

事業性に着目した融資実務を支える 制度のあり方等 に関するワーキング・グループ

LBOファイナンスにおける全資産担保について

奥 総一郎

2022年11月2日

(注)本資料に記載した内容は全て個人の見解であり所属組織とは関係ないことをお断りさせていただきます

アジェンダ

1. 日本のLBOファイナンス・全資産担保の課題

2. 日本のLBO案件におけるプレDIPファイナンスの課題

Appendix:プレDIPファイナンスの共益債権化

日本のLBOファイナンス・全資産担保の課題

日本にも数多くの全資産担保が設定されている案件が存在するが、その定義が曖昧であり(当事者間で共有されていない)、再生プロセス開始が遅れる懸念あり

日本における全資産担保

- LBOファイナンス・全資産担保の概念は米国で発明され、欧米で普及しているが、日本でも数多くのLBOファイナンスが組成されている
- 日本のLBOファイナンスでも、通常「全資産担保」が設定される
- 具体的には、シニアローン契約で、シニアローン債権者のために債務者の全資産(ほとんどの資産)に個別に担保設定することが定められる

現状の課題

- 欧米では「全資産担保」は事業から生じるキャッシュフロー(企業価値)を担保と考える(別紙1ご参照)
- 日本では「全資産担保」の定義が曖昧(個別資産売却による回収を企図して取得している債権者も存在?)
- そのため、LBO案件において支払不能、債務超過等のリスクが生じた場合に、債権者または債務者がとるべき行動の実務が明確になっていない
- 「全資産担保」の概念や実務が共有されていないことが、再生プロセス開始が遅れる主要因の一つとなっているのではないか?

日本のLBOファイナンス・全資産担保の課題

前頁の課題への対応として、LBOのローン契約において、下記の事項を明確に定めておくことが急務

明確化しておくべき事項(案)

- ✓「債務超過」≡「企業価値が総負債額を下回っている」の判定基準の定義
- ✓ 債務超過に陥った場合に既存株主との間にウォールを立てる規定
- ✓ 債権者による担保実行時の債務者サイドの情報提供義務の明確化、および不履行時の制裁規定
- ✓ 債務超過、支払不能等の事象が発生した際の一時停止取得のプロセス
- ✓ 全資産担保貸出案件でのプレDIPファイナンスは、最優先化を規定するターンオーバー契約が巻かれている限りにおいて、法的整理移行時に共益債権として扱われる実務
- ✓ ターンオーバー契約以外の、LBOストラクチャーの中で合意された債権者間の優先・劣後規定を含むすべての債権者間協定が法的整理でも尊重されるという実務 等

さらに、担保法において事業全体に対する担保権が制度化されれば、担保実行の実務やその前段階での債権者・債務者間の協議が円滑になると期待される

アジェンダ

1. 日本のLBOファイナンス・全資産担保の課題

2. 日本のLBO案件におけるプレDIPファイナンスの課題

Appendix:プレDIPファイナンスの共益債権化

日本のLBO案件におけるプレDIPファイナンス

日本では全資産担保の定義や実務が確立されていないため、LBO案件におけるプレDIPファイナンス組成は、ハードルが高い

本来の考え方

- 欧米では、全資産担保取得とは営業用資産を個別に売却せず、あくまで事業を一塊としてそこから生まれるキャッシュフロー（企業価値）を担保と見なすという宣言
- ゆえに、全資産担保貸出において、個別担保を外して他の債権者に譲るという発想は本来ありえない

日本における実務の実態

- 破綻寸前の債務者に対し融資であるプレDIPファイナンスは、銀行取締役の善管注意義務*1が極めて重く問われ、その供与は容易ではない
- 日本においてプレDIPファイナンスが法的整理移行後に実質共益債権として取扱われた過去の事例は、すべて担保フルカバーであり、これが実務上の必要条件として定着
- 一方で、日本では、欧米のように全資産担保をキャッシュフロー獲得の優先順位と考える定義や実務が確立していない
- よって、日本では、現状、全資産担保貸出の案件であっても、プレDIPファイナンスを得るためには全資産担保の中から個別に担保を外してプレDIPファイナンス供与者に譲ってもらうという手続を取らざるを得ない
- これにより、合意形成過程で大混乱が生じ（特に海外ステークホルダーが存在する場合）、手続面でも作業量が激増してしまっている

