

2016年6月

アルゼンチン国債に関する近時の動向(2016)

弁護士 福家靖成 / 弁護士 石井 淳

米国の裁判所で長年争われてきたアルゼンチン国債に関する訴訟の和解が成立し、また最近アルゼンチンは米国において新たに記録的な金額の国債を発行したため、アルゼンチン国債に対する世界的な関心が高まっている。これに加え、今月、日本の最高裁が高裁判決を破棄し、アルゼンチンのサムライ債の管理会社に原告適格を認める判決を下したこともあり、日本でもアルゼンチン国債への関心が高まっているように思われる。

そこで、本稿では、アルゼンチン国債に関する米国での訴訟の帰趨やそこから得られた教訓、上記の日本の最高裁判決、外国の投資家に影響するアルゼンチンの近時の法令・判例等について、簡単に紹介したい。

1 アルゼンチン国債に関する米国での訴訟と和解の成立

(1) 米国での訴訟の経緯

2013年5月時点までのアルゼンチン国債に関する米国での訴訟の概要については、当事務所の同月のニュースレター「アルゼンチン国債に関する近時の動向」(https://www.amt-law.com/pdf/bulletins10_pdf/130516.pdf)に記載されているため、本稿ではごく簡潔にのみ触れることとし、詳細は当該ニュースレターをご参照いただきたい。

アルゼンチン国債は2001年にデフォルトに陥り、アルゼンチンは、2005年と2010年の2回にわたり、その保有者に対して、元本を大幅に減額したり、満期を繰り延べたりした新たな債券(以下「新債券」という。)との交換を提案した(以下「エクスチェンジ・オファー」という。)。アルゼンチン国債の保有者の大半はエクスチェンジ・オファーに応じたが、一部の保有者はそれに応じず、その後、NML Capital, Ltd.(以下「NML社」という。)等の米国における一部の保有者は、エクスチェンジ・オファーを不服として、その保有するアルゼンチン国債(以下「原債券」という。)の全額の支払いを求めて米国連邦地裁に提訴した。

NML社は、社債権者間の平等を定めるいわゆるパリパス条項を根拠として、アルゼンチンが新債券について支払いを行うならば、同時に原債券についても支払いがなされなければならない等と主張していた。米国連邦地裁は、この主張を認め、アルゼンチンが新債券の支払いを行う際には原債券にも比例的支払いを行うよう命じた(以下「本件命令」という。)。本件命令は、アルゼンチンが新債券について特定の利払日における利息を全額支払う場合には、既にデフォルトに陥っている原債券の元本と利息を全額支払わなければならないことを意味する。したがって、本件命令の効力が生じれば、アルゼンチンは事実上新債券の利払いもできない状況に陥ることになる。

この連邦地裁の判決に対してアルゼンチンは控訴したが、連邦高裁も連邦地裁の判断を支持した上、本件命令の拘束力が第三者(とりわけ支払代理人)に対しても及ぶことを認めた。アルゼンチンはさらに上告したが、2014年6月16日、連邦最高裁はその上告の申立てを受理しないと決定した。連邦高裁の判決の効力は連邦最高裁の判断が下されるまで停止されていたため、連邦高裁の判決後もアルゼンチンは新債券の利息を支払うことが可能であったが、この連邦最高裁の決定により連邦高裁の判決の効力停止が終了し、同日以降、本件命令の効力が生じることになった。

その後、同月30日に新債券の利払期日が到来したため、アルゼンチンはそのための資金をトラスティーに預託したが、トラスティーは、新債券の利払いのみを行うと本件命令に違反してしまうことを理由に、当該利払いの実行を拒否した。そのため、事実上、原債券の保有者との和解が決着するまで、新債券の支払いが差し止められる状況となった。

(2) 和解の成立と国債の新たな発行

そのように膠着した状況が続いていた中、2015年12月にアルゼンチンで政権交代が生じ、マクリ氏が大統領に就任したことを契機として、エクステンシブ・オファーに応じなかったアルゼンチン国債の保有者(以下「ホールドアウト債権者」という。)との交渉が再開された。2016年の年初において、アルゼンチンはホールドアウト債権者に対して和解の提案を行い、NML社を含む多くのホールドアウト債権者と和解契約を締結した。

米国の連邦地裁は、アルゼンチンの国会がデフォルトに陥っている原債券の支払いを認める法案を可決し、2016年4月22日にアルゼンチンが和解に応じた債権者(これはホールドアウト債権者の60%程度に相当する。)に対して支払いを行ったため、本件命令を取り消した。これにより、新債券に対する利息の支払いを再開することが可能となった。

