

「日本版 CMBS2.0」について

平成 24 年 2 月 14 日

CRE Financial Council 日本支部

目次

○ プロジェクト委員名簿	1
○ 日本版 CMBS2.0 報告書(総論)	5
I. 本報告書の背景及び目的	6
A. わが国における CMBS を取り巻く現在の状況	6
B. 「日本版 CMBS2.0 プロジェクト」の始動	6
C. 本報告書の構成	7
II. CMBS2.0 を取り巻く米国の状況とわが国における取組みの概要	7
III. わが国における CMBS の課題	8
A. CMBS の商品設計、スキーム組成その他アレンジメントに関わる検討課題	8
1. CMBS のストラクチャーにおける検討課題	8
(a) サービスーによる回収業務	8
(b) 対象資産の管理・回収・処分プロセスへの CMBS 投資家の関与	9
(c) その他の論点	9
2. 不動産ノンリコース・ローン取引のレベルでの検討課題	9
(a) メザニンレンダーとシニアレンダー間の利害調整及び権限分配	9
(b) 借入人 SPC 管理に関する諸論点	10
(c) セキュリティ・パッケージ等の(再)検討	10
(d) その他の論点	10
B. 法規制上の検討課題	10
C. 税務上の検討課題	11
D. 会計上の検討課題…連結会計基準による影響	11
1. レンダーによる SPC 連結の要否	11
2. CMBS 側における会計上の検討課題	11
IV. 規制/税務当局への要望	12
A. 法制面に関する要望	12
1. 信託受益権質権の実行手続の整備	12
(a) 信託受益権質権の裁判外における実行に際しての登記手続の整備	12
(b) 信託受益権質権の裁判上の実行手続の整備	12
2. 合同会社の社員持分質権の対抗要件及び実行手続の明確化	12

3.	不動産信託受益権の売却等に関連するレンダーの各種権利行使と金融商品取引業登録等の要否に関する議論の整理・明確化	12
4.	サービサー法における特定金銭債権の範囲の拡大.....	13
5.	特定資産管理受託者の変更に関する手続の柔軟化.....	13
B.	税務面に関する要望.....	14
(a)	特定社債の発行要件の緩和	14
(b)	減損損失に対する手当て	14
(c)	二重課税の排除について.....	14
(d)	税務上の機関投資家等であることを求める範囲の明確化.....	15
(e)	税務上の機関投資家等の範囲拡大	15
○	日本版 CMBS2.0 報告書(各論)	16
I.	はじめに.....	17
II.	我が国における CMBS の課題(既存の実務の考察・検証及び今後の展望).....	17
A.	商品設計、スキーム組成その他アレンジメントに関わる検討課題	17
1.	CMBS のストラクチャーにおける検討課題.....	17
(a)	サービサーによる回収業務に関する諸論点 … 現在のサービシング実務における諸課題の検討	17
(b)	対象資産の管理・回収・処分プロセスへの CMBS 投資家の関与	20
(c)	サービシングに関わるその他の論点	23
(d)	Rating Agency Confirmation (RAC).....	24
(e)	オペレーティング・アドバイザーの導入.....	25
(f)	ウォーター・フォールの簡素化.....	25
(g)	その他アレンジメント上の留意点.....	26
2.	不動産ノンリコース・ローン取引のレベルでの検討課題	26
(a)	メザニンレンダーとシニアレンダー間の利害調整及び権限分配	26
(b)	借入人 SPC 管理に関する諸論点	28
(c)	バルーン・リスクへの対処.....	29
(d)	ウォーター・フォールの一部見直し(新 AM 等の報酬の位置付け)	29
(e)	セキュリティ・パッケージ等の(再)検討.....	30
B.	法規制上の課題.....	32
1.	信託受益権質権の実行方法.....	32
(a)	裁判外での実行	33
(b)	裁判上の実行	34
2.	合同会社社員持分質権に関する留意点.....	35

3.	資産流動化法第128条に基づく一般担保と受益権質権の優劣	36
4.	レンダーによる権利行使と金融商品取引法上の規制との関係	37
	(a) 不動産信託受益権の売却に関連するレンダーの各種権利行使と金融商品取引業の登録の要否	37
	(b) レンダーによる権利行使の一環としての抵当不動産の売却等と宅地建物取引業の免許の要否	38
5.	レンダーによる権利行使と債権管理回収業に関する特別措置法上の規制との関係	39
	(a) サービサー法上、特定社債が特定金銭債権に該当していない点について	39
	(b) サービサー法上、スポンサーレターに基づくリコース債権が特定金銭債権に該当しないと解されている点について	40
6.	資産流動化法上の制約	40
	(a) AMの変更と資産流動化計画の変更	40
C.	税務上の課題	41
1.	TMKにおける税務上の導管性要件に関わる諸論点	41
	(a) 特定社債の発行が必要との要件について、緩和の余地はないか	42
	(b) 特定借入れのレンダーが特定社員持分質権設定契約を締結している場合の留意点	42
	(c) 減損損失に対する手当て	42
	(d) 二重課税の排除について	43
2.	CMBS商品の器として信託を利用するスキームに関わる諸論点	43
	(a) CMBS信託で特定社債・特定借入れに係る権利を保有する場合	43
	(b) CMBS投資家の範囲の拡大	44
	(c) 消費税及び源泉所得税の取扱い	44
3.	債権放棄のタイミングに関する留意点	45
4.	利息の繰延又は遅延損害金に関する留意点	46
	(a) 利息の繰延の留意点	46
	(b) 遅延損害金の留意点	46
5.	譲渡人が継続的に関与している案件における留意点	46
6.	匿名組合契約終了の留意点	47
	(a) 損益分配が出来ないことによる問題点	47
	(b) 時価清算による問題点	47
7.	建物売却時の消費税等の取扱いの明確化	48
D.	会計上の課題 … 連結会計基準による影響	48
1.	一般	48
2.	レンダーによる借入人SPC連結の要否	49
	(a) IFRS10における「支配」の判断枠組み	50
	(b) 不動産ノンリコース・ローン取引におけるレンダーが有する典型的な権利	53

3. CMBS 側における会計上の論点.....	55
(a) CMBS 発行体との関係での(CMBS 投資家による)連結.....	55
(b) サービスの扱い	56
(c) ビークルによる差異の有無	57
(d) 「投資企業」に関する議論.....	57

プロジェクト委員名簿

日本版 CMBS2.0 プロジェクト委員名簿

※ 所属・役職名等は、平成23年12月31日現在のもの

石鍋 清和	オリックス債権回収株式会社 CMBS サービス本部 エグゼクティブディレクター
藤原 英樹	オリックス債権回収株式会社 CMBS ソリューション部 マネージャー
矢野 晋平	オリックス債権回収株式会社 マスターサービス部ビジネスデベロップメントチーム チーム長
原田 昌平	新日本有限責任監査法人 不動産セクター日本エアリーダー シニアパートナー 公認会計士
中田 斉明	DB 信託株式会社 信託受託管理部 ヴァイスプレジデント 信託受託管理部長
植山 時男	ドイツ銀行 東京支店 不動産ファイナンス部 不動産ファイナンス部長 ディレクター
首藤 正浩	ドイツ銀行 東京支店 不動産ファイナンス部 ヴァイスプレジデント
篠原 涼太	東京共同会計事務所 フィナンシャル・ソリューション部 マネジメントグループリーダー

中澤 栄仁	東京共同会計事務所 コンサルティング部 パートナー 公認会計士
橋本 龍生	三菱 UFJ 信託銀行株式会社 資産金融第 2 部 統括マネージャー
植田 利文	森・濱田松本法律事務所 弁護士
岸 寛樹	森・濱田松本法律事務所 弁護士
佐藤 正謙	森・濱田松本法律事務所 弁護士
樋本 義和	森・濱田松本法律事務所 弁護士
赤井 厚雄	モルガン・スタンレーMUFG 証券株式会社 債券統括本部・クレジット・プロダクト本部 マネージング ディレクター
片山 信子	モルガン・スタンレーMUFG 証券株式会社 債権統括本部 証券化商品部 エグゼクティブ・ディレクター
杉本 卓哉	モルガン・スタンレーMUFG 証券株式会社 債券統括本部 証券化商品部 ヴァイス プレジデント

オブザーバー参加

湯川 則之	興銀リース株式会社 執行役員 不動産営業部長
-------	---------------------------

山本 武成	スタンダード&プアーズ・レーティング・ジャパン株式会社 マネージング・ディレクター ストラクチャードファイナンス部長
熊丸 浩二	ムーディーズ・ジャパン株式会社 ストラクチャードファイナンスグループ
大久保 敬裕	ムーディーズ・ジャパン株式会社 ストラクチャードファイナンスグループ

【注】本報告書の内容は各プロジェクト委員の所属する組織の見解を示すものではありません。

日本版 CMBS2.0 報告書(総論)

I. 本報告書の背景及び目的

A. わが国における CMBS を取り巻く現在の状況

1999年、わが国においてCMBS(不動産担保ローンの証券化商品を指す。以下同様。)市場が誕生して以来、CMBS市場は順調に拡大を続け、2007年には発行総額が約2.4兆円(出所:CREFC日本支部)にまで達した。CMBSは資本市場と不動産市場とを結ぶ新たな金融のパイプ役として、リスクマネーを不動産市場に供給し続けた。CMBSが供給したリスクマネーは、当初、担保不動産の売却処理を加速させ、邦銀の不良債権処理の進捗に貢献し、その後、不動産ファンドやJ-REIT等の新たな市場参加者によるアキュイジション・ファイナンスの一翼を担い、CMBS市場は隆盛を極めた。ところが、サブプライムローン問題、そしてリーマンショックが発生した2008年以降、証券化商品全般に対する投資家の信認が失墜し、世界中の証券化市場が失速し、CMBS市場も機能不全に陥り、わが国の不動産市場も極端な流動性不足に襲われた。その結果、多くの不動産ノンリコース・ローン案件が最終期限におけるリファイナンス不能に直面し、(キャッシュフローが順調に循環しているにもかかわらず)CMBSの裏付資産であるノンリコース・ローンのデフォルトが相次ぎ、CMBSの格下げも頻発した。更に、CMBSやABS等の一次証券化商品と再証券化商品であるCDOを混同したかのような理解不足に基づく世間の論調も手伝い、その後、投資家のCMBSに対する信認は失われたままの状態にある。

B. 「日本版 CMBS2.0 プロジェクト」の始動

このような時代背景・市場環境の中、CMBSの組成・管理等に携わる市場関係者の中で、CMBSに関わる実務上の諸課題等について、新たな経験・知見が蓄積されてきた。

CREFC日本支部では、このようなCMBSに関わる諸課題や今後の実務のあり方等について市場関係者間で議論を深め、共通の認識を得ることを目指して、昨年7月に「日本版CMBS2.0プロジェクト」を立ち上げた。本プロジェクトにおいては、アレンジャー、サービサー、信託受託者、SPC管理者、格付会社、投資家、弁護士、会計士、税理士等、市場横断的な様々な立場から関係者が集い、半年に渡る徹底した議論を通じて、各々の分野で個別に蓄積された経験知の共有が行われた。CMBSが証券化商品として本来的に持つ、リスク・リターンの再配分や新たな投資機会の創造といった特長が最大限に享受され、投資家のポートフォリオの中で安定的な地位を占めるとともに、将来に亘って不動産やインフラの開発・再生・取得を支える安定的な資金媒介経路の一つとしての役割を果たすためには、今後は、これらの経験や知見を活かし、CMBS投資の入口から出口に至るまで、高い透明性や予見性の確保に努めながら商品設計を行い、市場の再生を図る必要があるというのが、本プロジェクト参加者の共通の認識である。

C. 本報告書の構成

本報告書では、本プロジェクトにおける議論を踏まえながら、CMBS の新たな商品設計の考え方を提示しており、これを総称して「日本版 CMBS 2.0」と呼んでいる。但し、これは、とすれば硬直的な商品設計につながりがちな取引スキーム等の標準化を企図したものではない。むしろ、証券化商品としての CMBS の柔軟性を最大限に活かし、今後に変化を続ける不動産市場に適切に対応しながら、金融市場における多様な投資家ニーズに応えていくための実務上の視点及び今後の指針を示したものとして捉えられたい。また、CMBS にとどまらず、バランスシート・レンディングを含む不動産ファイナンス取引全般についても、本報告書が一つの指針として参照されることを期待する。

本報告書は、「総論」と「各論」の二部から構成される。「総論」では、まず、第 II 章において、CMBS 2.0 に関する先行的な取組みが始まっている米国を中心とした海外市場の動向や、国内における CMBS に関する取組み状況を再確認し、第 III 章において、従来の実務で多く見られた諸課題について、商品設計・スキーム組成等、並びに、法制、税制及び会計面の観点から、その概要を述べている。そして、第 IV 章において、マクロ環境整備の観点から、今後、法規制・税制等の改正により改善が図られることが望ましい幾つかの事項について提言を行っている。また、「各論」では、「総論」第 III 章及び第 IV 章で言及した事項について、より詳細な検討を行っている。

本報告書は、狭義の市場関係者の枠を超えて、投資家（バランスシート・レンダーを含む）、事業者、規制当局等、より幅広い意味での市場関係者に対するメッセージとして書かれたものでもある。投資家の方々におかれては、今後の CMBS への新規の投資検討や既存のポートフォリオの管理にあたり、商品性の把握のためのポイントを見定めるための一助として本報告書が活用されれば幸いである。現物不動産への投資や開発に関わる事業者におかれても、今後増大する資金調達ニーズに対応するための市場関係者による様々な取組みを知る一助として活用されることが期待される。また、規制当局の立場におかれては、CMBS 市場の中で実務者が抱える課題等についての理解を深め、市場の健全な成長を支えるための施策を展開するためのツールとして活用して頂くことを望んでいる。

本報告書が、日本の CMBS 市場の再生の起点となることを願ってやまない。

II. CMBS2.0 を取り巻く米国の状況とわが国における取組みの概要

投資家の投資意欲が顕著に回復してきた米国では、2011 年の CMBS 新規発行総額が約 327 億米ドル（出所：Commercial Mortgage Alert）に達した。米国における CMBS 市場回復の背景として、市場関係者が「CMBS 2.0」と呼ぶ新たなスタンダードを加味した商品設計の導入という事情

が存する。米国における「CMBS 2.0」の特徴として、具体的には、より保守的なアンダーライティング、表明保証・コベナントの強化、ウォーター・フォールの簡素化、オペレーティング・アドバイザーの導入等が挙げられる¹。

また、証券化商品のリスクウェイト引上げ、ABS CDO や CRE CDO 等のいわゆる「再証券化商品」に関する特則、オリジネーターに対する証券化商品の一部保有義務(Mandatory Retention)、格付会社規制等、新たな規制の導入も進み、米国においては、市場環境が再整備されたという状況にある。

わが国においても、投資家の投資意欲を再喚起するため、リーマン・ショック以降、CMBS 関係者によって様々な施策が検討・実施されてきた。まず、新たな規制の枠組みとして、証券化商品の販売等に関する日本証券業協会の自主規制導入、「標準情報レポート・パッケージ」(Standard Information Reporting Package: SIRP)の導入による情報開示強化、証券化商品のリスクウェイト引上げ、再証券化商品の定義導入、格付会社規制、不動産鑑定基準の改訂等が挙げられる。また、市場関係者の取組みとして、時価評価手法の透明化、情報開示の徹底によるセカンダリー市場の活性化、テール期間中のシニア投資家とメザニン投資家の権利調整等、投資家の視点に立った施策が実施されている状況にある。これらの取組みを踏まえ、以下、更なる実務上の諸課題について概観する。

III. わが国における CMBS の課題

A. CMBS の商品設計、スキーム組成その他アレンジメントに関わる検討課題

1. CMBS のストラクチャーにおける検討課題

(a) サービスによる回収業務【※報告書(各論)第 II 章 A.1.(a)項参照。】

CMBS の対象となるローン等のデフォルト事例が増加する中で、サービスによるサービシング業務、特に、いわゆるスペシャル・サービシング業務に係る事例が蓄積しつつあるが、その過程で、幾つかの実務上の課題(例えば、最低売却価格の設定・調整、物件売却の準備活動着手のタイミング、AM の更迭権限の所在に関する規定のあり方、物件売却手続の詳細化の是非等)も認識されるようになってきている。これらの課題を踏まえ、サービスによる回収業務の更なる効率化・円滑化に向けて検討を深めていくことが望まれる。

¹ 近時の米国における CMBS の商品性の特徴については、山本武成「CMBS 市場の動向及び市場の課題」SFJ Journal Vol.5・22 頁以下(平成 23 年)が詳しい。

(b) 対象資産の管理・回収・処分プロセスへの CMBS 投資家の関与【※報告書(各論)第Ⅱ章 A.1.(b)項参照。】

対象債権の管理、回収及び処分プロセスに、CMBS 投資家の意見を反映させる場合の具体的な方法及び程度等について、実務上高い関心が示されている。また、サービスの希望により CMBS 投資家の意思確認を求められるような仕組みの整備が必要との意見も示されている。

サービス判断事項か CMBS 投資家の意思確認事項かの切分け、CMBS 投資家の意思確認に関する手続の明確化、CMBS 投資家間での適正な権限分配等に留意した上で、かかる意思確認手続の整備に向けて更に検討を深めていくべきである。

(c) その他の論点【※報告書(各論)第Ⅱ章 A.1.(c)~(g)項参照。】

これらに加えて、例えば、①物件売却時における損失確定のルールの整備・明確化(物件売却に係る精算の完了前に、一定の要件の下でローン等の損失額及び CMBS 商品に係る元本毀損・償還額を決定できるようにする等)、②デフォルト債権の売却によるエグジットの明確化(それに係るサービスの権限の明示化を含む。)の必要性についても検討が行われた。また、③Rating Agency Confirmation(契約変更等による格付けへの悪影響の不発生について格付機関の確認が得られた場合に、当該変更等に対する投資家等の承認を省略できるようにする手立て)の意義、④いわゆるオペレーティング・アドバイザーの導入、⑤CMBS 商品におけるウォーター・フォールの簡素化等のテーマについても議論が行われた。また、CMBS 商品の情報開示に関しても、日本証券業協会における SIRP 改訂に関する取組みの状況について関係者より報告が行われた。

2. 不動産ノンリコース・ローン取引のレベルでの検討課題

(a) メザニンレンダーとシニアレンダー間の利害調整及び権限分配【※報告書(各論)第Ⅱ章 A.2.(a)項参照。】

レンダー間の利害調整及び権限分配という観点から見た場合に、わが国の現行の不動産ノンリコース・ローン取引に係るプラクティスの下で重大な支障が生じているとまでは認められず、かかるプラクティスについて、当該観点から根本的・全般的な見直しが特に必要とされる状況にある訳ではないものと思われる。もっとも、レンダー売却期間、とりわけメザニン売却期間の設定における一層の工夫の余地や、シニア担保権者を阻害しないメザニン担保権のあり方(担保権設定契約におけるメザニン担保権の解除ないし失効条件の整備を含む。)等について更に検討を深めていく余地はあるだろう。

