

法制審議会 担保法制部会御中

「First Priming Lien と金融実務」

令和5年3月

株式会社ゴードン・ブラザーズ・ジャパン

代表取締役社長 堀内 秀晃

目次

1. Chapter 11とDIPファイナンス
2. 既存融資の担保とFirst Priming Lien
3. 日本の法的整理におけるDIPファイナンス
4. First Priming Lienに対する懸念
5. 会社更生と民事再生
6. 日本への示唆

1. Chapter 11とDIPファイナンス

Chapter 11とDIPファイナンス (1)

法的根拠

連邦倒産法第364条(新規与信の獲得)

- (a)項: 債務者は、通常の営業に関するものについては共益債権として無担保の与信を受けることが可能である。これについては裁判所による通知と審尋を必要としない。
- (b)項: 債務者は、通知と審尋を経て、上記(a)項以外の(通常の営業以外に関わる)ものについても共益債権として無担保の与信を受けることが可能である。
- (c)項: 債務者は、無担保では与信を受けられない場合、**通知と審尋を経て、他の共益債権に優先するかたち(Super Priority Claim)**で (A) 既に担保に供されていない資産に担保を設定して、(B) 既に担保に提供されている資産にはついてはその担保権に劣後する担保権を設定して、与信を受けることができる。

Chapter 11とDIPファイナンス (2)

連邦倒産法第364条 (d)項の導入に関する議論

連邦倒産法第364条 (新規与信の獲得)

- (d)項: 債務者は、与信を受けるのに不可欠な場合は、**通知と審尋を経て**、既存担保権者に**適切な保護を与える時に限り**、既存担保権と同順位または**これに優先する担保権 (First Priming Lien)**を設定して与信を受けることができる。

連邦倒産法第364条 (d)項導入に関する議論

賛成？
反対？

Chapter 11とDIPファイナンス(3)

DIPファイナンスの特徴(1)

- アメリカにおける相応の規模を有する企業は再建型法的整理手続きとしてChapter 11(担保権の観点では日本の会社更生法に相当)を主に利用(中小企業向けにはSubchapter V)
- Chapter 11では通常DIPファイナンスを利用(Chapter 11期間中の運転資金を確保することで手続きを円滑化)
- DIPファイナンスは通常First Day Orderに入る
(Interim DIP Order: 金額は裁判所宛に申請された金額の内、当面必要と思われる金額のみ許可。後に申請金額までの増額が裁判所で許可される可能性)

Chapter 11とDIPファイナンス(4)

DIPファイナンスの特徴(2)

- DIPファイナンスに関して裁判所による**既存債権者宛ヒアリング**
- 攻撃型DIPファイナンス(Offensive DIP Finance)と防御型DIPファイナンス(Defensive DIP Finance)があるが、**防御型が多い** ∵ 既存融資を通じて債務者の内容や担保の内容に通じているので、融資を行いやすい、分析に時間を要しない
- 倒産企業への新規融資であるので法的安全性(リーガル)と実務的安全性(ストラクチャリング)が確保されている

Chapter 11とDIPファイナンス (5)

DIPファイナンスの法的安全性と実務的安全性

法的安全性

- **Super Priority Claim**
§364 (c)
他の共益債権に優先する共益債権
- **First Priming Lien**
§364 (d) 既存融資の担保権(全資産担保であることが多い)に優先する担保権

実務的安全性

- **Borrowing Base**
DIPファイナンスの融資残高く(掛目を乗じたベースの)担保資産価値の総和
- ABLの特徴

2.既存融資の担保とFirst Priming Lien

既存融資の担保とFirst Priming Lien アメリカのAdequate Protection (1)

- 連邦倒産法第364条 (d)項:「既存担保権者に適切な保護 (adequate protection)を与える時に限り」
- 連邦倒産法第361条 (adequate protection): 自動的停止 (automatic stay) に伴う担保価値の減少に対する防御
 - ✓ 定期的なもしくは1回の現金による弁済
 - ✓ 追加のもしくは代替りの担保物の提供
 - ✓ 当該担保権と疑いもなく等しいものの提供
 - ✓ (First Priming Lienを拒否して清算・破産になった場合の既存担保権者の回収額と再生した場合の回収額を比較して、First Priming Lienの効果がある場合は適切な保護があると看做される: 弁護士の見解)

既存融資の担保とFirst Priming Lien アメリカのAdequate Protection (2)

DIPファイナンス有り→再生

DIPファイナンス (First Priming Lien)	10
既存担保権融資	100

DIPファイナンスなし→破産

DIPファイナンス	0
既存担保権融資	100

企業価値70で売却

DIPファイナンス回収額 (First Priming Lien)	10
既存担保権融資回収額	60

破産における清算価値20

既存担保権融資回収額	20
------------	----

企業価値と清算価値の差額 > DIPファイナンスの金額
→ 既存担保権は適切に保護されている

3.日本の法的整理における DIPファイナンス

日本の法的整理におけるDIPファイナンス (1)

