

## 米国におけるトラスティ業務に関する質問事項及び回答(未定稿)

平成 23 年 11 月 18 日  
社 債 懇 第 3 部 会

### 《モニタリングについて》

#### ① 発行体の通知・報告義務及びトラスティによる調査権限

①-1 法令または契約にもとづき、発行体がトラスティに対して通知・報告すべき事由として、どのようなものがありますか？

発行体は通常、信託契約に基づくデフォルトが存在しないことを示す年次コンプライアンス証明書の提出を求められます。

さらに、信託証券法（TIA）の下では、発行体は、年次報告書を証券取引委員会に届け出ることを求められている場合は、同じものをトラスティに提出することが義務付けられています。ただし、トラスティは、当該財務諸表の内容について、解釈上、知識を有するものとみなされません。むしろ、当該財務諸表は、社債保有者に対して利用可能にさせるためにトラスティに提供されています。下記は、発行体が信託証券法に基づきトラスティに提供することが義務付けられている報告書の要約です。

314 条(a)(1) 証券取引法に基づく財務諸表（定期報告書）の写し

314 条(a)(4) トラスティへの年次コンプライアンス証明書の届出（トラスティは、それが信託証券の要件に適合していることを確認します。例えば、コンプライアンスに関する記載がなされていることなど。）

314 条(b) 担保付証券の場合、当初及び年次の登録に関する意見書（トラスティは、それが信託証券の要件に適合して

いることを確認します。例えば、必要な意見書が作成されていることなど。)

314 条(c) 前述の諸条件を遵守していることを証明する債務者からの意見書と証明書（トラスティは、それが信託証書の要件に適合していることを確認します。例えば、必要な意見書が作成されていることなど。)

314 条(d) 担保付有価証券の発行又は財産の解除に関連して公正価値についてのエンジニア（技術士）、鑑定士または他の専門家の証明書または意見書（トラスティは、それが信託証書の要件に適合していることを確認します。例えば、必要な記載がなされていることなど。)

314 条(e) 信託証書に基づきトラスティに交付される各証明書または意見書に含まれる四つの記載文書

314 条(f) 信託証書法に含まれない追加的要件が信託証書に含まれている場合があります

トラスティは、会社の独立した分析を行いません - これらの証明書や意見書が含むべき記載に関しては、信託証書法と信託証書の中で規定されています。トラスティの唯一の義務は、当該証明書および意見書が、信託証書のかかる記載要件に準拠していることを確保することです。その結果、当該記載が実際真実なのか否かについての分析、モニタリングまたは調査は行わず、逆にトラスティは、そこに含まれる記載が、信託証書により求められる記載と一致する限り、それに依拠する権利をもっています。前述のごとく、トラスティは、会社の年次報告書（すなわち、その財務諸表）を受け取りますが、それを見直したり、またはその財務諸表がコベナンツに抵触したとか、またはデフォルト事由が発生したと信じさせる可能性があるか否かの分析を提供することは義務付けられていません。これらの報告書は、社債権者に利用できるようにするため、トラスティに提供されています。

①-2 発行体が、上記の通知・報告を怠っている場合、トラスティはどのような対応をとりますか？

信託契約の契約上の要件として発行体に義務付けられている報告書の提出を発行体が懈怠する場合は、それを求めたコベナントに抵触することになります。コベナントへの抵触はテクニカルにデフォルトとなります。しかし、かかるコベナントへの抵触の性質とその重大性如何によって、トラスティの行動は変わります。一般的に重大な抵触ではない場合、トラスティは、単にその抵触を社債権者に通知することができます。もし、その抵触が重大であるか、または社債権者が、発行体が猶予期間内に当該デフォルトを正常化しない場合には一定の是正権があたえられる「デフォルト事由の発生」をトリガーさせるものとして列挙される抵触に該当する場合、トラスティは、デフォルト事由発生の通知を提出することができます。

①-3 トラスティは、法令または契約上、発行体の財務状況等を調査する権限を有していますか？

いいえ。トラスティは、発行体の財務状況をモニターしまたは監督する義務はありません。

①-4 トラスティが上記の調査権限を有する場合、実際にその権限を行使するのは、どのようなケースにおいてですか？

トラスティはそのような役割を持っていません。トラスティが、「調査」を伴うであろう行動を取る唯一の場合は、最初に自分にとって十分な補償がトラスティに提供されるという条件で、必要数を満たした社債権者団（コンソーシアム）の指示がある場合です。

①-5 トラスティからの要請にも関わらず、発行体が所定の情報の通知・報告を行わず、または、トラスティによる調査に応じない場合、トラスティとして、どのような対応をとりますか？

一般的な原則は、トラスティが、社債権者に通知し、どのような行動をとるべきかについて必要数を満たした社債権者団からの指示を待つことです。勿論、当該指示がトラスティにとって満足のいくものである点に関して、当該社債権者が、トラ

