

01 フランス版リバースモーゲージ導入 及びヴィアジェ市場、ヴィアジェ・ ファンドについて

1. リバースモーゲージの導入

フランスには元々、英米のようなリバースモーゲージ制度はなく、ヴィアジェ (Le Viager Immobilier) と呼ばれる不動産取引形態が高齢者の住宅資産の流動化のために利用されてきた。

しかし、ヴィアジェは、売り手がいつ亡くなるかは分からないという点で、買い手にとっては、賭け事と同様に読みにくく、射幸性の高い取引と言われている。過去には買い手の方が先に亡くなってしまふという事例もある。加えて、ヴィアジェの決定的な課題は、売り手と買い手との間に大きな需給ギャップがあることである。このためヴィアジェ市場では、かなり値下げしないと取引が成立しない場合もある。

この点、リバースモーゲージならば、信用ある銀行が契約相手になるし、15年間を想定して契約し、3年間で死亡しても、定期金を年金として支払う条件ならば、それまでの融資額は少ないので、債務を返済し抵当を解除すれば、当該住宅は相続人に戻すことができる。相続人からすると、その時点において、ヴィアジェよりも選択肢のある制度となる。

このようなヴィアジェ契約の課題を解消するために、フランス不動産銀行 (Crédit Foncier) が中心となり、米国型のリバースモーゲージとして、「年金型住宅融資 (Le Prêt Viager Hypothécaire: PVH)」を開発し、2006年の制度改正後を経て商品提供を行っている。

以下では、この年金型住宅融資 PVH について、フランス不動産銀行から聴取した内容を報告する。

(1) 導入の背景

第二次世界大戦後のベビーブームで多くの子どもが生まれ、その結果、2015年度にはフランスでは60歳以上の人口が20歳以下の人口よりも増えた。2040年には人口の3分の1が60歳以上になり、逆に20歳未満の人口は20%以下となる見通しである。

フランスの高齢者は、4つのニーズにチャレンジする。まず、介護が最も重要な課題となる。次に自分の家を高齢者の居住に対応するように改装する必要がある。また、子孫にどのように資産を残し支援すべきかを考え出す。さらに、歳を取ると旅に出たいなど、楽しい生活への支出を増やしたいと考える人も多い。

フランスでは介護施設に入っている高齢者の負担は平均一月1,500ユーロだが、現在フランス人の平均の年金は1,254ユーロでしかない。国会参議院の調査によると、フランス人の約5分の1だけしか、自分で介護施設の費用を負担できるものはいないというのが実情である。

英国で行われたアンケート調査によると、介護施設の1年間の料金の3ヶ月分、5,000ユーロ前後の改装工事をすれば、転倒等による事故は起きにくくなる。施設に入ると多額の費用がかかるが、改装工事程度の妥当な費用を投じれば、施設に入らずに、長く家にいられる。フランスの高齢世帯の56%が、こうした点を含めて自宅を改良している。住宅を改装すると、その不動産の価値も上昇する。

高齢者は次の世代を支援したいと考える。フランスでは大学を卒業しても失業者が多い。いわゆるフリーターが多くて正規の仕事に就くために時間がかかる。結局、高齢者が若者を支援するという構図になる。最近はさらに寿命が伸びているため、以前は 40 歳前後で子どもは相続することが多かったが、最近の平均は 60 歳位で、ほぼ年金をもらいだした時である。今後は年金制度が維持していけるかどうか分からない。

南仏などを含めて、温暖な場所を求めて移住したり、旅行したりするニーズも多い。

このようにフランスの高齢者には 4 つの欲求があるが、これを満たすために、どのように費用を負担できるかというのが常に問題となる。

財政難のため国からの援助は、当面これ以上期待できない。年金制度の拡充もあまり期待できないため、フランス不動産銀行としては、ニーズに対応できる、異なる手段の検討が必要であった。

一方、ほとんどの高齢世帯の年金収入はこうしたニーズを満たしきれないし、一般の銀行は高齢者には融資しない。収入は減るが、資産を持っているのは 60 歳と 69 歳の間の世代であり、その内容をみると、多くが不動産である。フランスの持家所有者は全体の 59% であり、50 歳以上だと 75% に増える。したがって、不動産の価値を、そこに住みながら、どのように流動させるのか。どのようにしてその財産を使えるかを考える必要があった。

現在、フランスでは持家を流動化する商品には 2 種類ある。その 1 つがヴィアジェであり、もうひとつはフランス不動産銀行によるリバースモーゲージである。後者は制度的に英米アングロサクソン法に基づく制度であり、フランスでは制度的に対応していなかったが、上述のような背景から、2006 年に担保の取扱いを含む法改正を行い PVH の導入に踏み切った。しかし、実際の商品化は、制度やリスクへの適切な対処のため、2007 年 6 月である。

(2) 根拠法

Ordonnance du 23 mars 2006 relative aux sûretés / J.O. du 24/03/2006

(PVH 創設に係る委任立法)

Arrêté du 24 août 2006 / J.O. du 13/09/2006

(PVH のアモチゼーション関係の省令)

Décret du 6 décembre 2006 / J.O. du 08/12/2006

(PVH の用語定義、返済関係の政令)

