

CAPITAL MARKETS LEGAL UPDATE

CONTENTS

- 1 アルゼンチン国債に関する米国での訴訟の概要
- 2 ソブリン発行体による債務再編への影響
- 3 ソブリン発行体によるサムライ債発行実務への影響

アルゼンチン国債に関する近時の動向

弁護士 広瀬 卓生 | 弁護士 岡 知敬

昨年より、アルゼンチンの公的債務(国債)に関する問題が再び注目を集めている。2001年の同国の財政破綻後、その発行済みの国債は政府による債務再編の対象となったが、かかる債務再編につき、米国連邦裁判所において訴訟が係属しており、その結果次第では、同国の国債が再びデフォルトに陥りかねないとの懸念が広がっているためである。

ここでは、この訴訟の概要及び今後の見通しを概説するとともに、ソブリン発行体によるサムライ債発行実務への影響等について、若干の分析を試みたい。

1 アルゼンチン国債に関する米国での訴訟の概要

現在米国において耳目を集めている訴訟の概要は、以下のとおりである。

(1)2001年、アルゼンチン共和国(以下「アルゼンチン」という。)はかねてからの経済不振により財政破綻に陥り、その対外債務の一時的支払停止を宣言した。これにより、アルゼンチン国債は債務不履行(デフォルト)に陥った。

(2)2005年及び2010年、アルゼンチンは、債務再編のため、デフォルトした国債の保有者に対して、条件を切り下げた新たな債券との交換を提案した(いわゆる「エクステンジ・オファー」。なお、エクステンジ・オファーの対象となった国債は多岐にわたるが、今回の訴訟の原告が保有するニューヨーク州法準拠のアルゼンチン国債を特に「原債券」という。)。なお、原債券保有者がエクステンジ・オファーに応じた場合に新たに交付される債券(以下「新債券」という。)は、原債券の約2、3割程度の価値にまで大幅に切り下げられたものであった。

(3)2度にわたるエクステンジ・オファーには、結局のところ原債券保有者の約91%が応じた。新債券の保有者となった者に対しては、その後、上記のように切り下げられた条件の下で支払が行われてきた。

(4)一方、エクステンジ・オファーを不服とする一部の原債券保有者(以下「不服債権者」という。)はこれに応じておらず、原債券の保有を続けているが、不服債権者に対する支払いはこれまで行われていない。なお、アルゼンチンは、原債券に対する今後の支払いを一切行わないことを政府として表明するのみならず、通称「Lock Law」と呼ばれる国内法を2005年に制定し、エク

チェンジ・オファーに応じなかった債権者に対して和解に応じて支払いをすること等を法律により自ら禁止した。

(5)2009年から2011年にかけて、不服債権者の一部であるヘッジファンドのNML Capital, Ltd.等が、アルゼンチンによる差別取扱い(上記のとおり、新債券の保有者にのみ支払いを行う一方、不服債権者には支払いを行わないこと)が、原債券の要項に定められている、いわゆるパリパス条項(債権者平等条項)に違反するとして、米国連邦地裁に提訴した。この訴えの審理は、2001年のアルゼンチン国債のデフォルト以降、これに関連する一連の裁判を担当してきたグリーサ判事が行うことになった。

(6)グリーサ判事は、2011年から2012年にかけて審理を行い、アルゼンチンが、①原債券への支払いを拒絶し続ける一方で新債券への支払いを適時に行ったこと、及び②上記Lock Lawを制定したことにより、新債券を原債券よりも後順位に劣後させ、パリパス条項に違反したと判決するとともに、「アルゼンチンが新債券に係る支払いを行う際には、同時又は事前に、原告不服債権者に対しても比例的支払(ratable payment)を行わなければならない」との命令を下した。

原債券のパリパス条項の内容は、「本債券は、…アルゼンチン共和国の直接、無条件、無担保かつ非劣後の債務であり、本債券相互の間において優先権のない同順位である。本債券に基づくアルゼンチン共和国の支払義務は、その現在及び将来におけるその他すべての無担保かつ非劣後の対外債務と少なくとも同順位である。(以上、筆者らによる参考和訳)」というものであり、国外発行のソブリン債においてごく一般的な条項である。上記の判決においては、このパリパス条項の第二文目が、比例的支払が要求される根拠となるとの判断が示された。