スティに十分な補償を提供することが条件となります。

- ①-6 トラストィは、自らの裁量・判断により、発行体の財務状況等を調査しますか？ それとも、社債権者からの具体的な要請があった場合に、調査を行いますか？

はい、トラストィは上記のように、必要数を満たした社債権者団の指示により行動することになります。

- ①-7 上記で、トラストィが社債権者からの具体的な要請を受けて調査を行う場合、社債権者のトラストィに対する要請はどのような方法で行われますか？

社債権者は、（彼らのブローカーに彼らの所有権を証明する文書を提出させるなどの）簡易で実用的な手段 によって、彼らの所有権を証明することになります。当該社債権者が～社債権者の過半数など～コンソーシアムとしての最低条件を満たす場合、当該コンソーシアムの弁護士は、かかる調査を、どのようにするか指示も含め要求する書簡を作成することになります。かかる調査と指示は勿論、信託契約の条件の下で彼らに与えられた条件と権利に基づかねばなりません。一般的に社債権者は、発行体の帳簿や記録の検査権を有します。

- ①-8 〔調査権限の行使に限らず、トラストィの権限行使に際して「一定数の社債権者からの請求があった場合」との前提が付されている場合において〕 社債権者からの請求があるにもかかわらず、トラストィの判断で行為を行わない、ということはあるですか？ その場合は、どのような基準でそのような判断を行いますか？ トラストィの当該判断に対して社債権者から異議が示された場合、トラストィはどのように対応しますか？

トラストィは、当該指示が妥当であり、社債権者団が、当該調査を続けるコストとリスクに対する保護として補償を提供したならば、所定の割合の社債権者からの指示には反対しないでしょう。指示は、信託契約の条件に違反することは許されな

いが、それ以外であれば、上記の条件と指示を出す社債権者に幅広い裁量を与えられることを条件に守られます。

## ② 発行体の財務状況及びコベナンツへの抵触有無の確認

②-1 トラストィは、発行体の財務状況を確認するために、公開情報のみを利用すれば足りますか？ それとも、トラストィ自らが発行体に対する調査・確認を行う必要がありますか？

トラストィは、発行体の財務状況について審査は行わないでしょう。債券が発行されると、社債権者には販売資料、または通常、目論見書と呼ばれるものが与えられます。当該債券は、会社の一般資産により担保される場合とされない場合がありますが、トラストィが会社の財務状況をモニターし、または調査することは期待されないし、契約上の要件とはならないでしょう。かかる義務は、不当に危険なものでしょう。例えば、トラストィが、会社の財務状況をモニターすることを義務付けられ、そのことに失敗した場合、おそらく当該トラストィは債券の額面全額を含む、かかる失敗に対する責任を負う可能性があります。トラストィがかかる取り決めを行うとしたら、それは完全に無責任なことでしょう。いずれにせよ、トラストィはどのような状況下でもかかる義務を負うべきではありません。

②-2 トラストィは、コベナンツへの抵触の有無を確認するにあたり、発行体から通知・報告された情報のみを利用しますか？ それとも、トラストィ自らが発行体に対し調査・確認を行う必要がありますか？

十分な補償を条件に必要数を満たすコンソーシアムによって指示されない限り、トラストィは調査を引き受けることはないでしょう。トラストィは、信託契約の下でのデフォルトが存在しないことを主張する会社役員からのコンプライアンス証明書など、発行体が提供を義務付けられる証明書を審査することになります。しかし、トラストィは、会社の財務状況の分析

やどのような報告書の見直しも引受けるものではありません。それは、信託証書の明示的な要件に準拠しているということを確認することです。

②-3 例えば、トラスティが発行体に対して融資を行っている場合、融資業務を通じて入手した発行体の非公開情報を、トラスティ業務において利用することはありますか？

いいえ、銀行の融資部門は、銀行のトラスティ部門からファイアウォールで遮断され、情報を共有することは認められません。さらに、デフォルト事由の継続中に、社債権者の利害を保護するためにトラスティが利益相反の関係がある会社に対して是正要求を追及する場合、（トラスティの）親会社も当該融資に関してのその利害を追求している場合は、トラスティは辞任を求められます。

②-4 これとは逆に、トラスティ業務を通じて入手した発行体の非公開情報を、融資担当部署に伝達することはありますか？ それとも、トラスティ業務を通じて入手した発行体の非公開情報を、融資担当部署等の他の部署に伝達しないよう、何らかの情報遮断措置をとっていますか？

はい、商業融資部門と企業の法人トラスティ部門の間にファイアウォール（分離）が存在します。

## 《コベナンツに抵触した場合の対応》

### ③ 主なコベナンツの種類とコベナンツに抵触した場合の効果

③-1 米国市場で発行される低格付債券には、典型的にどのようなコベナンツが設置されていますか？

これは、発行体の法律顧問が最も良く答えるべき質問です。

③-2 上記コベナンツに抵触した場合の効果にはどのようなものがありますか(例:期限の利益の当然喪失、社債権者の請求による期限の利益喪失、その他)?

コベナンツへの抵触は、テクニカルなデフォルトです。デフォルトが、上記括弧内に記載された是正措置例のトリガーとなるか否かは、かかるコベナンツへの抵触が重大なものか否かに依存し、かつ猶予期間内に是正されず結果としてデフォルト事由の発生に該当する場合です。かかる抵触がかかる観点で重大な場合は、社債権者は会社がデフォルトしたのでなければ有しないであろう是正措置のための権利を持つことになります。これには、債券の即時期限の利益喪失、信託財産を担保している資産の売却及び/またはその他の権利が含まれます。

#### ④ コベナンツに抵触した場合の社債権者への通知

④-1 トラスティは、コベナンツへの抵触を確認した場合、コベナンツ抵触の旨やその内容について、社債権者に通知しますか?