(3) 商品開発の経緯

商品開発が遅れたのは、制度面の整備もあるが、銀行側として 3 つのリスクにどう対処するかを検討するのに時間を要したためである。第 1 に余命がどうなるのか、第 2 に住宅価格の変動、そして第 3 に住宅価格の地域格差への対応である。リバースモーゲージの三大リスクのひとつとされる金利変動については、フランス不動産銀行は預金をもたず、債券発行により長期資金を調達しているため、利子率を高めに設定すればリスクを抑えられることとなった。余命については生命表から判断できる。

フランスでは、かつて 40% もの住宅価格の下落を経験しているため、これらのうち住宅価格の変動に対するリスクが最も大きな検討課題となったが、フランス不動産銀行は、他にはない不動産情報の蓄積と鑑定士などのエキスパートがおり、データに基づき地域的な格差にも対応できる体制がとれる。当初、他の銀行も PVH を商品化しようとしたが、このデータ蓄積の差から、彼らは最終的に参入を取りやめている。

住宅価格を維持するために重要な住宅の質的な評価にどう対応するのかという課題もあったが、当面の対応として住宅を大きく A クラス、B クラス、C クラスと分け、クラス別に評価するようにしている。今後の試行とデータ集積によって、不動産下落に対するリスクもある程度は克服できると判断している。

(4) フランス版リバースモーゲージの概要

フランス不動産銀行が提供するリバースモーゲージは、英米と同様に、ノンリコースローンであり、住宅価格の変動や市場金利の変動があっても、住宅の売却額以上の負担を借り主（実際には相続人）にかけることはない。その概要は表 4 の通りである。

米国のリバースモーゲージと大きく異なる点は、保険制度や証券化などの仕組みを設けていないことだが、要件においては米国と異なり、持ち家だけに対象を限定してない。別荘も可能だし、賃貸住宅も担保額や関連条件によっては可能である。ただし、事業用物件は対象外としている。

地域的には、当面はパリ市など都市部の物件だけを対象とするが、住宅価格が上がらない地方部での取扱いについても研究している。

LTV は物件の状態や立地、評価額、借り手の状態によって様々であり一概には言えないとのことである。

利率率は 6.45% だが、これには融資保証料も含まれている。

フランスでは、不動産取引だけでなく、融資契約も公証人を通じて行う。

図表 V-1 フランス版リバースモーゲージの概要

項目	内容
年齢要件	65 歳以上。配偶者がいる場合は両者連名で契約する。ただし、双方とも 65 歳以上を条件とする。
対象不動産	居住用物件。適切な担保価値があれば、主たる住居や別荘、条件によっては賃貸住宅も可能だが、事業用物件は対象外とした。担保価値の最低限は、租賃貸評価額で 2 万ユーロ。限度額は特に設定していないが、物件の鑑定結果に基づき、借り手の諸条件を加味して個別に検討する。
対象地域	コルシカ島と海外領土を除くフランスの都市部の物件のみ
抵当権	第一抵当権を設定。
資金用途	投資や事業資金などを除き、用途制限はない。
融資金額	個別物件の鑑定評価額と借り手の状況に応じて、個別に LTV を設定する。
適用利率率	2015 年 11 月時点で 6.45%。固定金利のみ。
引出方法	一括払い型のみ（第三者には譲渡できない）。いずれは年金型の定期払いも商品化する予定であるが事前調査では需要は少ない。
手数料	融資金額の 4%。最初の鑑定費用を含む。
融資保証料	金利に込み。
公証人費用	実費を借り手が負担（公証人を通じた契約が必要）
生命保険	加入は不要。
返済条件	借り手の死亡まで元金の返済義務は生じない。元金の返済は、借り手の死亡により、相続人が対象住宅を売却し、その収入から行う。自分から退去し介護施設などに入る場合でも、空き家になった住宅の維持管理を適切に行うことを条件に、引き続き所有権を確保することができる。契約期間中に自ら返済することも可能。分割の場合は最低元本の 10% 以上の金額。
ノンリコース	金利が上昇しても、返済時に住宅価格が下落した場合も、住宅を売却した収入以上の金額を追加で支払う必要はない。
配偶者・相続人	配偶者が亡くなるまで契約は継続する。共同で居住し借りる場合は最大 3 名までを共同契約者とする（後見人や補佐人も対象である）。相続人に連帯保証を要求するわけではないので、借り手の債務を相続人が継承することはない。
審査要件	健康状態は審査対象外。
租税公課	引出額は融資金のため非課税。
その他条件	借り手は対象となる住宅の維持管理や修繕を行い、物件の価値を下げるようなことは慎む。

(5) 導入後の実績

現時点の実績は、累計で約 800 件である。フランスは高齢者に対する消費者保護策が厳しく、現状では、この商品のメディアを通じた宣伝はできない。2007 年から既に 9 年かけているが、フランス不動産銀行

の窓口での直売しか許されていない。今年から提携銀行との契約が許され、同行の窓口を通じた新たな販売チャンネルができるため、徐々に PVH の潜在需要を喚起できるものとみている。

