

2018年11月

## カバードボンド発行を可能とした法的スキーム

弁護士 梅津 立

三井住友銀行(SMBC)は2018年11月6日付で、発行総額10億ユーロ、5年固定利付0.55%のカバードボンドを欧州市場で発行した。これは発行に先立ってルクセンブルグ証券取引所に上場された200億ユーロ SMBC カバードボンドプログラムからの発行であり、日本の金融機関として初のカバードボンドの発行となった。当事務所は発行体のリーガルアドバイザーとしてストラクチャー組成段階から本案件に関与した。本稿では、従来は困難と言われてきた、日本の金融機関によるカバードボンドの発行を実現したスキームとその法的論点について概説する。

### 1 カバードボンドと従来の日本の状況

カバードボンドとは、主に欧州市場で金融機関により発行されている担保付の社債であり、(1)不動産担保付住宅ローン等の信用力の高い資産のプール(カバープール)を担保とし、かつ(2)投資家が金融機関とカバープールの双方にリコースすることができ(デュアルリコース)、金融機関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。カバードボンドはデュアルリコースが確保されていることにより高格付であって、金融機関にとって普通社債より低利での資金調達を可能とする。カバードボンドには、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により設計されるもの(ストラクチャードカバードボンド)がある。

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、日本の金融機関は法制カバードボンドは発行できない。また、一般的にストラクチャードファイナンスの考え方では、倒産隔離のためにオリジネーターである金融機関からの資産の分離が必要と考えられていたため、デュアルリコースの前提としてカバープールがオンバランスであるカバードボンドの性質が問題となる。それゆえ、日本の金融機関のストラクチャードカバードボンドにおいて法的安定性のあるスキームを構築することは困難であると考えられてきた。これを前提に、カバードボンドの法制化に向けた検討や金融機関によるカバードボンド法制化に向けての政府への働きかけが行われてきた。一方で近年では、日本の大手金融機関は貸付の利ざやの大きい海外向け貸付業務を成長性のある事業と位置付

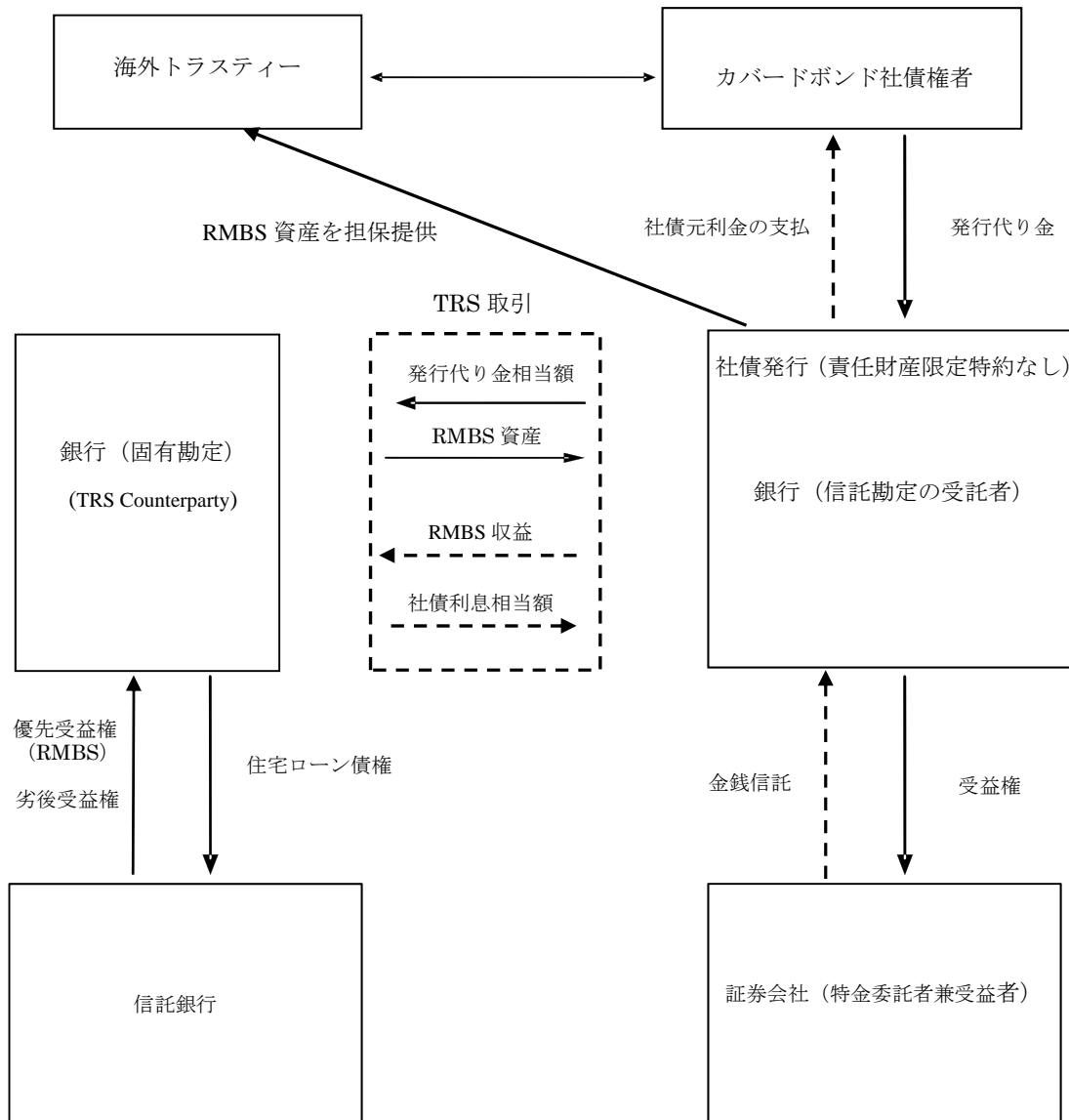
けており、そのために必要となる外貨を低コストで安定的に調達することが重要な経営課題となっている。