かかるコベナンツへの抵触がトラスティの観点で重大ではない場合でも、一般的にトラスティは、社債権者に通知を行います。トラスティは、単に抵触の事実を述べ、社債権者がトラスティに指示しない限り、トラスティはいかなる行動も取らないと言明して、社債権者に通知を行うことを決定できます。

④-2 上記の場合、トラスティはどのような方法により、社債権者に対してコベナンツ抵触の旨等の情報を通知しますか?

トラスティは、清算機関(クリアリング・システム)宛てに、またはそれを通じてその参加者(参加者は一般的に大規模投資銀行や投資ファンドです)宛てに送付される書簡を通じて、社債権者に通知を行います。債券が清算機関に保有されていない場合、社債権者は、第一種郵便でそれを受け取ることになります。



④-3 信託証書上「通知しないことが社債権者の利益になるとトラスティが判断する場合は通知しないことができる」との規定がある場合、トラスティは、どのような判断基準で通知する、しないを決定していますか？

トラスティは、デフォルトを免除し、および/または社債保有者に通知しないことを決定する権利があります。（しかし）合理的な人からみてデフォルトが重大であると感じられる場合に、トラスティが社債権者に通知しないということは望ましいことではなく、確実に稀なことです。デフォルトが重大であるとみなされる場合は、トラスティは、特別な事情がない限り、社債権者に通知する必要があります。

## ⑤ コベナンツへの抵触による期限の利益喪失

⑤-1 何らかのコベナンツに抵触した場合（例えば、発行体の信用を著しく害損する事象が発生した場合）、トラスティが自らの判断により期限の利益を喪失させることができることが、契約において定められていますか？

多くの信託契約の条項においては、トラスティは、デフォルト事由の発生の通知を書面により提供されない限り、デフォルト事由の通知を受領したこととはなりません。そして、多くの場合において、当該通知にて、当該デフォルトの内容が特定されることが要求されています。個別の信託契約は多様です：一定のデフォルト事由が発生し特定の猶予期間に治癒されないことで自動的にトリガーとなるもの、例えば、他者が社債権者に対し社債権者の選択により期限の利益を喪失させる権利を与えることができるものや、多くの他の類似の措置があります。

⑤-2 上記の契約の定めがある場合、トラスティが、実際に自らの判断により期限の利益を喪失させるのは、具体的にはどのようなケースですか？



トラスティが自己の裁量において期限の利益を喪失せしめることは極めて稀です。かかる期限の利益喪失が正しい判断ではなかった場合、トラスティは責任を問われる可能性があります。最終的な受益者である社債権者は、期限の利益を喪失させる、又はトラスティに指示してそれを行わせる機会を持つ権利について通知される必要があります。これにより、トラスティは社債権者の指示に従っており、かつ必要数を満たした社債権者団の指示に従って行為した場合は責任を問われないという信託証書の条項に基づいて行為したとの保護を得られます。信託は、単に発行体が資本市場から資金を借り入れることができるビークルにすぎません。顧客の口座を有する銀行は、責任を問われたり、貸し手に代わって意志決定することは期待されていません。トラスティは、最終的な貸手でありかつその信用の供与に関して行った決定に責任を有する必然性がある(トラスティではなく)社債権者によって皆さんが望めば中心的なスポークスマンとして行います。これが、我々がほとんど独立した裁量的な判断をせずに社債権者の指示に基づいて行動する理由です。

- ⑤-3 コベナントに抵触した場合に、トラスティが、社債権者の意向を受けて、期限の利益を喪失させることができることが、契約において定められていますか？

トラスティは、信託証書の条項又は信託契約に抵触しない限りにおいて、社債権者の指示に基づいて行動することになります。

- ⑤-4 上記の場合、社債権者の意向を確認するために、社債権者集会を開催しますか？ それとも、一定数以上の社債権者の賛成があればよいのでしょうか？

償還までの期限の利益は、一定の比率以上の社債権者(団)の指示がある場合に喪失させます。

- ⑤-5 上記で一定数以上の社債権者の賛成が条件となる場合、具体的にはどの程度の社債権者の賛成が求められますか(例えば、過半数、四分の一以上等)？

信託の種類に応じて異なりますが、当該判断が自動的ではなく選択制の場合、通常は過半数が期限の利益喪失に賛成することが要件となります。

⑤-6 トラスティは、どのような手続で社債権者の意向を確認しますか？ 例えば、

- ・トラスティから社債権者に対して、何らかの方法で通知を行い、意見表明を求める必要があるのか否か

はい、デフォルトがあった場合、指示を求めるため通知が送付されます。

- ・意向を表明した社債権者が、真正な社債権者であることを、どのようにして確認するのか

あまり科学的ではないが、単にブローカーを通じて確認します。

- ・「一定数以上」の社債権者を確認するための具体的方法（一定の基準日を設ける、意見表明した社債権者が一定期間転売できないような措置 等）

一般的に、デフォルト事由発生の際には通知の送付により指示を求め、社債権者にトラスティに指示ができる旨を知らせます。社債権者はまた、他の社債権者にコンタクトし、必要数を満たすコンソーシアムを組織するため、トラスティを通じて通知を送付することができます。