*1: H21.11.9拓銀判決 最高裁田原睦夫裁判官の補足意見

「預金者保護の責任を負う銀行取締役の注意義務の程度は一般株式会社の取締役の場合に比べて高い水準」

日本のLBO案件におけるプレDIPファイナンス

LBO案件におけるプレDIPファイナンス組成を促進するためには、プライミングリーエン(先順位の担保設定)が必要と考える

LBOファイナンス 基本の考え方

- LBOファイナンスは全債権者同順位の全資産担保を取得してファイナンスを実行するストラクチャーのため、担保も含めすべての債権者のポジションが平等
(相対ローンの集積であるコーポレートローンの大半は各債権者の保全・信用ポジションが異なる)
- キャッシュフロー(事業価値)をベースに全資産担保を取得しているので、金融債権者は、案件採り上げ時の審査において、返済が滞った場合に事業を停止して個別資産を売却して回収するのではなく、事業を活かして将来キャッシュ獲得により回収するという考え方でローンを実行しているはず

LBOファイナンス デフォルト時の考え方

- 企業価値維持を最優先するLBOファイナンスにおいては、通常は、金融債権者は最悪でも事業を第三者に売却する等、企業価値を守るため商取引債権の支払を止めない再建策を選択(その方が回収が増えるケースが圧倒的に多い)
- 債権者にとって企業価値を守る方が経済合理性あり(回収極大化を図れる)との蓋然性を確認できる限り、第三者に既存債権者に優先する担保を付与してでもプレDIPファイナンスを供与してもらう方が合理的という目線が合いやすく、債権者の合意取得は相対的に容易になるはず
- したがって、少なくとも全資産担保の案件(LBOローン等)では、事業再生フェーズでの合意形成期間を提供するためのファイナンス(プレDIP)についてプライミングリーエン(先順位の担保設定)を許容することに問題はないのでは？

- さらに、事業全体に対する担保権が制度化されれば、上記プライミングリーエンのためのレンダーの合意取得が容易になると思料
- 今後新たなLBOの再生案件が出てくる可能性があり、一刻も早い手当が必要

アジェンダ

1. 日本のLBOファイナンス・全資産担保の課題
2. 日本のLBO案件におけるプレDIPファイナンスの課題

Appendix:プレDIPファイナンスの共益債権化

Appendix: プレDIPファイナンスの共益債権化

下記の留意事項をクリアすることを条件に、プレDIPファイナンスに最優先性(共益債権化)を認めることは合理的と思料

プレDIPファイナンスの共益債権化

- ✓ LBOファイナンスに限らず、金融機関の事業再生時の経済合理性判断実務は、純資産ベースではなく、事業価値(事業から将来にわたり生み出されるキャッシュフロー)をベースに行っているので、相対的にベストな再建策を合意できるまでの時間を供与するためのファイナンス(プレDIPファイナンス)は金融債権者にとって極めて重要
- ✓ それがひいては商取引債権者を含む全てのステークホルダーの価値(財産)維持に繋がる
- ✓ 右記の留意事項をクリアすることを条件として、プレDIPファイナンスに最優先性(共益債権化)を認めることに問題は認められないのではないか?

【実務上留意すべき事項】

- 合意形成プロセス
 - ▶ 事業再生ADRのように厳格な規律に則った透明性の高いプロセスで再生案の合意形成が図られること
- 再建計画
 - ▶ 自助努力が尽くされており、考え得る限り最も事業価値を維持できる(毀損を最小限に留められる)蓋然性が策定された再建計画に認められること
- 金融支援案
 - ▶ 金融債権者のみが損失を負担し事業価値を維持した方が、一般債権者に損失負担を求め事業価値を大きく毀損してしまう場合と比べ、金融債権者の想定回収率が高くなる蓋然性が認められ、各金融債権者間の公平性も確保されていること
- 経済合理性
 - ▶ プレDIPなしに企業価値が大きく毀損する場合や破産の場合の全ステークホルダー(労働債権・商取引債権・金融債権者等)の想定回収率よりも、プレDIPを実行する場合の方が高い回収率を得られる蓋然性があること