## 2 初めて成功したカバードボンドの発行

冒頭記載のSMBCのカバードボンド(以下「本件カバードボンド」という。)は、日本の金融機関によるストラクチャードカバードボンドとして発行され、格付機関Moody'sからAaaの最上位格付を取得している。5年固定利付債で0.55%という発行条件は、市場金利からの上乗せスプレッド0.20%であり、親会社三井住友フィナンシャルグループ(格付A1)の最近のユーロ建社債のスプレッドを0.35ポイント下回る。これは海外の法制カバードボンドを含むカバードボンドのマーケット全体においても十分な好条件であり、そのような条件で引受各社は発行総額10億ユーロを販売した。では、どのようなストラクチャーによりマーケットで高い評価を得ることができたのか。

本件カバードボンドのストラクチャーの概要は、細部を大幅に割愛して説明すると、以下のとおりである。

- (1)銀行は住宅ローン債権を信託銀行に信託し、その優先受益権(以下「RMBS資産」という。)と劣後受益権を取得する。
- (2)住宅ローン債権のサービシングは、通常の住宅ローン債権担保証券(いわゆるRMBS)の証券化と同様に、一定の事由が発生するまで銀行が行う。
- (3)委託者兼当初受益者である証券会社は、受託者としての銀行と特定金銭信託契約を締結のうえ金銭を信託し、特定金銭信託契約において定められる範囲で信託勘定に対し運用指図を行う。
- (4)受託者としての銀行は、受益者の指図に基づき、海外のトラスティその他の当事者との間の英国法準拠の発行関連契約に基づき、本件カバードボンドを発行する。本件カバードボンドの責任財産は、信託勘定の財産に限定されない。
- (5)受託者としての銀行は、受益者の指図に基づき、銀行(固有勘定)との間でトータル・リターン・スワップ(TRS)契約を締結し、銀行(固有勘定)が信託勘定に対して本件カバードボンドの利息に相当する金額(ユーロ)を支払う一方で、信託勘定は銀行(固有勘定)に参照債務であるRMBS資産からの収益に相当する金額(円)を支払うことに合意する。
- (6)受託者としての銀行は、受益者の指図に基づき、TRS契約に基づくInitial Exchangeとして、本件カバードボンドの発行額相当額(ユーロ)を銀行(固有勘定)に交付し、銀行(固有勘定)は当初原資産としてのRMBS資産を信託勘定に交付する。
- (7)信託勘定が交付を受けたRMBS資産は本件カバードボンド債権者その他債権者の担保として海外トラスティに担保提供される。RMBS資産の銀行(固有勘定)から信託勘定への移転および海外トラスティへの担保設定につき、RMBS資産の受託者である信託銀行の確定日付ある承諾により対抗要件が具備される。



### 3 本件カバードボンドの法律上のポイント

#### (1) 信託受託者としての社債発行とデュアルリコース

銀行は信託勘定の受託者として、責任財産を信託財産に限定する特約を付さずに本件カバードボンドを発行する。これにより、社債権者による信託財産のカバープールと銀行(固有勘定)に対するデュアルリコースが実現する。

#### (2) 信託財産の独立と、デリバティブ取引によるカバープール資産の移転

信託財産の、受託者の固有財産および他の信託財産からの独立性は信託法により定められているが、カバープールを社債権者のために確保するためには、銀行(固有勘定)から信託勘定への資産の移転が銀行の倒産手続においても否定されない必要がある。従来ストラクチャードファイナンスの議論においては、オリジネーターからSPCあるいは信託への資産の「譲渡」が真正な売買であるか、といういわゆる真正売買の議論が行われてきた。本件においても銀行(固有勘定)から信託勘定への資産の移転を売買契約により行おうとすると、この議論が避けられず、デュアルリコースと真正売買の両立が課題となる。

本件カバードボンドの発行関連取引においては、カバープールを構成するRMBS資産の売買取引は存在せず、ISDAマスター契約に準拠したデリバティブ取引であるTRS取引のInitial Exchangeにより、RMBS資産は銀行(固有勘定)から信託勘定に移転(デリバリー)される。元本交換としての有価証券のデリバリーを伴うトータル・リターン・スワップ取引は金融商品取引法で定義されている「店頭デリバティブ取引」に該当し、後述(3)の一括清算法の特定期間取引に該当すると解される。一括清算法の適用があることにより、真正売買に関するドグマ的な議論を回避できる。