⑤-7 コベンанツに抵触した場合、期限の利益を喪失させるのではなく、アmendやウェイブを行う場合には、どのような手続となりますか？

期限の利益喪失が自動的に行われる場合又は選択制のいずれかであり、自動の場合は利益の期限が喪失し、選択制の場合は一定の比率以上の社債権者の指示が必要となります。結果として、免除はありません。デフォルトの免除を行うのに必要な社債権者の比率は、デフォルトの種類により異なります。支払条項に係るデフォルトの場合、かかるデフォルトについて免除を与えるには社債権者の 100%が合意する必要があります（支払条項には、満期日、利率、および元本返済額が含まれます）。通常、社債権者に悪影響

を与えるその他の条項に係る修正には、過半数の合意が必要です。

具体的には、

・トラスティはアmend内容の策定において、どこまで関与しますか？ また、アmendではなく、エクスチェンジ・オファーで対応する場合も、トラスティは交換後の新債券の内容の策定において、どこまで関与しますか？

通常、信託契約又は信託証書のいかなる修正にも、トラスティの合意が必要です。修正される条項によって、一定の比率以上の社債権者の合意も必要となります。加えて、トラスティは法律顧問の意見書を求める権利を持ち、トラスティがこの権利を放棄することは殆どありません(トラスティはほとんど常に、こうした意見書を取得します)。(法律顧問の)意見書は、アmendは信託証書の条項により承認され、許容されていること、及びコベナントの前提条件を含む全ての前提条件が遵守されていることを記載します。

トラスティは債券の条項についてインプットは行いません。当該債券の引受け及び債券の条項、1933 年証券法の厳格な要件に従って、引受業者の法律顧問及び発行体の法律顧問によってのみ、排他的に定められます。トラスティは社債権者の利益になってもなくてもコベナントの定義づけには参画しません。しかし、投資者保護のため、公募に係る証券法制に加えて信託証書法に基づく法的要件を満たす必要があります(私募の場合は当該法に従う必要はありませんが、一般的には遵守されています)。

・アmendやウェイブの承認・承諾は、トラスティが単独で行いますか？ あるいは、社債権者の承諾が必要ですか？

トラスティは、コベナントの免除が適切か否か独立して判断できますが、それは稀であり、一般的にはトラスティは社債権者にコベナントへの抵触を通知し、社債権者がそう指示しない限りは当該コベナントへの抵触がデフォルト事由の発生とは判断しません。上記措置は単純に社債権者にコベナントへの抵触を通知する効果はありますが、社債権者に援用可能な権利または是正手段に対し、社債権者が当該抵触が重要でありトラスティにデフォルト事由の発生を宣言するよう求めない限りにおいて、いかなる変更も与えるもの

ではありません。

⑥ 私的整理(本邦における事業再生ADR等)や法的整理手続における対応

⑥-1 典型的な債券の契約において、私的整理の開始は期限の利益喪失事由ですか？

⑥-2 私的整理手続において、トラスティはどのような役割を果たしますか？ 例えば、

- ・社債権者への弁済を最大化するために、自ら発行体や他の債権者と交渉等を行う

- ・トラスティ自ら判断することなく、あくまでも社債権者の意向にもとづいて対応する

⑥-3 私的整理手続において、債券の条件変更等を行う場合、どのような手続がとられますか？

⑥-4 上記の場合において、トラスティはどのような対応を行いますか？

⑥-5 法的整理手続において、トラスティはどのような役割を果たしますか？

⑥-6 私的整理手続と法的整理手続で、トラスティの役割、契約上の権限や義務、実務的な対応方法等で、何らかの違いがありますか？

⑥-7 トラスティが行動するにあたり、契約上「事前の十分な補償の提供」がなければ行動しない、と定められている場合に、

- ・補償は、誰から、いつ、どのような形で提供を受けるのでしょうか？

- ・〔社債権者から補償の提供を受けるとした場合〕一定数(例:25%以上)の社債権者からの請求に基づいて行動する、との規定に則って行動するにあたり、補償を提供するのは、請求をする社債権者のみでしょうか？あるいは、請求をしない社債権者も含めて、全ての社債権者が補償を負担するのでしょうか。

- ・事前に補償の提供を受け、トラスティが行動を開始したものの、途中で、トラスティが任務を遂行するには事前の提供額では不足が

生ずると判明・判断した場合には、トラスティはどのような対応を取るのでしょうか？

⑥-8 コベナント抵触後やデフォルト後の対応として、エクスチェンジ・オファーによる債券の交換が行われた後、これに応じずに旧債券を引き続き保有し続ける社債権者が残った場合に、

・「一定数の社債権者からの請求」における一定数は、元の債券総額を基準に計算するのでしょうか？ それとも、エクスチェンジ・オファー後に残存する旧債券の総額を基準に計算するのでしょうか？

※残存旧債券総額を基準にするとすると、「元々は少額の保有であっても残存旧債券総額に対する割合が一定数を超える」という社債権者の発言権が増し、エクスチェンジ・オファーに応じないことによる一種の「ごね得」が発生するおそれがあるのではないのでしょうか？（具体例：一定数が「25%以上」である場合に、元の債券総額の 5%を保有する社債権者は、単独での請求権を有しないが、エクスチェンジ・オファーにより残存総額が当初の 10%まで減少した場合、当該社債権者は残存総額の 50%を有することとなり、単独での請求権を持つことになる、ということになるのでしょうか？）

・エクスチェンジ・オファーによる債券交換により、残存旧債券の総額が当初金額の一定割合（例えば 5%）を下回った場合等にトラスティが信託関係を終了して辞任することは可能でしょうか？