(b) 借入人 SPC 管理に関する諸論点【※報告書(各論)第 II 章 A.2.(b)項参照。】

ローン等がデフォルトに至った場合における物件の換価方法としては、従来、不動産信託受益権の任意売却によることが多く、実務上も相当程度の実例が蓄積しつつあるが、取引スキーム上想定された通りに事が運ばず、レンダーが物件売却を主導する際に借入人 SPC(の役員)や AM の協力が思うように得られないがため、任意売却がスムーズに行われなかった例も見受けられた。このような経験を踏まえ、借入人 SPC 等の協力が得られない事態が発生することを可及的に避け、かつ、借入人 SPC 等の協力が得られない場合の対処方法を用意しておくような実務上の工夫について、検討しておくことが重要と思われる。

(c) セキュリティ・パッケージ等の(再)検討【※報告書(各論)第 II 章 A.2.(c)項参照。】

不動産ノンリコース・ローン取引におけるセキュリティ・パッケージ(担保権)の内容やレンダーの権利保全に関わるその他の措置について、再検証を行うことにも意義が認められる。従来のセキュリティ・パッケージに加えた保全手段として、例えば、①レンダーによる借入人 SPC の社員持分等に係る権限の(代理)行使(社員持分質権等の実行によらずに行う方法)や取締役若しくは職務執行者に対する直接の指図を可能とする仕組み、②資産の流動化に関する法律(以下「資産流動化法」という。)に基づく一般担保の登記、③(対象不動産につきマスターリース構成が採られている場合における)ML の信用悪化リスクへの各種対処策の導入等について、検討を深める意味はあろう。

(d) その他の論点【※報告書(各論)第 II 章 A.2.(c)~(d)項参照。】

その他、ローン契約等におけるウォーター・フォールの一部見直し(AM 等の更迭が行われる場合の新 AM 等への報酬の位置付け)、いわゆるバルーン・リスクへの対応等についても議論が行われた。

B. 法規制上の検討課題【※報告書(各論)第 II 章 B.項参照。】

CMBS 及び不動産ノンリコース・ローン取引に関わる法規制上の諸課題、具体的には、信託受益権質権の実行方法、合同会社社員持分質権に関する留意点、レンダーによる権利行使と各種規制法(特に金融商品取引法)上の規制との関係、債権管理回収業に関する特別措置法(以下「サービサー法」という。)上の規制、資産流動化法上の制約等について検討が行われた。

このうち、法改正、解釈・運用の明確化等の対応が必要又は望ましいと思われる事項を別途下記 IV.A において取りまとめたので、参照されたい。

C. 税務上の検討課題【※報告書(各論)第Ⅱ章 C.項参照。】

CMBS 及び不動産ノンリコース・ローン取引に関わる税務上の諸課題、具体的には、資産流動化法上の特定目的会社(TMK)における税務上の導管性要件や CMBS 商品の器として信託を利用するスキームに関わる諸論点、債権放棄のタイミング、利息の繰延又は遅延損害金の取扱い、譲渡人が継続的に関与している案件における留意点、匿名組合契約終了の留意点等について検討が行われた。

このうち、法改正、解釈・運用の明確化等の対応が必要又は望ましいと思われる事項を別途下記 IV.A において取りまとめたので、参照されたい。

D. 会計上の検討課題…連結会計基準による影響

わが国では、現在、企業会計基準審議会において、日本の会計基準と国際財務報告基準(IFRS)とのコンバージェンス・プロジェクトが進められており、その一環として、連結会計基準に関する国際財務報告基準たる「IFRS10 Consolidated Financial Statements」(国際財務報告基準第10号「連結財務諸表」とのコンバージェンスに向けた議論・検討も行われている。かかる連結会計基準のコンバージェンスに際しては、日本における証券化取引実務の実情も踏まえ、既存の実務に重大な支障が生じないような内容にする必要がある。CMBS との関係では、CMBS 商品の内容や実務慣行について正確な理解を深めた上で、これに即した形で適切に IFRS10 とのコンバージェンスが行われることが望ましい。

1. レンダーによる SPC 連結の要否【※報告書(各論)第Ⅱ章 D.2.項参照。】

まず、CMBS 保有資産たるローンに関連して、CMBS 発行体がレンダーとして借入人 SPC の連結主体として取り扱われる可能性の有無及びこれが肯定される場合にいかなる場合において借入人 SPC の連結主体となり得るかについて整理・検討が必要である。

この点、不動産ノンリコース・ローン取引においては、特に、デフォルト時におけるレンダーの債権保全策として認められている各種の権限(レンダー主導による物件売却権限、受益者指図の代理行使権限、アセット・マネージャーの更迭・選任権等)を行使すること等が借入人 SPC の連結を肯定する要素として評価されないかについて、慎重な整理・検討が必要といえよう。

2. CMBS 側における会計上の検討課題【※報告書(各論)第Ⅱ章 D.3.項参照。】

次に、CMBS 側における会計上の検討課題としては、CMBS 関係当事者(CMBS 投資家、サービサー等)による CMBS 発行体の連結要否及びその判断基準に関する整理・検討が必要となろう。また、これに関連して、CMBS 発行体が「投資企業」に該当する場合の扱い(CMBS 投資家の側で

の会計上の処理を含む)などについても、今後の実務上の議論の動向をフォローすることが必要であろう。

IV. 規制/税務当局への要望

A. 法制面に関する要望

1. 信託受益権質権の実行手続の整備

- (a) 信託受益権質権の裁判外における実行に際しての登記手続の整備【※報告書(各論)第Ⅱ章 B.1.(a)項参照。】

信託受益権質権の裁判外の実行に伴う受益者変更の信託変更登記手続に関して、登記原因証明情報として何を提出する必要があるかにつき、実務上の取扱いが確立しておらず、現時点では、その都度法務局に確認しながら登記申請を行っている状況にある。今後、この点に関し画一的な取扱いが確立されることが望まれる。

- (b) 信託受益権質権の裁判上の実行手続の整備【※報告書(各論)第Ⅱ章 B.1.(b)項参照。】

信託受益権質権の裁判上の実行手続に関しては、不動産信託受益権質権の換価手続である売却命令においても、不動産競売手続に準じた手続等(例えば、不動産競売手続の場合のいわゆる「3点セット」の作成・公開等の手続や、期間入札の手続、評価人に不動産への立入権限や質問権限(民事執行法第58条第4項・第57条第2項参照)を認める根拠規定を設ける等。)の整備を行うことが検討されるべきである。

2. 合同会社の社員持分質権の対抗要件及び実行手続の明確化【※報告書(各論)第Ⅱ章 B.2.項参照。】

合同会社の社員持分の質権設定及び社員持分の譲渡については、第三者に対する対抗要件の具備方法が明確でないため、立法による手当て等により明確化されることが望ましい。

3. 不動産信託受益権の売却等に関連するレンダラーの各種権利行使と金融商品取引業登録等の要否に関する議論の整理・明確化【※報告書(各論)第Ⅱ章 B.4.項参照。】

不動産ノンリコース・ローン取引におけるレンダラーによる契約上の各種権限の行使と金融商品

取引法上の業規制との関係が、実務上しばしば問題になっている。例えば、①一定の約束条項（コベナンツ）の違反時やテール期間におけるレンダーによる契約上の各種権限の行使（借入人 SPC に対する不動産信託受益権の売却指図、受託者宛指図の代理行使等）は、投資助言・代理業又は投資運用業に該当するか。②契約上予め定められた事由が発生したことによりレンダーが AM を更迭し、借入人 SPC に代わって新 AM を指名・選任させる行為が、「投資顧問契約又は投資一任契約の締結の代理又は媒介」として投資助言・代理業に該当するか。③AM の倒産等により AM が実質的に機能不全に陥った場合に、ローン等自体は期限の利益を喪失しないまま、レンダーが緊急避難的に受託者宛に信託不動産の（大規模）修繕等に係る指図を行うことができる旨関連契約上定められることがあるが、かかるレンダーによる権利行使は、投資助言・代理業又は投資運用業に該当するか等。

これらのレンダーによる契約上の各種権限の行使は、あくまでもレンダーの債権保全のために行われるものであって、他のエクイティ投資家のために為されるものとは言い難いことを踏まえ、立法による手当て等により、かかる行為が金融商品取引業に該当しないことを明確化することが望まれる。

4. サービサー法における特定金銭債権の範囲の拡大【※報告書（各論）第 II 章 B.5.項参照。】

特定社債は、原則としてサービサー法第 2 条に定める特定金銭債権には該当せず、サービサーは、原則としてデフォルト状態にある特定社債に係る管理及び回収業務を営むことができない。現状、サービサーが一定範囲でデフォルトした特定社債の管理に関与することは解釈上可能と考えられており、実務上もかかる解釈を踏まえた対応がなされているものの、法律上の制約の範囲内で対応しなければならず、サービシング実務上の障害になり得るほか、CMBS 投資家（特に外国人投資家）に対する説明が必要となるなど、案件組成上の障害になりうるため、特定社債を特定金銭債権に含めるための法改正が検討されるべきである。

また、スポンサーレターに基づく損害補償請求権がサービサー法第 2 条第 1 項第 20 号の「前各号に掲げる金銭債権を担保する保証契約に基づく債権」に該当するかが議論されることもあるが、スポンサーレターに基づく損害補償請求権も、CMBS の保有しているローン債権に密接に関連する債権であり、これを特定金銭債権に含めるための法改正が検討されるべきである。

5. 特定資産管理受託者の変更に関する手続の柔軟化【※報告書（各論）第 II 章 B.6.(a)項参照。】

不動産ノンリコース・ローン取引においては、ローン等のデフォルト等に伴う AM の更迭権限がレンダーに付与されることが多いところ、借入人 SPC が TMK である場合は、AM たる特定資産管理受託者の変更の際して資産流動化計画の変更が必要であり、かかる資産流動化計画の変更には優先出資社員の同意が必要であるため、実際にローン等がデフォルト等に陥った場合には、（プロジェクト契約等で AM 更迭権限が規定されている場合であっても、）レンダーは改めて優先

出資社員の同意を取得しなければならず、レンダーの AM 更迭権限の円滑な行使が妨げられているとの指摘がなされることがある。

この点、例えば、資産流動化法において新たに導入された資産流動化計画の改定手続の範囲を、特定資産管理受託者の記載にも拡大する等、特定資産管理受託者の変更手続を柔軟化することが望まれる。

B. 税務面に関する要望

不動産の流動化の形態としては、合同会社(GK)と匿名組合(TK)を組み合わせた、GK-TKスキームの他、TMK が一般的に用いられている。しかし、昨今の不動産市況の低迷等を受けて、TMKを利用したスキームにおいて税務上の導管性要件を維持する形でのリファイナンスやリストラクチャリングが思うように進まないといった支障が生じている。また、こうした支障が生じるという点は、新規組成においても TMK 相対的な利用価値を失わせることになる。こうした問題を解決し、TMK が不動産の流動化スキームとして安定的に利用されるため、以下の税制面の手当又は明確化が望まれる。

(a) 特定社債の発行要件の緩和【※報告書(各論)第 II 章 C.1.(a)項参照。】

昨今では、デットの資金提供者の保全強化の視点で、担保設定が(容易に)できるという観点から、(特定社債ではなく)特定借入れによる資金提供を好む傾向があるように思われるが、こうした状況を踏まえて、TMK における税務上の導管性要件のうち、特定社債の発行に関する要件の緩和が望まれる。

(b) 減損損失に対する手当【※報告書(各論)第 II 章 C.1.(c)項参照。】

昨今の不動産市況の低迷等により、企業会計上、TMKにおいて減損処理が求められる事例が発生しているが、減損損失は税務上の損金として認められないため、債権放棄その他のリストラクチャリングが進まないといった支障が生じている。

この点、TMK にて企業会計上の減損処理が行われた場合においては、当該減損処理額について税務上も損金算入を認めるといった税制面の手当が望まれる。

(c) 二重課税の排除について【※報告書(各論)第 II 章 C.1.(d)項参照。】

現行税制上、TMK の導管性要件充足有無を問わず、優先出資社員は受取配当の益金不算入の規定の適用が受けられない。従って、TMK にて法人税が課された後の利益を優先出資社員に配当したとしても、優先出資社員は当該受取配当を益金算入する必要があり、二重課税が発生

してしまう。この点、TMK にて導管性要件を満たさない場合には、その受け手である優先出資社員において受取配当の益金不算入の規定の適用を受けられるような税制面の手当が望まれる。

(d) 税務上の機関投資家等であることを求める範囲の明確化【※報告書(各論)第Ⅱ章 C.2.(a)項参照。】

CMBS 信託にて特定社債や特定借入れを有する場合、税務上の機関投資家等の要件を満たすべき者は誰なのかが明確ではない。

この点、信託財産たる特定社債や特定借入れについて受益者へ現物交付されない仕組みになっているのであれば、当該受益者が税務上の機関投資家等であることを要しないといった税制上の取扱いの明確化が望まれる。

(e) 税務上の機関投資家等の範囲拡大【※報告書(各論)第Ⅱ章 C.2.(b)項参照。】

税務上の機関投資家等の範囲は、金融商品取引法上の適格機関投資家の範囲よりも狭くなっているが、金融商品取引法上の適格機関投資家に該当するものの、税務上の機関投資家等に該当しないものの中には、不動産証券化投資等に精通している投資家層(例えば、非上場ノンバンク等)も存在している。また、税務上の機関投資家等の範囲の拡充を目的として手当てされた特定債権流動化 TMK についても、その要件の厳格さから実際の利用が進まないという実情がある。

この点、税務上の機関投資家等を金融商品取引法上の適格機関投資家の範囲よりも更に限定する必要性・必然性は必ずしもないように思われるため、税務上の機関投資家の範囲を金融商品取引法上の適格機関投資家と同様にする、又はそれにより近づけるといった税制の改正が望まれる。

以上

日本版 CMBS2.0 報告書(各論)

I. はじめに

日本版 CMBS2.0 プロジェクトにおいては、我が国における CMBS の課題を明らかにすべく、既存の実務のあり方を考察・検証した上で、商品設計、スキーム組成その他アレンジメントに関わる検討課題、並びに、CMBS を取り巻く法規制、税務及び会計上の課題を整理し、議論及び検討を深めてきた。本報告書(各論)では、かかる議論及び検討の内容を具体的に紹介する。

以下、商品設計・スキーム組成その他アレンジメントに関わる検討課題(第 II 章 A.)、法規制上の課題(第 II 章 B.)、税務上の課題(第 II 章 C.)、会計上の課題(特に連結会計基準の影響)(第 II 章 D.)の順に論ずる。

II. 我が国における CMBS の課題(既存の実務の考察・検証及び今後の展望)

A. 商品設計、スキーム組成その他アレンジメントに関わる検討課題

1. CMBS のストラクチャーにおける検討課題

(a) サービサーによる回収業務に関する諸論点 … 現在のサービシング実務における諸課題の検討

CMBS 案件においては、対象となるローン等(不動産ノンリコース・ローン取引における合同会社等に対する貸付債権、資産流動化法における特定目的会社(以下「TMK」という。)による特定借入れに係る債権、及び TMK の発行する特定社債を含むものとする。以下同じ。)の管理・回収はサービサーにより行われる。かかるサービサーによるサービシング業務は、サービシング契約及びこれに付随するサービシング方針に従って行われることになる。CMBS の対象となるローン等のデフォルト事例が増加する中で、サービサーによるサービシング業務、特に、いわゆるスペシャル・サービシング業務²に係る事例が蓄積しつつあるが、その過程で、幾つかの実務上の課題も認識されるようになってきている。以下、これらの問題について概観し、改善に向けた検討を行う。

(i) 最低売却価格の設定及び調整

実務上、CMBS 対象資産であるローン等の担保物件である不動産又は不動産信託受益権(以下「物件」という。)の売却(借入人 SPG の協力を得て行ういわゆる任意売却の場合と、裁判外で信託受益権質権を実行する場合の双方を含む。以下「物件売却」という。)に係る

² 一般にデフォルト状態に陥ったローン等の回収活動を示すことが多い。

諸条件の決定及び実行については、サービシング契約やサービシング方針上、CMBS 投資家の意思決定に委ねられる仕組みのほか、サービサーの判断に一任されている仕組みも存在する³。

また、基本的にはサービサーの判断に委ねる場合でも、物件売却に係る諸条件（特に売却価格）の決定について一定の制約が課されるケースもある。例えば、スペシャル・サービシング開始当初の最低売却価格は不動産鑑定評価額を踏まえて設定することが往々にして求められる。しかし、市場の状況によっては、現実に売却可能な物件の金額と物件の不動産鑑定評価額に大きな乖離があり、事実上物件売却が困難になるケースや適時の物件売却ができないケースが見られる⁴。

そこで、債権回収の迅速化及び特に流動性等に劣る物件の円滑な売却のため、例えば、不動産仲介業者の提示する金額を基準に、物件の属性に応じて、適宜サービサーが最低売却価格を切り下げること認める等の対応はできないか、といった問題提起もなされた⁵。かかる手法については、（関係当事者が十分に納得できるような）客観性・合理性の確保に留意しながら、その具体的な内容・手順に関する検討を深める意義はあるように考えられる。

(ii) 物件売却の準備活動への着手のタイミング

サービシング契約を含む CMBS 関連契約において、ローン等が満期デフォルトに至った時点で不動産鑑定評価書を取得し、CMBS 投資家（CMBS 信託）に交付の上、CMBS 投資家の意思決定を求めるといった手順によるものとされているケースがあるが、満期デフォルトに陥ってから CMBS 投資家の意思決定に至るまでには相応の期間を要するため、所定の売却期間中に CMBS 投資家による意思結集を含む必要な手続を完了することができない事例も見受けられる。

このような対応の仕方は、迅速な投資回収の実現の妨げとなりかねないので、例えば、一部で既に行われているように、ローン等の満期デフォルトが合理的に見込まれるような場合には、その一定期間前から不動産鑑定評価書を取得し、物件売却活動に向けた準備を開始する等の工夫も、検討に値すると思われる。

³ もっとも、サービサーの判断に一任されている仕組みによる案件においても、実務上は、物件売却に係る諸条件の決定及び実行に際して CMBS 投資家の意思を確認する運用を行う場合もあるようである。特に CMBS 対象資産であるローンの全額回収ができない条件での物件売却については、CMBS 投資家の意思を確認する運用がされるケースが目立つものとされる。

⁴ 最低売却価格を時間の経過に併せて順次下げていく仕組みが導入されている場合でも、かかる引下げが必ずしも機動的に行われず、結局、（最低売却価格の引下げが行われるまでは）不動産鑑定評価額を基準として物件売却を進めるより他ないこともある。また、物件によっては、数次にわたり売却価格を下げて物件売却を進めた場合、市場において当該物件について売却困難な物件であるとの印象を与え、それにより更に売却が困難になるといった問題が生じることもあるようである。

⁵ 特に、CMBS 対象資産であるローン等が複数存在する案件においては、収益性の高い物件が先に売却され、経済性や建築関連法規の遵法性などに問題がある物件が残ってしまうケースが少なくない。このような物件について円滑な処分を可能とするためには、最低売却価格の引き下げに関する柔軟な仕組みを設けるなどの必要がある。