なお、この和解契約に基づく支払原資は、アルゼンチンが新たに国債を発行して調達した資金により賄われた。アルゼンチンは、2016年4月19日、合計165億米ドルもの多額のソブリン債を米国で新たに発行した(以下「2016年債券」という。)。2016年債券の募集には募集額を大きく上回る700億米ドル近い応募があり、久しぶりに国際資本市場に返り咲いたアルゼンチンへの投資家の関心の高さを示すものとなった。アルゼンチン財務省によれば、このうち93億米ドルが和解契約に基づくホールドアウト債権者に対する支払いに充てられ、残りの72億米ドルはアルゼンチン国内におけるインフラ整備事業への融資に充てられる予定である。

2 米国での訴訟による教訓

米国での長年にわたる訴訟の教訓として、以下の2点が指摘されている。

(1) 集団行動条項

まず1点目は、いわゆる集団行動条項(Collective Action Clause - CAC)を導入し、債券の保有者の一定数以上の同意によって支払条件等の変更を可能とすることである。この点、原債券の要項では、支払条件等の変更を行うためには、保有者全員の同意を必要とすることとされていた。そのため、大多数の保有者が条件変更に応じている状況においても、これに応じない一部の不服保有者を法的に拘束することができず、そのような不服保有者がまさに今回の提訴のような行動に及べば、結果的に「ごね得」を許す結果にもなり得る。

このような事態は、集団行動条項を導入することにより防ぐことができ、当該条項は、新債券の要項に既に含まれて

おり、2016年債券の要項にも含まれている。一例を挙げれば、2016年債券の要項では、アルゼンチンが支払条件を変更できる場合として、(i)債券の一つのシリーズに関する変更であれば、当該シリーズの元本の総額の75%を超える保有者の同意があった場合、(ii)複数の債券のシリーズに共通する変更であれば、(a)そのすべてのシリーズの元本の総額の75%を超える保有者の同意があった場合、又は(b)そのすべてのシリーズの元本の総額の3分の2を超える保有者の同意があり、かつそれぞれのシリーズの元本の総額の50%を超える保有者の同意があった場合、と定められている。

(2)パリパス条項

2点目は、パリパス条項の趣旨の明確化である。原債券の要項に含まれるパリパス条項は、すべての無担保・非劣後の対外的な債務と少なくとも同順位の支払いを原債券の保有者に対して行うことを義務づけていた。これは、従来の実務におけるひな形的な文言を踏襲したものであり、今回のような特殊なケースまでを想定したものでは本来なかったが、文言に曖昧な点が存在したことから、上記の米国での訴訟において本件命令が下されるひとつの原因となってしまった。

このような事態は、パリパス条項の意味の明確化、具体的には、ソブリン債の発行体が海外で公募した他の債務と比例的に当該ソブリン債の支払いを行うよう義務づけられるわけではない旨を明確にしておくことによって防ぐことができる。例えば、2016年債券の要項に含まれるパリパス条項においては、「本規定により、アルゼンチンが本債券のいずれかのシリーズに関する支払いをその他の対外的な公的債務に関する支払いと比例的に行うことが要求されると解釈されるものではない」と明確に記載されている。

3 日本の最高裁判決

(1)訴訟の経緯

次に、アルゼンチンが1996年から2000年にかけて日本で発行し、その後アルゼンチンの破綻に伴い2002年に利息の支払いが停止された円建てソブリン債(以下「本サムライ債」という。)に関する、本年6月2日の日本の最高裁判決についても、本稿において簡単に紹介しておきたい。

本件は、本サムライ債の管理会社である銀行(以下「原告」という。)が、本サムライ債の保有者のために提訴する権限の有無が争点となった事案である。アルゼンチン政府と原告の間で締結された本サムライ債の管理委託契約においては、他のサムライ債の場合にも一般に定められているのと同様に、原告が本サムライ債の保有者のために弁済を受け、その実現を保全するために必要な裁判上又は裁判外の行為をする権利義務を有する旨の条項(以下「本件授權条項」という。)が定められていた。そこで、原告は、本サムライ債に基づく元利金の支払請求権の消滅時効の中断等を目的として、本サムライ債の保有者のために本サムライ債の元利金の支払いを求めて提訴した。

しかし、第一審、第二審とも、原告がいわゆる任意的訴訟担当の要件を満たさない等の理由により、原告の原告適格を否定するという訴訟の入口の議論において、その訴えを却下した。原告による訴えがそもそも不適法であったということになれば、本サムライ債の消滅時効の中断の効力も認められないことになってしまい、消滅時効が成立してしまうおそれがあるし、また本件授權条項はサムライ債の実務において広く用いられている条項であるため、当該判決は他のサムライ債の実務にも影響を与えかねないものであった。