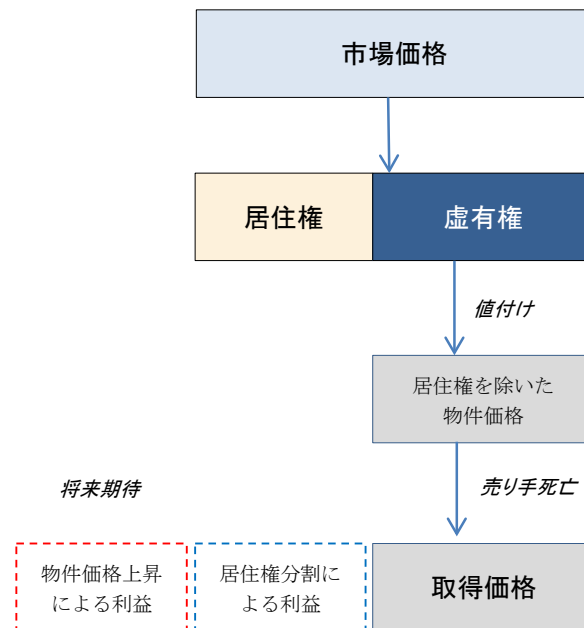
2. ヴィアジェと市場動向

現在のヴィアジェ市場にはヴィアジェを取り扱う不動産業者が 20 社から 25 社ほどあるが、いずれも零細企業が多い。その中でも、老舗のコスタ・ヴィアジェ社が市場の 40% を占めている。以下は、ヴィアジェと市場の状況について、このコスタ・ヴィアジェ社、同社もマネージメントに参加しているセルティヴィア・ファンド及び公証人から聴取した内容である。

(1) ヴィアジェの仕組み

ヴィアジェ契約は、不動産物件の売買取引の形態であり、フランスでは 1804 年からの民法典に基づく契約である。売り手は買い手から住宅を購入するが、ヴィアジェの場合には、用益権の一種である居住権 (Droit d' Usage et d' Habitation : DUH) を売り手に残し、物件の所有権や処分権を含む虚有権 (Nupropriété) だけを購入する契約になる。一般的なヴィアジェの契約では、この虚有権の移転の対価として、虚有権分の価値総額から一定の一時金 (Bouquet) を支払う。次に一時金額を差し引いた差額を定期支払い金 (Rente) として毎月支払う。居住権は売り手に残しているため、売り手は亡くなるまでその物件に住み続けることができる。

図表 V-2 ヴィアジェにおける居住権と虚有権、将来期待



上記図表 V-2 の一番上は居住者がいない場合の物件の市場価格であり (Valeur Libre)、市場価格は、用益権 (Usufruit) かつ居住権である (Abattement DUH) と虚有権である (Nupropriété) かつ物件固有の価値 (Valeur Décotée) から構成される。居住権の金額は契約時における売り手の年齢、つまりその後の寿命に影響される (余命×家賃=居住権の総額)。虚有権は、物件の所有権を示し、当該物件の売買や抵当権などの権利設定が可能である。

なお、ヴィアジェ取引では、一時金と定期金の総額（虚有権額）が家賃の総額（居住権額）よりも低いと契約が成立しにくい。居住権の価額を算出するのに必要な家賃は市場に基づく統計データが整備されているし、余命は政府が発行する死亡率表に基づいて求められる。余命は個別のものではなく、あくまでも平均的な数値を用いる。

これらの契約金額については、契約時には公証人が認める水準でなければならない。契約前の条件説明は公証人が行うし、契約も公証人が介在して行われる。ヴィアジェに関わらず、フランスにおける不動産売買等には法の定めにより、必ず公証人が介在しなければならない。

(2) 買い手と売り手のメリット

買い手のメリットは、銀行融資を受けなくても、あたかも融資を受ける際の頭金と元利支払いのように、ヴィアジェの一時金と年金の支払いを行えばよく、期限の利益を得つつ、当初から大体 15~20 年間分の家賃に相当する居住権の価値を除いた価格で該当物件を購入できる点である（概ね市場価格の 5~6 割で購入することになる）。将来の所有権の完全な確保を考えれば、割安の資金額で購入できることになる。特にパリ市内の住宅は将来的な値上がり期待でき、買い手にとっては人気がある（図表 V-2）。

フランス統計局（INSEE）の統計値でも、フランスの住宅価格は長期的に年率 2% で上昇していることから、最終的には市場価格で売却すると、売却価格から虚有権部分と居住権部分を除いた残額はキャピタルゲインとなる。居住権部分は非課税であるが、キャピタルゲインは課税される。

売り手のメリットは、住みながらにして一時金（なしの場合もある）及び定期支払い金を受領し、年金の補填や様々な用途に使うことができる点である。定期金は年金生活者であるため、多くの場合は非課税であり、夫婦の場合は片方が亡くなっても、配偶者は引き続き住み続け、定期金をもらい続けることができる。定期金は物価スライド式条件付なので、物価上昇による自分の将来の購買力の縮小をある程度担保できる。もし、高齢によって老人ホームに入らねばならないとしても、退出により当該物件は空き家になり買い手は賃貸できるため、通常は従来よりも定期金額が上がる。

