

CAPITAL MARKETS LEGAL UPDATE

CONTENTS

- 1 カバードボンドとは
- 2 カバードボンドを巡る日本の状況
- 3 ブラジル版カバードボンドの概要

ブラジル版カバードボンドの発行に向けた連邦暫定規則の制定

弁護士 福家 靖成 | 弁護士 川上 晋平

2014年10月7日、ブラジル連邦政府は、住宅市場の活性化と金融市場における資金供給機能の強化を図るため、ブラジル版カバードボンド(Letras Imobiliárias Garantidas。以下「LIG」という。)の発行に向けて暫定規則第656号(以下「本規則」という。)を制定した。カバードボンドは、我が国では未だ発行事例はなく、特別な法制度も存在しないが、海外においては、欧州を中心に法制度が整備され広く発行されているほか、最近では北米・アジア太平洋地域でもカバードボンドの発行・法制化の動きが見られる。ブラジルにおける本規則の制定も、このような国際的なカバードボンド導入の広がりを受けたものである。本稿では、改めてカバードボンドを巡る我が国の状況を整理するとともに、本規則により導入が予定されるLIGについて概説する。

1. カバードボンドとは

カバードボンドとは、欧州を中心として、金融機関により発行されている債権担保付債券の一種であり、(1)不動産担保付住宅ローンや公共団体向けローンといった信用力の高い債権のプール(カバープール)を担保とし、かつ(2)投資家が発行体とカバープールの双方にリコースすることができる上(デュアルリコース)、発行体の破綻時にもその倒産手続による制限を受けることなくカバープールから優先的に償還を受けることができる、という特徴を持つものの総称である。

カバードボンドは、MBS(Mortgage Backed Securities)のような証券化商品とは異なり、上記のとおり発行体にも請求できる上、発行体がオンバランスのまま担保資産に継続的に関与し、期中を通じて適切な管理・監督によりカバープールの水準が確保される仕組みとなっているため、一般的に、より信頼性(格付け)が高い金融商品であると評価されている。実際に、カバードボンド市場においては、サブプライム危機やリーマンショックによる金融危機の影響も相対的に軽微なものに止まったことから、近年、改めて金融機関による有利な資金調達手法あるいは公債に準じた長期・安定的な投資先として注目を集めている。

カバードボンドには、上記のような特徴を実現するため、特別の法制度に基づき発行されるもの(法制カバードボンド)と、特別の法制度によらずストラクチャードファイナンスの手法を駆使して設計されるもの(ストラクチャードカバードボンド)がある。ストラクチャードカバードボンドは、特別の法制を必要としない一方、法的安定性のあるスキームを組むことが難しい場合がある上、複雑なストラクチャーの構築に伴うコストやリスクプレミアムが生じてしまうために、カバードボンドのメリットが減殺されてしまう可能性がある。

欧州では従前から多くの国でカバードボンドのための特別の法制度が整備されているが、近年、北米・アジア太平洋地域においても法制化が進められており、ブラジルにおけるLIGも前者の法制カバードボンドに分類される。

なお、上記のとおり、本規則は「暫定規則」として制定されたものであるが、「暫定規則」とは、ブラジルに特有の立法形式であり、喫緊に必要な事項について大統領権限により制定され、直ちに法としての効力を生じるものである。暫定規則は、原則として施行後60日間(ただし、120日間まで延長可能)、連邦議会の審査に付されるが、審査の結果否決されない限り、審査中から有効な法として取り扱われる。本規則も、審査期間が延長されたことにより、本ニュースレター発行時点において連邦議会の審査は終了していないものの、既に有効に施行されている。

2. カバードボンドを巡る日本の状況

カバードボンドを巡る我が国の状況を見ると、日本にはカバードボンドに関する特別の法制度は存在していないため、法制カバードボンドは発行できない。また、ストラクチャードカバードボンドについては、2008年に新生銀行が有価証券届出書を提出したが実際の発行には至らなかった事例はあるものの、他には発行事例は存在しない。

これは、潤沢な預金を背景とした金融機関の資金余剰や無担保シニア債発行の順調な需給環境から、そもそもカバードボンド発行への需要がそれほど高くなかったことに加え、例えば、発行体へのデュアルリコースが認められるカバードボンドの性質上、SPCに住宅ローン債権等を移転しても、実質的にカバープールを担保とする発行体の債務負担行為と認められる限り、発行体からの倒産隔離が確保されない可能性があること(SPCへの譲渡が担保設定とみなされることにより、更生担保権や別除権として倒産手続の影響を受けてしまう。)など、特別の法制度なくして、法的安定性のあるスキームを構築することが技術的に困難であると考えられてきたことによると思われる。

