

西村あさひ法律事務所

サステナビリティ・リンク・レバレッジドローンに関するベストプラクティスガイド
～その概要と若干の考察

金融ニューズレター

2022年1月7日号

執筆者:

E-mail✉ [掘越 秀郎](mailto:shigeaki@nishimura.com)E-mail✉ [鶴岡 勇誠](mailto:teruaki@nishimura.com)

1. はじめに

ESG 経営・投融資の重要性が高まる昨今、各種サステナビリティファイナンスの取組が活発化しており、サステナビリティ・リンク・ローン(以下「SLL」といいます)の組成も国内外において増加しています。

SLL の資金用途は、グリーンローンとは異なり、グリーンプロジェクトや特定のプロジェクトに限定されない点に特徴があり、本邦の組成例においては一般事業資金を用途とするコーポレートファイナンスが多いように思われます^{[1][2]}。

その中で、欧州では、レバレッジドローンにおいて SLL が導入されているサステナビリティ・リンク・レバレッジドローン(以下「SLLL」といいます)が近時増加しています^[3]。その理由として、PE ファンドに投資を行う投資家において、ESG 投資基準に沿った投資ニーズがあること等が指摘されています^[4]。

SLL の国際的な実務指針となっている、サステナビリティ・リンク・ローン原則(Sustainability Linked Loan Principles)(以下「SLLP」といいます)^[5]を策定した英国に本拠を置くローンマーケットの業界団体である Loan Market Association(LMA)は、ELFA と共に、かかる SLLL の増加に対応するため、2021 年 7 月 28 日に、SLLL に関するベストプラクティスガイド(Best Practice Guide to Sustainability Linked Leveraged Loans)(以下「本ガイド」といいます)を策定し、公表しました^[7]。

本ガイドは、SLLL に SLLP を適用するための実務指針であり、グリーンウォッシュを防止して、SLLL の組成を適正に推進することを目的としたものといえます。

レバレッジドバイアウト(LBO)において、買収先の選定に関して ESG の要請が厳格に求められるとスポンサーにおいて投資可

¹ 環境省『グリーンボンドガイドライン、グリーンローン及びサステナビリティ・リンク・ガイドライン(2020年版)』(以下「環境省ガイドライン」といいます。)p80 参照。本邦において組成されたコーポレートファイナンス取引について、環境省のグリーンファイナンスポータル(http://greenfinanceportal.env.go.jp/loan/sll_issuance_data/sll_issuance_list.html)を参照。

² サステナビリティ・リンク・ローンに係るドキュメンテーションについては、当職らが執筆した西村あさひ法律事務所金融ニューズレター『グリーンローン及びサステナビリティ・リンク・ローンに係るドキュメンテーション上の留意点について』(2020年6月25日号)(https://www.nishimura.com/ja/newsletters/finance-law_200625.html)もご参照下さい。

³ 欧州のレバレッジドファイナンスの業界団体である European Leveraged Finance Association(以下「ELFA」といいます)のレポート「The Emergence of ESG Provisions in Leveraged Finance Transactions」(2021年7月7日)(<https://elfainvestors.com/wp-content/uploads/2021/07/ELFA-Insights-17-The-Emergence-of-ESG-Provisions-in-Leveraged-Finance-Transactions.pdf>) p1 参照。

⁴ この点に関する報道記事の一例として、Reuters の 2019 年 6 月 24 日付「Leveraged loan investors push private equity firms on ESG」があります。

⁵ https://www.lma.eu.com/application/files/6816/2668/7155/Sustainability_Linked_Loan_Principles_V09.pdf なお、SLLP は、実務の進捗の反映や、International Capital Market Association(ICMA)による Sustainability-Linked Bond Principles との平仄を図る観点から更新されており、本稿執筆当時 2021 年 5 月に公表されたものが最新版です。

⁶ SLLP は、LMA と共に、香港に拠点を置く Asia Pacific Loan Market Association(APLMA)、米国に本拠を置く Loan Syndications & Trading Association(LSTA)によって共同で策定されています。

⁷ https://www.lma.eu.com/application/files/5416/2745/5555/LMA_ELFA_Best_Practice_Guide_to_Sustainability_Linked_Leveraged_Loans.pdf

能な案件が限定されるため、本邦において SLLL が今後どの程度普及するのかが現時点では未知数のところもあります。また、SLL 及びレバレッジドローンのいずれについても、本邦と欧州のプラクティスには相違があり得ます^[8]。

他方、ESG 投融資の流れが加速しており、SLL の実務のベースとなる SLLP を策定した LMA が本ガイドを策定・推進していることからすると^[9]、本ガイドが、今後、本邦のレバレッジドローンの実務に影響を与える可能性もあるように思われます。