(iii) AMの更迭

CMBS対象資産であるローン等の関連契約において、レンダーに旧AMの解任・新AMの選任権限(以下「AM更迭権」という。)を付与しているケースがあり、当該ローン等のレンダーであるCMBSピークルとして、かかるAM更迭権を行使すべき場合がある。この点、従来のCMBS契約実務においては、サービシング契約やサービシング方針において、CMBS案件との関係で、かかるレンダーのAM更迭権についていずれの当事者が行使権限を有しているか明示されていないケースも見られる⁶。

今後は、サービシング契約を含むCMBS関連契約において、AM更迭権の行使主体を明示的に定めておくことが望ましいものといえる⁷。また、サービサーにかかる権限が一任される場合においても、サービサーが個別に希望する場合には、なおCMBS投資家の意思を確認する途も残されているような仕組みによることも期待されるかもしれない(詳しくは、下記(b)(iii)参照)。

なお、かかるサービサーによるAMの更迭(新AMの指名・選任)に関わる金融商品取引法上の問題については、下記B.4.(a)参照。

(iv) 物件売却がサービサーに一任されることに伴う問題 … 物件売却等に関する詳細なルールを予め定めておくことの是非

上述の通り、実務上、物件売却に係る諸条件の決定及び実行等は、サービシング契約やサービシング方針において、(一定の制約はあるとしても)基本的にサービサーの判断に一任されるケースが少なくない。これは、サービサーの豊富な経験や技量に依拠して、回収を最大化することを目的としたものであると考えられる。他方で、CMBS商品の元本等を毀損する可能性のある条件での物件売却等については、実務上、当該物件売却の条件・方法の合理性について一義的に判断することが難しい等の理由により、サービサーの一存で実行することは困難な場面もある。

このような場合に対応するための方策として、①サービサーによる物件売却の手順等について、当初から一定のルールを定めておき、サービサーの裁量の幅を敢えて狭める(サービサーとしては基本的に当該ルールに従って対応してさえすれば許される)ようなスキームを導入したり、あるいは、②サービシング契約やサービシング方針の規定にかかわらず、サービサー(又は信託受託者)が希望する場合には、CMBS投資家の意思を別途確認した

⁶ このような実態を踏まえ、現状の実務では、CMBS投資家の意思を別途確認した上で、当該意思決定に従いサービサーがAM更迭権を行使しているケースが多いようである。かかる場合、CMBS投資家の意思決定自体に相当程度の期間(2~3ヶ月程度)を要することが想定されることもあり、比較的早い段階(ローン等の満期の1年程度前)から新AMの候補者を探すなどの準備作業に入るなどの実務上の工夫がされている。

⁷ (i)サービサーにAM更迭権の行使権限を一任する方法、(ii)一定期間において、一定のCMBS投資家の意思を確認した上で、これに基づき(サービサー等を介して)AM更迭権を行使する方法等が想定される。

上で、これに依拠した形で物件売却を進めるといったアプローチが提唱されることがある。ここでは、まず、①のアプローチについて検討する。(②については、下記(b)(iii)で述べる。)

①のような仕組みによる場合、サービサーとしてはその分だけ裁量の余地を失うことにはなるが、当該ルールに従う限り、CMBS 投資家からその判断の是非について責任を追及されるリスクを懸念する余り、かえって全体のプロセスが非効率化する事態を回避し易くなるというメリットは期待できる。

この点、わが国における初期の不動産証券化案件⁸においては、AM やサービサーが選任されず、他方で(旧商法上の)社債管理会社⁹が物件売却等において積極的な役割を果たすことも期待し難いため、物件売却等に関する詳細なルール・手順(最低売却価格の定めや入札手続・相対売却による手順を含む。)を予め関連契約上定めておくことがしばしばあった。その意味では、既に一定の前例は存する。

しかし、CMBS 案件においては、対象資産の数も多く、各資産毎の利害関係人もまちまちであるのが通常であり、詳細にして画一的なルールの遵守を強制することは、個別資産の実情を踏まえた柔軟な回収活動をかえって難しくし、むしろ、経験豊富なサービサーにある程度裁量を付与し⁹、その回収戦略の立案及び実行能力に期待した方が、回収の最大化を図る上でより適切なのではないかと、といった指摘がある。

CMBS 商品において、上述したような発想(サービシング手続の事前ルール化)を幾らか採り込む場合には、それが今日の CMBS 案件にどこまで応用できるものであるか(応用すべきか)を見極め、具体的なルールの内容についても、そのメリット(上記参照)とデメリット(その時々⁹の状況に応じた柔軟な回収戦略の立案・実行に制約・支障が及ぶ可能性等)を十分に考慮・検討の上、策定する必要があると思われる。

(b) 対象資産の管理・回収・処分プロセスへの CMBS 投資家の関与

対象債権の管理、回収及び処分プロセスに、CMBS 投資家の意見を反映させる場合の具体的な方法について、高い関心が示された。

(i) サービサー判断事項か CMBS 投資家の意思確認事項かが、サービシング契約その他の CMBS 関連契約上不明確な場合がある

実務上、①対象資産の管理、回収及び処分に係る諸条件の決定及び実行は、サービシング契約やサービシング方針において、サービサーの判断に一任されているケースが少なくないが、②一定の重要事項については、CMBS 関連契約上、CMBS 投資家の意見に基づき方針が決定され、それに基づきサービサー、CMBS 信託受託者(信託方式を用いた CMBS

⁸ 不動産ノンリコース・ローンの証券化というより、本社ビル証券化等の形で一時期よく行われていた種類の案件を念頭に置いている。

⁹ CMBS 投資家の意思をどの程度踏まえるべきかは別途の問題である。詳しくは、下記(b)(iii)参照。

における当該信託の受託者をいう。以下同じ。)その他の関係当事者がこれに関わる事務を執り行う旨規定されることもある。

しかし、案件によっては、CMBS 関連契約上、①と②とが明確に区分されていないように見られるケースもないではない。また、サービシング実務に関わる事例の蓄積が進むにつれ、実務上、当初には想定されなかったような事態が生じる場合も出てきているが、このような事態に対応するに際し、サービサーの一存で決定できるのか、それとも CMBS 投資家の意見を踏まえる必要があるのか、CMBS 関連契約の文言・解釈上必ずしも明らかではないこともある。

かかる事態に陥らないよう、CMBS 関連契約の作成に際しては、①と②の明確な整理、及び、CMBS 投資家の意見を確認するための包括規定の整備について、十分に意を払うべきであろう。

(ii) CMBS 関連契約上、CMBS 投資家の意思確認に関する手続が不明確なことがある

また、案件によっては、CMBS 投資家の意見の確認手続が CMBS 関連契約上必ずしも明らかではなく、事務処理の障害になり得るケースも散見される。

かかる場合において、CMBS 投資家の意思決定がスムーズに行われえない場合には、対象事項に係る事務が滞ることになり、その結果、かえって CMBS 投資家全体の利益を害するような事態も生じることがあり得る。

かかる事態に陥らないよう、CMBS 投資家の意見の確認が企図される場合には、CMBS 関連契約において、これに対応する手続を明確に定めることが必須である。

(iii) サービサーの希望により CMBS 投資家の意思確認を求められるような仕組みの要否

上述の通り、実務上、物件売却に係る諸条件の決定及び実行は、サービシング契約やサービシング方針上、(一定の制約はあるとしても)基本的にサービサーの判断に一任されているケースが少なくない。しかし、そのような場合においても、CMBS 商品の元本等を毀損する可能性のある条件での物件売却については、実務上、当該売却条件・方法の合理性について一義的に判断することが難しい等の理由によりサービサーの一存で実行することは困難な場面もあり、そのような場合には、サービサーや(CMBS 商品が信託受益権スキームによる場合には)信託受益者等の当事者より、(サービシング契約やサービシング方針の規定にかかわらず)CMBS 投資家の意思を確認した上で、これに依拠した形で物件売却を進めたいという意向が示されることもある¹⁰。

¹⁰ サービシング契約上、サービサーの権限が広範に規定され、ある程度柔軟にサービサーの判断で物件売却を決定できる場合であっても、実務上、物件売却といった重要事項については、結局は、投資家の判断を仰ぐ運用が行われる可能性がある(例えば、信託スキームにおいて、受託者は受益者の意思結集の結果に従って対応する等)。また、サービサーとしてはある程度適正と思われる売却価格であっても、その条件で売却を行うと一部の

このような実情を踏まえ、物件売却に係る諸条件の決定及び実行が基本的にサービスに一任されている場合であっても、サービスが個別に希望する場合には、適宜 CMBS 投資家の意思を確認し、これに基づき物件売却を進められるような手当てが、サービシング契約及び CMBS 関連契約においてなされていることが望ましいという指摘がなされた。

他方で、これに対しては、物件売却に当たりそのような CMBS 投資家の意思確認をその都度行う場合、CMBS 投資家の意思決定が困難であったり、意思結集の手續に時間がかかるため、物件売却がかえって円滑に進まなくなるおそれもあり、上記のような措置を導入することに伴うマイナス面にも留意が必要であるといった指摘も同時になされた。かかる指摘も踏まえ、サービスの判断の前提として CMBS 投資家の意思確認を経る仕組みを導入する場合においても、かかる意思確認の対象事項や方法については慎重に検討する必要があるものと考えられよう。

(iv) CMBS 投資家の意思確認に関する手續の具体的な設計について

CMBS 対象資産の管理、回収及び処分等について、サービスの裁量的判断による対応を基礎としつつも、一定の場合に CMBS 投資家の意見を確認できるような手当ての必要性ないし有用性が謳われる一方で、如何なる場合に、どの範囲の CMBS 投資家の意見を確認すべきかという点については、慎重に検討する必要がある。

即ち、優先劣後構造を有する複数のトランシェがある場合、意見を確認すべき CMBS 投資家の範囲の設定の仕方次第では、CMBS 投資家の意思決定が迅速に行えないケースも起こり得る¹¹。例えば、物件売却について CMBS 投資家全員の承諾を必要としているケースでは、当該物件売却によって損失を被るトランシェの CMBS 投資家の承諾を得ることが困難であり、結果として適時かつ迅速な物件売却が阻害されることがある。このような事態、特に CMBS 投資家間の利益相反が生じることによる意思決定の遅延を避けるためにも、CMBS 投資家の意思を確認すべき事項(又は確認できる事項)、意思を確認すべき CMBS 投資家の範囲、及び、両者の関係等については、慎重な検討が必要と考えられる。例えば、物件売却について CMBS 投資家の承諾を必要としている仕組みにおいて、期間の経過に伴い、あるいは、売却価格に応じて、劣後部分の CMBS 投資家の承諾権限を奪う仕組みなどが考えられるところである。

CMBS 商品の償還原資に不足することが見込まれるようなときには、関連契約上の建前としてはサービスの判断で対応できたとしても、實際上、投資家の意向や反応等を全く考慮せずに対応することは難しいといった指摘も存する。

¹¹ 現在の実務上は、CMBS 投資家の意思決定に関する仕組みとしては、各案件や意思決定事項によっても差異はあるものの、①CMBS 投資家全員の承諾を必要とするもの、②最劣後の CMBS 投資家の承諾を必要とするもの、③合理的に回収が見込まれるトランシェ以上の CMBS 投資家全員(又は合理的に回収が見込まれる最劣後のトランシェの CMBS 投資家)の承諾を必要とするもの等が採用されている。

(c) サービシングに関わるその他の論点

(i) 物件売却時における損失確定のルールを予め規定しておくことの要否

ローン等に係る損失を確定するにあたっては、実務上、物件売却に伴う借入人 SPC による付随的な金員の支払・受領(例えば、不動産信託受益権に係る配当金(の一部)受領ないしその相当額の受渡、その他信託受益権売買契約に基づく買主との精算等)が全て完了するに至るまで待った上で、損失を確定するのが通常である。他方、ローン等に係る損失の確定は、特に下位トランシェの CMBS 商品の元本毀損・償却額の確定との関係で重要な意味を持つところ、物件売却に伴う上記精算の完了には予想以上に時間を要することも多く、その完了を待っていては CMBS 商品の元本毀損・償却額の確定が徒に遅れてしまうことにもなり得る。

そこで、今後は、例えば、物件売却の精算が完了に至らずとも、当該精算による金員の支払・受領による影響を受けないことが明らかな(上位トランシェの)CMBS 商品との関係では先行して元本額を確定させたり、あるいは、借入人 SPC による精算金の実際の受払が完了する前でも、計算上、ローン等の損失額が合理的に見込まれる場合には、それを基礎として CMBS 商品に係る元本毀損・償還額を決定してしまう等のルールを(CMBS レベルの関連契約において)定めることも、検討に値するのではないかと思われる。

(ii) デフォルト債権の譲渡によるエグジットのルールを予め規定しておくことの要否

ローン等のデフォルト時におけるエグジット策としては、裏付資産たる物件の換価によりローン等を回収し、CMBS 商品の償還原資に充てるのが中心的な方法となる。しかし、スペシャル・サービシングの段階における選択肢を広げるという意味では、ローン等の債権譲渡によるエグジットも十分あり得るところである。

この点、従来の CMBS 契約実務においては、サービシング契約やサービシング方針を含む CMBS 関連契約において、CMBS 対象資産であるローン等の売却について、サービサーの権限を明示していないケースも見られた。しかし、昨今の実務においては、ローン等の売却は当該債権の回収手段として重要な選択肢の一つとなっている。かかる実情を踏まえ、今後は、CMBS 案件組成時より、サービサーに対して、物件売却のみならず、ローン等の売却についても権限を明示的に付与する方向で検討することが望ましいものといえる¹²。

なお、仮にローン等の債権譲渡によるエグジットを CMBS 商品の関連契約上規定しておく場合、ローン等の売却時における売主としての表明保証責任や担保責任についてどこまで許容できるか(サービシング契約・サービシング方針を含む CMBS 関連契約においてどこま

¹² 現状、ローン等の売却について、サービサーの権限を明示していないケースでは、CMBS 投資家の意思を別途確認の上、当該意思決定に従い、ローン等の売却を行っていることが多いようである。

で規定すべきか)、は別途問題になり得る。特に信託型の CMBS の場合、ローン等の売主は信託の受託者となることから、かかる売主責任を負うような形での債権売却については受け容れられない可能性が高く、そうなると現状有姿による売買ということとなろうが、この辺りの問題も含め、今後更に詰めて行く必要があろう¹³。

(d) Rating Agency Confirmation (RAC)

CMBS 関連契約においては、CMBS 関連契約の変更その他一定の重要事項については原則として CMBS 投資家の意思によるものとする一方、CMBS 投資家の意思決定プロセスに係る時間や労力を省くという観点から、①かかる CMBS 関連契約の変更等により、CMBS 商品の格付に悪影響が及ぶことがないか、格付会社に確認を求め、かかる確認が得られた事項については、CMBS 投資家の承諾を不要とする仕組みや、②CMBS 商品の格付に悪影響を与え得るという指摘を受けたクラスの CMBS 投資家に限って承諾権を与える等の仕組み(いわゆる Rating Agency Confirmation (RAC))が広く採用されている。

RAC は、CMBS 案件における柔軟な処理を可能にするという機能を有していたが、同時に、このような仕組みに依存することの問題点も指摘されるに至っている。即ち、(i)これらの重要事項について、CMBS 投資家ではなく、格付会社の判断に委ねること自体、果たして適切とはいえないのではないか、という議論に加え、(ii)そもそも格付会社が行うのは、格付に影響を与えないことの確認に過ぎず、CMBS 投資家におよそ如何なる意味においても不利な影響が生じないことを確認する趣旨のものではないが、この点について CMBS 投資家の誤解が生じがちでもあることから、そのような観点からも RAC に過度に依拠した仕組みによることは望ましくない、といった指摘もなされた。

そもそも、RAC を導入した場合でも、格付会社が具体的な要請に応じた確認を行うか否かは、各格付会社の方針と裁量に委ねられている。従って、CMBS 関連契約の関係者が格付会社の確認を求める事項について、常に確実にかかる確認が得られる保証はない。つまり、RAC という仕組みが、常に期待通りの効用を発揮するとは限らないのである¹⁴。

また、RAC は、契約書における単純な誤記の修正その他軽微な契約変更を迅速かつ簡便に行うための手段として編み出されたという経緯がある。したがって、RAC は、かかる意味合いを超えた重大なスキームの変更等に対応するための仕組みとして活用できると期待すべきものではないともいえよう。

¹³ その他、サービサー又は CMBS 投資家としては、ローン等の債権譲渡と担保物件売却でどちらの回収額がより多いか(ロスを極小化できるか)について比較ができないと判断に困ることがある、との指摘もあった。他方で、ローン等の債権ごと譲渡する方が、担保物件の売却よりも、ローン等の債権(及び CMBS 商品)に係る損失の迅速な確定に資する面もあるとの指摘もなされた。(なお、損失の確定に関わる問題については、上記(i)参照。)

¹⁴ そもそも、確認を求められた事項とは異なる理由で格付変更が検討されているようなケースにおいては、仮に当該確認を求められた事項のみを理由としては格付に影響が生じないような場合でも、格付会社として求められたような確認を付与できないことも起こり得る。

(e) オペレーティング・アドバイザーの導入

近時、米国においては、CMBS 投資家のために、CMBS 投資家を代理して、サービスとの交渉、その他 CMBS 投資家の権限行使に携わる「オペレーティング・アドバイザー」を CMBS 商品の仕組みとして導入する動きがある。

わが国における CMBS 案件においてもこのような CMBS 投資家の利益のために活動する第三者を置くことについて検討の余地があるものと考えられる。もっとも、信託型 CMBS の場合¹⁵、CMBS 信託の受託者は、まさに CMBS 信託の受益者である CMBS 投資家の利益のために活動する当事者であり、また、CMBS 信託の受託者から事務の委託を受けているサービスも同様である¹⁶。従って、少なくとも理論的には、CMBS 投資家の利益のために活動する当事者は信託型 CMBS においては既に存在するのであり、また、実務的にも機能しているものと考えられる¹⁷。

そもそも、米国の実務においては、サービスが CMBS の劣後部分の CMBS 投資家を兼ねている場合が多く、サービスと CMBS の優先部分の CMBS 投資家との間の利益相反のおそれがあるため、サービスを牽制する役割を担う当事者が必要であるという観点から、オペレーティング・アドバイザーという仕組みの導入が検討されたものである、との指摘がある。このような事情は、日本の実務の実態には必ずしも当てはまらないことから、米国におけるオペレーティング・アドバイザーの議論をわが国の CMBS の仕組みとしてそのまま当てはめようとしてもかえって適切さを欠くおそれもある。もっとも、日本においても、CMBS 投資家の利益に配慮しつつ、CMBS 投資家とスポンサーやローン等の借入人間の意思疎通を助ける役割・機能を果たす当事者が存在することに対するニーズはあり得る。今後の検討課題といえよう。

(f) ウォーター・フォールの簡素化

ウォーター・フォールとは、CMBS 対象資産から生じるキャッシュフローをどのような項目に、どのような順序で割り当てるかを規律する CMBS 関連契約上の規定である。ウォーター・フォールは、CMBS の各トランシェにおける優先劣後構造を規律し、ひいては CMBS の各トランシェの商品性を決定する重要な規定といえる。