ただし、非常に重要なことは、ヴィアジェは射幸性の高い契約であり、契約がいつ終了するかを読むのは難しく、買い手と売り手の双方に予期しない事態が生じることがある点である。

(3) 売り手への定期金支払い保証

ヴィアジェ取引は個人取引であるから、買い手による定期金の払い込みが契約通り履行されるかどうかは売り手の懸念材料となる。しかし、この取引は、通常の不動産取引と同様に、契約書を公証人が作成し登記などの必要な手続きを行うことに加え、契約上、売り手から買い取った物件に対し、公証人を通じて抵当権を設定し、買い手が支払いを怠った場合には契約を解除し、売り手が所有権を取り戻せるようにしてきた。しかし、現実には契約を解除して抵当権を行使するには 9~18 ヶ月ほどを要するため⁽²⁵⁾、訴訟費用も含めて、契約不履行が生じた場合の対処には大きな課題がある。

もうひとつの課題は、ヴィアジェ取引において、法人が買い手となる場合、仮にその法人が破綻すると、米国のチャプター 11 と同様に、抵当権の行使は困難になることであった。このため最近では別の方法で売り手の保護を図るようになった。それは商品の割賦販売と同様に、一時金や定期金を全額支払わねば、所有権を移転しない方法である。売り手が死亡した場合には、自動的に所有権が移転する契約としているが、買い手が支払いを滞納した場合には、所有権は移転していないので、契約を解除するだけ

⁽²⁵⁾ フランスでは家賃滞納などの不都合なテナントを退出させる手続きにも、同様の期間がかかるという。わが国同様、借家法においても、テナントの保護が優先されている。

で済む。実際に法人の買い手が破綻するという事件がいくつか過去に発生したため、2006年に法律の改正があり、ヴィアジェ契約にこうした条件設定ができるようになった。

(4) ヴィアジェの種類

ヴィアジェにはいろいろな種類があるが、売り手が住んでいる状態の“Viager Occupé”が一般的であり、全体の80%位を占める。また、ある高齢者がいくつかの物件を所有していて、自分の住む場所以外の物件をヴィアジェで売るという居住者なしヴィアジェ“Viager Libre”が15%位を占める(図表V-3)。他にも一時金型とか定期型、契約設定型ヴィアジェなどの種類があるが、これらが使われることは少ない。

図表V-3 ヴィアジェの種類

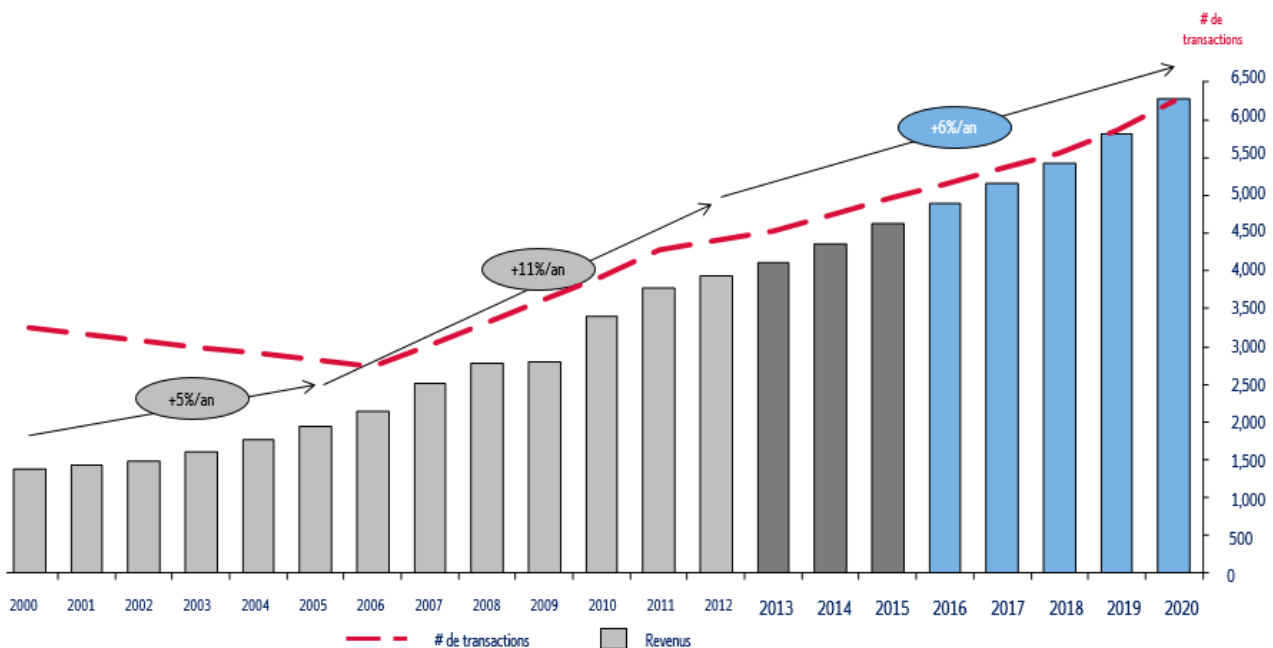
ヴィアジェの種類	内容
一般型ヴィアジェ Viager Occupé	売り手は売却した住宅への終身居住を認められ、対価として一時金と定期金(年金払い)を受け取る。
一時金型ヴィアジェ Viager Sans Rente ou «Nue-Propriété»	売り手は売却した住宅への終身居住を認められ、対価として一時金のみを受け取る。
居住者なしヴィアジェ Viager Libre	別荘等の二次的住宅に対するヴィアジェ。売却によって一時金と定期金を受領できる。買い手はただちに居住可能だし、当該物件を賃貸してもよい。
定期型ヴィアジェ Vente à Terme	売り手の居住期間と買い手の定期金の支払期間を一定期間とする。
契約設定型ヴィアジェ Flexi Viager	売り手の居住期間、買い手による定期金(年金払い分の期間を一定期間とする。別荘の場合、買い手は売り手に一定回数の使用権を認める等。