本稿の目的は、当職らの SLL 及び LBO ファイナンスに係る実務経験を踏まえて、本ガイドを概観の上、若干の考察を加えることにあります。

2. 本ガイドが策定された背景・本ガイドの目的

SLL では、取引関係者間でボロワーのサステナビリティ・パフォーマンス・ターゲット(以下「SPTs」といいます)に関する議論・検討がなされ、ローン契約にはボロワーのサステナビリティに関する報告や検証に関する規定が入ることが通常です。

一方、レバレッジドパイアウトは、PE ファンド等のスポンサーが買収受皿会社を設立し、自らの出資資金と共に、金融機関や投資家からの融資資金(レバレッジドローン)を元手に、買収対象となる会社(以下「対象会社」といいます)の買収を行う取引です。レバレッジドローンでは、レンダーは、取引の性質上、対象会社の事業内容を精査し、スポンサーとの間で事業内容に関する協議を行い、ローン契約には、ボロワーの事業・財務に関する各種報告義務が規定されるのが通常です。そのため、与信の対象となる会社の事業内容に関する精査・協議・報告という観点で SLL との共通点があり、レバレッジドローンには、サステナビリティの要素を組み込むベースがあるといえます。

他方、ESG 改善効果のない SPTs が設定され、その達成度合いに応じて金利の増減効果を持たせると、SLL が単なる金利交渉の道具になるおそれがあり、SLL に対する信頼を損なうこととなります^[10]。SLLP において、SLL における KPI は重要なものであり、SPTs は野心的なものでなければならぬとされています。

本ガイドは、これらの点を踏まえてレバレッジドローンにサステナビリティの要素が組み込まれる SLLL に、SLLP を適用するに際しての実務指針であり^[11]、ローン契約にサステナビリティの要素を規定していくに際して、取引関係者が考慮すべき事項がまとめられています。そのため、SLLP と併せて参照するものと位置づけられています。

実際にも、本ガイドは、①Introduction(序論)、②Terminology(用語)、③Roles(役割)、④Selection and Disclosure of KPIs(KPI の選定と開示)、⑤Calibration of SPTs(SPTs の測定)、⑥Reporting & Verification(報告と検証)、⑦Documentation(ドキュメンテーション)という構成になっており、SLLP の構成・内容に沿った形でまとめられています^[12]。

3. 本ガイドの適用対象となるレバレッジドローン

本ガイドは、上記の、個々の対象会社の買収(ポートフォリオ会社レベル)のためのレバレッジドローンに適用されることを予定しており、その上のエンティティであるスポンサーやファンドに対するレバレッジドローンのためのものではないとされています^[13]。ス

⁸ SLL に関して、環境省ガイドラインは、SLL の市場において国際的に認知されている SLLP との整合性に配慮しつつも、我が国の特性に即した解釈を示すことで、グリーン性に関する信頼性の確保と、借り手のコストや事務的負担の軽減との両立につなげることで、本邦における SLL の普及を図ることを目的と掲げており(環境省ガイドライン p53)、本邦独自のプラクティスの存在が想定されています。

⁹ LMA は、ELFA と共に、2021 年 12 月に、シンジケートローンのタームシートに関するベストプラクティスガイドである Best Practice Guide for Term Sheet Completeness(<https://elfainvestors.com/wp-content/uploads/2021/12/ELFA-LMA-Best-Practice-Guide-for-Term-Sheet-Completeness.pdf>)を公表しており、その 22 項で、シンジケートローンが SLLL になる場合に、ESG 条項として規定すべき事項を、SLLP の内容に沿って、具体的に列挙しています。レバレッジドローンのドキュメンテーションの実務に影響を与えるものと予想されます。

¹⁰ 本ガイドの Introduction の項を参照。

¹¹ 本ガイドは、SLLP と同様、自主団体が策定したもので、その内容が法的拘束力を持つものではありません。

¹² SLLP の主たる構成は、①Introduction(序論)、②Sustainability Linked Loan Definition(定義)、③Sustainability Linked Loans Principles -Core Components(主たる要素)：(1) Selection of KPIs(KPI の選定)、(2) Calibration of SPTs(SPTs の測定)、(3) Loan Characters(ローンの性質)、(4) Reporting(報告)、(5) Verification(検証)という形になっています。

¹³ 本ガイドの Introduction の項を参照。

ポンサーが、複数の対象会社を保有する場合もあり得ますが、その場合には、KPIに関する「重要性」や SPTs に関する「野心性」の内容が、通常の、個々の対象会社レベルのレバレッジドローンの内容と変わってくるのがその理由とされています。