昨今、CMBS の商品性の多様化に伴い、ウォーター・フォールの規定も相当に多様化しているが、それにより CMBS 投資家の側の誤解や、事務処理上の見落とし等のリスクも高まってきてい

¹⁵ 社債型 CMBS の場合、社債管理者がかかる機能を果たすことも考えられるが、社債管理者の実務としては一般論としては受動的な役割に終始することから、オペレーティング・アドバイザーのような積極的な役割を期待することは困難であるといえる。また、社債管理者とは別にオペレーティング・アドバイザーを置く場合、社債管理者の他に社債型 CMBS の投資家である社債権者の利益のために活動する主体を設置することが会社法上可能であるのか、という問題もあろう。その場合、社債型 CMBS においてオペレーティング・アドバイザーを置く場合には、社債の発行体である SPC に対して業務を提供する者として選任する（オペレーティング・アドバイザーは発行会社を通じて間接的に社債権者の利益に沿うように活動する）等の工夫が必要となり得る。

¹⁶ 信託業法第 22 条第 2 項、第 28 条参照。

¹⁷ 実務上は、アレンジャーが存在する場合には、アレンジャーと適宜相談しながら CMBS 信託の受託者が CMBS 投資家である CMBS 信託の受益者とサービス間の情報共有を図るなどの機能を果たしている。

る¹⁸。このような認識を踏まえ、CMBS 案件において採用されるウォーター・フォール規定について、実務上ある程度の簡素化を図ることができないか、という問題提起もなされた。

これに対しては、CMBS 商品に対する需要が高くない現状においては、個別の CMBS 投資家の要望やコメントをより踏まえつつ CMBS 案件を組成していかざるを得ない面があり、ウォーター・フォールの簡素化を一律に目指すことは実際には難しく、また、そのような状況でもないという指摘がなされた¹⁹。

(g) その他アレンジメント上の留意点

実務上、CMBS 商品が信託受益権形式による場合に、信託期間の満了までに物件の換価処分が終了しないケースがある。その場合に、CMBS 信託に係る信託契約上、信託元本の交付方法・交付先が明確でなく、受託者として対応に難渋するケースがあるとの指摘もあった。かかる事態を避けるべく、CMBS 信託に係る信託契約においては、信託期間満了後の信託元本の交付方法・交付先を明確化しておくことが望ましく²⁰、更には、柔軟に信託期間を延長できる仕組みを導入することも検討に値するものといえよう。

2. 不動産ノンリコース・ローン取引のレベルでの検討課題

(a) メザニンレンダーとシニアレンダー間の利害調整及び権限分配

(i) レンダー売却期間の設定 … メザニン売却期間との関係

実務上しばしば問題となる論点として、レンダーが物件売却を主導する期間(以下「レンダー売却期間」という。)を、いかに設定するかという点がある。特に、シニアレンダーとメザニンレンダーが存在する案件においては、実務上、メザニンレンダー主導による物件売却期間(以下「メザニン売却期間」という。)として通常 3 ヶ月から 6 ヶ月程度とされることが多いが、メザニンレンダーの立場からは、「メザニン売却期間が短すぎる(特にテール期間が短い。」「せめて 9 ヶ月は欲しい。」といった指摘が出る一方で、シニアレンダーの立場からは、メザニ

¹⁸ 優先順位の高いトランシェから利払(収益分配)及び元本償還が行われる仕組(いわゆる「シーケンシャル」とされるもの)については、そのようなリスクは少ないという指摘があった一方で、(i)原則的には「シーケンシャル」の手法によりつつ、一定の場面で全てのトランシェについてプロラタ償還を行う仕組みや、(ii)特定のローン等の回収金について特定のトランシェの利払(収益分配)及び元本償還に充当する仕組みなどにおいては、本文で述べたような事情について留意する必要がある旨の指摘がなされた。

¹⁹ もっとも、開示資料における説明を工夫するなど、ウォーター・フォールを含む取引スキームの内容を CMBS 投資家に正確に理解させるための努力については、従来同様、今後も継続されるべきといえる。

²⁰ 例えば、(i)信託財産の交付先は最上位の受益者とし、下位の受益者との関係では別途精算により対応する、(ii)複数受益者間の(準)共有による(持分割合は、異なるトランシェにわたる場合には、信託財産の価額をより上位の受益権の残存元本金額に満つるまで充てていくことにより得られる金額に従い、また、同一のトランシェの受益者間では各受益権の残存元本金額に応じて計算する)等の方策が考えられる。

ン売却期間をあまり長く設定すると、不動産マーケットで物件の情報が広く知れ渡ってしまい、シニアレンダー主導による物件売却期間（以下「シニア売却期間」という。）の段階では、新規性の薄い案件として、買手が付きにくくなってしまふという指摘もなされている。

このような問題意識を踏まえ、今後は、例えば、①ローン等の返済期日が予定返済期日から最終返済期日に延長された場合（予定返済期日から最終返済期日までの期間を、以下「テール期間」という。）と、ローン等の期限の利益が喪失した場合とで対応の仕方に差違を設け、後者の場合には、より短めにメザニン売却期間を設定する（前者の場合には、ある程度余裕をもったメザニン売却期間を設定する）といった手当てや、②メザニン売却期間を長期化させないために、メザニンローンが複数トランシェにわたる形で設定される場合には、トランシェ毎に売却期間を設定するのではなく、「メザニン・トランシェ」として一つの売却期間にまとめた上で、「メザニン・トランシェ」内における権限分配の整理を行うなどの手当てによることも検討に値するのではないかと思われる。

(ii) メザニン担保権の取扱い … 更なる工夫の余地

また、シニアレンダーとメザニンレンダー間の利害対立に関連する問題点としては、シニア売却期間において、既に回収可能性がなくなったメザニンレンダーから売却対象資産上に保有する担保権（以下「メザニン担保権」という。）の解除に係る同意がなかなか得られず、結果的にシニアレンダー主導の（裁判外での）物件売却が円滑に進まないという事態に至るケースもまま見られるとの指摘があった。このような事態が発生することを避けるためには、上位担保権者を阻害しないメザニン担保権のあり方（担保権設定契約におけるメザニン担保権の解除ないし失効条件の整備を含む。）について、法的及び実務的観点から、更に検討を深めていく必要があるだろう。

なお、米国の実務では、メザニンレンダーは、基本的に借入人 SPC のエクイティ持分に対する担保権の設定を受けるに留まり、借入人 SPC の保有資産上に担保権の設定を受けないため、メザニン担保権の存在によりシニアレンダーによる物件売却が阻害されるという問題は殆ど発生していないようである²¹。しかし、このような米国の実務は、メザニンレンダーの顔ぶれによる面も否定できず、わが国の実務において直ちに同様の取扱いに倣うべきということには必ずしもならないように思われる²²。また、メザニンレンダーの立場からすると、仮に、メザニンレンダーの権利が従来と比較して制約される方向で案件が組成される場合には、それに応じた経済的利益の増大（スプレッドの加算等）が得られなければ、案件に参加することが難しくなるという面もあると思われる。

²¹ ちなみに、欧州の実務では、わが国同様、メザニンレンダーも借入人 SPC 保有資産上に担保権の設定を受けるのが（少なくともこれまでは）通常のものである。

²² 米国では、メザニンレンダーの多くがファンドから構成されるのに対し、わが国では、メザニンレンダーも（担保権の設定を通常要求する）金融機関であることが一般的であり、メザニンレンダーが担保権の設定を受けないような形での案件の組成は難しいという見方もある。

(iii) 小括

以上に述べたような幾つかの課題はあるものの、レンダー間の利害調整及び権限分配という観点から見た場合に、現行の不動産ノンリコース・ローン取引に係るプラクティスの下で重大な支障が生じているとまでは認められず(メザニンレンダーのための売却対象資産上の担保権設定に伴う問題を除けば、米国と比較しても、(少なくとも契約上は)メザニンレンダーの権限がシニアレンダーとの関係で著しく有利に設定される傾向にあるともいえない。)、かかるプラクティスについて、当該観点から根本的・全般的な変革が特に必要とされる状況にある訳ではないように思われる。

(b) 借入人 SPC 管理に関する諸論点

これまでの実務においては、ローン等がデフォルトに至った場合における物件の換価方法として、不動産信託受益権の任意売却(担保権実行によらず、借入人 SPC の協力の下に、受益権をレンダーの指定する第三者に売却し、売却代金をローン等の弁済に充当する方法)によることが多く、実務上も相当程度の実例が蓄積しつつある。しかし、取引スキーム上想定された通りに事が運ばず、レンダーが物件売却を主導する際に借入人 SPC(の役員)の協力が思うように得られないがため、任意売却がスムーズに行われなかった例も見受けられた。このような経験を踏まえ、借入人 SPC の協力が得られない事態が発生することを可及的に避け、かつ、借入人 SPC の協力が得られない場合の対処方法を用意しておくような実務上の工夫について、検討しておくことが重要と思われる(なお、担保権の実行に関する法規制上の課題については、下記 B.を参照されたい。)²³。

例えば、借入人 SPC の協力が得られない場合に備えて、当該役員を更迭する手立てを講じておくことも考えられる。この点については、既に実務において広く導入されている借入人 SPC の社員持分質権の設定のほか、借入人 SPC の事務管理委託契約上の権利についても担保を設定する方法や、レンダーによる借入人 SPC の社員持分に係る権限の代理行使権限を関連契約上規定しておき、かかる権限を行使する方法等が考えられる(なお、この点については、下記(e)(ii)も参照されたい。)

なお、近年組成されている案件においてはまれと思われるが、かつては、AM の要望等又は便

²³ これに対しては、借入人 SPC の役員(取締役・職務執行者等)に就任することがある当事者の立場からは、(i)借入人 SPC の運営上判断に窮する場面が生ずるのは、例えば匿名組合契約上、「営業者が合理的に判断して決する」といった抽象的な文言が規定されており、これを前提として意思決定をしなければならない場合や、関連契約上全く想定されていないような事態が生じた場合が典型的であり、このような場合には、借入人 SPC の役員としては、エクイティ投資家から訴えられること等を懸念して、弁護士に相談するなど慎重な対応を執る場合もあり得る、(ii)しかし、プロジェクト契約等で借入人はレンダーの指図に従わなければならない旨が明確に規定されている場合等にまで、借入人 SPC の役員や事務管理者がレンダーに対して敢えて非協力的な対応(任意売却等において借入人 SPC の代表者としての押印を行わないことを含む。)をなすことは殆どないのではないか、といった指摘もあった。

宜のため、AM が借入人 SPC の印鑑(印章)を保管しているケースがまま見受けられた。しかし、AM が印鑑(印章)を保管していると、ローン等のデフォルト時にレンダーの意図通りに担保物件の処分等を行うことができないおそれや、AM が破綻等した場合に印鑑(印章)が紛失してしまうおそれもあり、レンダーとしては、このような対応は避けることが望ましい。このような点も踏まえると、借入人 SPC の事務管理委託契約や借入人 SPC の役員がレンダー宛に提出する誓約書等において、借入人 SPC の印鑑(印章)の管理を AM に行わせない等の誓約事項を規定しておくことなども検討に値すると思われる。

更に、レンダーが関知していないところで、借入人 SPC の事務管理委託契約等において借入人 SPC の役員が AM の指図に従う義務を負う旨が規定されており、レンダーによる権利行使の足かせとなった事例も過去には存在したようである。レンダーとしては、このような取決めがなされることのないよう、関連する契約について適切にチェックすることが重要である。

(c) バルーン・リスクへの対処

ローン等の最終返済期日に元本の全部又は大部分を支払う約定になっている場合の当該支払を、バルーン(・ペイメント)と呼ぶことがある。バルーン・ペイメントの場合、当該返済期日に元本を全額弁済できないリスクが大きいため、かかるリスクを軽減するための方策として、①当初 LTV の保守的な見積り、②元本のアモチゼーション弁済、③ローン等の満期延長オプション、④定期的な物件評価(不動産鑑定評価)の取得と LTV テストによる現金留保及び一部期限前償還などの方法が挙げられている。近時の不動産ノンリコース・ローン取引においては、既にこれらを取り入れることを希望するレンダーが増加傾向にあり、この点については、概ね対処が進んでいると評価して良いのではないと思われる。

(d) ウォーター・フォールの一部見直し(新 AM 等の報酬の位置付け)

実務上、ローン等のデフォルト等があった場合、レンダーが AM やその他の案件関係者を更迭する仕組みが組み込まれていることが多いが、その後を選任される新たな AM やその他の案件関係者(以下「新 AM 等」という。)の報酬を、ウォーター・フォール上どのように位置付けるべきかという問題がある。これまでの実務においては、新 AM 等の報酬をローン等の遅延損害金・利息・元本弁済よりも上位に予め規定しておくことについて、関係当事者の理解を得られない場合もしばしば見受けられた。

しかし、新 AM 等の報酬を取引スキーム上ある程度優先的に払い出せるような手当てを行うことなく、新 AM 等の引受先を確保するのは難しいのが実情である。実務上も、新 AM 等との交渉過程で、かかる取扱いをなすことが業務受託の条件とされ、関連契約上のウォーター・フォール規定の改定を行わざるを得ないケースもまま見られる。

今後は、新 AM 等の報酬の位置付けについて、新 AM 等選任の段になって初めて関係者間で

協議・交渉したり、関連契約の変更を行ったりするのではなく、予め CMBS 組成段階から新 AM 等の報酬の位置付けを明確に定めておく(上位の支払項目として位置付けておく)ことも、検討に値するように思われる。

(e) セキュリティ・パッケージ等の(再)検討

CMBS をより安定的な商品とする上で、CMBS の対象資産たる不動産ノンリコース・ローン取引のセキュリティ・パッケージ(担保権)の内容や、レンダーの権利保全に関わるその他の措置について、従前の実務上の対応で十分であったかという点を含めて、改めて検証してみることに意義が認められよう。

(i) 標準的なセキュリティ・パッケージ

従来から不動産ノンリコース・ローン取引における標準的な担保権設定契約としては、概ね以下のようなものが挙げられる。

- ① 信託受益権質権設定契約
- ② 停止条件付抵当権設定契約
- ③ 停止条件付保険金請求権質権設定契約
- ④ 借入人 SPC に係る社員持分質権(優先出資質権・特定出資質権)設定契約

また、これらに準じて、案件に応じて採用されることのある担保権設定契約として、以下のようなものも挙げられる²⁴。

- ⑤ 預金返還請求権質権設定契約
- ⑥ マスターレシーの社員持分質権設定契約(マスターレシーが借入人 SPC である場合)
- ⑦ 信託受益権売買契約に基づき借入人 SPC が売主に対して有する債権に設定される担保権(譲渡担保権・質権等)
- ⑧ AM 契約に基づき借入人 SPC が AM に対して有する債権に設定される担保権(譲渡担保権・質権等)

²⁴ これらの他、SPC がマスターレシーになっている案件においては、マスターリース契約に基づき受託者がマスターレシーに対して有する賃料債権、又はテナントとの賃貸借契約に基づきマスターレシーが各テナントに対して有する賃料債権に担保権(譲渡担保権又は質権)が設定されることもある。

(ii) 借入人 SPC の社員持分等に関する手当て

これらに加え、今後検討すべき担保その他の保全手段として、社員持分質権等の実行によらずに、レンダーが借入人 SPC の社員持分等に係る権限の(代理)行使、又は取締役若しくは職務執行者に対する指図を可能とする仕組みが考えられる。近時、上記(b)記載の通り、レンダーが担保権の実行を行う際に借入人 SPC (の役員)の協力が得られないがために任意売却がスムーズに行えなかった事例が出現しているところ、任意売却はローン等の回収手段として最も重要な手立てであるにもかかわらず、借入人 SPC の協力が得られない場合には機能しないため、借入人 SPC の社員持分等に係る権限の(代理)行使等をレンダーが行うことができれば、CMBS の保有するローン等の保全の仕組みとして、有効な手立てとなり得ると考えられる。

また、借入人 SPC の役員等から取得する誓約書に、レンダーの権利行使に従うために必要な行為(売買契約の締結等)をする旨の確約や、借入人 SPC の代表印章を AM 等に管理させない旨の確約を加えている例、あるいは、プロジェクト契約において、レンダーの売却権限が行使された場合は、借入人 SPC や AM がそのために必要な協力を行うべき旨を明示的に規定している例などがあり、上記措置と趣旨を同じくするものと思われる。今後、このような対応の他に有効な手立てがないか、検討を重ねることが重要と思われる。

なお、この他にも、合同会社の社員持分質権の実行を見越して、合同会社の定款や社員持分質権設定契約に所定の規定を設けておく必要がある点については、下記 B.2.を参照されたい。

(iii) 一般担保の登記

借入人 SPC として資産流動化法上の TMK が利用される場合は、(担保付社債信託法の適用を受けるスキームが実務上必ずしも好まれないこともあり)特定社債を被担保債権とする担保権は特に設定されず、同法上の一般担保に依拠した形でスキームが組まれることが多い。この場合、特定資産が現物不動産から成るケースでは、同法第 128 条に基づく一般担保の登記を行うことも考えられるが、現在の実務ではそこまでの対応がなされるケースはまだそれ程多くないと思われる。

しかし、一般担保の登記を備えることにより、仮に TMK が保有する不動産について(ローン契約や特定社債要項における制約に反する形で)第三者への譲渡が行われた場合であっても、当該不動産を取得した第三者に一般担保の効力を対抗でき(その限りで登記済み抵当権に相当する効果が期待できる)、また、租税債権の法定納期限以前にかかる一般担保の登記を具備した場合には、租税債権に優先した配当を確保できる(国税徴収法第 20 条第 1 項第 4 号、地方税法第 14 条の 14 第 1 項第 4 号)といったメリットもある²⁵。このようなメリッ

²⁵ 登記が具備されていなければ、租税債権が優先する(国税徴収法第 8 条、地方税法第 14 条)。

トがあることを踏まえつつ、今後の実務対応について検討を深めて行く意味はあろう。

(iv) ML の倒産等リスクへの対応

ML の倒産その他信用状況悪化に伴うリスク顕在化の防止のための措置として、テナントの支払う賃料を不動産所有者（通常は不動産信託の受託者）の銀行口座宛に直接入金させる等の仕組みを導入することも有益である。ML が倒産すると、①ML の下でのコミングル・リスク（倒産手続開始前に発生した ML 賃料債権が倒産債権となるリスク）、②テナント賃料債権が第三者による差押えの対象となるリスク、③ML 賃料の支払が弁済禁止保全処分（破産法第 28 条、民事再生法第 30 条、会社更生法第 28 条）により弁済を禁止されるリスク、④テナント賃料債権について担保権の設定を受けている場合には担保権実行中止命令（民事再生法第 31 条第 1 項、会社更生法第 24 条第 1 項第 2 号）により、当該担保権の実行が妨げられるリスク、⑤ML が破産した場合には、テナントから、テナント敷金相当額の限度においてテナント賃料弁済額の寄託請求（破産法第 70 条第 2 文）を受け、当該寄託額相当額の ML 賃料の支払を受けられないリスク等があるところ、テナントからの賃料支払の方法を所有者宛の直接支払としておけば、当該直接支払に係る権利については、民法第 613 条第 1 項に基づく請求権との構成を採り得ることとなり、ML 賃料やテナント賃料とは別個独立の請求権として、上記リスクを回避できる可能性がある。

