

2024年5月31日

CEOインサイト：欧州大陸の不動産投資家にさらなる安全性を

資本主導の米国不動産市場は高いリターンを約束することが多いですが、近起きた一流CMBS債の大きな損失は、そのような投資のマイナス面を強調しています。ヨーロッパの投資と担保提供者はそれに比べ、より公正で安全、かつ信頼性できる傾向にあります。

世界的な金融危機を引き起こしたリスクの高い市場慣行から教訓を得たにもかかわらず、最高格付けの米国商業不動産担保証券に投資した投資家は再び損失を被りました。この損失は、ニューヨーク市マンハッタンの1740ブロードウェイの建物に関連する3億800万ドル（484億円）の住宅ローン担保証券で発生しました。トリプルA格付けのトランシェの買い手は、ローンが大幅なディスカウントで販売されたため、投資額の74%しか回収できませんでした。ダブルAおよびシングルA以下のトランシェを保有する下位格付けの債権者5グループは、すべての資金を失いました。

投資会社の Blackstone は2014年、ある物件を6億500万ドルで取得し、その際、3億800万ドルの住宅ローンを組みました。この住宅ローンは CMBS 債券で証券化され、Travelers や Endurance American Insurance などに購入されました。ドイツ銀行がこの取引をアレンジし、格付け機関DBRS Morningstarは住宅ローン額の約半分、1億5750万ドルにトリプルAクラスの格付けを、3860万ドルのトランシェにはダブルA、2670万ドルのトランシェにはシングルAの格付けを与えました。しかし、後日検証しようとも、この格付けは正当化できるものではありませんでした。

第一に、このビルは古く（改修済みではありませんが）、シングル・テナント・リスクが大きく、1つのテナントが賃料収入の71%を占め、リース期間がローン期間より短かったことにあります。第二に、債権者に有利なキャッシュ・スイープ・モデルを構築していなかったこと。2021年初頭にテナントがリース延長を見送った後も、株式保有者である Blackstone は2022年3月のリース終了まで配当を受け取ることができました。実際にテナントが退去し、賃料の支払いが止まって初めて、キャッシュスイープのトリガーが発動されました。

このような資本市場主導の取引で問題となるのは、一旦悪化したリスクを管理する者がいないことです。オーナーは鍵を返して引っ越しだけで、投資家は契約に記載された権利以上のものを持っていません。AAA格付けのトランシェで投資家が失った4,030万ドル損失だけに目を向けるべきではありません。AA格とA格の債券トランシェでも6,530万ドルが消失しています。シングルA格の投資家であっても、支払遅延は起こり得ようとも、全損はあってはなりません。

このケースは、資本主導の米国不動産市場のマイナス面を浮き彫りにしています。住宅ローン担保証券投資家は、Aクラスの格付けを高損益や全損に対する100%の保険と見なすべきではありません。CMBSの条件や状況を徹底的に精査し、高い格付けに対して信頼ではなく懐疑的な姿勢を取るべきです。米国と比べて、ヨーロッパの住宅ローン担保証券はより公正で、より安全、かつ信頼性が高い傾向があります。こういった環境において、投資家は、より保護されています。

>>>

もちろん、ドイツの不動産金融業者も不動産ローンの借り換えのために資本市場へのアクセスを求めています。彼らはPfandbrief（ファンドブリーフ債）を通じてカバード・ボンド市場を利用しますが、これは貸し手とローンの担保との分離をすることができません。この方法を使用すると、貸し手は、最高品質のカバード・ボンドを発行することでリファイナンス・コストを削減することができますが、負債から撤退することはできません。

米国とヨーロッパの投資家の行動の違いは、2008年の金融危機の余波で日本でも明らかになり、日本の不動産証券化市場も混乱に陥りました。当当時の最大手は米国の投資銀行で、年間4,000億円もの不動産金融を証券化していました。金融危機後、最大手のアレンジャーは他の海外CMBSプレーヤーとともに市場から姿を消し、取引と投資家が置き去りにされました。

対照的に、ドイツのHypo Real Estateは、金融危機前の数年間、年間2500億円のバランスシート融資を行っており、ドイツ政府の保護を求める必要があったにもかかわらず、同社がアレンジした融資に関与し続けました。彼らはすべてのローンを解決し、エクイティ・スポンサー（米国を拠点とするファンド）によってサポートされなくなったプロパティの所有権を取得し、2016年にすべてが解決した後にオフィスを閉鎖しました。

同じことは、Union Investment、Commerz Real、DEKAなどのオープンエンドファンドマネージャーであるドイツの機関投資家にも当てはまりました。彼らは世界的な金融危機の後、日本への投資で打撃を受けましたが、持ちこたえ、時間とともに回復し、価格が回復するのを目撃しました。このような保有戦略はドイツの評価規則によって可能になったもので、投資の価格調整をより緩やかにすることができました。

結論として、米国と大陸ヨーロッパにおける投資家保護の比較は、日本の投資家に対し、投資の全体的なリスクが証券の格付けだけでなく、規制やビジネス文化などの他の重要な要素によっても影響されるということを認識してもらうことを目的としています。これらの要素は投資の安定性とパフォーマンスに大きな影響を与える可能性があるため、理解を深めることが、危機が訪れた際には特に重要となってきます。「不動産」を意味するドイツ語「Immobilie」は、「Mobilien」（動産）とは対照的に、不動産が簡単に流動化できない資産であることを思い出させてくれます。したがって、不動産は資本市場の商品としてではなく、バランスシート項目として理解されるべきです。この習慣が、価格変動を抑え、大陸ヨーロッパが現在、米国市場で見られるような苦境に陥っていない理由を説明しています。

Leonard Meyer zu Brickwedde

Dr. Leonard Meyer zu Brickwedde
President and CEO

Kensho Investment Corporation
Sanno Park Tower 3F
2-11-1 Nagata-cho,
Chiyoda-ku, Tokyo 100-6162

Tel: +81(0)3-6205-3039
contact@ken-sho-investment.com