#### (3) 一括清算法

TRS契約は、金融機関が行う特定金融取引の一括清算に関する法律(以下「一括清算法」という。)の適用を受ける内容で合意される。また、ISDA Master Agreementの契約内容に従い、TRS契約は、TRSカウンターパーティーである銀行に倒産事由が発生した場合に自動終了(Automatic Termination)され、同時に一括清算(ネットティング)の効力が発生し、信託勘定とTRSカウンターパーティーの間の債権債務は一つの債権となる。信託勘定側のRMBS資産は時価評価されたうえ、ネットティングの対象となる。その結果、仮にTRSカウンターパーティーが債権を有する場合でも、ネットティングの結果として債権額はネット後の縮減された金額となり、かつ、後述(4)のとおりRMBS資産は海外トラスティに担保提供され、カバードボンド社債権者が優先権を持つため、TRSカウンターパーティーがカバープールのRMBS資産に対する優先的な権利を持つことはない。

#### (4) 海外トラスティによるカバープールの保全

前述のとおり、TRS取引により信託勘定に移転したRMBS資産に対し、海外トラスティのための担保設定(いわゆるセキュリティトラスト)がなされ、日本法上有効な対抗要件が具備される。担保物に対する権利については、カバードボンド社債権者が優先し、TRSカウンターパーティーは劣後するとされる。従って本件カバードボンドにつき債務不履行事由が発生した場合は、海外トラスティはRMBS資産に対する担保権を実行し、TRSカウンターパーティーへの支払に先立ち、本件カバードボンドの弁済に充てる。一方で、銀行の倒産手続が発生し、管財人等が

RMBS資産に対する取戻権を主張しようとしても、対抗要件を具備した担保権者である海外トラスティからRMBS資産を取戻すためには海外の金融機関であるトラスティに対する訴訟提起等の措置が必要であり、これは法的のみならず実務的にも非常に困難である。

## 4 応用と法制化について

以上が本件カバードボンドがストラクチャードカバードボンドでありながら格付機関および市場に評価されたポイントである。一方で実際の契約書の作成においては、RMBS組成時の信託の真正信託性、特金信託勘定の独立性の確保、デュアルリコースの確保、信託勘定と銀行(固有勘定)との間のTRS取引の有効性の確保、カバープールの資産価値のモニタリング、カバープール資産の入替の方法、信託社債とユーロボンド、海外トラスティの義務と権限、信託受託者の倒産、信託財産の破産、信託業法の遵守、一括清算法の適用の確保、カバープールの担保の有効性・対抗要件の確保、TRS契約終了時のFinal Exchangeの方法、カバープールのRMBS資産の換価方法、といった留意すべき重要論点は多岐にわたり本稿では書ききれない。本件カバードボンドの発行においては、契約書や開示書類の作成において取引関係者による慎重かつ詳細な検討が行われた。

本件カバードボンドは、発行体銀行が金融機関の信託業務に兼営等に関する法律(「兼営法」)に基づく認可を得ていることにより、金銭信託の受託者となるストラクチャーを採用している。兼営法の認可を得ていない金融機関がカバードボンドの発行を検討する場合には、特別目的会社、自己信託または信託銀行を利用したうえで、TRS取引と必要に応じて保証を組み込んだ類似ストラクチャーが実現可能であると思われる。今後は発行体金融機関のニーズに合致したさまざまな応用スキームの法的検討が進み、日本の金融機関によるストラクチャードカバードボンドの発行が広く行われるようになることを期待したい。

カバードボンドの発行を無制限に行うと、多額の優良資産がカバープールに入ってしまう、一般債権者、特に無担保社債権者の利益を損ねる可能性がある。本件カバードボンドのプログラムの発行上限である200億ユーロは、住宅ローン資産残高約10兆円を踏まえての適切なサイズとして設定されている。このように発行体による自主的な規律は重要であるが、やはり我が国でも法制カバードボンドを実現して金融機関監督の一環として発行額やカバープールをモニターする一方で、カバープールについて一括清算法に依拠する必要がない法律上の保護が与えられれば、非常に簡潔なスキームが可能となる。そして法制カバードボンドにより、さらに有利な発行条件が実現できると思われる。グローバル金融市場で厳しい競争の中にある日本の金融機関を支援するために、今回のストラクチャードカバードボンドの実現がカバードボンド法制化も後押しすることになることを望んでいる。

- 
- 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 梅津 立([ryu.umezu@amt-law.com](mailto:ryu.umezu@amt-law.com))
  - ニュースレターの配信停止をご希望の場合には、お手数ですが、[お問い合わせ](#)にてお手続き下さいますようお願いいたします。
  - ニュースレターのバックナンバーは、[こちら](#)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

---

ANDERSON  
MŌRI &  
TOMOTSUNE

アンダーソン・毛利・友常 法律事務所

〒100-8136 東京都千代田区大手町1-1-1 大手町パークビルディング  
TEL:03-6775-1000  
[www.amt-law.com](http://www.amt-law.com)

---