日本のDIPファイナンスの特徴

- Super Priority Claimなし、First Priming Lienなし、Borrowing Baseなし、法的には共益債権（他の共益債権と同順位）
- 資金繰りをモニタリングしながら行う融資
- 申立代理人（民事再生）、更生管財人（会社更生）の牽連破産回避の手腕に依存した融資



安全なDIPファイナンスがやりづらい環境

- DIPファイナンスがつかない
- DIPファイナンスの金額が必要額に届かない
- DIPファイナンスのプライシング（金利等）が高い

日本の法的整理におけるDIPファイナンス (2)

副作用

- 運転資金は商取引債権者から与信(掛売)を受けることで捻出
- 倒産前に発生した商取引債権を計画外で支払う(少額債権保護) → 債権者間平等の問題
- 商取引債権者が取るべきでない債務者の信用リスクを取らせてしまう問題



安全なDIPファイナンスの環境作り(First Priming Lien)

(牽連破産に移行してもDIPファイナンスは全額回収可能な環境)

- DIPファイナンスによる倒産中の運転資金の調達
- DIPファイナンスの競争に伴うプライシングの適正化

4. First Priming Lienに対する懸念

First Priming Lienに対する懸念 (1)

既存担保権者の懸念

- First Priming Lienによって保全されたDIPファイナンスにより既存担保権の利益が損なわれる懸念



- 既存担保権者(シンジケートローン)のメンバーによる防御型DIPファイナンス主体: 既存担保権にも注意が払われる
- 「企業価値と清算価値の差額 > DIPファイナンスの金額」が成り立つ: 破産するより再生した方が回収額が増加することで適切に保護されている
- 既存担保権者に対する裁判所による通知と審尋: 既存担保権者が反対すれば裁判所も無理強いはしない(弁護士意見)

First Priming Lienに対する懸念 (2) DIPレンダーの懸念

- 会社更生下でFirst Priming Lienによって保全されたDIPファイナンスの牽連破産における取り扱い(優先的担保権として扱われるのか?)



- 倒産開始前の担保債権(担保価値まで)は更生担保権。牽連破産では別除権
- First Priming Lienで保全された債権は会社更生下では事業成長担保権に優先する担保債権。牽連破産においても同様の効果が必要
 - **優先的別除権且つ優先的共益債権の扱いとなる必要**

5.会社更生と民事再生

会社更生と民事再生 事業成長担保権との関係

事業成長担保権：債務者の全資産が担保提供されている

会社更生(管理型)

- 担保権者を拘束(担保権行使不可)→全資産が担保になっているケースに向いている
- First Priming Lien有り
→DIPファイナンス容易
- 既存経営者が残れない

民事再生(DIP型)

- 担保権は別除権として手続外で行使可能
→別除権協定(締結できなければ破産のリスク)
- First Priming Lienなし
→DIPファイナンス困難
- 既存経営者残れる

DIP型会社更生が主役に？

6.日本への示唆

日本への示唆

- アメリカのChapter 11におけるDIPファイナンス並びにFirst Priming Lienについて実例をベースに学ぶ
- 一旦はそのまま輸入(日本版にアレンジしない): 日本の金融プラクティスにどうしても馴染まない部分のみ後日、実務上調整を図る
- 法律や制度で細かく規定せず、実務でカバー
- 破産における優先性の確保(法制度で確立): 優先的別除権、優先的共益債権
- 民事再生でも導入を検討

ご清聴有り難うございました！

堀内秀晃

Tel: 090-1737-0341 Email: horiuchi@gordonbrothers.co.jp

京都大学経済学部経済学科卒(1987年)

名古屋商科大学大学院卒 修士(経営学)(2019年)

1987年

住友銀行(現三井住友銀行)入行

1991～2005年
(ニューヨーク)

同行国際審査部ニューヨーク駐在 大和銀行米国撤退プロジェクト
問題債権処理を通じて多数の私的整理・法的整理に関与
DIPファイナンス、Exitファイナンス、メザニンファンド投資等を手掛ける

2005～2007年

プライベート・エクイティ・ファンド投資(以下東京)

2007～2015年

GEキャピタルにて事業再生融資・ABLを手掛ける

2015年～

ゴードン・ブラザーズ・ジャパンにて動産評価・換価・ABLのソーシング

2022年12月

代表取締役社長

大阪大学大学院高等司法研究科 招へい教授(2016年度)

金融庁

金融審議会ワーキンググループ(2022～2023年)

事業者を支える融資・再生実務のあり方に関する研究会(2020年)

中小企業庁

取引法制研究会(2019～2020年)

著書:

ステークホルダー ～小説 事業再生への途～(第6回レコフ賞正賞)

ステークホルダーII ～小説 金融円滑化法出口戦略への途～

アメリカ事業再生の実務(共著)