
米国を中心とした社債に関する考察

Presented by
Ted Paradise
Partner

2009年11月16日

Davis Polk

Davis Polk & Wardwell LLP

Some Insights on U.S. Corporate Bonds Markets

投資適格債と投資不適格債

Investment Grade and High Yield Debt

Corporate bonds can be divided into two categories – investment grade debt and high yield

社債は投資適格債と投資不適格債に分類される。

- Investment Grade
- 投資適格債
 - Rated BBB or higher and generally no or few financial covenants
 - BBB格以上で、一般的にコベナントが付されないか、または、少ない
- High Yield Debt
- 投資不適格債
 - Not rated BBB and typically extensive financial covenants
 - BBB格未満で、広範なコベナントが付される

銀行借入の優位性

Advantages of Bank Loans

銀行借入にはより厳格なコベナントが付されるのが一般的

Typically, bank loans have more strict financial covenants

- 権利放棄の可能性
- Potential waiver

- 担保
- Collateral

- 社債より短い貸出期間
- Shorter maturity

社債権者の保護

Bonds Holders' Protection

社債権者の保護が銀行借入との関係で保護される幾つかの要素がある。

The credit position of the bond holders is partially protected in various ways.

- クロス・デフォルト条項及びクロス・アクセラレーション条項
- Cross-default and cross-acceleration clauses
 - クロス・アクセラレーション条項は、高格付けの社債によく見られる
 - Cross-acceleration clauses are more common for higher-rated bond issues
- 発行体の倒産によりデフォルト条項が発動
- Events of default triggered by insolvency of the issuer

社債権者の保護

Bonds Holders' Protection

社債権者の保護が銀行借入との関係で保護される幾つかの要素がある。

The credit position of the bond holders is partially protected in various ways.

- 担保提供制限条項
- Negative pledge clause

- 破産手続きにおける否認
- Bankruptcy trustee's power to void a preference

- 借り手の返済能力
- Borrower's cash availability

開示

Disclosure Requirements

重要な情報を投資家に開示するという一般的な要求により、コベナンツについて開示が行われることがある

General requirements to disclose material information to investors prompts issuers to provide some disclosure with respect to financial covenants

- 会計基準により担保に関する開示が要求される
- Accounting requirements require specified disclosure about collateral.

- 社債発行時に、コベナンツ及び担保に関する一定の開示が行われる
- Upon issuance of bonds, the disclosure of financial covenants and collateral is fairly specific and precise.
 - 開示の程度は会社の状況による
 - The nature and extent of the disclosure provided depends upon the circumstance.

 - SECに登録される社債の登録届出書にはコベナンツ及び担保の詳細が記載される。銀行ローンはSECには登録されない。
 - Registration statements with the SEC for bond issues include full details of the covenants and collateral. The bank loans are not registered with the SEC.

銀行借入条件の変更

Agreement to Revise Loan Covenants

一般的に、借り手と銀行との間で銀行借入条件を変更することを制限する規定はない。

Generally, borrowers and bank lenders are not restricted from agreeing to modify the terms of the bank loans

- SECに登録された社債を有する発行体が銀行借入の条件を変更し、それが投資家にとって重要である場合、当該変更はSECへの提出書類で開示される。
- If a bond issuer whose securities are registered the SEC agrees to modify the terms of bank loans and the changes are material to investors, the changes will be disclosed in SEC filings.

1939年信託証券法

Trust Indenture Act of 1939

一般的に、米国内で公募発行される社債には1939年信託証券法が適用される。

Generally, bonds issued in the public markets are covered by the Trust Indenture Act of 1939

- 適格証券
- Qualified indenture

- 適格信託管理人
- Qualified indenture trustee
 - Trusteeを任命するルールは適格社債か不適格社債かで相違なし
 - The rules for appointing trustee for high yields bonds do not differ from those applicable to investment grade bonds

- その他の要件
- Other requirements

社債管理人の義務

Trustee's duties

米国のtrusteeの義務は、デフォルトの有無により違う

A. U.S. indenture trustee's duties differ before and after default.

- デフォルト前には、trusteeはindentureに記載された事項のみを遂行する
- Before default, the trustee is required to perform only those duties that are specifically set forth in the indenture.
- デフォルト後、trusteeは“prudent man”(慎重な者)基準による責任を負う
- After default, the indenture trustee is held to a “prudent man” standard of responsibility

“Prudent man”(慎重な者)基準

Prudent Man Standard

信託証券法315条(c)項がこの基準を定める。

Section 315(c) of the Trust Indenture Act sets forth the applicable standard.

- “債務不履行発生の場合の受託者の義務 適格申請信託証券には、債務不履行が発生の場合に、信託証券受託者は、当該信託証券により自己に付与された権利と機能を慎重な者が自己の義務を遂行する場合と同一の注意を熟練度をもって行使することを、信託証券受託者に対して要求する条項を設けなければならない。”
- “The indenture trustee shall exercise in case of default such of the rights and powers vested in it by such indenture, and to use the same degree of care and skill in their exercise, as a prudent man would exercise or use under the circumstances in the conduct of his own affairs.”

利益相反

Conflict of interest

信託証券法の310条(b)項は、trusteeの不適格の事由の例として、10の利益相反を挙げており、この場合trusteeが辞任することを求めている。

Section 310(b) of the Trust Indenture Act sets forth ten separate conflicts of interest of an indenture trustee that disqualify the trustee and require it to resign.

- Trusteeが同じ発行体の他の順位の社債についてtrusteeを務めている
- Indenture trustee is trustee under another indenture for bonds issued by the same obligor unless, among other things, each series of bonds is *pari passu*.
- Trusteeが発行体の引受人である
- Trustee is an underwriter for the issuer
- 発行体がindenture trusteeの関係会社である
- Common control or ownership between the indenture trustee and the issuer
- Trusteeが発行体の債権者である
- Indenture trustee is also a creditor of the issuer

利益相反

Conflict of interest

- 一定の例外を除き、利益相反が生じた場合、trusteeは90日以内に利益相反をなくすか、または、辞任しなければならない。
- In a conflicting interest arises, the trustee must within 90 days eliminate the conflict or resign, subject to certain exceptions.