(7)これに対し、アルゼンチンは、かかる判決と命令を不服として連邦高裁(第二巡回裁判所)に控訴した。これに伴い、連邦地裁による上記命令の効力はいったん停止された。

(8)2012年10月26日、連邦高裁は、アルゼンチンが、原債券への支払いを拒絶するとともに、その旨を政府として明確に宣言しLock Lawの制定を行ったこと等の一連の行為により、被告である同国がパリパス条項に違反したとし、原審である連邦地裁が下したパリパス条項違反の判断を支持する旨を判示したが、併せて下されていた上記命令の相当性については、連邦地裁のいう「比例的支払」の具体的に意味するところが不明確であること等を指摘し、連邦地裁への差戻しを決定した。同時に、連邦地裁においてかかる指摘箇所の明確化がなされた後には、本件訴訟は再び連邦高裁の下に戻され、命令の相当性について再審理が行われる旨の指示もなされた。

(9)2012年11月21日、差戻し審において、グリーサ判事は、原告不服債権者の主張に沿う形で「比例的支払」の意義を明確化する決定を行うとともに、アルゼンチンが同年12月に予定された新債券に係る利払いを行うためには、パリパス条項に基づき、同時又は事前に、期限到来済の原債券の元本及び利息の全額を支払わなければならないとの命令を改めて下した。本件訴訟は、上記(8)記載の指示に従い、再び連邦高裁に戻されることとなった。

(10)2012年11月28日、連邦高裁において、グリーサ判事が明確化した命令の内容に基づき、審理が再開されるとともに、上記(9)記載の命令の執行停止が決定された。かかる執行停止により、新債券保有者に対する2012年12月分の利払いが可能となり、新債券がデフォルトに陥る事態がひとまずは回避された。

(11)2013年2月27日、連邦高裁において当事者のヒアリングが行われ、アルゼンチンは、上記(9)記載の「比例的支払」の代替案を提案する用意がある旨の主張を行った。これを受けて、3月1日、連邦高裁は、アルゼンチンに対し、かかる代替案を提出するよう要請した。しかし、同月29日にアルゼンチンから提出された代替案は、実質的に2010年のエクスチェンジ・オファーの焼き直しに過ぎなかったため、4月19日に、原告から同案を批判しつつ拒絶する旨の書面が提出された。

(12)以上で連邦高裁における当事者の主張立証等は終了し、本稿執筆時(2013年5月中旬)現在、連邦高裁による最終判断を待っている状況にある。

2 ソブリン発行体による債務再編への影響

(1) 今後の手続

アルゼンチンは、上記1(9)記載の命令の下では、原債券保有者に対して未払いの元利金をすべて支払わない限り、新債券保有者に対する元利金の支払いを行うことができない。したがって、命令に従うべく原債券保有者への支払いを行うならば、かかる支払いを禁ずる国内法(上記「Lock Law」)に抵触することとなり、反対に、国内法を遵守すべく新債券保有者のみへの支払いを従来どおり行おうとするならば、命令に正面から違反することとなる。さらに、命令と国内法の双方を遵守すべく原債券保有者及び新債券保有者のいずれにも支払わないこととすれば、新債券のデフォルトを惹起することとなるという、いわば八方塞がりの状況に置かれている。

連邦高裁の最終判断は近々に下されると見込まれているが、原告不服債権者側の主張を認めた上記1(8)記載の連邦高裁の判断以降、アルゼンチン側の主張に目新しいものがないことから、引き続き被告であるアルゼンチンに厳しい判断が下される可能性が高いとの見方が、米国の実務界での大勢のようである。もっとも、連邦高裁の最終判断がどのようなものであれ、連邦最高裁でも引き続き争われる可能性は、依然として残っている。

(2) 今後のソブリン発行体による債務再編への影響

ソブリン発行体(国、地方公共団体又はそれらに準ずる機関)がデフォルトに陥った場合、会社等の発行体と異なり、倒産法制を利用して債務を強制的に縮減することができない。ソブリン発行体であるがゆえに、一般的には、特別立法により強制的に債務縮減するなど、大上段の解決の余地もあり得るはずであるが、(原債券のような)国外法準拠の外債については、自国法の射程外であるために、そのような対応も理論的に採り得ない。結果として、本件におけるエクステンション・オファーのような、債権者との合意に基づく方法を利用せざるを得ないこととなる。