(資料) Certivia Fund プレゼン資料より作成。

(5) ヴィアジェ市場

ヒアリング先のセルティヴィア・ファンドが、所得の伸び率との関係から行った予測では、ヴィアジェの年間取引数は2015年現在で約4,500件であるが、2020年までには6,000件を超し、徐々に需要は高まるものと見込まれている(図表V-5)。

図表V-4 ヴィアジェの取引件数と所得伸び率の動向と今後の見通し

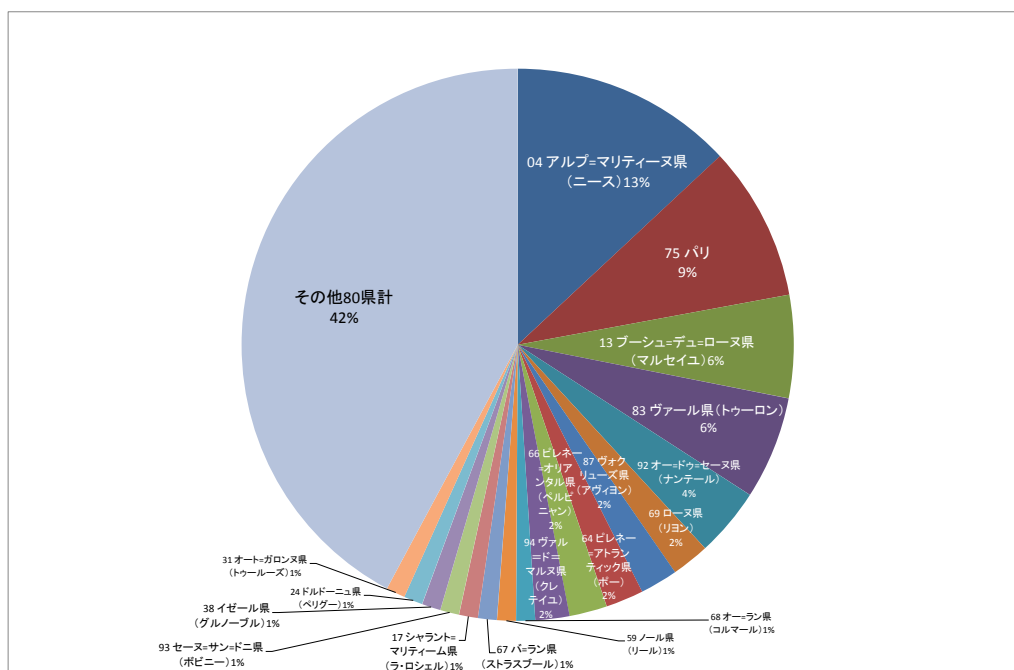


(資料) Certivia Fund プレゼン資料に加筆・転載。

(6) ヴィアジェ需要の地域性

フランスの中でパリのヴィアジェ契約のシェアは、パリ市とその郊外が市場の約3分の1、南仏で約3分の1、残りが3分の1という感じである。県別ではニースを県都とするアルプ=マリティーム県のシェアが13%、それに次いでパリの9%となっている。南仏は気候が温暖であるため、高齢になった時の準備のために、通常の売買価格よりも低い価格が期待できるヴィアジェを通じて、早いうちに物件を確保しようという需要が高いという(図表V-5)。

図表V-5 ヴィアジェ市場の取引数の地域シェア(2000~2010年合計)



(資料) Certivia Fund プレゼン資料に加筆・転載。

3. ヴィアジェ・ファンドの創設

ヴィアジェという射幸性の高い契約では市場における買い手が少ないことが普及を妨げている大きな課題であるが、最近では、ファンドを組成し、ファンドが買い手となりヴィアジェ物件を購入し、運用することによって、この課題を解消しようという動きが出ている。以下は、民間ファンドを組成しているヴィラージュ・ヴィアジェ社 (Virage-Viager) 及び公的なヴィアジェ・ファンドを組成しているフランス預金供託公庫 (Caisse des Dépôts et Consignations: CDC) の両者から聴取した内容を報告する。

(1) ヴィアジェ・ファンドの創設の背景

① ヴィラージュ・ヴィアジェ社による民間ファンドの場合

人口減少と高齢化によって年金加入者が少なくなり年金額は低下している。国民の寿命は延びても年金額は増えないため、ヴィアジェ市場を拡大させないと、年金を補填する役割を担えない。年金生活をしている人たちの75%は自分が住む場所を所有しているので、ヴィラージュ・ヴィアジェ社としては、この潜在需要に対応するには、ヴィアジェを活用するのが最も合理的と考えた。

