

## リパッケージ債

### 1. リパッケージ債とは

リパッケージ債 (Repackaged Notes) とは、既発債券のキャッシュフローを、投資家にとってより魅力のあるキャッシュフローになるよう、通貨・金利スワップ等のデリバティブを使って新たに仕立て上げた (リパックした) 債券を指している。もともとなる債券 (担保債券) を海外 SPC に移し、それを裏付けとして新しい債券が発行される。

リパッケージ債が CBO (社債担保証券、Collateralized Bond Obligation) と異なる点は、スワップによりキャッシュフローが変換されるとはいえ、あくまでも担保債券のキャッシュフローと新たに発行される債券のキャッシュフローは1対1で対応していることである。これに対して、CBO は多数銘柄の担保債券による複数のキャッシュフローを前提に優先劣後構造 (優先債/劣後債、優先債/メザニン債/劣後債) を持つ。したがって、リパッケージ債の格付けは発行構造 (担保債券の信用力、キャッシュフローに関与する当事者の契約履行能力、法的プロテクション) を分析して行うこととなる。一方、CBO は、発行構造を分析した上で目標とする格付けを掲げ、それに見合う超過担保の設定、信用補完を査定して格付けを行う。

### 2. リパッケージ債の特長

過去に発行された担保債券の中には、金利水準や株価の変動により現在では魅力を失っているものがある。リパッケージ債はこのような既存債券のキャッシュフローを投資家の多様なニーズ (期間、金利、通貨、償還方法等) にあわせて変換し、多くの場合オーダーメイド商品として組成される。

担保債券の種類も外貨建て債や EX ワラント債 (ワラント債からワラントを除いた社債部分)、転換社債と多様化し、一定の基準にしたがって担保債券が入れ替え可能な裁定型も現れた。2000 年後半からは投資家層の広がりとともに、非公表ながら格付けの取得が増加している。

### 3. 格付けのポイント

#### (1) 格付けの枠組みと必要資料

JCR のリパッケージ債格付けは、基本的にウィーク・リンク・アプローチに基づく。すなわち、リパッケージ債の最終的な格付けは、①担保債券②スワップカウンターパーティというリパッケージ債を裏付けている要素のうち、もっとも弱い要素の格付けより高くなることはない。もし裏付けとなっている要素の1つが機能しなくなれば、リパッケージ債の元利金のタイムリーな支払いは確保されなくなる。担保債券及びスワップカウンターパーティのうち、最低位格付けとなっているものがレビューの結果、格付変更となった場合、リパッケージ債の格付けも変更の手続きがとられる。

ただし、②のスワップカウンターパーティに関しては、短期格付け J-1 格相当以上の格付けを付与さ

れている先を当初適格要件とし、短期格付けで J-1 格相当未満となった場合 1 期分の前払い、J-2 格相当未満となった場合全期分の前払いを当初の契約書上で規定する対応によって、スワップカウンターパーティの格付けをリパッケージ債の格付けの上限としないことも可能である。この場合のスワップカウンターパーティの格付けについては p 格付け（主として公開情報に基づく格付け）を含め、原則として JCR 格付け先のみを対象とするが、この他にも担保提供などを含めたスキーム上の補強措置による、スワップカウンターパーティの適合要件の緩和は個々の案件に応じて検討されることになる。

## (2) 担保債券の信用力

リパッケージ債の利払い、償還、仕組み維持のための諸費用は、第一に担保債券から生じるキャッシュフローによってまかなわれる。担保債券の信用力は、リパッケージ債の最終的な格付けの中核を構成する。

担保債券の銘柄が複数ある場合は、その中で最も格付けの低い銘柄に焦点を当てる。担保債券の信用力の要素が独立であるとき、担保債券の銘柄数の増加はリスクの増加をもたらす。リパッケージ債は、担保債券のキャッシュフローが一つでも滞ってしまうと、デフォルトないし期限前償還となるため、JCR では、担保債券の増加はデフォルトの可能性を高めるという考え方をとっており、多数の担保債券を持つリパッケージ債の格付けは慎重に行う方針である。

## (3) スワップカウンターパーティの契約履行能力

スワップカウンターパーティに一般債務不履行の事態が生ずれば、スワップ契約が中断し、リパッケージ債は期限前償還となり、投資家の利益は損なわれることとなる。また、担保債券からのキャッシュフローがスワップされるべき対価受領に先立って振り込まれる場合には、対価の支払いを得るまでの間にスワップカウンターパーティがデフォルトに陥れば、リパッケージ債のキャッシュフローが損なわれることとなる。したがって、スワップカウンターパーティの契約履行能力も、リパッケージ債を裏付けている信用力の要素となる。尚、カウンターパーティー自体の信用力の判定が難しい場合ないし、契約履行能力が低い（例えば、邦銀のロンドン現法等）場合には、通常スワップ債務に関して親会社の保証が付けられる。

## (4) 投資家へのキャッシュフローの確保

海外 SPC（実態的には担保債券）から、投資家に至るキャッシュフローが実務的・法的に確保されているかを確認する。

まず、実務面でのキャッシュフローの確実性を評価するには、前述の担保債券の信用力とキャッシュフローに関与する当事者（海外 SPC、スワップカウンターパーティ）の契約履行能力を判断する他、スワップ契約上、海外 SPC からスワップカウンターパーティへの担保債券の元利金支払日・支払金額並びにスワップカウンターパーティからの対価受け取りが担保債券とリパッケージ債のキャッシュフローと一致していることを確認する。その他のキャッシュフローに関与する当事者としては、主支払代理