他方で、我が国においては、カバードボンドの法制化に向けた検討が進められていた経緯も存在する。例えば、2009年12月に経済産業省の委託調査として「カバードボンド研究会」が「カバードボンドに関する欧米事例と我が国における導入可能性 報告書」を取りまとめ、2011年7月には日本政策投資銀行が事務局となって設置された「カバード・ボンド研究会」により「カバード・ボンド研究会 とりまとめ(わが国へのカバード・ボンド導入に向けた実務者の認識の整理と課題の抽出)」が公表されている。さらに、2013年1月には、日本政策投資銀行が「カバード・ボンド研究会 とりまとめ」のフォローアップとして、「カバードボンドの発行に向けた検討報告書」を発表した。また、政府においても、2012年7月、成長ファイナンス推進会議で、カバードボンドの導入について検討することが表明され、同じ頃、閣議決定された「日本成長戦略」の中でも、同様の方針が掲げられた。

しかしながら、2012年12月の政権交代以降、政府のカバードボンド導入に向けた動きは停滞し、2013年7月には、内閣府の規制改革会議規制改革ホットラインを通じて提出された日本経済団体連合会によるカバードボンド法制の整備に向けた要望に対し、「現状ではカバードボンドを発行する喫緊のニーズはなく、法整備を行うことは適当ではない」との回答がなされている。

このように我が国においては、足許、カバードボンドの発行・法制化を期待することは難しい状況にあるが、一方で、上記のとおり、海外ではカバードボンドの法制化が進められている。今般、ブラジルにおいても本規則が制定され、国際的なカバードボンド導入の動きはますます本格化してきているように思われるところ、日本においても法整備に向けた取り組みの再開が期待される。

3. ブラジル版カバードボンドの概要

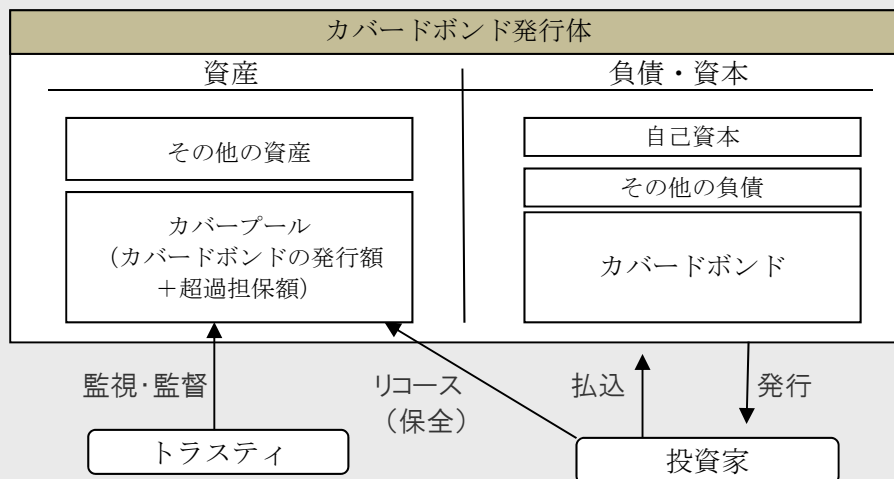
(1) LIG発行の仕組み

法制カバードボンド発行の基本的な仕組みは、各国の法制度により異なるものの、一般に、発行体が自ら担保資産を保有し続ける「リングフェンス型」と担保資産をSPCに移して発行体から隔離する「SPC型」に大別される。LIGの枠組みについては、今後、国家通貨審議会（Conselho Monetário Nacional、以下「CMN」という。）により制定される施行規則に委任されている部分も多いものの、本規則を見る限り、SPCを用いた発行形式に関する言及はなく、発行体がカバープールの管理や記帳を行い、自らの財務書類を通じてカバープールに関する情報開示を行うこととされていることから、基本的に発行体がオンバランスのまま担保資産を保有し、自らカバードボンドを発行するリングフェンス型が想定されているものと思われる。

LIGは、欧州を中心に発行されている既存のカバードボンドと同様の特徴を有している。LIGを発行できる主体は金融機関に限られ、発行体の具体的な適格要件についてはCMNの規則により定められる。また、LIGは不動産ローン債権等からなるカバープールを引当てとし、最も重要な特徴として、LIGの投資家には発行体とカバープールへのデュアルリコースが認められる。これにより、投資家は、発行体の破綻時においても、倒産手続の影響を受けることなく、カバープールに対して、排他的かつ無制限にリコースすることができるとともに（カバープールにLIGの償還に必要な水準の資産が確保されている限り、当然には期限の利益を喪失せず、当初のスケジュールに従って償還される。）、カバープールの資産がLIGの償還に不足する場合には、他の無担保シニア債権者と同順位の債権者として、発行体のその他の資産からも配当を受けることができる。