## ⑦ トラスティの辞任

⑦-1 利益相反を理由としてトラスティが辞任しなければならない、具体的なケースはどのようなものですか？

典型的な利益相反は、トラスティが銀行の一部でありその銀行が発行体に対し商業貸付を行っている場合、デフォルト事由の発生（単純にデフォルトとなるコベナントへの抵触とは区別されます）により当該トラスティは辞任を求められます。さらに、デフォルト事由

の発生期間中、償還の優先順位が同等（パリ・パス）扱いではない二つ以上の信託証書のトラスティとなっている場合には辞任しなければなりません。

- ⑦-2 利益相反を理由としてトラスティを辞任するのは、当該債券の期限の利益喪失の後ですか？ それとも、期限の利益喪失前でも、その可能性が高まった段階で、辞任するのが通例ですか？

トラスティはデフォルト事由が発生するまでは辞任を要求されず、後継者が見つかるまで辞任することは許されません。

- ⑦-3 コベナントに抵触し、期限の利益を喪失させるかどうか、社債権者の意向を確認する段階において、利益相反による欠格事由が存在するトラスティは辞任しなければなりませんか？ もしくは、辞任するのが通例ですか？

利益相反に拘わらず、後継者が見つかるまではトラスティは辞任することができません。

- ⑦-4 トラスティが辞任する場合、後任となるトラスティについては、事前に候補会社を決めてあるのでしょうか？ それとも、辞任するときに初めて後任会社を決めるのでしょうか？ また、後任のトラスティは、誰が、どのような基準で選定するのでしょうか？

デフォルト事由発生期間中、社債権者はトラスティを選任することができますが、大抵の信託証書にはトラスティの資格と後継者を選任する場合の条件が具体的に記載されています。

## ⑧ 社債権者に対する責任

- ⑧-1 トラスティによる権限行使の懈怠、及び義務の不履行があった場合、社債権者は、トラスティに対し法的措置を講じることが可能ですか？

トラスティは一般的に、自身の過失に対して責任を負います。

⑧-2 また、社債権者がその権利を有する場合、その根拠は何に基づきますか？（信託証書法？信託証書？）

トラスティは過失による行為に対し責任を負う（例：当然の注意を持って職務を遂行しなかったことにより社債権者に損害が生じた場合）

⑧-3 これまでトラスティは、義務の不履行等が原因で、社債権者に責任を問われたケースはありますか？

残念ながら長い（係争の）歴史と非常に多くの事例があります。

以 上



## Questionnaire Regarding Bond Trustee in the United States

November 18, 2011

### <Monitoring>

#### 1. Issuer's Notification and Reporting Duties and Trustee's Investigation Role

1-1 What kind of information is an issuer required to report to a trustee under the related laws or the contract with the trustee.

The issuer is typically required to provide an annual compliance certificate stating that no defaults exist under the trust agreement. In addition, under the Trust Indenture Act the issuer is required to provide its annual report to the trustee if it's required to file the same with the Securities and Exchange Commission. However the trustee is not deemed to have constructive knowledge of the contents of such financial statements. Rather such financial statements is provided to the trustee for purposes of having it available for bondholders. Below are a summary of reports the issuer is obligated to provide the trustee under the TIA:

314(a)(1) copies of financial statements (periodic reports) under the Securities and Exchange Act of

314(a)(4) File annual compliance certificate with trustee (the trustee is to check that it conforms to the requirements of the indenture - e.g., compliance statements are made.)

314(b) initial and annual recording opinions in the case of secured indentures (the trustee is to check that it conforms to the requirements of the indenture - e.g., required opinions are made.)

314(c) opinions and certificates from obligor evidencing compliance with conditions precedent (the trustee is to check that it conforms to the requirements of the indenture - e.g., required opinions are made.)

314(d) certificates or opinion of engineer, appraiser or other expert as to fair value in connection with the issuance of secured securities or release of property (the trustee is to check that it conforms to the requirements of the indenture - e.g., required statements are made.)

314(e) four (4) statements to be contained in each certificate or opinion delivered under the indenture to the Trustee

314(f) indenture may contain additional requirements not included in the TIA

Note the trustee does not perform an independent analysis of the company - these certificates and opinions are prescribed as to the statements they are to contain under the TIA and indenture. The trustee's only obligation is to ensure such certificates and opinions comply with such statement requirements of the indenture. As a result there is no analysis or monitoring or

investigation of whether or not such statements are in fact true instead the trustee is entitled to rely on the statements contained therein so long as they conform with statements required by the indenture. As noted above the trustee is to receive the company's annual report (i.e., its financial statements) but is not required to review the same or provide an analysis of whether or not they could allow one to believe a covenant breach or an event of default has occurred. These reports are provided to the trustee so that they are available to bondholders.

Various other types of trusts may have specific contractual requirements as to the reports a trustee receives from the issuer. But these reports are provided to the trustee for purposes of reporting to bondholders and not for purposes of trustee monitoring or analysis as in the case above.

