

## 開発型不動産

### 1. 対象商品の概要

開発型不動産証券化は、マンションやオフィスビルなどの開発資金をデットやエクイティの形で投資家が提供するもので、将来生み出されるキャッシュフローに依拠するフューチャーフロー証券化の一種である。通常の不動産証券化がオフィスビルなど既に存在する不動産を対象とするのに対し、まだ存在していない不動産物件を対象として、土地の取得代金など開発資金を、倒産隔離の図られたSPVなどを通じて調達する仕組みである。開発型不動産証券化は、不動産プロジェクトを対象としたプロジェクトファイナンスであるとも言える。

### 2. 一般的なスキーム

TMKをSPVとした分譲物件の場合を例に挙げると、TMKは特定社債などの発行によって調達した資金により、建物建設予定地となる土地を購入する。また、TMKは施工業者との間で建物建設にかかる工事請負契約を締結し、建設前払金及び設備代金の一部を支払う。調達資金から土地購入代金、工事前払代金、設備代金の一部、当初費用を差し引いた残額は、期中費用、償還用原資の一部、特定社債利息支払原資、地震リスク対応留保金などの現金準備金としてTMK内に積み立てられる。

販売業務に関しては、販売代理人がTMKとの間で締結した特定資産処分委託契約に基づき、物件の分譲販売などを行い、物件購入者と不動産売買契約を締結する。

TMKは、この購入者からの物件販売代金を原資に特定社債を償還する。

### 3. 格付のポイント

#### (1) 建設段階のリスク

##### (a) 施工業者の信用悪化

施工業者が建物を施工する十分な実績・能力を有しているかが重要となる。施工業者の信用力が低い場合には、信用補完として発行体を被保険者とした損害保険会社の履行保証保険や金融機関のコミットメントラインの設定などが手当てされる。これにより、万一他の施工業者に建設工事を引き継がせることになった場合の工事請負代金の追加的支出などがカバーされる。

##### (b) 請負代金の膨張

施工業者に対する請負代金が当初の取り決めより膨張するリスク（コストオーバーランリスク）がある。これを回避するため、工事請負契約の規定により限定すると共に、やむを得ない事由により増額が発生したとしても、その支払いは特定社債に劣後する取り決めとする。

##### (c) 開発業務受託者の信用悪化

開発業務委託契約に基づき、開発業務受託者は土地の選定・精査及び仕入れ、建物のタイプ・仕

様・基本プランの決定など商品企画、許認可取得、近隣住民対策、建築確認取得、施工業者の選定その他建物建設及びそれに付随する物件開発に関する事項についてアドバイザー業務を行う。開発業務受託者が当該開発業務を行えなくなった場合に備え、資産管理業務受託者が TMK へのアドバイザー業務を引き続き行うことで対応する。

(d) 土壌汚染

環境調査により、土壌汚染が判明したときには、適切に処理されることが前提となる。

(e) 許認可リスク

許認可リスクが基本的に存在しないことを確認する必要がある。したがって、特定社債の発行に先立って総合設計の許可及び建築確認を取得していることが前提になる。

(f) 地震リスク

特定社債発行時に地震保険の付保や地震リスク対応留保金の積み立てがなされる。

(2) 販売代理人の信用悪化

販売業務受託者は、TMK と連帯して瑕疵担保責任を負担しつつ、TMK のための販売代理業務を行う。当初の販売代理人の信用悪化に備え、バックアップの販売業務受託者が設置される。

(3) 分譲想定価格

マーケット分析などにより、未完成の建物を含めた不動産価値（分譲想定価格）を評価する。これに不動産証券化の格付で用いられる LTV を乗ずる方法を基本として格付が決定される。建設リスクの規模や移転の度合いにより、追加的信用補完としてのリザーブの設定が行われる。

4. 必要資料（例：分譲マンションの場合）

(1) 土地売買に関する資料

土地登記簿謄本、近隣説明の報告書、環境調査報告書など

(2) 建設予定建物に関する資料

設計図面、標準仕様書、地震リスク評価報告書など

(3) マンション販売に関する資料

販売業者の過去販売実績、市場調査レポート、競合物件の開発状況など

(4) スキーム概要の説明資料

スキーム図、スケジュール、スキーム参加者など

(5) スキーム参加者に関する資料

5. 関連格付方法  
「不動産」

以上