しかし、本件訴訟において現在までに示されてきた判断が今後も維持され、先例として確立された場合、デフォルトに陥ったソブリン債の保有者は、発行体によるエクステンション・オファーに応じなくとも、本件と同様の訴えを後から提起することでエクステンション・オファーに応じた債券保有者への支払いをストップさせるとともに、それによって自己の債券への全額弁済を間接的に強制させることが可能になる。すなわち、債務再編に応じない方が最終的な回収額が増える上に、債務再編に応じても円滑な弁済が受けられない可能性が高まるということであって、その結果として、今後、ニューヨーク州法準拠のソブリン債がデフォルトした場合、債券保有者から債務再編についての同意を得ることが、従前よりも困難になり得るとの指摘がなされている。ニューヨーク州法に準拠するソブリン債は数多く発行されているため、その影響は小さいものではない。

また、かかる影響の大きさゆえに、連邦裁判所の一連の判断に対する強い批判の声も少なからず聞かれるところである。例えば、他ならぬ米国政府は、かかる決定は今後のソブリン発行体による債務再編を危うくするとして強く非難した上で、アルゼンチンを支持する書面を連邦高裁に提出し、自国の裁判所とは対立する立場にあることを表明している。

次に、連邦高裁の判断の射程に関連して、ソブリン債のパリパス条項違反がいかなる場合に生ずるか、という論点がある。(市場関係者の主流的な理解とされる)狭義説は、パリパス条項は、対象とされる債務が法的に同順位であることを要求するのみであり、発行体が立法その他の法的手段により債券を法的に劣後させた場合にのみ、同条項違反となるとする(したがって、ソブリン発行体が、政策上の理由から一部の債権者にのみ支払いを行ったとしても、パリパス条項違反とはならない)。一方、広義説は、もう一步進んで、ソブリン発行体が一旦支払停止又はデフォルトとなった場合は、同順位のすべての債務について比例的支払を行わなければならないとする。

本件についてみると、連邦高裁が、パリパス条項違反を認定するにあたって、原債券への支払い拒絶等を理由として比例的支払を命じている点は広義説に親和的であるが、他方で違反の根拠

として Lock Law の制定をも挙げている点は狭義説的であるともいえ、いずれの立場をとったかは明らかではない。

以上のほか、本件では、原債券の発行要項に、いわゆる集団行動条項(Collective Action Clause)が含まれていなかったことも問題であったとの指摘がなされている。集団行動条項とは、債務再編を円滑化する目的で、債券保有者の多数決により、反対者分も含めた債券全体の債務の返済条件を変更すること等を可能とする条項をいい、近年の国外発行ソブリン債では、かかる条項を設けることが一般的な市場慣行となっている。

この点につき、連邦高裁は、本件のように原債券保有者の「ごね得」を許すことが円滑な債務再編の妨げになるという問題は、集団行動条項が設けられていれば対処可能であったという認識を示している。本件では 9 割以上の原債券保有者が債務再編に賛成しているため、同条項があれば、不服債権者も債務再編に拘束されたはずであった、というものである。

もっとも、この主張に対しては、①通常の集団行動条項は、同一の発行に係る債券のみを適用対象とするため、特定の債券を買い集めることで当該債券の債務再編を事実上拒絶できてしまうこととなり、対応には限界があること、また、②ニューヨーク州法準拠のソブリン債に集団行動条項が導入されたのは 2002 年以降であり、当面の間は、同条項を持たない古いソブリン債が流通し続けるために同様の事態が生じうる、といった指摘がなされているところではある。なお、①の問題については、これを解決するため、異なる発行に係る債券もすべて集約して集団行動条項の対象とすること(aggregation=「集団化」)も検討されてきたが、これまでは必ずしも一般的な市場慣行となるまでには至っていない。しかし、欧州に関しては、2012 年 2 月に締結された条約(Treaties Establishing the European Stability Mechanism)に基づき、2013 年 1 月 1 日以降に発行される条約締結国のソブリン債については、各国共通の内容の、集団化が可能な集団行動条項を設けることが義務化されることとなったことから、これを契機として、今後、他の市場において同条項の導入が進んでいく可能性も考えられる。