- 1-2 What actions does a trustee take against an issuer in case the issuer fails to fulfill its notification and reporting duties? A failure by an issuer to provide the reports required of it to the trustee as per the contractual requirements of the trust agreement would be a breach of the covenant requiring the same. A covenant breach is technically a default. However depending on the nature of such covenant breach and its materiality the actions of the trustee would vary. Generally if it's not a material breach the trustee may simply notify bondholders of the breach. If the breach is material or an enumerated breach that triggers a "event of default" wherein bondholders are afforded certain remedial rights absent the issuer having cured such default within the grace period the trustee may provide notice of an event of default.
- 1-3 Under the laws and contract, is a trustee given the role of investigating the issuer's financial situation? No. The trustee is not obligated to monitor or supervise the financial condition of the issuer.
- 1-4 If a trustee has such a role, under what circumstances does the trustee actually conduct the investigation? The trustee does not have such a role. The only time the trustee would take action that would involve an "investigation" would be at the direction of the requisite consortium of bondholders provided the trustee is first provided indemnity satisfactory to it.
- 1-5 What actions does a trustee take against an issuer when the issuer fails to fulfill its notification and reporting duties or refuses to be investigated by the trustee? The general principle is the trustee would notify bondholders and await instructions from the requisite consortium of bondholders as to what action to take subject of course to such bondholders providing the trustee adequate indemnity in connection with such instruction that is satisfactory to the trustee.
- 1-6 Does a trustee investigate an issuer's financial situation at its own discretion? Or, is such an investigation conducted upon the request of bondholders? Yes, the trustee would act at the direction of the requisite consortium of bondholders-as noted above.
- 1-7 If the trustee conducts the investigation upon request from bondholders as mentioned above, how do bondholders make the investigation request? The bondholders would evidence their ownership through a simple and practical means-such as having their broker provide statements evidencing their ownership. If such bondholders meet the minimum requisite consortium-such as

a majority of bondholders-such consortium's lawyers would write a letter requesting such investigation together with direction how to do so. Such investigation and direction would of course have to be subject to the conditions and rights afforded them under the terms of the trust agreement. Generally bondholders have a right of inspection of the books and records of the issuer.

1-8 In the case where a trustee has been given responsibilities including those to conduct investigations into an issuer on condition of being requested so from a certain number of the bondholders, is the trustee allowed to not to fulfill that role at its own discretion despite the request from bondholders? If allowed, on what criteria does the trustee make such a decision? If bondholders raise objections against the trustee's decision, how does the trustee cope with the objections? The trustee would not object to a direction given by the requisite percentage of bondholders provided such direction is reasonable and the consortium of bondholders have provided indemnity to protect against the costs and risks of pursuing such investigation. The direction would not be permitted to violate the terms of the trust agreement, but would otherwise be followed subject to the conditions noted above and a wide degree of latitude would be given to the directing bondholders.

## **2 Evaluation of Issuer's Financial Situation and Identification of Events Conflicting with Covenants**

2-1 When evaluating the financial situation of an issuer, is it enough for the trustee to examine only publicly disclosed information? Or, should the trustee conduct its own investigation into the issuer? The trustee would not examine the financial condition of the issuer. When the bonds are issued to bondholders are given a selling document or what is commonly referred to as a prospectus. Such bonds may or may not be secured by the general assets of the company but there would be no expectation or contractual requirement that the trustee monitor or investigate the financial condition of the company. Such an obligation would be unduly risky. If for example the trustee was obligated to monitor the financial condition of the company and failed to do so presumably such trustee could have a liability for such failure which may include the entire face amount of the bonds. If a trustee were to enter into such an arrangement it would be entirely irresponsible. In any event the trustee should not enter into such an obligation under any circumstances.

2-2 When identifying the events conflicting with the covenants, does a trustee examine only information notified or reported by an issuer? Or, should the trustee conduct its own investigation into the issuer? The trustee would not undertake an investigation unless directed by the requisite consortium of holders subject to adequate indemnity to do so. The trustee would examine those certificates the issuer is required to provide - such as the compliance certificate from an officer of the company asserting there are no defaults under the trust agreement. But does not undertake an analysis of the financial condition of the company and review of any report would be to validate that it conforms to the express requirements of the indenture.

2-3 If a trustee provides loans for an issuer, does the trustee examine the same issuer's nonpublic information obtained through its loan business for its trustee business? No, the lending arm of the bank would be firewalled off (separated from) from the trustee

arm of the bank and would not be permitted to share information. Furthermore during an event of default the trustee would be required to resign because in pursuing remedial actions against the company in order to protect the interests of bondholders the trustee would have a conflict of interest because the parent company would also be pursuing its interests with respect to its loan.

2-4 Conversely, is the nonpublic information obtained through trustee business provided to loan units? Or, has a Chinese wall been set up between trustee and loan units? Yes, there would be firewalls (separation) between the commercial lending departments and the corporate trustee departments.

### **<Responses to Conflict with Covenants>**

#### **3 Major Types of Covenants and Effect of Conflict with Them**

3-1 What are the major covenants stipulated for low rated bonds issued in the US market? This is a question best directed to counsel for the issuer.

3-2 What does conflict with covenants trigger? (e.g. automatic forfeiture of benefit of time, or forfeiture of benefit of time upon request from bondholders, etc.). A breach of the covenant is technically a default. Whether or not a default will trigger the examples of the remedial actions noted in the parenthetical above depends on whether or not such covenant breach is material and if not cured within grace period results in an event of default. If such breach is material in such regard then bondholders would have rights for remedial action that they would not otherwise have had if the company had not defaulted. This may include the right for immediate acceleration of the bonds, sale of assets securing the trust and/or other rights.