第1号のヴィアジェ・ファンドを2010年に創設した理由は、ヴィアジェは個人と個人の契約なので、売り手が多すぎる割に買い手が少ないという需給ギャップを解消し、ヴィアジェの市場の規模を拡大するためである。ヴィアジェ市場のアンバランスは、売り手に対して買い手は10分の1程度である。買

い手を拡大するためには、個人が購入するのではなく、機関投資家、大手の保険会社が投資できるファンドを組成し、十分な資金の裏付けにより、ファンドが個人と契約すれば、潜在需要を健在化し、需給ギャップを解消できる。単純に言えば、現在の10倍近くの取引が顕在化する可能性がある。

元々ヴィアジェ取引は民法典の規定により法的に安定しているので、個々のヴィアジェ契約をファンドが束ねて管理することによって、売り手にとってはより望ましい保証、安心感が得られようになる。そして、投資家に対しても、住宅資産のヴィアジェ運用を通じて、確実に期待する利益を得られるようにする。これがヴィアジェ・ファンドを創設する際の2つの重要なテーマである。

ファンド組成にあたり、新たな問題はプロパティ・マネージメントであった。個人間の契約の場合には所定の維持管理がなされておれば買い手もそれほど問題視していなかったが、機関投資家が資金を投下していることから、不動産の価値をしっかりと維持しなければならない。維持管理を怠ると、20年ほどで物件価値が下がってしまうからである。個々のヴィアジェ物件をしっかりと維持管理することは、費用負担も含め、なかなか難しい課題であったが、今では逆に積極的な維持管理を行うことによってバリューアップに結びつけ、将来のリターンを高めようとしている。

②預金供託公庫(CDC)グループ出資による公的なセルティヴィア・ファンドの場合

預金供託公庫は様々な社会資本への投融資を行う公的金融機関であり、セルティヴィア・ファンド(Certivia Fund)を組成するにあたっては、公共的な問題意識と課題設定が必要であった。

まずは、人口の高齢化によって発生する様々な課題にチャレンジすることである。最大の課題は医療・介護費の負担の問題、次に高齢者に対応した住宅への改装工事をいかに推進するかである。公共施設を含めてバリアフリー化を進めることも重要課題である。暖かい場所に住みたいということで北フランスから南フランスへの高齢者の移動が増えると見ているので、公共交通機関のアクセスビリティも課題である。

さらに、高齢に伴い収入が減り貯蓄が低下するため、いざ資金が必要な時には持家を流動化する必要があるが、これにどう対応するかという課題に直面した。調査によると、高齢者の80%が自分の家に住みたいと考えている。一方、老人ホームに入っている高齢者の80%が自分でその経費が負担できなくなっているという事実が現前としてある。これらにどう対処するかが大きな課題であった。

預金供託公庫は、これらの課題に対し、2011年から財政投融資資金を活用し、医療・介護費用の一部を負担するとともに、人口の高齢化に合わせて住宅の改装工事がしやすいように融資プランなどを準備してきた。さらに、自治体のインフラの改装工事、公共交通機関を障害者が使いやすいように改装すること、ITに基づいて新しいサービスを提供する努力も続けており、新たに高齢者に対応した新テクノロジーを開発する必要性も指摘している。

このうち、高齢化と住宅、年金の問題については、高齢者の特徴である持家率の高さを活用すべきという点を再認識したものの、住宅は不動産であり、流動性が乏しく直ちには資金が得られない。住宅資産の流動化を図る方法として、前述の①フランス不動産銀行によるリバースモーゲージの活用、②低所得者用の社会住宅コミュニティ(HLM 団地)へのヴィアジェ導入(居住者が亡くなればHLM 公社が当該住宅を買い取る)、③ヴィアジェ・ファンドの創設、④不動産信託制度の活用という4つを検討し、①と②、④を先行して実施してきたが、③のヴィアジェ・ファンドの活用はやや遅れてスタートした経緯がある。。

ヴィアジェによって不動産が流動化でき、医療・介護費用が捻出できるため、財政負担も減る。ヴィアジェ契約を通じて居住権を確保できるため、住み続けるという課題は解決できる。一時金に加え、定期金により、年金の補填が可能となる。最後の段階になると老人ホームに入るために多額の費用がかかるが、その経費の一部や全額を負担できる可能性がある。このため預金供託公庫は国策として、ヴィアジェ・ファンドに取り組むこととなった。

ただし、いくつかの課題があった。まず、死亡を賭け事にするヴィアジェ契約を扱う公的なファンドとしては、運営にあたり最新の注意が必要という点である。次に家を持ち続けたいという文化的意識は強く、居住権が残っても虚有権は喪失する、あるいは移転するということが高齢者に非常に不安な状況をもたらすため、その意識にどう配慮するかという点である。

さらに最大の課題は、平均余命が年々伸びており、長期に渡って定期支払いを続けることができるかという技術的な点である。現在のヴィアジェ市場規模は小さいため、透明性が確保されていないため、どう改善していくかという点も課題となった。