LIG発行の仕組みを図示すると以下ようになる。

【LIGの構造：リングフェンス型】



なお、ブラジルでは、2001年暫定規則第2158-35号において、仕組上の工夫により資産を隔離しても、労働債務や租税債務との関係ではその効力は認められない旨が規定されており、証券化取引における一般的なリスクファクターとして認識されている。この点について、本規則は、カバープールの構成資産は発行体の他の資産から隔離され保護される旨規定するとともに、2001年暫定規則第2158-35号はカバープールには適用されない旨を明示することにより、立法上の手当てを行っている。

(2)カバールプールの構成資産

本規則によれば、カバールプールの構成資産には、不動産ローン債権のみならず、国債や取引所において締結されるデリバティブ契約に基づく債権等も含まれることが想定されているが、その具体的な内容(その他の適格担保資産、各資産の割合、5%以上で定められる超過担保の水準、加重平均償還期間等)はCMNの規則に委ねられている。

本規則は、カバールプールに含まれる「不動産ローン債権」の定義についてもCMNの規則に委任しているが、必須の条件として、当該ローンが抵当権や任意売却により担保される仕組みとなっているか、又はローンの基礎となる不動産プロジェクトが開発業者の資産から法的に隔離されていなければならないとしている。

また、LIGは主に外国投資家に対して発行することが念頭に置かれているため、カバールプールにデリバティブを組み込むことにより為替リスクをヘッジすることも想定されており、CMNの規則により、為替調整型LIGの発行額の制限や為替リスクを緩和するためのメカニズムについても規律される予定である。もっとも、本規則の施行後1年間は、為替調整型LIGは、各金融機関につきLIG発行総額の50%を超えてはならないものとされている。

(3)カバールプールの管理とトラスティ

欧州で発行されている多くのカバードボンドとは異なり、LIGについては、ブラジル中央銀行や他の金融当局は、カバールプールのモニタリングを行わない。カバールプールに関する責任はあくまで発行体に委ねられ、発行体はトラスティの監視・監督を受けるのみとなっている。

本規則によれば、LIGを発行する金融機関は、自らカバールプールを管理し、本規則及びCMNの規則で定められた担保資産の水準を維持する責任を負う。また、カバールプールが水準を満たさなくなった場合には、担保資産を入れ替え又は追加しなければならないものとされている。

LIGを発行する金融機関は、投資家の法的代表者として、金融機関又はブラジル中央銀行により認可された団体をトラスティに任命しなければならない。トラスティは、発行体から独立していなければならないとされているが、独立性の要件についてはCMNの規則で定められる。

トラスティは、投資家の代表者としての役割を果たすために、LIGとそのカバールプールに関するあらゆる情報及び資料にアクセスする権限を持ち、発行体によるカバールプールの管理状況を監視・監督する。また、発行体が破綻した場合には、投資家を代表して、自らカバールプールを管理する権限を与えられる。その他、トラスティの権利・義務については、CMNの規則により詳細に定められる予定である。

(4)優遇税制

本規則は、海外からの投資を促進することを狙いとして、法人・個人を問わず、非居住者である投資家については、LIGに係る利息及び譲渡益に関する所得税を非課税としている(ただし、当該投資家が租税回避地の居住者である場合には、15%の所得税が課税される。)。なお、当該所得税の優遇措置は、非居住者のみならず、ブラジルに居住する個人に対しても適用される。

(5)結語

以上のとおり、LIGは、国際的なカバードボンドの法制化の流れを汲むものであり、未だその詳細はCMNの規則に委ねられている部分が多いものの、日本の投資家を含む外国投資家に対し有利となるような工夫がされている。法制カバードボンドは、一般に、公債に準じた信頼性を有しつつ、公債より若干高めのリターンを期待できる金融商品であると言われているが、特にブラジルは恒常的に非常に金利の高い国であるため、LIGによって発行体の無担保社債とブラジル国債の中間的な

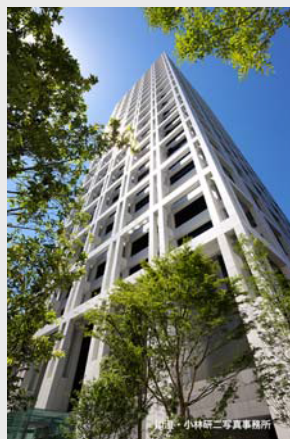
格付け・利息が実現されれば、LIGは投資家及び発行体の双方にとってメリットのある金融商品となることが期待される。

(注)本ニュースレターの内容については、ブラジルのマツス・フィーリョ・ヴェイガ・フィーリョ・マレイジュニア・アンド・キログ法律事務所 (Mattos Filho, Veiga Filho, Marrey Jr. e Quiroga Advogados)より情報提供を受けております。

□ 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、当事務所の福家靖成 (yasunari.fuke@amt-law.com)までご遠慮なくご連絡下さいます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、福田直邦
本ニュースレターの配信又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す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

〒107-0051
東京都港区元赤坂一丁目2番7号
赤坂Kタワー

Tel: 03-6888-1000 (代表)

Email: inquiry@amt-law.com

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