(2) 最高裁判決の概要

これに対して、最高裁は、第二審判決を破棄し、第一審判決を取り消した上で、第一審に差し戻した。

その判断の中で、最高裁は、本件授權条項による原告の原告適格を認め、その理由として、(i)本サムライ債の保有者は本サムライ債の購入に伴い受益の意思表示をし、原告に訴訟追行権を授与したと認められること、(ii)本サムライ債について旧商法上の社債管理会社に類似する債券の管理会社を設置する等、原告に対して訴訟追行権を認める仕組みが構築されたこと、(iii)原告が本サムライ債の保有者のために訴訟追行権を適切に行使することが期待できること等を指摘している。そして、従来の最高裁判例に照らし、原告は任意的訴訟担当の要件を満たし、本サムライ債の保有者のために訴訟を進行する権限を有すると判断した。これにより、サムライ債の管理会社に訴訟追行権限を与えるサムライ債の実務が支持されたと言えよう。

なお、この最高裁判決や民事訴訟法上の任意的訴訟担当に関する議論の詳細については、紙幅の関係上、本稿では省略する。

4 外国投資家に影響するアルゼンチンの近時の法令・判例

仮に米国や日本等、外国の裁判所でアルゼンチン国債の保有者が勝訴判決を得た場合であっても、そのアルゼンチン政府に対する強制執行等との関係で、アルゼンチンの法令や判例についても検討することが不可欠である。そして、最近、アルゼンチンにおいて、アルゼンチン国債を保有する外国の投資家(日本の投資家を含む。)にも影響を与える可能性のある新法の制定や最高裁の判断がなされているため、これらについても参考まで簡単に触れておきたい。

(1) 外国判決に基づくアルゼンチン国内での強制執行

アルゼンチン国債の保有者が外国の裁判所で勝訴判決を取得したとしても、アルゼンチンの裁判所は当該外国判決に基づくアルゼンチン国内での強制執行を認めない可能性がある。

すなわち、2014年3月、アルゼンチンの最高裁は、ホールアウト債権者による外国判決の執行を認めなかった。アルゼンチン政府は、アルゼンチンの憲法に従って定めた緊急立法を通じてアルゼンチン国債の再編を実現しようとしていたところ、もしホールアウト債権者が外国で個別訴訟を提起して勝訴判決を取得し、それに基づいてアルゼンチン国内で強制執行ができるのであれば、当該ホールアウト債権者のみとその再編を回避することが可能になってしまう。アルゼンチンの最高裁はこの点を懸念し、アルゼンチン国債の再編はアルゼンチンの公序の一部であるという考え方に基づき、当該外国判決はアルゼンチンの公序に反し、アルゼンチンの民商事訴訟法が定める要件を満たさないから、それに基づく強制執行は認められないと判断した。

(2) 新民商事法に基づくアルゼンチン・ペソでの支払い

昨年、アルゼンチンの国会で新民商事法が承認された。この新民商事法により、アルゼンチン法に準拠する債務の場合、債務者が契約等によりアルゼンチン・ペソ以外の通貨で支払義務を負うとされている場合であっても、アルゼンチン・ペソによって支払うことが認められた。

この新民商事法は、アルゼンチンのソブリン債にも影響を及ぼす可能性があるが、その施行前に発行されたソブリン債も新民商事法の影響を受けるのか、アルゼンチン・ペソによる支払いを認めない場合にはアルゼンチンの公序に反すると判断されることになるのか等、現時点では未だ不明確な点も多い。

もつとも、経済危機や緊急事態の場合については、従来より、アルゼンチン政府が債権者の権利を制限することが認められている。すなわち、アルゼンチンの最高裁の判決によれば、アルゼンチン政府は、緊急事態において、支払停止、利率の軽減、支払通貨の変更等、ソブリン債の条件を一方的に変更することが認められている。

5 今後の展望

米国での10年以上にもわたる原債券に関する訴訟により、アルゼンチンは、長年資本市場から締め出されてきた。しかし、米国での和解が成立したことにより、今後のアルゼンチンの国際資本市場における見通しが開かれた。最近のアルゼンチンの2016年債券の発行及び現在のアルゼンチン政府が外国投資家による投資の促進のために行っている数々の措置は、アルゼンチンにおける債券市場を発展させ、流動性を高めることにつながると言われている。

また、上記の日本の最高裁判決を受けて、本サムライ債の消滅時効の成立が妨げられることがほぼ確実になったため、今後アルゼンチン政府が本サムライ債の保有者に対して和解の提案や弁済等を行うのか、対応が注目される。アルゼンチンの専門家の一部からは、現在のアルゼンチン政府は、投資家からの信頼を獲得し、国際的な紛争を解決するという強い意向を有しているため、この最高裁判決を受けて本サムライ債の保有者とも和解を模索する可能性が高いのではないかという指摘がされている。

-
- 本稿の内容については、アルゼンチンの Marval, O'Farrell & Mairal 法律事務所より情報提供を受けておりません。
 - 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、下記弁護士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。
弁護士 福家靖成(yasunari.fuke@amt-law.com)
弁護士 石井 淳(jun.ishii@amt-law.com)
 - 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いたします。
 - 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。
 - Capital Markets Legal Update 発行責任者
弁護士 多賀大輔、広瀬卓生、吉井一浩、福田直邦