B. 法規制上の課題

1. 信託受益権質権の実行方法

信託受益権の換価に関しては、借入人 SPC の協力を得て行われる、いわゆる任意売却によるケースが多く、事例も一定程度蓄積しているように見受けられる。しかし、借入人 SPC の役員がスポンサーや AM の事実上の影響下にある等、何らかの理由により、借入人 SPC による十分な協力が得られない場合がある。そのような場合には、借入人 SPC の協力を得ずにレンダーが強制的に信託受益権を換価する方法、即ち、信託受益権質権の実行について正面から検討を行うことになる。

信託受益権質権の実行方法としては、裁判外での実行と、民事執行法に基づく裁判上の実行とが挙げられる。以下、各々に関わる問題について順に述べる。なお、受益者等課税信託に該当する信託に係る信託受託者がレンダーとなっている場合には、消費税法上の留意点が存在する。この点については、下記 C.2.(c)を参照されたい。

(a) 裁判外での実行

裁判外での担保実行方法としては、①レンダーが信託受益権を自ら取得する方法と、②レンダーが第三者に信託受益権を直接売却する方法の二通りが考えられる。実務上、信託受益権質権設定契約においても、①②の双方に関する特約(①を狭義の流質特約、②を広義の流質特約と呼ぶこともある。)が置かれるのが通常である。

(i) レンダーによる信託受益権の自己取得

まず、①レンダーが信託受益権を自ら取得する方法に関しては、かつては、法務局による実務運用上、受益者変更の信託変更登記手続において旧受益者の証明書が必要であるとされていたため、結局、旧受益者の協力が得られなければ、受益者変更の信託変更登記手続を行うことができないという問題があった。しかし、「登記原因証明情報として、質権設定契約書、質権実行通知書等が提供されている場合には、別途、旧受益者が承諾していることを証する書面等の提供は要しない」とする法務省通達²⁶により、現在では、借入人 SPC の協力を要せずに受益者変更の信託変更登記手続を行うことが可能と考えられている。もっとも、それ以外に実際の登記の際にどのような書類を登記原因証明情報として提出する必要があるかについては、未だ実務上の取扱いが確立しておらず、現時点では、その都度法務局に確認しながら登記申請を行っているため²⁷、今後画一的な取扱いが確立されることが望まれるところである。

(ii) レンダーによる第三者に対する信託受益権の処分

他方、②レンダーが直接第三者に処分する方法については、受益者自体は借入人 SPC であるにもかかわらず、売買契約に直接押印する主体は(質権者としての)レンダーになってしまうため、實際上、買主の理解を容易に得られないという事実上の制約がある。また、上記法務省通達は、自己取得のケースのみを念頭に置いており、レンダーが第三者に直接処分する場合については、その射程は及ばないと考えられているため、仮に買主との間で信託受益権売買契約の締結・実行に至ったとしても、その後の受益者変更の信託変更登記手

²⁶ 平成 22 年 11 月 24 日付民事局第二課長回答。

²⁷ 例えば、期限の利益喪失を証明するための書類の提出を求められることが多いが、返済期限の徒過の場合は、単に返済期限を徒過した事実だけでは足りず、債務が完済されていない事実を証する書面として、債務者の押印のある債務承認書(債務残高確認書)を要求される場合もあるようであるが、そうだとすると、結局、借入人 SPC の協力が必要となってしまう。他方で、レンダーの内容証明郵便による催告書でも足りるとした例もあるとされる(田村剛史「不動産信託受益権質権の私的実行による受益者変更登記」事業再生と債権管理 130 号 45 頁・48 頁(平成 22 年))。また、信託不動産の管轄法務局が複数の場合には、受益者変更の信託変更登記手続申請の必要書類である印鑑証明書の通数が不足するケースがある。法務局より印鑑証明書の原本還付を受けられれば対応可能だが、法務局によっては、印鑑証明書の原本還付を受けられないことがあると指摘されている(前掲田村・48 頁)。

続の際に、結局は借入人 SPC の協力が必要になってしまうという問題がある。

(b) 裁判上の実行

(i) 一般

信託受益権質権の裁判上の実行については、民事執行法上、「その他の財産権」の執行として、債権執行の規定が準用される(民事執行法第 193 条第 2 項、第 167 条第 1 項)。この場合、信託受益権の差押えを行い、譲渡命令(執行裁判所が定めた価額で支払に代えて差押債権者に譲渡する命令)又は売却命令(執行裁判所の定める方法により売却を執行官に命ずる命令)により、信託受益権の換価を行うこととなる(民事執行法第 193 条第 2 項、第 161 条第 1 項)。もともと、費用と時間がかかる上、処分価格が廉価となりやすいため、現状では、あえて民事執行手続に基づく担保権実行を選択するメリットが認められる場合は限定的であろうと捉えられているのが実情である。

とはいえ、質権設定者である借入人 SPC の協力が得られず、信託受益権質権の任意売却が困難であったり、レンダーによる質権目的物たる信託受益権の自己取得も進めにくいといった事情があるような場合に、信託受益権質権の裁判上の実行という手段を活用することができれば、有効なオプションとなり得る。

このような背景事情の下、信託受益権質権の裁判上の実行方法等に関する分析・検討も進められているが²⁸、以下の通り、実務上幾つかの問題が存することが指摘されている²⁹。

(ii) 不動産信託受益権の換価手続の不備

まず、不動産信託受益権の換価手続の不備が挙げられる。すなわち、譲渡命令の場合には、差押えの対象となった不動産信託受益権が、執行裁判所が定めた価額により、執行債権と執行費用の支払に代えて差押債権者に譲渡されるが、売却命令の場合には、実務上、

²⁸ 佐藤亮「ノンリコースローンの回収実務(不動産信託受益権に係る質権実行について)(前編)」JARES 不動産証券化ジャーナル 1 号 76 頁以下(平成 23 年)、佐藤亮「ノンリコースローンの回収実務(不動産信託受益権に係る質権実行について)(後編)」JARES 不動産証券化ジャーナル 2 号 108 頁以下(平成 23 年)が、その手続の概要等を解説している。

²⁹ なお、以下に記載した他、不動産信託契約上、受益権の売却、担保差入れその他の処分については、受託者の事前の同意を要する旨の規定(譲渡禁止特約)が設けられるのが通常であるところ、民事執行手続に従い信託受益権質権を実行する場合に、このような譲渡禁止特約がどのように取り扱われるかについて、明確でないという論点がある。具体的には、通常の強制執行手続における差押えの際は、譲渡禁止特約付債権であっても、差押債権者の善意悪意を問わず、当該債権は転付命令によって移転し、その場合は民法第 466 条第 2 項の適用又は類推適用がない旨を判示した最判昭和 45 年 4 月 10 日民集 24 卷 4 号 240 頁の趣旨が、担保実行手続との関係でも同様にあてはまるか、(仮にこれを肯定する場合でも)不動産信託受益権の特殊性がかかる取扱いに影響を及ぼす可能性があるか、といった点が問題となりうる。因みに、裁判外の実行の場合には、実務上受託者の協力は不可欠であるため、いずれにせよ受託者の同意は得るほかないと思われる。この点については、佐藤正謙「不動産ファイナンス市場の現状およびデフォルト対応に伴う法的諸問題」事業再生と債権管理 126 号 70 頁・74 頁以下(平成 22 年)を参照。

売却命令で売却方法を具体的に定めず、「動産執行の売却の手続により売却すること」を命じることが多いとされ、具体的には、(ほとんどの動産執行における換価方法である)執行官による競り売りの方法によることになると思われる。ところが、競り売りについては、例えば不動産競売手続の場合のいわゆる「3点セット」の作成・公開等の手続や期間入札の手続が定められておらず、現物不動産と不動産信託受益権とで経済実態に差異はないにもかかわらず、不動産信託受益権の場合には同様の手続により換価を進めることが難しいという事情が存する。執行裁判所は、売却命令を発する場合において、必要があると認めるときは評価人を選任し評価命令をすることができるが(民事執行規則第139条)、不動産競売の場合とは異なり、評価人に不動産への立入権限や質問権限(民事執行法第58条第4項・第57条第2項参照)を認める直接の規定がないため、不動産信託受益権の評価人がこれらの権限を有するかについては疑問が残る。

したがって、不動産信託受益権質権の換価手続である売却命令においても、不動産競売手続に準じた手続の整備を行うことが必要であると思われる³⁰。

(iii) 先順位質権実行時における後順位質権の帰趨

また、実務上、シニアローンとメザニンローンがあり、それぞれを被担保債権として第1順位、第2順位の信託受益権質権が設定されている場合に、第1順位質権の実行後における第2順位質権の帰趨が(裁判外の実行の場合は勿論、裁判上の実行であっても)判然としないう問題点も指摘されている。

この点、現在の実務においても、債権者間協定書や第2順位の信託受益権質権設定契約等において、第1順位質権の実行により第2順位質権は消滅する旨、あるいはメザニンローンレンダーは第2順位質権の解除に応ずる旨の規定が設けられることがあるが、シニアレンダーの立場からは、ドキュメンテーション上、このような手当てを確実にしておくことが好ましいといえよう³¹。

2. 合同会社社員持分質権に関する留意点

合同会社の社員持分質権の実行方法に関連しては、以下のような解釈上の問題点がある³²。

³⁰ 高橋泰史「不動産信託受益権質権実行に関する法理と実務(Ⅱ)～法的実行の場合」事業再生と債権管理 130号 37頁以下・41頁(平成22年)等。

³¹ なお、第2順位質権だけが実行された場合の第1順位質権の帰趨も明確ではないが、実務上は、第1順位質権の実行前は第2順位質権の実行は禁止されるのが通常であり、実際には殆ど問題とはならないと思われる。不動産競売については、差押債権者に優先する担保権等の負担は売却によって消滅する消除主義が基本とされるが(民事執行法第59条第1項・第2項。但し、同条第4項参照)、「その他の財産権」の強制執行においては、電話加入権や権利移転について登記又は登録を要するその他の財産権を除き、引受主義(優先する質権は存続する)によるものと解されている(香川保一『注釈民事執行法<第7巻>』61頁[三村量一](金融財政事情研究会、平成3年))。

³² なお、前提として、合同会社の社員持分質権については、①そもそも合同会社の社員持分に質権を設定するこ

まず、合同会社の社員持分の譲渡について、第三者に対する対抗要件具備方法が明確でないという点が挙げられる。合名会社や合資会社の場合と異なり、合同会社の場合は、社員の氏名又は名称及び住所が登記事項とされていないため(会社法第 913 条。合名会社につき会社法第 912 条第 5 号、合資会社につき会社法第 913 条第 5 号参照。)、民法上の組合持分の譲渡に準じて、合同会社による社員持分譲渡の確定日付ある証書による承諾も併せて行う必要があるとする見解がある³³。

次に、合同会社の社員持分質権を実行し、レンダー自らが社員持分を取得する場合には、いずれにせよ業務執行社員の変更登記手続を行う必要がある。しかし、一般的に、業務執行社員の変更手続に際しては、商業登記法第 118 条が準用する同法第 96 条第 1 項の社員の加入の事実を証する書面として、「持分の譲渡契約書及び定款の変更に係る総社員の同意があったことを証する書面等」が必要とされる³⁴。「持分の譲渡契約書」については、質権実行の場合は質権設定契約書及び配達証明付内容証明郵便による質権実行通知で代替が可能と思われるが、「定款の変更に係る総社員の同意があったことを証する書面」については、旧社員から定款変更の同意書を取得する必要性が生じてしまう可能性がある。これを避けるため、持分の譲渡による定款の変更は、当該持分を取得した社員が、他の社員の承諾なくしてこれを行うことができる旨³⁵の規定を定款に設ける等、案件組成時に実務上の工夫を行っておく例もあり、参考になる³⁶。

更に、銀行法上、銀行は持分会社の無限責任社員又は業務を執行する社員となることができないため(銀行法第 12 条の 4)、レンダーが銀行である場合には、留意が必要であろう。

なお、受益者等課税信託に該当する信託に係る信託受託者がレンダーとなっている場合の、消費税法上の留意点については、下記 C.2.(c)を参照されたい。

3. 資産流動化法第 128 条に基づく一般担保と受益権質権の優劣

資産流動化法第 128 条に基づく一般担保権については一般先取特権の一種と考えるのが通常であるが、一般先取特権と権利質の優劣に関しては、①権利質は動産質に準じ(民法第 362

とができるのか、②質権を設定できるとして、対抗要件具備の方法は何かに関しても、明確には解釈が確立されていない。実務上は、合同会社である借入人 SPC の社員持分に質権を設定するのが一般的だが、借入人の法律顧問がレンダーに提出する法律意見書においては、上記 2 点の論点については法律意見が行われず、留保が付されていることが多いと思われる。①については、合同会社の社員持分も譲渡可能な財産権であり、権利質(民法第 362 条)の一種として質権の設定が可能と解するのが通説的な見解と思われるが、判例の立場は明らかではない。②については、会社法に明文の規定がないため、実務上は、権利質の質権の対抗要件と同様、合同会社の確定日付ある証書による承諾を取得することで対応していることが多いと思われる。

³³ 第三者に対する対抗要件については、民法上の組合の持分譲渡に準じて、確定日付ある証書による通知又は承諾を取得しておくべきとする見解として、江頭憲治郎ほか「座談会 合同会社等の実態と課題[上]」商事法務 1944 号 15 頁[江頭発言](平成 23 年)がある。

³⁴ 平成 18 年 3 月 31 日付法務省民商第 782 号法務局長・地方法務局長宛て法務省民事局長通達 84 頁。

³⁵ これをもって定款変更の総社員の同意書に代えることができるかについては、個別案件毎に法務局への照会の必要があろう。

³⁶ なお、この他、他の社員がいる場合には他の社員の承諾が必要となるが(会社法第 585 条第 1 項)、通常、不動産ノンリコース・ローン取引においては、借入人 SPC としての合同会社の社員は、1 つの一般社団法人が唯一の社員となっていることが多く、他の社員の承諾が問題となることは少ない。

条第2項)、民法第329条第2項により権利質が当然に一般先取特権に優先するとする見解³⁷と、②物権の優先的効力に関する一般原則に従い、権利質と一般先取特権の成立の先後による見解³⁸が対立している。少なくとも実務上は、前者の見解に沿って対処されているように思われるが、学説上は、現在でも通説と呼べる見解は確立していないように見受けられる。実務の安定性を確保するためにも、今後議論が深められることが期待される。

4. レンダーによる権利行使と金融商品取引法上の規制との関係

(a) 不動産信託受益権の売却に関連するレンダーの各種権利行使と金融商品取引業の登録の要否

不動産信託受益権に関連するレンダーによる各種権利行使については、金融商品取引法に基づく投資運用業、投資助言・代理業(金融商品取引法第28条第3項第1号)、第二種金融商品取引業の登録が必要とならないかが問題となることがある。問題となる行為の類型は、以下の通りである(○と記載した箇所が、業登録の要否が問題となる金融商品取引業の種類を示す。)

業登録の要否が問題となる金融商品取引業の種類

問題となる行為類型	投資運用業	投資助言・代理業	第二種金融商品取引業
① 裁判外の実行としての受益権の売却	○	○	○
② 任意売却の一環としてのレンダーによる借入人 SPC に対する受益権売却の指示	○	○	○
③ テール期間中に、ローン契約その他関連契約の定めにより、レンダー主導下で受益権の売却手続等が進められる場合	○	○	○
④ プロジェクト契約に基づき、期限の利益喪失事由の発生時その他一定の場合に、借入人 SPC と既存の AM との間の AM 契約を解除し、後任の AM を指定する権限を付与される場合	—	○	—
⑤ 既存の AM の解任後、後任の AM が選任されるまでの間、レンダーが暫定的に本来 AM が果たすべき措置の一部を執り行う権限 ³⁹ を付与される場合 ⁴⁰	○	○	—

³⁷ 林良平編『注釈民法(8)物権(3)』212頁[西原道雄](有斐閣、昭和50年)。

³⁸ 柚木馨・高木多喜男『法律学全集 19 担保物権法(第三版)』74頁(有斐閣、昭和58年)。

³⁹ 例えば、信託不動産の維持・管理(修繕を含む。)に関する受託者への指図、テナント管理・選定、賃料その他の賃貸条件の方針に関する受託者への指図等。

⁴⁰ 借入人 SPC が保有する受益権の売買や信託不動産に重大な変更を生じさせ得る行為に関する判断(すなわち

①・②・③に関しては、レンダーが借入人のために受益権の売買を一任され、又は、それに係る助言を行うものとして、投資運用業(同法第 28 条第 4 項第 1 号、第 2 条第 8 項第 12 号ロ)又は投資助言業(同法第 28 条第 3 項第 1 号、第 2 条第 8 項第 11 号イ・ロ)の登録を要することとなるのか、あるいは、借入人のために受益権の売買の媒介を行うものとして、第二種金融商品取引業(同法第 28 条第 2 項第 2 号、第 2 条)の登録を要することとなるのかが問題とされる。④に関しては、投資顧問契約又は投資一任契約の締結の代理又は媒介を行うものとして、投資助言・代理業(同法第 28 条第 3 項第 2 号、第 2 条第 8 項第 13 号)の登録を要することとなるのかが問題とされる。更に、⑤に関しては、レンダーが本来 AM が行う業務を行っている点で、投資運用業又は投資助言業の登録を要することとなるのかが問題とされる。

しかし、①・②の行為は、レンダーが、民法及び質権設定契約の規定に従い、自己の債権回収のために執り行うものに過ぎず、エクイティ投資家からの委託に基づき、エクイティ投資家のために投資判断の一任を受けて投資を行い、これに関する助言を行い、借入人のために受益権の売買の媒介を行う場合とは、目的・趣旨・性質において根本的に異なると考えられる。

また、③・④・⑤に関しては、担保実行の場合と比べると、担保権者の本来的な権利行使として想定される行為とは言い難い点で、①・②とは異なる考え方がなされる可能性はある。しかし、いずれもレンダーによる債権保全・管理の一環として行われるものであり、借入人 SPC からの依頼に基づき、借入人 SPC に対する善管注意義務等に服しつつ提供されるわけではない。

以上を踏まえると、結論としては、①から⑤までに掲げる行為が上記各業に該当すると考えるべきではないと思われるが、金融商品取引法の文言上は一定の疑義が残るため、今後解釈の確立⁴¹ないしこの点に関する疑義の解消のための立法的な手当てが望まれる(なお、この点については、CREFC においても、金融資本市場及び金融産業の活性化等のためのアクションプラン(中間案)のパブリックコメントとして問題点の指摘を行ったところである。)

(b) レンダーによる権利行使の一環としての抵当不動産の売却等と宅地建物取引業の免許の要否⁴²

上記(a)において述べたのと同様に、例えば、TMK が現物不動産を保有している場合に、当該

「投資判断」)に関わらないものについては、レンダーが当該措置を執り行う場合でも、かかる行為は投資運用業又は投資助言・代理業には該当しない。他方、「投資判断」に関わる行為については、上記各業への該当性が問題となりうる。