人、カストディアン、ユーロ証券決済機関、トラスティーがあるが、仮にこれら当事者が倒産した場合でもリパッケージ債に影響がないよう仕組まれていることが必要である。

次に法的側面から当該リパッケージ債券のキャッシュフローが投資家に対して確保されているかを判断するために契約書のキャッシュフローに係わる条項を確認する。その要点は以下の通りである。

- ① 格付対象債券毎にキャッシュフローが峻別されているか（海外 SPC が複数のリパッケージ債を発行する MULTI-ISSUE COMPANY の場合）
- ② 担保債からのキャッシュフローに途中でリークがないか

①を満たす条件は担保（返済財源）が個別に確保されていることと、同一海外 SPC の他のシリーズがデフォルトに陥った場合でも、格付対象シリーズのキャッシュフローに影響が及ばない（他の債券に係わる債権者の弁済請求権が実務的・法的に格付対象シリーズのキャッシュフローに影響が及ばない＝リング・フェンシング）ことである。リング・フェンシングにかかわる条項は、TRUST DEED、AGENCY AGREEMENT、SWAP AGREEMENT に記載されている。

当該 SPC が過去に発行したシリーズがあれば、そのすべてのシリーズがリング・フェンシングの要件を満たしていることをリーガル・オピニオンなどで確認する。さらに、格付対象シリーズに未償還残高が存在する間は、将来発行される追加シリーズも同様の要件が満たされなければならない。

②に関しては、カストディアンがシリーズ（トランシェ）毎に担保債券を個別に管理し、万一カストディアンが倒産した場合も担保債券が他の顧客からの預かり分と峻別されているかをチェックする。カストディアンの義務については、AGENCY AGREEMENT に規定されている。また受益者の代表として、海外 SPC の誓約条項の遵守を監視する TRUSTEE のみに、海外 SPC に対する求償行使権を与える条項が付されていなければならない。その他、弁護士相談料、手数料等が不足することのないよう、確認の必要がある。

#### (5) 海外 SPC の倒産隔離

投資家へのキャッシュフローの確保を検討する際、海外 SPC のバンクラプシー・リモート性も重要事項である。海外 SPC の事業は、リパッケージ債の発行及びその利払い・償還、担保債券の購入、スワップ契約の締結のみに限定されなければならない。すなわち、投資家の利益保護上、第三者による予知せざる破産手続きがとられないように、海外 SPC は当該リパッケージ債発行に係わるリスク以外は負わず、それ以外の負債を負う場合（MULTI-ISSUE COMPANY）には当該リパッケージ債以外の債務についてデフォルトが生じた場合にも当該リパッケージ債のキャッシュフローに影響が及ばない措置が講じられている必要がある。格付けに際しては、海外 SPC が当該リパッケージ債発行及び利払い・償還を円滑に進めよう、法的措置が講じられているかを確認することが大切であり、TRUST DEED で、海外 SPC に対する活動制限の範囲を確認する。一般的な主な禁止活動\*は以下の通りである。

- 子会社（支店）の設立
- 発行債券以外の負債を負うこと\*\*
- 配当・利益分配
- 株式の追加発行
- 資産・利益の処分

\* 但し TRUSTEE の合意があれば、この限りではない。

\*\*MULTI-ISSUE COMPANY は、追加起債、及び関連業務が認められている。

#### (6) その他のポイント

##### ①貸金業法、ノンバンク社債法上の問題

リパッケージ債の一変形として担保資産として既発債ではなく貸付債権を用いるスキームも存在する。このケースでは、SPC が貸金業法第 2 条 1 項に規定する貸金業者と評価され、貸金業の登録を要求される可能性、さらに、SPC が貸金業者と評価された場合、SPC の貸付資金調達を目的に社債を発行するスキームであるため、ノンバンク社債法上の登録を要求される可能性がないではない。全体のスキームが上記 2 法を実質的に迂回する目的でないかどうか慎重な検討が必要である。

##### ②キャッシュフローのマッチング

担保債券とリパッケージ債の発行目論見書、特に償還方法等キャッシュフローに関する条項における相違点の有無を確認する。もし異なる条項があった場合には、リスクが派生しないか、相違点に対応する措置（契約）がリパッケージ債に係わる契約書の中でカバーされていることが必要である。

##### ③口座開設銀行のリスク

海外 SPC の口座開設銀行の信用力は、リパッケージ債の格付けに比して十分な水準になければならない。

以上

リパッケージ債格付けの際の提出依頼資料

1. プログラム・セットアップ

- Memorandum and Articles of Association
- Declaration of Trust
- Board Resolutions
- Management Agreement (Administration Agreement)
- Principal Trust Deed
- Offering Circular (Information Memorandum, Programme Memorandum)
- Agency Agreement
- Custody Agreement
- Dealer Agreement

2. 各シリーズ

(1) リパッケージ債

- Supplemental Trust Deed
- Pricing Supplement (Supplemental Offering Circular, Supplemental Programme Memorandum)
- Swap Master Agreement (with Schedule) and Confirmation
- Supplemental Agency Agreement
- Dealer Confirmation
- Signing and Closing Agenda

(2) 担保債券

- Offering Circular (Information Memorandum)