4. 本ガイドの内容

(1) ESG 格付提供者等の第三者の役割^[14]

SLL においては取引の透明性・誠実性が重要であることから、ESG 格付提供者 (ESG rating provider)、ESG コンサルタント (ESG Consultant)^[15]、サステナビリティ・コーディネーター (Sustainability co-ordinator)^[16]、外部レビューワー (External Reviewer) といった第三者が、SLLL において役割を果たすべきとされています。これらの第三者の概要は以下のとおりですが、SLLP の内容と共通する点が多いといえます。また、SLLL においてこれらの第三者の全てを選定しなければならないわけではなく、その可否はケースバイケースに判断される点も同様です。

| | |
|-------------------|---|
| ESG 格付提供者 | <ul style="list-style-type: none"> ・ 独立の第三者が、ボロワーに ESG 格付を提供し、シンジケーションに際してレンダーに共有する。 ・ 通常 SPTs の設定に関するアドバイスをするわけではない。 ・ ローン契約上の KPI が ESG 格付に紐付く場合には、当該 ESG 格付の再評価を行う。 |
| ESG コンサルタント | <ul style="list-style-type: none"> ・ ボロワーの KPI の選定や SPTs の野心性に関する意見書を提供する。 |
| サステナビリティ・コーディネーター | <ul style="list-style-type: none"> ・ レンダーグループのため、KPI や SPTs の選定・測定方法に関してボロワーとの交渉等を行う。 |
| 外部レビューワー | <ul style="list-style-type: none"> ・ ローン期間中、SPTs に係るボロワーのパフォーマンスの独立した検証を定期的に行う。 ・ 専門性を有する監査法人、環境コンサルタント、格付機関といった独立性を有する第三者がボロワーにより選定される。 |

(2) KPI の選定と開示、SPTs の測定

① KPI・SPTs 選定のタイミング

SLLL を含む SLL において、ボロワーの中核となるサステナビリティ及び事業戦略にとって重要であり、ボロワーが属するセクターに関連する ESG の課題に対応するものを KPI として選定し、また、KPI に関して達成すべき目標値である SPTs は野心的なものとするのが求められます^[17]。かかる KPI の選定のタイミングについて、本ガイドは、一定の柔軟性が求められる局面があることに言及しています。例えば、本ガイドでは、ビッド案件のファイナンスに関し、ビッドの結果が確定するまでは、対象会社が具体的な KPI の選定に合意することに消極的になり得ることが指摘されています。

確かに、具体的な買い手が決定していない段階で、複数の候補者と KPI の選定に関する調整を対象会社が行うことは必ずしも容易ではないものと思われます。また、ビッド案件で独占交渉権を取得した段階であれば、あるいは、ビッド案件ではなく買収の確度が高い案件であれば、買収前の段階であっても、対象会社に関する情報を入手することも相応に可能ではあるものの、やはり、限られた時間軸の中で、KPI の選定や SPTs の設定を行うことは、必ずしも容易ではないでしょう。そのため、例えば、買収当初のローン契約上は、サステナビリティに関する条項は組み込まないものの、ローン契約締結後においても組み込みを容易にするための仕組みを予め規定することや、あるいは、後のリファイナンスに際して、サステナビリティに関する条項を追加することも考えられます。

前者について若干敷衍すると、ローン契約上、金利の変更については、全レンダーの合意が必要とされることが一般的ですが、一定の要件を満たす SLL に関する条項については、例えば、ボロワーがエージェントと協議の上で提案した KPIs 及びそれに伴う

¹⁴ 本ガイドの Roles の項を参照。

¹⁵ サステナビリティ・コンサルタント (sustainability consultant) という呼称が用いられることもあります。

¹⁶ サステナビリティ・ストラクチャリング・エージェント (sustainability structuring agent) という呼称が用いられることもあります。

¹⁷ SLLP の Selection of KPIs 及び Calibration of SPTs の項を参照。

関連条項の変更につき、多数レンダラーの異議がない限り、有効になるとする条項を設けることも考えられます^{[18][19]}。

② その他

欧米の SLL では、ローン期間にわたり SPTs を意義のあるものとするべく、SPTs について、Sustainability Table を設定し、各年毎に達成すべき水準を徐々に厳しくしているものが多く見受けられます^[20]。なお、この点に関連して、サステナビリティ関連の条項の事後的な変更柔軟性を持たせる観点から、通常の変更要件(全レンダラー合意等)より緩やかな要件で、KPIs や SPTs の変更を認める仕組みを設けることも考えられます^[21]。