これらの課題を解決する方向として、ヴィアジェ・ファンドの創設が最も有効と考えられた。ヴィアジェは原則的に個人と個人の契約であるが、ファンドの創設は、これを個人と法人の契約にすることを意味する。どのようなメリットがあるかと言うと、買い手が法人、具体的には保険会社や規模の大きなファンドだと、取引するにあたり射幸性の高い博打に投資しているといった心理的な懸念がなくなることである。それに、買い手が大手の保険会社なら、売り手側からすると、長期にわたり安心して定期金の支払いを受けられるという安心感がある。

(2) ヴィアジェ・ファンドの内容と展望

ヴィラージュ・ヴィアジェ社による民間ファンドは、同社自身がセルフマネージメントを行っているのに対し、セルティヴィア・ファンドはコンペを通じて採用した第三者のラ・フランセ社 (La Française) 及び前述のコステ・ヴィアジェ社 (Costes Viager) がマネージメントを行っている。ラ・フランセ社は大手の年金運用等を行うアセットマネージメント会社である。コステ・ヴィアジェ社はヴィアジェ仲介取引業の老舗で市場の 40% を取り扱っている。

この2つのファンドを比べてみると (図表V-6)、民間と公的ファンドの特徴が分かる。セルティヴィアは公的ファンドだけに、政策目的上、対象物件をパリ大都市圏に絞れないことから、ファンドの収益性確保はなかなか難しいようである。ヒアリングでは、住宅価格もあまり高額なものは対象にできず、平均 30 万ユーロ/戸を目指すとのことであり、物件確保の難しさを滲ませていた。このため 1.5 兆ユーロの資金を確保しながら、目標 500 戸に対し未だに 55 戸のヴィアジェ物件しか購入できていない (まだ後 1 年の購入期間があり、これから十分達成できるとのこと)。

この点、ヴィラージュ・ヴィアジェ社には政策面からの縛りはなく、物件の運用安定性が確保できるのであれば、高額物件をポートフォリオに加えることも可能であり、投資家が期待する運用特性に対応した複数のファンドのマネージメントも行っている。

また、Certivia Fund の場合はヴィアジェの支払い方法に、政策目的から定期金支払いを含めているが、Virage-Virage の場合は一時金のみとして、キャッシュフローを予定しやすいものとしている。

Certivia Fund のように政策目的を重視する場合は、劣後部分に CDC 等が出資し、リスク別にクラス分けし、他の機関投資家の資金が入りやすくするなどの工夫があるものと推定されるが、今回のヒアリングでは時間も無く具体的に聴取できなかった。

リバースモーゲージやヴィアジェのような類似スキームに政府支援が必要か否かという観点からすると、仮にヴィアジェ契約と類似した物件購入を、日本でも大手不動産会社と生命保険会社等が協力し

て組成したファンドが行うとすれば、民間ベースでもかなりの実現性と需要確保の可能性が期待できるように考えられる。日本では住宅価格の値上がり期待は乏しいが、低利環境が続いており、ある程度融資掛け値を高めた商品が提供できる可能性もあるのではないかと。

図表 V-6 ヴィアジェ市場の取引数の地域シェア(2000~2010 年合計)

	民間ファンド: Virage-Viager 社運営	公的ファンド: Certivia Fund
創設時期	2010 年~	2014 年下期
法的形態	投資信託 (SICAV 及び SCI)	投資信託 (SICAV)
ファンド投資家	年金・保険会社、機関投資家	CDC と関連企業、機関投資家
投資対象	ヴィアジェ物件 (パリ大都市圏中心)	ヴィアジェ物件 (パリ 20%、残りは全国都市圏)
資産内容	アパート及び住宅	アパート (90%目標) 及び住宅
居住者年齢	契約時平均 75 歳	契約時平均 80 歳を維持
募集時期	募集完了	初回 2014 年 9 月 15 日 2 回目 2015 年 3 月 31 日
最低単位	500 万ユーロ (推測)	500 万ユーロ
ポートフォリオ	複数 0.4~1.0 億ユーロ (500 物件)	1.5 億ユーロ (平均価格 30 万ユーロを 500 物件)、現在 55 物件
償還期間	毎年	四半期毎
配当	資産売却及びキャピタルゲイン	資産売却及びキャピタルゲイン
投資期間	15 年 (当初 5 年で 4 割りを償還)	5 年単位
運用目標	税引き後で 5.6~7.8% (6.75%中位値)	税引き後で 6.5%
資産評価	毎年専門家、四半期毎評価 (推測)	毎年専門家、四半期毎評価
ヴィアジェ支払い方法	固定金利一時金払いのみ	固定金利一時金及び定期支払い
海外資産	EU の物件等を今後対象としていく	予定なし
アセットマネジメント	自社	La Française 及び Costes Viager