3 ソブリン発行体によるサムライ債発行実務への影響

現時点までの米国連邦裁判所の判断が今後も維持された場合に考え得る、ソブリン発行体によるサムライ債発行実務への影響について、ごく簡単に検討したい。

まず、サムライ債の要項において使用されてきたパリパス条項の内容が、今回の件を受けて変化していく可能性が考えられる。

サムライ債は日本法を準拠法として発行されるため、パリパス条項も日本法に基づき解釈されることとなる。しかしながら、筆者らの知る限り、かかる条項は半ば定型文言のごとく伝統的に使用されてきてはいるものの、これに関する日本の裁判所の見るべき判例はなく、また、実務家によって活発に解釈論が展開されているとも言いがたい状況にある。したがって、パリパス条項違反の要件と効果のいずれも、(個々の条項の規定ぶりにもよろうが)必ずしも明らかではない。このような状況の下で、ソブリン発行体が、今回の米国裁判所の解釈が日本でも踏襲されるリスクを減らしたいと望んだ場合、将来的には、パリパス条項について日本の裁判所に広義説的な解釈をとられる余地を減らすべく、その内容をより明示的に限定する方向性を望む流れとなることも考えられなくはない。

次に、日本法におけるパリパス条項の解釈如何にかかわらず、今回の件が、事実上、ソブリン発行体による日本での債務再編を困難にする、という懸念がある。

すなわち、ソブリン発行体のサムライ債がデフォルトに陥った場合、当該ソブリン発行体がニューヨーク州法に準拠して発行した他の債券も同様にデフォルトに陥っているはずであるが、かかる債券の保有者が債務再編を拒むことで「ごね得」する状況において、サムライ債の投資家が元本カットやエクステンジ・オファー等を受け入れるのは、抵抗感が強いであろうと思われるからである。

また、集団行動条項については、ソブリン発行体のサムライ債においても、債券要項の中の債権者集会に係る規定の中において、多数決原理に基づき債権者の利害に関わる要項の変更を認めるなどの形により、すでに一定の限度ではかなり以前からその導入が図られてきてはいる。そして、同規定の解釈として、債権者集会の決議を経れば、反対債権者も含めた全債権者に対する関係での条件切り下げ(債務再編)が可能であるとの考え方が(総論としては)一般的であるように思われる。この点、さらに進んで、同規定に基づき、どの限度までの債務再編が有効と認められるか(反対債権者を拘束できるか)といった点については、具体的な議論に乏しい状況であるが、今回の件を下敷きとして、何らかの議論の進展もありえよう。また、集団行動条項の集団化についても、従前は、異なる債券間では利害状況が異なること等を理由として、これに対して否定的な意見が実務界において比較的主流を占めていたように思われる。この点、上記のとおり、欧州では集団化を可能とする集団行動条項が義務化されるといった大きな潮流が見られるところであり、日本での実務に今後何らかの形で波及することも考えられよう。

□ 本ニュースレターの内容は、一般的な情報提供であり、具体的な法的アドバイスではありません。お問い合わせ等ございましたら、当事務所の広瀬卓生(takuo.hirose@amt-law.com)までご遠慮なくご連絡下さいませよう、お願いいたします。

□ Capital Markets Legal Update
担当パートナー： 多賀大輔、広瀬卓生、吉井一浩

本ニュースレターの配信またはその停止をご希望の場合には、お手数ですが、cm-newsletter@amt-law.comまでご連絡下さいませようお願い申し上げます。

□ 本ニュースレターのバックナンバーは、
<http://www.amt-law.com/bulletins10.html>にてご覧いただけます。



CONTACT INFORMATION

アンダーソン・毛利・友常法律事務所

〒106-6036

東京都港区六本木一丁目6番1号
泉ガーデンタワー38階(総合受付)

Tel: 03-6888-1000 (代表)

Email: inquiry@amt-law.com

URL: <http://www.amt-law.com/>