⁴¹ なお、これらの点に関連して、平成 19 年 7 月 31 日付金融庁「金融商品取引法制に関する政令案・内閣府令案等に対するパブリックコメントの結果等について」82 頁 200 番は、「レンダーが自ら保有する債権の担保として設定された有価証券の処分を借入人 SPC に対して求めることは、『投資一任契約に係る業務』に該当しない可能性が高いと考えられますが、具体的な規定の適用については、個別事例ごとに実態に即して実質的に判断されるべきものと考えられます。」としている。

⁴² 特別信託会社(宅地建物取引業法施行令第 8 条各号に掲げる信託会社)以外の信託会社は、宅地建物取引業法第 77 条第 1 項に規定される規定以外の規定について、宅地建物取引業者とみなされる(宅地建物取引業法第 77 条第 1 項・第 2 項)。また、信託業務を兼営する金融機関及び特別信託会社も、(一定の制約と共に)宅地建物取引業者とみなされる(宅地建物取引業法第 77 条第 4 項・宅地建物取引業法施行令第 9 条)。

不動産に抵当権の設定を受けたレンダーが、①裁判外の実行としての現物不動産の売却を行う場合、②任意売却の一環としてレンダーから TMK に対して現物不動産売却の指示が行われる場合、③テール期間中にローン契約その他関連契約の定めにより、レンダー主導下で現物不動産の売却手続等が進められる場合についても、宅地建物取引業の免許が必要か⁴³、それとも、不動産信託受益権の場合と同様の立論により、宅地建物取引業の免許は不要と考えて良いかが問題となり得る。この点についても、今後解釈が確立されることが望まれる。

5. レンダーによる権利行使と債権管理回収業に関する特別措置法(以下「サービサー法」という。)上の規制との関係

(a) サービサー法上、特定社債が特定金銭債権に該当していない点について

CMBS が保有している債権のうち、TMK が発行する特定社債は相応の割合を占めている。ところが、特定社債は、原則としてサービサー法第 2 条の特定金銭債権には該当せず、サービサーは、サービサー法第 12 条但書の兼業承認が得られる場合は格別、デフォルト状態にある特定社債⁴⁴に係る管理及び回収業務を営むことができないこととされている。

この点、兼業承認に関しては、債権回収会社の審査・監督に関する事務ガイドラインが兼業承認の申請が必要な例を列挙しているところ、これに「特定金銭債権以外の金銭債権に係る集金代行業務」(2-4-1(2)ア)が含まれている。しかし、これに該当するものとしてこれまでに承認された集金代行業務は、例えば、「事件性・紛争性のない正常債権に関する債務者の任意弁済の受領事務代行であって、事後的に債務者が履行不能になるなど紛争性が生じた場合には、法律事務に当たる履行の請求はせずに同業務を打ち切ることを内容とするもの」であると説明されている⁴⁵。

また、仮に兼業承認を受けて行う場合であっても、対象となる特定社債についてデフォルト事由が生じている場合には、当該サービサーによる業務の継続は、非特定金銭債権に係る法律事務に該当するものとして、弁護士法及びサービサー法上許容されないものとなる可能性もある。

現状においても、サービサーが(必要な兼業承認を得た上であれば)一定範囲で(例えば、回収プランの作成等、債務者に直接触れない範囲で)デフォルトした特定社債の管理に関与することは解釈上可能と考えられており、実務上もかかる解釈を踏まえた対応がなされている。しかし、いずれにせよ法律上の制約の範囲内で対応しなければならず、サービシング実務上の障害になり得るほか、CMBS 投資家(特に外国人投資家)に対する説明も必要となるなど、案件組成上の

⁴³ この点に関連する行政実例(例規)として、昭和 38 年 6 月 8 日計総第 75 号(建設省計画局総務課長から北海道建築部長あて回答)がある。

⁴⁴ なお、サービサー法上、サービサーは、(特定金銭債権に関する)債権管理回収業並びにサービサー法第 12 条第 1 号・第 2 号に掲げる業務以外の業務を行うには、法務大臣の承認(以下「兼業承認」という。)を得る必要があるため(サービサー法第 12 条但書)、デフォルト状態にない特定社債について(後述の)一定の業務を行う場合であっても、兼業承認を受ける必要がある。

⁴⁵ 黒川弘務・石山宏樹『実務サービサー法 225 問(改訂 3 版)』225 頁(商事法務、平成 23 年)。

障害にもなり得るため、特定社債を特定金銭債権に含めるための法改正については、今後積極的な検討がなされるべきと考えられる。

- (b) サービス法上、スポンサーレターに基づくリコース債権が特定金銭債権に該当しないと解されている点について

実務上、ローン等のレンダーが、借入人 SPC の組成に関与したスポンサーに対して、借入人 SPC による一定の義務違反や貸付の裏付資産の瑕疵等を原因として生じた損害をレンダーに補償する旨を約する誓約書(スポンサーレター)の提出を求めることがある⁴⁶。かかるスポンサーレターに基づく損害補償請求権は、通常、いわゆる損害担保契約に基づく権利に相当し、必ずしも民法上の保証として構成されるものではないため、特定金銭債権(サービス法第2条第1項第20号(「前各号に掲げる金銭債権を担保する保証契約に基づく債権」)参照)に該当するかについては、実務上疑義があるとされている。スポンサーレターに基づく損害補償請求権も CMBS の保有している債権に密接に関連する債権であり、これが特定金銭債権に該当しないとすれば、上記(a)にて述べた特定社債と同様、サービシング実務の障害になり得るため、これを特定金銭債権に含めるための法改正についても、積極的な検討がなされることを期待したい。

6. 資産流動化法上の制約

- (a) AM の変更と資産流動化計画の変更

不動産ノンリコース・ローン取引においては、ローン等のデフォルト等に伴い、AM の更迭権限がレンダーに付与されることが多い。しかし、借入人 SPC に TMK を使用する場合には、以下のような制約がある点に留意する必要がある。

すなわち、TMK を借入人 SPC として使用している案件において、特定社債や特定借入れのデフォルト等に伴い、プロジェクト契約等の規定に基づき、資産流動化計画上の特定資産管理受託者(資産流動化法第200条第2項)である AM を変更させようとする場合、特定資産管理受託者が資産流動化計画の法的記載事項になっているため(資産流動化法第14条第1項第4号、資産の流動化に関する法律施行規則(以下「資産流動化法施行規則」という。)第29条第2号)、資産流動化計画の変更(及び当該変更の財務局への届出(資産流動化法第9条第1項))が必要となる。

特定資産管理受託者の変更に伴い資産流動化計画の変更を行う場合、資産流動化法上は、社員総会決議を行うか(資産流動化法第151条第1項)、「利害関係人」全員の承諾を取得する必要があるが(資産流動化法第151条第3項第2号)、社員総会決議については優先出資社員

⁴⁶ スポンサーレターについては、金融商品取引業者である AM がこれを提出することについて、金融商品取引業法上禁止される損失補てん等(金融商品取引法第39条等)に該当するかという問題があるが、本報告書においてはこの点の議論は割愛する。

が議決権を有することとされている上(資産流動化法第 152 条第 3 項)、上記「利害関係人」には優先出資社員が含まれているため、いずれにせよ、優先出資社員の協力がなければ資産流動化計画の変更を行うことができない。したがって、特定社債や特定借入れのデフォルト等に伴い、特定資産管理受託者としての AM を円滑に更迭させるためには、予め、プロジェクト契約に優先出資社員を含めるか、優先出資社員に誓約書等を提出させ、デフォルト等に伴う AM の更迭に必要な承諾等の協力を行う義務を負わせておく必要がある。更に、かかる義務は契約上の義務に過ぎないため、契約上の義務に反して優先出資社員の承諾を得ることができない場合には、資産流動化法上、適法に特定資産管理受託者の変更を行うことができない。

この点、資本市場及び金融業の基盤強化のための金融商品取引法等の一部を改正する法律(平成 23 年法律第 49 号)の 6 ヶ月以内施行分(以下「平成 23 年 11 月施行改正」という。)の施行(施行期日:平成 23 年 11 月 24 日)に伴い、資産流動化法施行規則が改正され、資産流動化法施行規則第 13 条資産流動化計画の所定の記載事項について確定的な内容の定めがある場合においてその内容を変更する手続として、「改定」の概念が導入された。これにより、未確定とできる事項を未確定とし、又は改定があり得る事項を記載した場合、資産流動化計画上の確定又は改定の要件及び手続の記載に従って、当該未確定又は改定事項とした事項の内容を確定又は改定して資産流動化計画の変更をすることができることとなったが(法第 151 条第 3 項第 3 号、資産流動化法施行規則第 79 条第 2 項第 2 号)、平成 23 年 11 月施行改正においては、資産流動化施行規則第 19 条第 5 号に「改定」手続を規定することは、意図的に見送られたようである⁴⁷。今後、この点に関する議論を更に深め、資産流動化法施行規則の改正について、積極的な検討が行われることを期待したい。

C. 税務上の課題

1. TMK における税務上の導管性要件に関わる諸論点

不動産の流動化の形態としては、合同会社(GK)と匿名組合(TK)を組み合わせた、GK-TK スキームの他、資産流動化法上の特定目的会社(TMK)が一般的に用いられている。TMK の場合は、租税特別措置法第 67 条の 14 第 1 項の要件(以下「導管性要件」という。)を充足しない限り、支払配当を損金算入できない。この点、実務上問題になり得る事項について、以下の通り整理する。

⁴⁷ 平成 23 年 11 月 11 日付金融庁「平成 23 年金融商品取引法等改正(6 ヶ月以内施行)に係る政令・内閣府令案等に対するパブリックコメントの結果等について」13 頁 30 番は、「改定手続の対象となる範囲については、スキームの根幹に関わらない事項であって投資者保護の観点から重要性の低い事項といえるかどうか、改定手続を認める必要性が高いかどうか等を総合的に勘案して決されるべきものでありますが、資産流動化法施行規則第 19 条第 1 号から第 3 号までに掲げる特定資産の管理及び処分に関する事項は、上記のとおりスキームの根幹に関わる事項かつ投資者保護の観点から重要性の高い事項であると考えられること、及び一般的にその内容が一旦確定すればその後頻りに頻りに変更が予定される性質のものではないと考えられることから、改定手続の対象とすることは適当でないと考えられます。」と明言している。

(a) 特定社債の発行が必要との要件について、緩和の余地はないか

昨今では、デットの資金提供者の保全強化の視点で、担保設定が(容易に)できるという観点で、(特定社債ではなく)特定借入れ(資産流動化法の改正に伴い特定目的借入れから名称変更)による資金提供を好む傾向があるように思われる。また、リファイナンスに際して、特定社債を全額償還し、全て特定借入れに切り替えることを検討するケースも見受けられる。

しかしながら、損金算入要件を充足するためには、通常、特定社債が税務上の機関投資家等(租税特別措置法第 67 条の 14 第 1 項第 1 号ロ(2)に規定する機関投資家その他これに定めるものとして政令で定めるものをいう。以下、同じ。)による保有見込要件を充足させる必要があり、また、当該要件を含む租税特別措置法第 67 条の 14 第 1 項第 1 号に掲げる要件の判定は、資産流動化法第 151 条第 1 項若しくは第 3 項の規定による資産流動化計画の変更(軽微な変更も含まれている。)を行った特定目的会社については、当該資産流動化計画の変更後の状況によるものとされているため、特定借入れとともに、特定社債を保有するといった実務が行われている(租税特別措置法施行令第 39 条の 32 の 2 第 9 項)。

この点、機動的な資金調達という観点からは、特定借入れの借入先が税務上の機関投資家等から行われていれば、特定社債の発行は必ずしも要件として充足する必要はなく、且つ、同族会社非該当の要件の充足も不要とするといった税制改正が望まれる⁴⁸。

(b) 特定借入れのレンダーが特定社員持分質権設定契約を締結している場合の留意点

特定出資持分について特定借入れの貸付人が担保権を設定しているケースは多く見られるが、特定借入れの貸付人が特定社員になる場合には導管性要件を阻害するため留意が必要である(租税特別措置法施行令第 39 条の 32 の 2 第 8 項第 2 号)。

(c) 減損損失に対する手当て

TMK の導管性要件を確保するためには、配当可能利益の額の 90%超の配当が必要である(租税特別措置法第 67 条の 14 第 1 項第 2 号ホ)。この点、税制改正による 90%超の基準の(税務上の概念である)配当可能所得から(会計上の概念である)配当可能利益への変更と併せて、減損損失の 90%を配当可能利益の計算上控除する等、減損損失が発生しても 90%配当ルールを満たすための一定の手当はなされている(租税特別措置法施行規則第 22 条の 18 の 4 第 4 項)。

ただ、TMK は導管性要件を満たしても配当した部分が損金算入されるのみであり、匿名組合のように現金分配しなくても損益(課税所得)が分配されるのとは異なる点について留意が必要で

⁴⁸ 現行税制上も特定社債を発行しなくても、優先出資が税務上の機関投資家等に引き受けられている等の要件を充足すれば、導管性要件を充足する可能性はあるものの、この場合は、TMK が同族会社に該当しないという要件を充足する必要があり、当該要件を充足するのは、私募ファンドでは難しいと考えられる。

ある。つまり、市場環境の変化や収益性の悪化等を要因とする減損損失等のように税務上損金算入が認められない費用又は損失が発生した場合には、資産流動化法に基づく(会計上の配当可能利益を基礎とする)配当規制により(課税所得に見合う)配当がそもそも出来ないことになるので、結果、TMK に、税法上損金算入が認められない費用又は損失が発生した金額に相当する部分について、法人税負担が発生することが想定される。

また、昨今の不動産市況の低迷等により、TMK が保有する不動産につき含み損が発生し、企業会計上、減損処理が求められる事例が発生しているが、減損損失は、上述した通り、税務上の損金として認められないため、リファイナンスに際して債権放棄や金利減免等を行うにしても、債務免除益の計上が先行し、TMK に納税負担が発生することになってしまうため、リストラクチャリングが思うように進まないといった支障が生じている。

この点、TMK は不動産の収益をレンダーやエクイティ投資家に還元することを目的として設立されたピークルであり、資産流動化法に基づき厳格な管理・運営がなされており、且つ、(匿名組合と異なり)TMK にて発生した損失がエクイティ投資家に分配されるような仕組みでもないことから、TMK にて企業会計上の減損処理が行われた場合においては、当該減損処理額について税務上も損金算入を認めるといった税制面の手当が望まれる。

(d) 二重課税の排除について

租税特別措置法第 67 条の 14 第 6 項の規定上、TMK の導管性要件充足有無を問わず、優先出資社員は受取配当の益金不算入の規定の適用が受けられない。従って、TMK にて法人税が課された後の利益を優先出資社員に配当したとしても、優先出資社員は当該受取配当を益金算入する必要があり、二重課税が発生してしまう。この点、TMK にて導管性要件を満たさない場合には、その受け手である優先出資社員において受取配当の益金不算入の規定の適用を受けられるような税制面の手当が望まれる。

2. CMBS 商品の器として信託を利用するスキームに関わる諸論点

(a) CMBS 信託で特定社債・特定借入れに係る権利を保有する場合

CMBS 信託は、法人税法上、通常、受益者等課税信託に該当し、信託財産は受益者(又はみなし受益者)が保有しているとみなされる(法人税法第 12 条第 1 項・第 2 項)。従って、CMBS 信託の保有する特定社債や特定借入れの調達主体である TMK の導管性要件を阻害しないため、CMBS 信託に係る信託契約や受益権譲渡契約等において投資家を税務上の機関投資家等に限定するといった手当が一般的になされている。一方で、CMBS 投資家自体が信託を通じて CMBS 受益権に投資する場合には、(CMBS 信託契約等で信託を通じて投資する場合にはその受益者が適格機関投資家等であることとの要件を課すことはあっても)当該信託の裏側の投資家のステ

一タスを CMBS 信託の受託者が確認することには限界がある。この点、信託財産たる特定社債等について受益者へ現物交付されない仕組みになっているのであれば、当該受益者が機関投資家であることを要しないといた税制上の取扱いの明確化が望まれる。

(b) CMBS 投資家の範囲の拡大

税務上の機関投資家等の範囲は、金融商品取引法上の適格機関投資家の範囲よりも狭くなっている。金融商品取引法上の適格機関投資家に該当するものの、税務上の機関投資家等に該当しないものの中には、不動産証券化投資等に精通していて、CMBS 投資家として期待できる投資家層(例えば、非上場ノンバンク等)も存在している。

なお、平成 21 年度税制改正により、税務上の機関投資家の範囲の拡充の観点から、特定債権流動化 TMK が税務上の機関投資家等の範囲に含まれることとなった(租税特別措置法施行規則第 39 条の 32 の 2 第 2 項)。しかし、特定債権流動化 TMK として認められるためには、その保有する特定資産が特定社債、特定借入れ又は TK スキームに対する貸付金に限定されており、これらを信託財産とする CMBS 受益権を保有することはできないと思われる。

この点、税務上の機関投資家等を金融商品取引法上の適格機関投資家の範囲よりも更に限定する必要性・必然性は必ずしもないように思われるため、税務上の機関投資家の範囲を金融商品取引法上の適格機関投資家と同様にする、又はそれにより近づけるといった税制の改正が望まれる。

(c) 消費税及び源泉所得税の取扱い

CMBS 信託は通常、受益者等課税信託に該当するため、信託財産は信託受益者(みなし受益者を含む。以下、同じ。)が保有するとみなされる。これは、消費税及び所得税も同様である(消費税法第 14 条第 1 項・第 2 項、所得税法第 13 条第 1 項・第 2 項)。

信託受益者が複数いる場合にはその有する権利内容に応じて課税関係を決めることになる(消費税法施行令第 26 条第 4 項、所得税法施行令第 52 条第 4 項)が、信託受益権が優先劣後構造になっている場合には、消費税及び源泉所得税関係が不明確ないし複雑になる。

この点、消費税の観点からは、信託勘定にて消費税が発生する手数料(管理手数料等)を受領する場合、受益者における消費税の課税関係が複雑になってしまう。従って、そうした問題が発生しないための手当(管理手数料として受領するのではなく、ローン契約又はプロジェクト契約等にてレンダーである信託受託者のコストを借入人 SPG がその必要経費として自ら負担する形とする等)を検討することが必要であろう。

その他、担保実行に際して、借入人 SPG から第三者に対して直接売却するのではなく、一旦、レンダーである CMBS 信託にて不動産又はその信託受益権を自己取得した上で処分するような場合にも、同様の問題が生ずる。信託受益権質権の裁判外の実行に関しては、上記 II.B.1.(a)記

載の通り、借入人 SPG からレンダー以外の第三者への任意売却について協力を得られる場合を除き、レンダーが直接第三者に処分する方法により難しいといった事情が存し、かかる自己取得・転売スキームについて検討されることもあるだけに、この点は懸念材料になり得る。