#### **4 Notice to Bondholders in the Event of Conflict with Covenants**

4-1 When an event conflicting with covenants is identified, does a trustee inform bondholders of the event? Generally the trustee would notify the bondholders even if such covenant breach is not material in the view of the trustee. The trustee may decide to notify the bondholders by simply describing the breach and telling bondholders that the trustee will not take any action unless the bondholders direct the trustee to do so.

4-2 If that is the case, how does a trustee notify the event to bondholders? The trustee notifies bondholders through a letter that is sent to and through the clearing systems to the participants (the participants are generally the big investment banks and investment funds). If the bonds are not held to a clearing system than the holders would receive it by first class mail.

4-3 If the trust indenture has a provision stipulating that a trustee is allowed not to notify the event to bondholders when the trustee decides that it would be to the benefit of the bondholders not to make the notification, on what criteria does the trustee make such a decision? The trustee does have the right to wave a default and/or decide not to notify bondholders. It would be inadvisable and certainly rare for a trustee not to notify bondholders when a default could be perceived by a reasonable person as being material. If the default could possibly be viewed as materially - the trustee should, absent extraordinary circumstances,

notify bondholders.

## 5 Forfeiture of Benefit of Time Triggered by Conflict with Covenants

- 5-1 In the event of conflict with covenants (e.g. when an event that deteriorates an issuers' creditworthiness occurs), is a trustee allowed to accelerate redemption (forfeit the benefit of time) at its own discretion under the contract with an issuer? Under the terms of most trust agreements a trustee does not have notice of the event of default unless it is provided written notice of the same often with the requirement that such default be specified in such notice. Each trust agreement may vary: some may have automatic triggers upon certain events of default failing to be cured within the specified grace period such as acceleration others may afford bondholders the right at their option to accelerate as well as a host of other possible variations.
- 5-2 If there is such an acceleration clause in the contract, what kind of events let a trustee accelerating redemption at its own discretion? It would be extremely rare for the trustee to use its own discretion to accelerate the bonds. If such acceleration was not the right decision the trustee could be held liable. The ultimate beneficiaries, the bondholders, need to be notified of their rights to accelerate and be given the opportunity to direct trustee to do so. This affords the trustee the protection of having acted at the direction of the bondholders and pursuant to the terms of the indenture the trustee will not be held liable when it acts at the direction of the requisite consortium of bondholders. A trust is simply a vehicle by which issuers are able to borrow money from the capital markets. An account bank would not be expected to be held liable nor to make decisions on behalf a lender. The trustee acts as the central spokesman if you will on behalf of the bondholders who are ultimately the lenders and who ultimately need to be responsible for the decisions made with respect to their credit extension, and not the trustee. This is why we act at the direction of bondholders and rarely make independent discretionary decisions.
- 5-3 In the event of conflict with covenants, under the contract, is a trustee allowed to accelerate redemption (forfeit the benefit of time) in responding to bondholders' requests? The trustee would act at the direction of the bondholders provided such direction was not in violation of the terms of the indenture or trust agreement.
- 5-4 In the case of 5-3 above, is a meeting of bondholders convened to confirm their will to accelerate redemption? Or, is the redemption accelerated with a certain number of bondholders' approval? The redemption is accelerated when the requisite percentage (consortium) of bondholders direct.
- 5-5 If a certain number of bondholders' approval is needed to accelerate redemption, what percentage of bondholders are required to approve it? (A majority? One-fourth?) This will vary depending on the trust instrument but it is usually required that a majority agree to accelerate once such decision is at the option of bondholders and not automatic.
- 5-6 What procedure does a trustee follow to confirm bondholders' will?  
For example,

- is a trustee required to give a notification to bondholders in some way and seek their views? Yes if there is a default a notice is sent seeking their direction.
- How does a trustee confirm that those providing their views are real bondholders? This is not very scientific-it's simply confirming through their brokers.
- What measures does a trustee take to secure the approval of a certain number of bondholders? (Setting a record date for counting the number, putting a restriction on sales of bonds by bondholders providing views, etc.) Generally direction is sought by sending notice of the event of default and letting bondholders know they can direct the trustee. Holders are also able to send notices through the trustee in order to be able to contact other holders in order to gain the requisite consortium.

5-7 In the case that an event of conflict with covenants occurs but a trustee and/or bondholders do not accelerate redemption, what procedures are followed to amend or waive the covenants? Either an acceleration is automatic or it is optional, if it's automatic bonds are accelerated if it's optional the requisite percentage of holders would have to direct. As a result there is no waiver. The percentage of holders that can waive a default generally depend on the type of default. If it is a default in payment terms then 100% of bondholders must consent in order to waive such default (payment terms include maturity date, interest rate and principal repayment amount). Generally amendments of other terms that could adversely affect the interest of bondholders require a majority consent.

