改定委員会 委員、南米不動産学会(LARES) 理事等を歴任。日本不動産学会会員。