また、源泉所得税については、通常、信託財産である特定社債やローン等に源泉所得税が発生しないよう、信託財産に特定社債(振替債)がある場合は、CMBS 信託の受益者を租税特別措置法第 8 条第 1 項・第 2 項に規定する金融機関等や租税特別措置法第 8 条第 3 項に規定する資本金 1 億円以上の内国法人で(特定社債の利息計算期間開始前に)確認手続を行った者に限定したり、信託財産にローン(貸付金)がある場合には、内国法人又は日本に支店を有する外国法人で所得税法第 180 条の免除証明書の提示を適切に行う者に限定する等の手当が一般的に行われている。

但し、CMBS 投資家の構成によっては、全部又は一部につき源泉納付が発生する場合も想定され、その場合は、信託受託者又は信託受託者が別途指定する者(会計事務所等)が源泉徴収義務者に代わって源泉納付するといった実務対応が考えられる。

なお、平成 22 年度税制改正により、振替債である特定社債で一定の要件に該当するものを外国法人(租税特別措置法第 8 条第 1 項・第 2 項の規定により源泉免除される金融機関等を除く。)が保有する場合には、一定の手続要件の下、その利子に対する源泉納付が免除されることとなったが、平成 23 年度税制改正によって、かかる手続要件が明確化(厳格化)され、特定振替機関(平成 24 年度税制改正大綱では、信託の受託者がその手続を行うこととする旨が記載されている。)を通じて、受益者等の情報を記載した届出書及び信託契約の写し等を税務署に提出することが必要となっているので留意が必要である。

3. 債権放棄のタイミングに関する留意点

物件売却に際して、債権放棄が行われる場合、発生が見込まれる費用(典型的には解散費用、固都税、開発案件の不動産取得税等)相当額の資金を借入人 SPG の側で留保した上で債権放棄の合意を結ぶケースが見受けられる。この場合、債権放棄を受けたタイミングで SPG にて債務免除益が計上されるが、かかる費用項目の実際の発生時期(損金算入できる時期)が債務免除益の計上事業年度よりも後になる場合は、当該費用相当額を課税対象利益(債務免除益を含む。)から控除できずに法人税負担が発生することがあるので注意を要する。

また、複数物件を段階的に売却している場合や、棚卸資産として低価法を採用している場合、デフォルト(遅延損害金の発生)状態が継続している案件等では、青色欠損金の有効期限(後述参照)が徒過している場合もあるので注意を要する。この点、解散後(清算事業年度)に債務免除を受ける場合には、残余財産分配見込みがなければ、有効期限切れの欠損金も利用できる(法人税法第 59 条第 3 項)。

上記を踏まえると、(最終の)物件が売却された日等に自動的に債権放棄するのではなく、費用の損金計上のタイミング等を踏まえて債権放棄のタイミングを別途合意できる形にする方が望

ましい場合があると思われる。

(参考)繰越欠損金に関する税制改正

平成 23 年度税制改正により、青色欠損金の有効期限を 7 年から 9 年に延ばす一方、TMK の導管性要件のうち租税特別措置法第 67 条の 14 第 1 項第 1 号の要件(いわゆる当初要件で特定社債の税務上の機関投資家等による保有見込要件もこれに該当する。)を満たさない場合には、所得の 80%しか繰越欠損金を控除できなくするという改正が行われた。

4. 利息の繰延又は遅延損害金に関する留意点

(a) 利息の繰延の留意点

SPC の資金繰りを緩和する観点から、利息の一部を繰り延べるケースが見受けられる。この点、法人税基本通達 2-1-25 及び法人税関係個別通達(金融機関の未収利息の取扱いについて)では、未収利息を不計上とするための要件が記載されているが、当該要件(直近 6 ヶ月以内に支払期日が到来した利息が全額未収であり、それ以前に発生した利息についての直近 6 ヶ月以内の回収も極めて少額である等)を充足しない場合は、貸付人が当該未収利息を益金として計上する必要がある。この点、上述の通り、CMBS 信託では、信託受益者にて信託で発生した収益(課税所得)を取り込むことになるので、CMBS 投資家の税負担も踏まえて条件緩和等を検討する必要がある。

(b) 遅延損害金の留意点

損害賠償金等(債務履行遅滞の損害金を含む。)については、実際に支払を受けた日の属する事業年度に益金算入することが可能である旨が、法人税基本通達 2-1-43 及び法人税関係個別通達(金融機関の未収利息の取扱いについて)にて規定されている。

一方で、遅延損害金として実際に回収した以上は、貸付人は当該回収金を収益(益金)として計上する必要があると考えられる。この点、信託契約等で回収した遅延損害金を優先受益権等の元本返済に充当するといった規定が見受けられる場合があるが、CMBS 投資家に元本として返済するのであれば、債務者である SPC との間でも(法定の充当順位にかかわらず)元本として回収する旨を合意するといった検討も必要となると思われる。

5. 譲渡人が継続的に関与している案件における留意点

リファイナンス時には、「特別目的会社を活用した不動産の流動化に係る譲渡人の会計処理に関する実務指針」に従い、再度、譲渡人のオフバランス判定が必要であり、リファイナンス時の譲

渡人のリスク負担割合(分母は当初譲渡時の時価)が5%を超える場合には、買戻し処理(オリジネーターにおけるオンバランス化)が必要となる(同指針第25項)。この場合の税務処理の取扱いが不明確であり、税務の観点でスキームの不安定さが増すことになる。また、物件の譲渡人が追加のリスク負担に応じる場合、契約上明文の拠出義務等を負っていない場合であっても、関係当事者間で元々そのような合意が存したのではないかと見られ、当初オフバランス化の処理自体に疑念を呈される可能性もあるので注意を要する。

6. 匿名組合契約終了の留意点

実務上、商法第541条の匿名組合契約の当然終了事由(匿名組合員の破産等)以外の事由(例えば、匿名組合員が民事再生手続きに入った場合等)についても、同契約の当然終了事由として規定しているケースがあった。

しかし、匿名組合事業が継続するなかで、匿名組合員に関わる事由を原因として匿名組合契約が終了する場合に生じる以下の諸論点を踏まえると、法律上の終了事由以外は、当然終了事由とするのではなく、営業者サイドの別途の判断(レンダーの承諾を踏まえた営業者の承諾等)を要する形にしたり、匿名組合員の信用悪化が生じた場合は、契約を終了させる前に他の匿名組合員や新AM等による匿名組合出資持分の買取といった選択肢についても検討することが望ましいように思われる。以下では、税務の視点で匿名組合契約が終了することの問題点について簡単に触れる。

(a) 損益分配が出来ないことによる問題点

匿名組合員が1名の場合は、損益分配ができず、営業者であるSPCに課税所得・法人税負担が発生する可能性がある。また、他の匿名組合員がいる場合は、以下の方法が考えられるが、いずれの場合もそれ以降の損益分配をどのようにして行うべきかが明確でない。

- ・ 損益分配割合が変更されない場合は、営業者に法人税等課税が発生する可能性がある(1名の場合と同様の議論)。
- ・ 損益分配割合を変更する場合(終了した匿名組合員分、他の匿名組合員の損益分配割合が増加する場合は、その後の不動産価値の増減の享受・負担関係が当事者間で納得できるかが明確でない。

(b) 時価清算による問題点

匿名組合契約が終了した場合に、営業者であるSPCが返還すべき匿名組合の出資金額が不動産の含み損益も踏まえた匿名組合契約終了時の出資金の時価としている場合がある。この場

合、不動産に含み損(例:30)があり、匿名組合出資預り金の簿価(例:100)と時価(例:70)との差額について償還差損益(例:差益 30)が発生し、営業者に納税負担が生じる可能性もある。

7. 建物売却時の消費税等の取扱いの明確化

物件売却時に、売却代金を建物消費税等の公租公課に先んじて、不動産ノンリコース・ローンの元利金の返済に充てることの是非が検討されるケースもある。この点、法的には、当該ローンのための売却対象物件上の担保権設定及び対抗要件具備が法定納期限より前に行われている場合には、担保権者たるレンダーは国税に優先して売却代金からの弁済充当を行うことができると思われる(国税徴収法第 15 条)⁴⁹。しかしながら、かかる弁済充当を強行した場合、實際上、国税との間で係争に発展する可能性は否定できない。また、本来、借入人 SPC の事業運営(物件売却を含む)等に関連して発生する公租公課その他の費用については、優先的に支払うのが筋であるともいえ、かかる取扱いによる方がむしろ証券化の健全な発展に資するようにも思われる。更に、ローンが CMBS に組み込まれている場合に、上記消費税等の支払がウォーター・フォール規定上明確にされていないことにより、サービサー等として回収及び充当方法の仕方について判断に迷うという弊害も生じ得る。

以上を踏まえ、ローン契約その他にて、発生が合理的に見込まれる公租公課については、デフォルト時も含めローンの元利金返済に優先することを明記する等の対応が望まれる。

D. 会計上の課題 … 連結会計基準による影響

1. 一般

2011 年 5 月 12 日、国際会計基準審議会(IASB)より「IFRS10 Consolidated Financial Statements」(国際財務報告基準第 10 号「連結財務諸表」)(以下「IFRS10」という。)が公表された。IFRS10 は、IAS 第 27 号「連結及び個別財務諸表」(Consolidated and Separate Financial Statements)及びその解釈指針である SIC 第 12 号「連結—特別目的事業体」(Consolidation—Special Purpose Entities)の置換えを目的として制定された国際財務報告基準(IFRS)であり、特別目的会社(SPC)も含む全ての事業体に対して統一的に適用される連結会計基準である。

他方で、わが国では、現在、企業会計基準委員会において、2007 年 8 月 8 日に企業会計基準委員会及び国際会計基準審議会の連名で公表された「会計基準のコンバージェンスの加速化に向けた取組みへの合意」(東京合意)に基づく日本の会計基準と IFRS とのコンバージェンス・プロジェクトが進められており、IFRS10 についても、日本の連結会計基準との差異の識別及び解消(コンバージェンス)に向けた議論・検討が行われている。

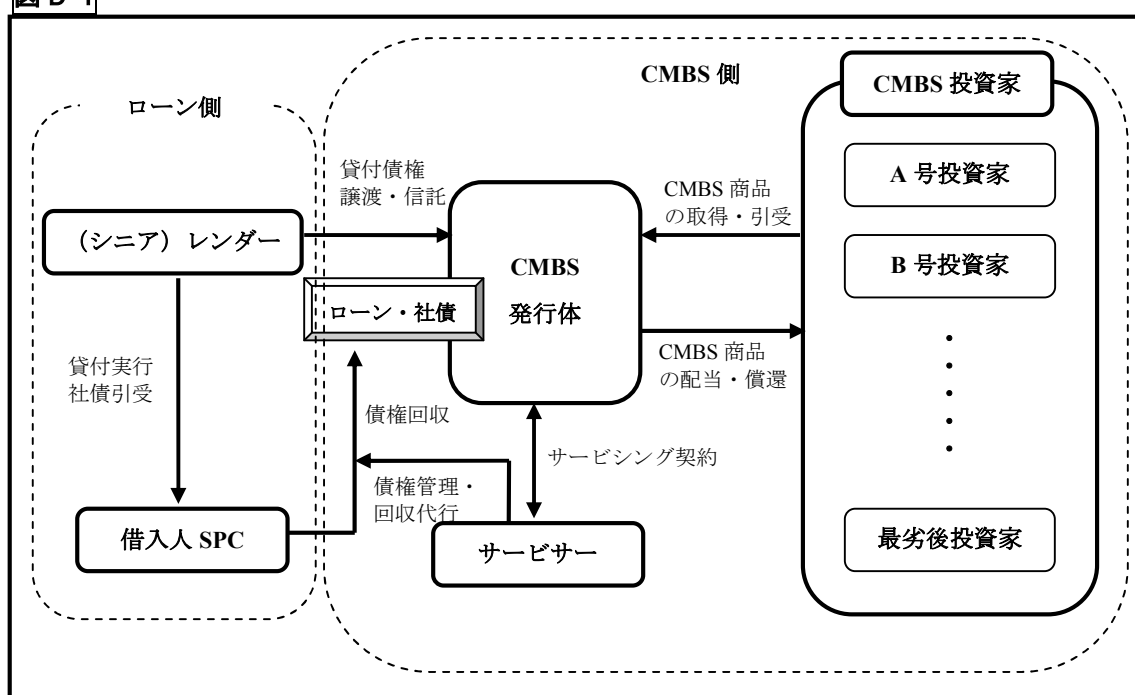
しかし、IFRS10 で示された連結基準は抽象的な部分が多く、また、SPC に適用される特則(一

⁴⁹ 低廉譲渡した場合等には、譲受人に第二次納税義務が発生する可能性がある(国税徴収法第 39 条)。

定の具体的な要件を満たす限りにおいて SPC を連結対象から除外する特別の取扱い等)も原則として設けられていないことから、連結会計基準のコンバージェンスに際しては、連結の基準をより具体化するとともに、日本における証券化取引実務の実情も踏まえ、既存の実務に重大な支障が生じないように内容にする必要があるといえよう。この点は、CMBS との関係でも同様に当てはまり、当該商品の内容や実務慣行について正確な理解を深めた上で、これに即した形で適切に IFRS10 とのコンバージェンスが行われることが望ましい。

なお、CMBS の典型的なスキーム図は下記図 D-1 のとおりであるが、かかる CMBS に対する連結会計基準の適用のあり方については、CMBS 自体と CMBS 対象資産となるローンのそれぞれを念頭に置いた議論・検討が必要といえる。

図 D-1

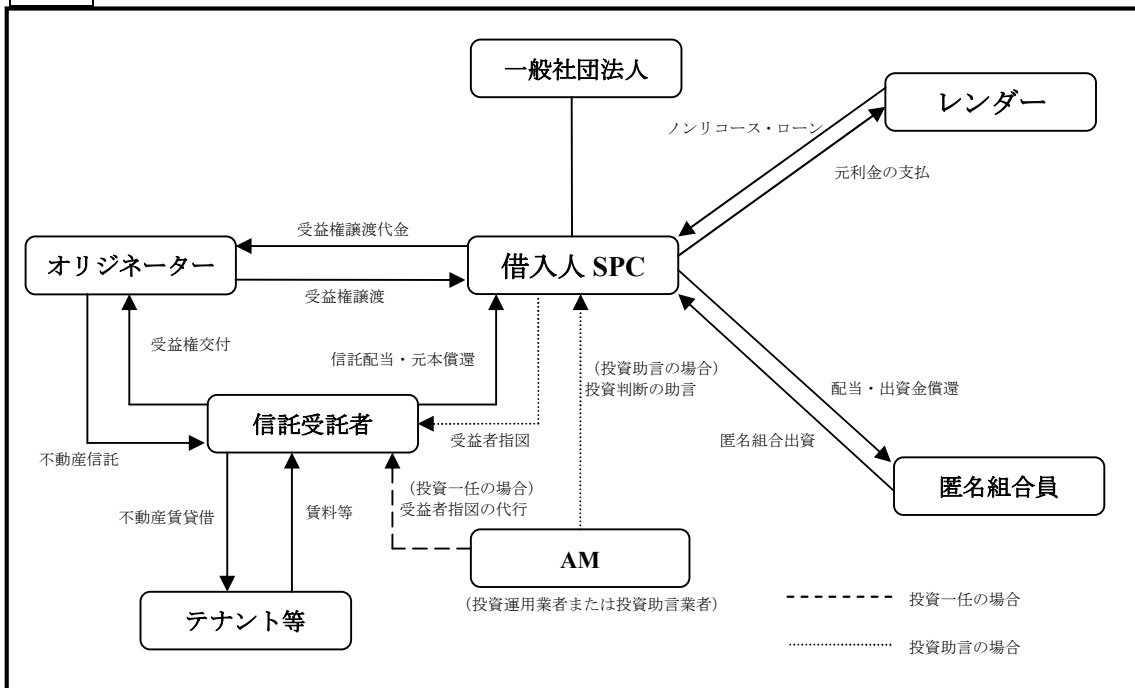


そこで、以下では、①まず、CMBS 対象資産となるローンに関する連結会計基準の適用に関わる問題(特にレンダーによる借入人 SPC の連結の要否)について検討した上で(下記 2.参照)、次に、②CMBS 自体に係る連結会計基準の適用のあり方についても言及する(下記 3.参照)。

2. レンダーによる借入人 SPC 連結の要否

下記図 D-2 は、GK-TK スキームによる不動産ファイナンス案件の典型的なスキーム図である。以下、かかるスキームを前提に、IFRS10 の下での同スキームにおけるレンダーによる借入人 SPC 連結の要否に関する会計上の論点について整理を試みる。

図 D-2



(a) IFRS10⁵⁰における「支配」の判断枠組み

(i) 一般

IFRS10 において示された連結基準の下では、投資企業 (investor) による被投資企業 (investee) の「支配」(control) が認められる場合に、当該投資企業による被投資企業の連結が行われることになる (IFRS10 の第 5 項)。そして、かかる「支配」の有無は、投資企業において、以下の三つの要件が全て認められるかどうかによって判断される (IFRS10 の第 7 項)。

- ① 被投資企業に対するパワー
- ② 被投資企業に対する関与から生ずる変動性あるリターンに対するエクスポージャー又は権利
- ③ 投資企業における自らのリターンの額に影響を与えるために、投資企業が有するパワーを行使することのできる能力 (パワーとリターンのリンク)⁵¹。

⁵⁰ IFRS10 は、本文に加え、Appendix A (Defined terms)、Appendix B (Application guidance)、Appendix C (Effective date and transition) および Appendix D (Amendments to other IFRSs) により構成されており、特に、Appendix B において、詳細な解釈指針や具体例が記載されている。本項において IFRS10 の参照箇所を示す場合、本文についてはその項番号を表記し、また、Appendix B については「B (※Appendix B の項番号)」と表記する。

⁵¹ この「投資企業における自らのリターンの額に影響を与えるために、投資企業が有するパワーを行使すること

(ii) レンダーと「リターン」の認定

この点、IFRS10 の下では、レンダーについても上記(i)②の「リターン」が認められることに留意が必要である。即ち、IFRS10 では、「リターン」とは、被投資企業の信用状況により変動するものであって、プラス(収益)及びマイナス(損失)の双方を含むものであり(IFRS10 の第 15 項及び B56)、被投資企業の営業成績により変動する可能性のあるものであれば、その法的性質の如何にかかわらず、全てのものが含まれるとされており、例えば、固定金利による利息が支払われる社債であっても、社債発行会社たる被投資企業の信用リスク次第では、その受取利息額が変動する可能性があることから、このような社債を保有する投資企業にも「リターン」が認められるものとされている(IFRS10 の B56)。従って、金銭消費貸借契約に基づき利息の支払を受けるレンダーについても「リターン」が認められることになる。

(iii) 「パワー」について

次に、上記(i)①の「パワー」とは、IFRS10 において、被投資企業のリターンに重要な影響を与える活動(relevant activities)(以下「関連活動」という。)について指示する現在の能力を投資企業にもたらす権利とされており(IFRS10 の第 10 項)、被投資企業の株主総会等における議決権のみならず、契約上の取決め(contractual arrangements)の内容や、投資企業と被投資企業との間の特別の関係を含む様々な事実関係を検討することによりパワーの有無が判定されることになる(IFRS10 の B18~B20)。なお、IFRS10 においては、かかるパワーの証拠の評価及びパワーの判定において、投資企業における変動性あるリターンに対するエクスポージャー又は権利の程度がより大きいという事実がある場合、(当該エクスポージャーの大小のみではパワーの存否は決せられないもの)これに伴いパワーを取得する動機がより強まることを理由として、かかる事実自体が当該投資企業におけるパワーの存在を指し示す一つの要素として評価されるものとされている(IFRS10 の B20)。