Specifically,

- To what extent does a trustee get involved in amending the covenants? If exchange offers are made instead of amending the covenants, to what extent does a trustee get involved in defining the terms of new bonds to be delivered to existing bondholders? Generally, any amendment to the trust agreement or indenture requires the consent of the trustee. Depending on the terms being amended a certain requisite percentage of bondholders would also have to consent. In addition the trustee is entitled to an opinion of counsel, such entitlement is almost never waived by the trustee (the trustee almost always gets this opinion). Such opinion will state that the amendment is authorized and permitted by the terms of the indenture and that all conditions precedent, including covenant conditions precedent, have been complied with. The trustee does not give input on the terms of the bonds. The underwriting of the bonds and the terms of the bonds are dictated solely and exclusively by underwriters counsel and issuers counsel subject to the strict requirements of the Securities Act of 1933. The trustee does not partake in defining the covenants that may or may not benefit bondholders. There are however statutory conditions under the Trust Indenture Act that must be complied with in addition to securities laws for public deals (private deals do not have to be in compliance with this Act but are however generally compliant) which protect investors.
- Can a trustee independently give approval to amend and waive the covenants? Or, is bondholders' approval required? The trustee may independently determine that it's appropriate to wave a covenant, however that would be rare and generally the trustee would notify the bondholders of the covenant breach and not determine that such breach is an event of default unless the bondholders directed otherwise. This has the effect of simply notifying the bondholders of the covenant breach but does



not otherwise change any of the rights or remedies available to bondholders unless of course bondholders determine such breach is material and direct the trustee to call an event of default.

## **6 Procedures for Voluntary Liquidation (such as Alternative Dispute Resolution for Business Revitalization ) and Legal Liquidation**

- 6-1 In a typical bond contract, does the commencement of voluntary liquidation trigger forfeiture of benefit of time?
- 6-2 What role does a trustee fulfill in voluntary liquidation? For example,
  - Does a trustee itself negotiate with an issuer or other creditors to maximize the amount of redemption paid to bondholders?
  - Does a trustee take actions only based on the bondholders' will, not judging at its discretion?
- 6-3 In order to alter bond terms, what procedures are taken in voluntary liquidation?
- 6-4 In the case of 6-3, what does a trustee need to do?
- 6-5 What role does a trustee take in the legal liquidation process?
- 6-6 Is there any difference in trustee's roles, mandates, duties or operations between voluntary and legal liquidation processes?
- 6-7 If a provision in the contract stipulates that a trustee shall not act without sufficient compensation given in advance,
  - From whom, when and how is the trustee given such compensation?
  - In the case where compensation is provided by bondholders, if a trustee acts based on the provision in the contract which stipulates that the trustee shall take actions upon the request of a certain number of bondholders (e.g. 25% or more), are only the bondholders requesting the action required to compensate the trustee? Or, are all bondholders required to provide compensation for the trustee?
  - If the trustee starts the requested actions and finds the amount of compensation given in advance insufficient to cover all the cost for the actions, how does the trustee deal with the situation?
- 6-8 In the case that some bondholders who did not agree with exchange offers to deal with the event of conflict with covenants or defaults continue to hold the old bonds,
  - Does a trustee calculate the necessary number of approvals from bondholders to act on a request on the basis of the original amount of old bonds? Or, on the basis of the outstanding amount of the old bonds?
    - \* If the approval of bondholders is counted and judged on the basis of the outstanding amount of existing bonds, voting rights of bond holders who continue to hold the old bonds are increased due to exchange offers, even if they originally owned a small share of old bonds. Isn't it unreasonable that bondholders who did not accept exchange offers have their voting rights increased?
  - If the outstanding amount of the old bonds drops to under a certain ratio of the total issuing amount (e.g. 5%) due to the exchange offers, is a trustee allowed to resign and terminate the trust agreement for the old bonds?



## 7 Trustee's Resignation

7-1 Under what circumstances does a trustee need to resign due to conflict of interest? The typical conflict results because the trustee is part of the bank and the bank has a commercial lending arrangement with the issuer, therefore upon the occurrence of an event of default (as distinguished from a covenant breach which is simply a default) the trustee would be required to resign. In addition during an event of default the trustee would have to resign if it were on two or more indentures that did not rank *pari passu*.

7-2 In the event of conflict with covenants, does a trustee resign due to conflict of interest after accelerated redemption (forfeiture of benefit of time)? Or, does the trustee need to resign when a concern about conflict of interest is heightened, even before accelerated redemption (forfeiture of benefit of time)? The trustee is not required to resign until there is an event of default and would not be permitted to resign until a successor is in place.

7-3 In the event of conflict with covenants, is a trustee disqualified due to conflict of interest required to resign in the process of confirming bondholders' will on whether to accelerate redemption (forfeit the benefit of time)? Or, is it quite a common practice for such a trustee to resign under such a circumstance? The trustee could not resign until a successor is in place regardless of the conflict.

7-4 When a trustee resigns, is there already a potential trustee nominated beforehand to take over the task? Or, is the next trustee chosen only after the original trustee resigns? Who chooses the next trustee? What criteria are applied in making the appointment? During an event of default bondholders may choose the trustee, however the indenture will typically specifically prescribed qualifications of a trustee and the conditions by which his successor may be appointed.

## 8 Liability toward Bondholders

8-1 In the case of negligence by the Trustee in exercising its power and in the nonfulfillment of its duty, is it possible for the bondholders to take judicial measures against the Trustee? Yes, the trustee is generally held liable for its negligence.

8-2 On the other hand, if the bondholders have such a right, what would be the grounds (Trust Deed Act or Trust Deed itself?). a trustee would be held liable if it acted with negligence i.e. failed to exercise its duties with due care such failure caused bondholders harm

8-3 Are there any past cases where the Trustee was accused of nonfulfillment of its duty, etc. by bondholders? Yes there is a very long history and very many cases unfortunately.