また、KPI は、ESG の環境 (Environment) だけではなく、社会 (Social) 及びガバナンス (Governance) に関するものも見られます^[22]。

(3) 報告及び検証

SLLL に関する報告 (Reporting) 及び検証 (Verification) については、SLLP に沿う形で、ボロワーは、可能な場合には、SPT に関する最新の情報を入手できるようにしておき、少なくとも年 1 回レンダラーに情報を提供すべきことや、各 KPI 毎の各 SPT に関するボロワーの達成水準について、少なくとも年 1 回、独立した外部の検証を受けるべきこと等が、本ガイドで言及されています^[23]。

¹⁸ LBO ローンではありませんが、[公表事例](#)として、例えば、以下のような条項があります(下線は当職ら)。

“After the Closing Date, the Borrower, in consultation with the Sustainability Coordinator, shall be entitled to establish specified key performance indicators (“KPIs”) with respect to certain environmental, social and governance (“ESG”) targets of the Borrower and its Subsidiaries. The Sustainability Coordinator and the Borrower may amend this Agreement (such amendment, the “ESG Amendment”) solely for the purpose of incorporating the KPIs and other related provisions (the “ESG Pricing Provisions”) into this Agreement, and any such amendment shall become effective at 5:00 p.m., New York City time, on the tenth Business Day after the Administrative Agent shall have posted such proposed amendment to all Lenders and the Borrower unless, prior to such time, Lenders comprising the Required Lenders have delivered to the Administrative Agent (who shall promptly notify the Borrower) written notice that such Required Lenders object to such ESG Amendment....略...Upon the effectiveness of any such ESG Amendment, based on the Borrower’s performance against the KPIs, certain adjustments (increase, decrease or no adjustment) to the otherwise applicable facility fee, Applicable Rate for Base Rate Loans, Swingline Loans, Eurocurrency Loans, Alternative Currency Loans, LIBOR Daily Floating Rate Loans and Letter of Credit Fees will be made; provided that the amount of such adjustments shall not exceed (i) in the case of the facility fee, an increase and/or decrease of 0.01% and (ii) in the case of the Applicable Rate for Eurocurrency Loans, Alternative Currency Loans, LIBOR Daily Floating Rate Loans and Letter of Credit Fees, an increase and/or decrease of 0.04%, and the adjustments to the Applicable Rate for Base Rate Loans and Swingline Loans shall be the same amount, in basis points, as the adjustments to the Applicable Rate for Eurocurrency Loans and Letter of Credit Fees, provided that in no event shall the Applicable Rate for Base Rate Loans and Swingline Loans be less than zero. The pricing adjustments pursuant to the KPIs will require, among other things, reporting and validation of the measurement of the KPIs in a manner that is aligned with the Sustainability Linked Loan Principles and is to be agreed between the Borrower and the Sustainability Coordinator (each acting reasonably).”

¹⁹ なお、SLL に関する条項の組み込みに伴い、利率の変動があり得ることを踏まえると、保証人や物上保証人からも同意を取得することが、これらの有効性を維持する上で安全な対応と思われます。

²⁰ 脚注 21 記載の事例においてもこのような Sustainability Table が設定されています。

²¹ LBO ローンではありませんが、[公表事例](#)として、例えば、以下のような条項があります(下線は当職ら)。

“provided, further that notwithstanding any other provision contained herein, if the Company consummates a GHG Impacting Transaction, the Company and the Sustainability Structuring Agent shall be permitted to amend, modify or supplement the Sustainability Table in Schedule 1.01 (other than with respect to the amounts of the Sustainability Fee Adjustment or Sustainability Rate Adjustment); provided that such amendment, modification or supplement to the Sustainability Table shall become effective 15 Business Days after such amendment, modification or supplement is posted to the Lenders, unless the Required Lenders object to such amendment, modification or supplement within 10 Business Days after such posting”

²² 脚注 21 記載の事例では、“Diversity and Inclusion Rate”が KPI とされています。

²³ なお、SLLP にかかわらず、自己評価による場合もあり、そのような場合には、Sustainability Compliance Certificate が要求されることもあります。Sustainability Compliance Certificate の例として、例えば、この[公表事例](#)が存します。