(資料) 両ファンドのプレゼン資料及びヒアリングより作成。

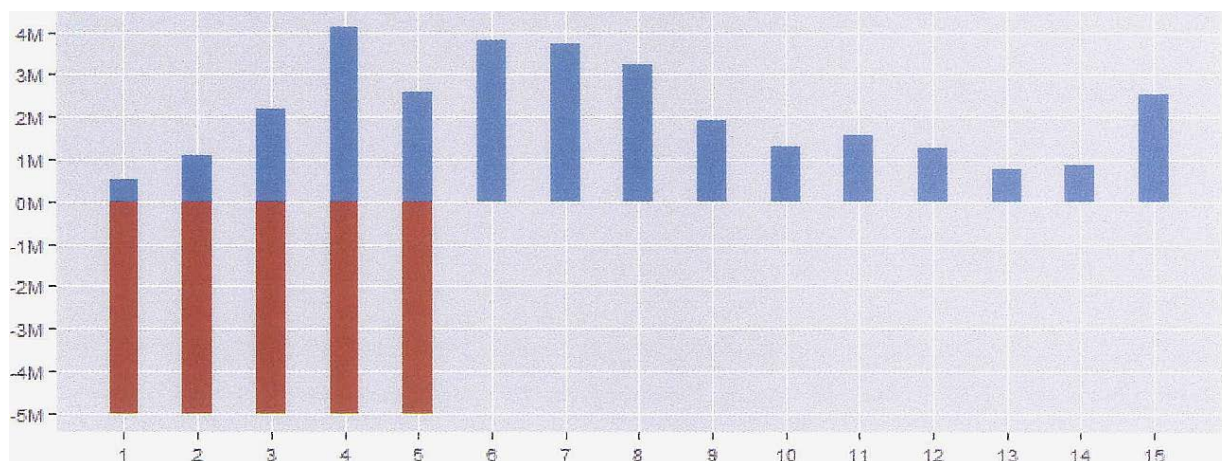
また、公的なセルティヴィア・ファンドの場合はヴィアジェの支払い方法に、年金を補填するという政策目的から定期金の支払いを行っているが、ヴィラージェ・ヴィアジェ社の場合は、契約後の一時金だけの支払いに限定し、投資家にとって確実性の高いキャッシュフローを提供しようとしている。

同社が行った調査では、実際の売り手のニーズも定期金よりも契約後の一時金の受領にあるという。年金払いが必要な消費者は、一時金に基づき、別途年金商品を購入することもでき、同社の場合は、一時金だけの支出に留めたとのことである。

同社がマネージするファンドの事例では、概ね図表 V-7 のキャッシュフローが得られるようにしているという (イメージ)。全体で 15 年の償還期間を想定し、当初の 5 年間で 40%を償還する運用方針となっており、5 年程度の償還期間を期待する投資家にとっては検討に値するものと考えられる。

ヴィラージェ・ヴィアジェ社のファンドの目論見書では、配当率のモンテカルロ・シミュレーションを、成長、ベース、低迷という 3 つのシナリオによって分析した結果を示しており、90%の信頼で、税引き後に年 5.6~7.8%の IRR (中位値) が得られるとして、機関投資家に説明している。このときの住宅価格の上昇率は年 1%、物価上昇率も 1%である (図表 V-8)。

図表 V-7 ファンドのキャッシュフロー・イメージ(2,500 万€の投資と元利償還—Virage Viage)



(資料) Lyre Opportunity, Investment Presentation, LYRE Capital

図表 V-8 ヴィアジェ・ファンドのパフォーマンスのシミュレーション

シナリオ	年 IRR 中位値	90%信頼範囲	物件価格上昇	インフレ率
低迷	6%	4.9% ~ 7.2%	0%	+1%
ベース	6.75%	5.6% ~ 7.8%	+1%	+1%
成長	7.2%	6.1% ~ 8.3%	+2%	+1%

(資料) Lyre Opportunity, Investment Presentation, LYRE Capital

セルティヴィア・ファンドの場合、物件の管理を効率的に行うため、すべての情報はデータベース化し、簡単に参照できるようにしている。図表 V-9 はヒアリング時にラ・フランセ社及びコステ・ヴィアジェ社から得た物件の概要情報である。

物件 2 の場合、平均余命を 6 年としているため、この物件の虚有権部分は、大凡 3 万ユーロ + 3,290 ユーロ/月 × 12 ヶ月 × 6 年 = 266,880 ユーロとなる。これは市場価格に対して 65% の掛け値ということになる。

図表 V-9 セルティヴィア・ファンド取得済み(予定)物件情報

物件と売り手の概要等	価格条件
物件1 パリの西側 7 km 広さは 92 m ² 74 歳の女性	物件市場価値: 307,000 ユーロ 一時金: 55,000 ユーロ 年金: 632 ユーロ/月
物件2 パリ市内 15 区 広さは 48 m ² 87 歳の女性(平均余命: 6 年と想定)	物件市場価値: 410,000 ユーロ 一時金: 30,000 ユーロ 年金: 3,290 ユーロ/月
物件3 パリ市内 15 区。エッフェル塔から 2 km。 広さ 78 m ² 、8 階建ての 6 階でバルコニー付き。 85 歳の女性。未成約で交渉中。	物件市場価値: 595,700 ユーロ オプション1 一時金: 130,000 ユーロ、定期金: 2,863 ユーロ オプション2 一時金: 210,000 ユーロ、定期金: 2,023 ユーロ

(資料)ヒアリング情報に基づき作成。