

新破産法と資産証券化

1. 新破産法が資産証券化に与える影響

第159回通常国会において新破産法が可決、04年6月に公布され、今後1年以内に施行されることになった。これと同時に民事再生法、会社更生法といった関連法令についても重要な上書き改正がなされている。新破産法においては現破産法および倒産実体法の全面的な見直しが行われており、資産証券化に影響を及ぼす内容も「現破産法第63条^(注1)の削除」や「相当の対価を得てした財産の処分行為における否認の要件の明示（新破産法第161条）」などいくつか挙げられる。この内、資産証券化市場の発展にもっとも好影響を与えられるのは、新破産法第161条によって適正価格譲渡に対する否認のリスクが限定的になったことであろう。本稿では、この点について概説することとしたい。

2. 資産証券化における譲渡否認リスク

資産証券化において、証券化対象資産のSPV（信託や特別目的会社）への譲渡が否認されるか否かは非常に重要な観点である。オリジネーター（原資産保有者）が会社更生法の適用を受けた際でも更生担保権として扱われることがないような構成（真正譲渡）になっていることが重要だが、そもそも譲渡そのものが破産債権者を害する行為として否認されてしまうと証券化スキーム自体成り立たなくなるリスクがあった。いわゆる、現破産法における詐害行為否認、故意否認、危機否認に抵触する場合である。こうした否認リスクがオリジネーター自身や譲渡行為に内在しているかどうかは資産証券化商品を組成する上で重要なポイントであり、格付けを行う際にも、オリジネーターリスクの一つとして十分な検討を行っている。^(注2)

例えば従前の判例・通説では、オリジネーターが実質的危機状態にあった場合、不動産が「適正価格」で譲渡されたものであっても、費消・隠蔽しやすくなる金銭になること自体が責任財産の実質的減少とみなされ、原則否認の対象になるものと解釈されていた。またリース料債権や割賦債権などの金銭集合債権が譲渡される場合についても不動産の場合に準じて解釈されるとの見解もあった。したがって、オリジネーターが債務超過の疑いがある場合には、譲渡代金全額が被担保債権の返済に充当された場合や責任財産として保管されている場合、あるいは譲渡行為について主たる債権者全員が同意している場合などの破産債権者を害しないことが明白な場合を除いて、資産証券化商品の組成には慎重にならざるを得なかった。

今回、新破産法第161条1項によって、「適正価格」で譲渡された場合の要件が明確になったことによって、経営再建途上にあるオリジネーターや信用力が低い中小企業などが証券化手法を活用する際の障害の一つが取り除かれたと言っても良いであろう。

資産証券化商品の格付けにおいても、オリジネーターがサービサーやプロパティマネージャーなどのスキーム関係者として関与する場合には引き続きその信用力や業務遂行能力を精査、モニタリングすることが重要と考えるが、譲渡時における否認リスクについては、今回の新破産法成立によりかなり限定的となり、今後格付け対象となる資産証券化商品のオリジネーターの裾野は一層広がるものと思われる。

3. 適正価格譲渡における否認の要件

否認の要件として、条文のとおり、行為の

客観的要件、破産者の主観的要件、受益者の主観的要件が規定され明確になった。この3つの要件がすべて満たされてはじめて否認されること、詐害性の立証・受益者悪意の立証責任が管財人となったこと、偏頗行為自体^(注3)は基本的には偏頗行為否認の問題であり財産減少行為の要件とは区別されたこと、などから「適正価格」で信託や特別目的会社などの器(SPV)に譲渡される資産証券化の場合、否認リスクはかなり限定的となったと考えられる。

各要件に関して、若干補足すると、行為時に十分な資産を有しており他の債権者を害する懸念が全くない場合は従前同様否認リスクを懸念する必要はないであろう。一方、支払停止が生じた後や破産手続開始の申立て直前であっても、「適正価格」で譲渡された場合は、上記の3要件がすべて満たされない限り否認されるリスクは低いと考えられる。適用される処分行為の対象も「その他の当該処分による財産の種類の変更」と金銭債権や動産も広く含む記載となり、これらを対象とした資産証券化商品も同様な取り扱いとなるであろう。

なお、前述のとおり偏頗行為は適正価格譲渡否認における客観的要件の具体的例示から除外されているが、偏頗行為が行われかつ当該債権者も破綻し弁済金の回収ができないなど極端な事例の場合には譲渡否認の余地は残っているとの意見もあり、現実にはこの点について慎重に判断する必要があると考えられ

る。また、今回の新破産法の制定にあたって、民法第424条^(注4)が特段の改正も行われずにそのまま残ったことに危惧する声もあり、新破産法の趣旨が実務上、今後民法の解釈に反映されていくことが期待される。

(注1) 現破産法第63条1項：賃料債権の処分は、賃貸人の破産宣告時を基準として当期および次期のもの以外、破産債権者に対抗できない(口語要約)

(注2) JCR格付2004年3月号「Q&A」参照

(注3) 偏頗行為：特定の債権者に対する特別の利益の供与

(注4) 民法第424条：詐害行為取消権

ストラクチャード・ファイナンス部

「新破産法第161条1項」

破産者が、その有する財産を処分する行為をした場合において、その行為の相手方から相当の対価を取得しているときは、その行為は、次に掲げる要件のいずれにも該当する場合に限り、破産手続開始後、破産財団のために否認することができる。

当該行為が、不動産の金銭への換価その他の当該処分による財産の種類の変更により、破産者において隠蔽、無償の供与その他の破産債権者を害する処分をするおそれを現に生じさせるものであること(行為の客観的要件)

破産者が、当該行為の当時、対価として取得した金銭その他の財産について、隠蔽などの処分をする意思を有していたこと(破産者の主観的要件)

相手方が、当該行為の当時、破産者が前号の隠蔽などの処分をする意思を有していたことを知っていたこと(受益者の主観的要件)