(4) ドキュメンテーション

本ガイドは、SLL に関する条項の雛形は現状存しないと断った上で、ドキュメンテーション上の留意点をいくつか述べています。

① Market Flex

本ガイドは、ESG 関連の条項には Market Flex は適用すべきではないとしています。Market Flex を適用してしまうと、ESG 関連の条項の有効性を損ない、グリーンウォッシュの誹りを受ける可能性があるためです。Market Flex とは、一般に、コミットメントレターに基づくファイナンス条件(特に金利条件)についてアレンジャーが一定の裁量の範囲内で変更すること等を許容する旨の規定をいいます。本邦においては Market Flex は一般的ではありませんが、仮に、Market Flex 条項を設ける場合には留意を要します。

② Margin Ratchet

SLLL には、KPI の達成水準により金利のマージンが上下するマージンラatchetが含まれることが通常である旨が述べられています。

なお、弊職らの経験上、SLL におけるマージンラatchetのあり方については、例えば、以下のような点について検討を要します。

- (i) 対象となるローン等(タームローン・コミットメントラインのスプレッドの他、コミットメントフィーを対象とするか等)
- (ii) スプレッド調整のトリガー
- (iii) トリガーの充足有無の確認方法(例えば、外部機関によるレポート等)
- (iv) 変更後のスプレッドが適用されるタイミング(例えば、開始日をレポート提出後●営業日以後に到来する利息計算期間の初日とする等)
- (v) トリガーの充足有無を確認できなかった場合(例えば、所定のレポートが期限までに提出されなかった場合)や期限の利益喪失事由が生じた場合におけるスプレッドの取扱い
- (vi) 当初想定していなかった事象が生じた場合(例えば、外部機関による評価手法が変更された場合)の取扱い

なお、ボロワーが SPTs を達成できなかった場合にはスプレッドが上昇する仕組みも法的には可能ですが、見ようによってはボロワーのサステナビリティに関する取り組みが上手くいかない場合にレンダーが収受する利益(利息)が増加するという仕組みが妥当かという観点もあり、他の方法による動機付けも検討に値します^[24]。

③ Fallback

SPTs が満足のいく形で計測できない場合のフォールバック・メカニズムや、重大な M&A に伴う各種値の大幅な変化、KPI/SPTs の測定・スコープに重大な影響を与え得る規制環境の大幅な変化等が発生した場合の取扱いについて規定することの要否を SLLL の当事者において検討すべき旨も、本ガイドは示唆しています。

④ 違反の場合の取扱い

何が「サステナビリティ」違反になるかにつき、現状、確立した実務はありませんが、この点は、ローン契約において、明確に規定すべきと本ガイドは指摘します。もっとも、SPTs を達成しないことは、通常、期限の利益喪失事由を構成せず、スプレッドの増加等の経済的な影響が生じるのみとされることが一般的です。SPTs に関する不正確なレポート(あるいはレポートの懈怠)は、(一定期間内に治癒されなければ)コベナンツ違反となり、事例によっては、期限の利益喪失事由とされることもあります。

²⁴ サステナビリティ・リンク・為替予約の事例ですが、「判定年度において SPT を達成できなかった場合、事前に合意された内容で寄付を実施する」とするものがあります(https://www.r-i.co.jp/news_release_suf/2021/08/news_release_suf_20210806_jpn.pdf)。

5. 終わりに

SLL は、本邦においても、一定数見られるようになってきましたが、現状、コーポレートローンにおける SLL は、その条項の精緻さや明確さにおいて、試行錯誤の段階にあるようにも見受けられます。他方、世界は持続可能な社会の構築に向けて大きく舵を切っており、前述のとおり ESG 投融資の流れが加速していることからすると、SLL の流れが、本邦におけるレバレッジドローンにも及ぶ可能性も相応にあるように思われます。SLL が本邦の LBO ファイナンスに組み込まれる場合には、融資金額の大きさや、精緻な作り込みを旨とする性質上、SLL の実務が、より洗練されたものとなる可能性もあり、レバレッジドローンの関係者に限らず、SLL の関係者においては、今後の実務動向に留意を要するものと思われま

当事務所では、クライアントの皆様のビジネスニーズに即応すべく、弁護士等が各分野で時宜にかなったトピックを解説したニュースレターを執筆し、随時発行しております。N&A ニュースレター購読をご希望の方は [N&A ニュースレター 配信申込・変更フォーム](#) よりお手続きをお願いいたします。また、バックナンバーは [こちら](#) に掲載しておりますので、あわせてご覧ください。

本ニュースレターはリーガルアドバイスを目的とするものではなく、個別の案件については当該案件の個別の状況に応じ、日本法または現地法弁護士の適切なアドバイスを求めている必要があります。また、本稿に記載の見解は執筆担当者の個人的見解であり、当事務所または当事務所のクライアントの見解ではありません。

西村あさひ法律事務所 広報室 [E-mail](#) 