ただ、投資企業が被投資企業に対して有する権利の全てがパワーの存在を肯定する要素となり得るわけではなく、IFRS10 において「防御権」(Protective Rights)に該当する権利は、パワーの判定に際して考慮されないものとされている。「防御権」とは、被投資企業における活動の根本的な変化に関連するものであるか、又は例外的な状況においてのみ適用される権利とされており(IFRS10 の B26)、IFRS10 は、その具体例として、①レンダーに損害を与えるようなボロワーの重大なクレジット・リスクの変動を生じさせるボロワーの活動を制限する権利、②通常の事業において必要となる金額を超える資金的支出や株式・社債等の発行に係る承認権及び③ボロワーの債務不履行時にレンダーがボロワーの資産を掌握する(差し

のできる能力」という要件は、「パワーとリターンのリンク」(Link between power and returns)と称される(IFRS10 の第 7 項(c)並びに同第 17 項及び第 18 項の見出し参照)。

押さえる)権利を挙げている(IFRS10のB28)。これらの例示を見る限り、基本的には、レンダーが自らの債権保全を図るために保有している各種の権利については、「防御権」に該当するようにも考えられる。

しかし、特に、不動産ノンリコース・ローン取引におけるレンダーは、実務上、ローン等の返済原資(裏付資産)たる借入人 SPC の財産(責任財産)を保全するため、一般的なコーポレート・ファイナンスにおけるレンダーに比較して、借入人 SPC の財産や借入人 SPC の業務活動に対して、より広範かつ強力な権限を有しているのが通常であり、これらの権限の全てを「防御権」として整理することができるかはなお検討を要する。

(iv) 「パワーとリターンのリンク」について

なお、被投資企業に対する「支配」が認められるためには、上記(i)①及び②に加え、上記(i)③の「パワーとリターンのリンク」が認められることも必要となるが、IFRS10 においては、かかる「パワーとリターンのリンク」が認められない場合とは、投資企業が「代理人」(agent)として行動する場合とされている(IFRS10 の第 18 項並びに B3(e)及び B58~B72)。

ただ、「代理人」とは、その有するパワー(意思決定権限)を「本人」(principal)たる他の投資企業のために行使する者とされており(IFRS10のB58)、典型的には、サービサーやAMなどのように、その委託者から委託を受けて債権回収業務や投資運用・助言業務などを遂行し、その利益の大部分を自らではなく他の当事者(CMBS 投資家等)に享受させることになるような当事者に当てはまる概念であり、レンダーとの関係で問題となることは基本的には考えにくいといえよう。

(v) 小括

以上のとおり、レンダーについても借入人 SPC の連結要否について判断する必要があり、かかる判断に際しては、レンダーが借入人 SPC に対して有する権限について、これが「パワー」の存在を裏付けるものといえるか(あるいは「防御権」に該当するものとして「パワー」の判定に際して考慮されないものといえるか)について検討していくことになる。そして、CMBS 対象資産たるローンに関してこれらの検討を行うに際しては、不動産ノンリコース・ローン取引の特殊性や実務慣行を踏まえ、かかる不動産ノンリコース・ローン取引においてレンダーが有する権利の性質・内容・目的等を十分考慮した適切な検討がなされる必要があるといえよう。

(b) 不動産ノンリコース・ローン取引におけるレンダーが有する典型的な権利

(i) 一般

不動産ノンリコース・ローン取引においてローン等の融資を行うレンダーは、かかるローン等の裏付資産たる責任財産の価値を保全するため、関連契約上、借入人 SPC による関連活動の全般にわたり様々な権利を有していることが実務上一般的である。

かかるレンダーが有する権利として典型的なものは、以下の通りである。

(x) 通常時においても認められる権利

実務上一般的には以下のような各種の承諾権が考えられる。

- 借入人 SPC が保有する物件(受益権又はその裏付資産たる不動産等)の売却に係る承諾権
- 借入人 SPC 等が作成する事業計画(資本的支出その他の予算に関する計画を含むもの)に係る承諾権
- その他の借入人 SPC による様々な行為(関連契約の変更・解除等、SPC の定款変更、社員・職務執行者の交代、借入人 SPC の組織再編行為等、借入人 SPC による新たな借入・社債の発行その他の債務負担行為、事業計画に記載されていない費用の支出等)に係る承諾権

(y) ローン等がデフォルトに陥り、又はテール期間が開始した場合など、一定の事由が発生した場合(デフォルト時)に認められる権利

デフォルト時においては、以下のように、より積極的に借入人 SPC の関連活動に介入する権限まで認められる例が実務上多数見受けられる。

- レンダーの主導による物件売却権
- アセット・マネージャーの更迭・選任権
- 受益者指図権の代位行使権限
- 社員持分質権又は借入人 SPC に対する議決権の代理行使権限

(ii) 防御権としての整理の可能性

以上のような広範かつ強力な権限がレンダーに認められている場合、一見すると、レンダ

一に「パワー」が存在すると判断されるようにも考えられるが、これらの権限は、不動産ノンリコース・ローン取引の性質上、レンダーに損害を与えるような借入人 SPC の活動について、これを制限するために必要な範囲で認められているものであり、前述した「防御権」に該当するものが多いと理解される。かかる「防御権」の具体的な範囲は、対象となるファイナンス取引の性質(いかなる事項が生じた場合にレンダーに損害を及ぼす可能性があるか)によって異なってくるものであり、レンダーの有する権限がその関与するファイナンス取引における自らの利益を保護するために必要な範囲で認められているものであれば、その内容が一見して広範な範囲にわたるものであったとしても、そのこと自体をもって「防御権」の該当性が直ちに否定されることはないと思われる。

また、上記(i)で述べたレンダーの権限は、(x)通常時から認められているものと、(y)デフォルト状態に至った場合に初めて認められるものがあり、前者が承諾権限といった受動的な権限であるのに対し、後者はより積極的に借入人 SPC の関連活動に介入する権限であり、状況の変化に応じてその権限の性格・程度が異なってくるといえる。この点、IFRS10 においては、「支配」の考慮要素に関する事情の変動が生じた場合には再評価を行うものとされていること(IFRS10 の第 8 項)を踏まえれば、レンダーによる借入人 SPC の「支配」の有無を判定するに際しては、少なくとも上記(x)及び(y)の場合を分けて考察を加えた方が良いようにも思われる。

具体的には、通常時においては、レンダーの有するローン等に係る債権の回収が未だ十分に見込める状態にあり、レンダーにおける「リターン」の変動性に対するエクスポージャーの程度は相対的に低く⁵²、また、このような状況下においてレンダーにはパワーを取得する強い「動機」(レンダーにおける「パワー」の存在を指し示す要素として評価され得るもの)があるとはいえないであろう。また、かかる状況下においてレンダーに認められる権利は、実務上一般的には、上記(x)のような受動的な権限たる承諾権限に留まるのが通常であり、このような権限は、いずれも「防御権」に該当する権利であると整理することができると思われる。

他方、デフォルト時においては、通常時とは異なり、レンダーの有するローン等に係る債権(全額)の回収でさえも必ずしも十分に見込めない可能性があり、レンダーにおける「リターン」の変動性に対するエクスポージャーの程度が相対的に高まっているといえよう。また、このような状況下においては、上記(y)の権限のように、より積極的に借入人 SPC の関連活動に介入する権限がレンダーに認められることになるのが実務上一般的である。これらの通常時からの状況・事情の変化を踏まえると、このような状況下においては、必ずしも通常時と同様の整理が成り立つとは限らず、レンダーの有する上記(y)のような権限が「防御権」に該当する権利とは評価されない(レンダーに「パワー」が存在すると判断される)可能性もあること

⁵² この状況下においては、基本的には、その元利金の支払等がレンダーに劣後するエクイティ投資家(匿名組合員等)において、その「リターン」の変動性に対するエクスポージャーの程度が相対的に高いといえよう。なお、このような状況下においては、変動性あるリターンに対する大きなエクスポージャーを有するエクイティ投資家にパワーを取得する強い動機があるため、当該エクイティ投資家に SPC の支配が認められる可能性があり、その結果(「支配」の共有が認められない(IFRS10 の第 9 項)ことの反作用として)レンダーの SPC に対する「支配」が認められない場合も考えられよう。

に留意が必要であろう。

3. CMBS 側における会計上の論点

(a) CMBS 発行体との関係での (CMBS 投資家による) 連結

(i) CMBS 投資家による CMBS 発行体の連結要否

そもそも、IFRS10 の下で、CMBS 投資家による CMBS 発行体の「支配」が認められる場合があるかが問題となる。

CMBS 投資家が有する権限は、典型的には、配当・元本償還請求権と一定の重要事項についての意思決定権限に留まり、不動産ノンリコース・ローン取引におけるレンダーとは異なり、自己の保有する CMBS 商品がデフォルトに陥った場合などにおいても、積極的な介入権 (CMBS 対象資産の売却権限、サービスの交代権限等) まで認められることは一般的ではない。このような CMBS 投資家の有する権限にのみに着目する限り、基本的には、CMBS 発行体に対する「パワー」の存在を直接的に裏付ける事情は乏しいようにも見受けられる。

しかし、後記(b)で述べるとおり、IFRS10 の下では、サービスが CMBS 投資家の「代理人」(agent) に該当する場合には、サービスの有するパワーは、「本人」(principal) たる CMBS 投資家に帰属するものとして取り扱われることになる。従って、サービスが CMBS 投資家の「代理人」として行動していると判定される場合には、CMBS 投資家の表面的な介入権の欠如という事情が認められるとしても、かかる事情が必ずしも CMBS 投資家に「パワー」が存在しないと結論に直結するとは限らないであろう。

ただ、CMBS 案件においては、通常、CMBS 商品として複数のトランシェが設定され、これを保有する CMBS 投資家が複数存在することになるのが一般的である。このような場合に、複数存在する CMBS 投資家のうちのいずれに「パワー」が存在すると判断されることになるかが次に問題となる。

(ii) いずれの CMBS 投資家が連結主体となる可能性があるか

IFRS10において、上記 2.(a)(ii)で述べたとおり、投資企業における変動性あるリターンに対するエクスポージャー又は権利の程度がより大きいという事実がある場合には、かかる事実自体が当該投資企業におけるパワーの存在を指し示す一つの要素として評価されるものとされていることから、この問題についても、まず、各 CMBS 投資家における「変動性あるリターンに対するエクスポージャー又は権利」の大小に着目することが考えられる。即ち、CMBS 投資家間で他にパワーの存在を示す特有の事情が存在しない場合には、その変動性あるリターンに対するエクスポージャー又は権利が最も大きい CMBS 投資家にパワーが存在する

と判断されることになり、その結果、当該 CMBS 投資家が CMBS 発行体の連結主体として取り扱われることになるであろう。

ただ、CMBS 商品を念頭に置いた場合に、いずれの CMBS 投資家が CMBS 発行体の連結主体として取り扱われる可能性があるかについては、「変動性あるリターンに対するエクスポージャー又は権利」以外にも、その商品設計（一定の時期・状況下において、特定の CMBS 投資家に、CMBS 裏付資産の売却に関する意思決定等の一定の重要事項についての指図権や承諾権等が認められている場合等）や CMBS 裏付資産のポートフォリオ（その裏付資産たるローン等が単数か複数か）及びそのパフォーマンス状況（複数存在する CMBS 裏付資産の一部につきデフォルトが生じた場合において、そのデフォルト状況下にある CMBS 裏付資産の全体のポートフォリオに占める割合等）等によっては、これらの事情も特定の CMBS 投資家におけるパワーの存在（あるいは、場合によっては、特定の CMBS 投資家にパワーが集中していないこと）を示す特有の事情として総合的に検討される可能性もあり、一概に判断することは困難といえよう。この点に関しては、個別の案件における具体的な状況次第で異なってくるものであり、留意が必要であろう。

(b) サービサーの扱い

CMBS におけるサービサーは、CMBS 発行体からサービシング業務を受託して CMBS 対象資産たるローン等の管理・回収業務を行う者であり、かかるローン等の管理・回収に関して広範な意思決定権限を有している。ただ、かかるサービサーの意思決定権限は、原則として、サービシング業務の委託者たる CMBS 発行体、ひいては CMBS 発行体から CMBS 商品の収益配当・元本償還を受ける CMBS 投資家のために行使されるものであることから、サービサーについては、「代理人」に該当するか否かが問題となる。

そして、IFRS10 によれば、かかる「代理人」に該当するかどうかの判断は、①意思決定権限を有する当事者（以下「意思決定者」という。）における被投資企業の関連活動に対する意思決定権限の範囲、②他の当事者が保有する権利、③意思決定者が受領することのできる報酬⁵³、及び、④意思決定者が被投資企業に対して有する他の持分によって生じる、リターンの変動性に対するエクスポージャーを総合的に検討して判断されることになる（IFRS10 の B60）。

サービサーが「代理人」に該当するかどうかは、個別具体的な事情を上記の 4 要素にあてはめて個別に検討していく必要があり、この点は、CMBS におけるサービサーの実務慣行も踏まえて適切な運用がなされる必要があるといえよう。ただ、我が国では、海外における CMBS の実務慣行とは異なり⁵⁴、サービサーが CMBS 投資家として劣後トランシェを保有するような事例はまれで

⁵³ IFRS10 においては、意思決定者が「代理人」と認められるためには、その受領する報酬が、①提供するサービスに相応したものであり、かつ、②その内容が同種取引において通常認められる、アームスレングス・ベースで決定されたものであることが必要とされている（IFRS10 の B70）。

⁵⁴ なお、海外では、実務上、サービサーが CMBS 投資家として最劣後のトランシェを保有する例が多数存在することから、かかる実務を踏まえて、米国の連結会計基準に関する公開草案の解釈に関する設例集において、サービ

あり、基本的には、サービスが「被投資企業に対して有する他の持分によって生じる、リターンの変動性に対するエクスポージャー」(上記④)を有するという事は考えにくい。従って、サービスの受領する報酬の水準が、(成功報酬のように業績に連動して支払われる報酬が存するとしても、それも含めて)一般的な水準から乖離したものとなっていない限り(上記③)、我が国の実務上、サービスは、原則として「代理人」に該当し、その結果、CMBS 発行体の連結主体となることはないといえよう。

(c) ビークルによる差異の有無

実務上、CMBS 発行体として用いられるビークル(SPV)には、会社形態の SPC(合同会社等)と信託とが存在する。この点、CMBS 発行体たる SPV が SPC 又は信託のいずれとなるかによって連結に関する考え方や連結基準に差異が生じるかという問題がある。この点、会社形態の SPC と信託とでは、ガバナンスの形態(株主による議決権行使又は社員による意思決定等の要否)が形式的には異なるが、CMBS 発行体として用いられるビークルにおける関連活動に関する意思決定は、会社形態の SPC であれ信託であれ、実質的には、契約上の取決め(contractual arrangement)に従って行われることになるのが実務上一般的であり、CMBS 発行体として会社形態の SPC が用いられたとしても、その SPC の議決権等を保有しているか否かが当該 SPC の連結主体を判断するに際して重視されることは考えにくい。従って、CMBS 発行体として用いられるビークルについては、そのガバナンス形態の形式的な差異によってその連結に関する考え方や連結基準に差異が生じることはないといえよう。

(d) 「投資企業」に関する議論

上記 2.で言及したとおり、不動産ノンリコース・ローンのレンダーについても借入人 SPC を連結する場合があります。レンダーとしての CMBS 発行体が、その保有資産たるローンの借入人 SPC を連結する必要がある場合、その会計処理がどのような取扱いとなるかについて整理しておく必要があるといえよう。また、CMBS 投資家が CMBS 発行体を連結する必要がある場合、かつ、CMBS 発行体が借入人 SPC を連結する必要がある場合も考えられ、この場合において、CMBS 投資家及び CMBS 発行体におけるそれぞれの会計処理がどのような取扱いとなるかを整理しておくことも必要であろう。

なお、2011 年 8 月 25 日に、国際会計基準審議会(IASB)は「投資企業(Investment Entities)」の公開草案を公表した。IFRS10 では、親会社は支配するすべての企業を連結することとされているが、IFRS10 の公開草案が提出された際に、多くのコメント提出者が「投資企業」については連結を免除すべきであると求めていたこと、米国基準では、「投資企業」に当たる場合は、対象会社

サーが CMBS 発行体を連結すべきであるとの結論を導いているものがあるようである。しかし、日本においては、サービスが CMBS 投資家としてエクイティを拠出することはまれであり、このような解釈設例がそのまま日本の実務慣行にも妥当するとはいえないであろう。

について、連結ではなく、公正価値で測定する会計処理を求めていること等から、今回の公開草案が公表されることとなった。

本公開草案では、「投資企業」であるための要件を幾つか定めているが、企業の活動が、キャピタルゲイン、インカムゲイン、又はその双方のために複数の投資を行うものであること、親会社に関係のない投資者の資金プールがあること、株式やパートナーシップ持分のような、純資産に対する比例的な割合が帰属する投資単位があること等の要件と共に、より本質的な要件として、出口戦略があること、公正価値をベースに投資管理が行われていることが挙げられている。

「投資企業」に係る取扱いが最終的にどのような内容となるかは定かでないが、現在の本公開草案の内容から判断すれば、CMBS 発行体は投資企業に該当する可能性が高く、CMBS 発行体が財務諸表を作成する場合において、当該 CMBS 発行体が借入人 SPC を「支配」していると判断されるときは、借入人 SPC を公正価値評価することが求められることとなる。その場合には、当期利益は連結する場合と異なる金額となり、また、バランスシートも公正価値の変動に伴い、負債比率等の財務指標がより変動することとなり、財務制限条項の管理等にも影響を与える可能性があるため、留意が必要である。

なお、本公開草案によれば、投資企業の親会社が存する場合で、当該親会社自体は投資企業に当たらないときは、上記と異なり、当該親会社は、投資企業に支配されている会社についても全て連結しなければならない(即ち、投資企業による公正価値評価の親会社による引継ぎは認められない)、とされている。これを CMBS 取引に当てはめると、CMBS 投資家が CMBS 発行体を「支配」していると判断される場合は(即ち、CMBS 投資家は投資企業たる CMBS 発行体の親会社に当たるとされた場合)、当該 CMBS 投資家は(子会社たる CMBS 発行体により「支配」されている)借入人 SPC を(公正価値評価ではなく)連結の対象としなければならないこととなる。しかし、かかる会計処理の方針は、未だ公開草案の段階でのものであって確定しておらず、現在、国際会計基準審議会(IASB)と米国財務会計基準審議会(FASB)との間で意見調整が図られている。最終的にはこれと異なる取扱い(投資企業における公正価値評価の引継ぎを認める取扱い)となる可能性もあり、今後の動向に注目する必要がある。

以上