

『海外事情研究』第49巻抜刷

2022年3月発刊

<研究ノート>

## 米国におけるプレパッケージ型チャプター11の動向

—One-day Bankruptcy を中心に—

池 上 恭 子

熊本学園大学付属

海 外 事 情 研 究 所

## <研究ノート>

# 米国におけるプレパッケージ型チャプター 11 の動向

## — One-day Bankruptcy を中心に —

池 上 恭 子

### 目 次

はじめに

1. プレパッケージ型チャプター 11 とは
    - (1) プレパッケージ型チャプター 11 の定義
    - (2) プレパッケージ型チャプター 11 の長所および問題点
  2. プレパッケージ型チャプター 11 の歴史および近年の傾向
    - (1) プレパッケージ型チャプター 11 の歴史
    - (2) チャプター 11 の近年の傾向
  3. One-day Bankruptcy の事例研究
    - (1) FULLBEAUTY Brands Holdings Corp.
    - (2) Sungard Availability Services Capital, Inc.
    - (3) Mood Media Corporation
    - (4) Belk, Inc.
  4. 考察
- むすびにかえて

### はじめに

米国連邦倒産法の第 11 章「Reorganization」（以下、「チャプター 11」という）は、再建型の法的倒

産手続であり、債務者が自ら事業を継続しながら事業の再建を図ることを目的としている。チャプター 11 は、手続の申立てと同時に債務者に対する取立行為等が禁止される「自動的停止 (Automatic Stay)」、管財人を選定することなく債務者が管財人の全ての権利・義務を有し、その職務・義務を負う「占有を継続する債務者 (Debtor in Possession; 以下、DIP という)」制度など、債務者の再建を支援し、促進する特徴を有している<sup>1)</sup>。

手続の申立てから認可までの期間は、直接費用および間接費用それぞれに影響を及ぼすため、できるだけ短縮されることが望ましいとされる<sup>2)</sup>。チャプター 11 は手続期間が短いことが注目されるが、特に「プレパッケージ型 (Pre-packaged) チャプター 11」や「プレネゴシエイト型 (Pre-negotiated) チャプター 11」は、通常チャプター 11 (「Free-Fall 型」と呼ばれる) に比べ、より短期間に完了することで知られている<sup>3)</sup>。

近年、「プレパッケージ型」「プレネゴシエイト型」が増加するとともに、手続期間が一層短縮される傾向にある。なかでも申立てから認可までの期間が 1 日にも満たない「One-day Bankruptcy」の例が出現している。このような極端に手続期間が短縮された

---

1) チャプター 11 手続は、債務者やその経営者が有利な地位を利用して手続を支配したが、近年では債権者が手続を主導し、自分たちの望む方向に進めていく傾向にあるという指摘もある。例えば、村田典子 (2008) など。

2) 直接費用とは、弁護士、会計士、アドバイザー、ターンアラウンド専門家等に支払う費用である。間接費用とは、幅広い機会原価、具体的には、顧客減少による売上高および利益の減少、財務的に脆弱な状況に伴う資本コストの増加や取引先との取引条件の悪化による事業コストの増大、主要な従業員の退職や経営陣の退職による機会損失などをいう。

3) 文献によって異なるが、通常型で 1~3 年、プレパッケージ型で短期のものであれば 1~3 月と言われる。近年の傾向は、図 2-3 に示すとおりである。

事例は、特定の法律事務所<sup>4)</sup>によって積極的に進められている方法であるが、COVID-19 拡大による業績悪化のため、財務的困難に陥る企業が増加するなかで、新たな傾向として注目されている<sup>5)</sup>。

本稿では、「One-day Bankruptcy」は、どのような状況にある債務企業について実施されるか、再建内容はどのようなものか、そして、実行可能となった要因は何かについて、再建計画の内容を説明する開示説明書 (disclosure statement) をもとに考察する。

まず、第1章では、「プレパッケージ型チャプター11」の定義と特徴を説明し、次に、第2章では、プレパッケージ型の起源、チャプター11のタイプ別の変化、手続期間の変化を明らかにする。第3章では、「One-day Bankruptcy」の4つの事例について、申立てに至る経緯、再建計画の内容、実行を可能にした要因を分析する。最後に、4つの事例に共通する特徴を明らかにし、「One-day Bankruptcy」の再建方法としての意義を考察する。

なお、新たな傾向であり、かつ、適用が限定された事例であることから、研究ノートとして取り上げるものである。

## 1. プレパッケージ型チャプター11とは

### (1) プレパッケージ型チャプター11の定義

チャプター11手続は、申立て前における事前準備の態様によって、通常型、プレパッケージ型、プレネゴシエイト型に分類できる。通常型は、再建計画案を決めずに、チャプター11手続を申立てるが、プレパッケージ型およびプレネゴシエイト型は、申立て前に再建計画案を決定する。

通常型のチャプター11の主な流れは、以下のと

おりである。チャプター11手続の申立てがなされた後、債務者は、DIPとして事業を継続しながら、債権者その他の利害関係人と交渉を行い、再建計画を策定する。再建計画案とその内容を説明する開示説明書を裁判所に提出、開示説明書について許可を得た後、それらを債権者その他の利害関係者に送付し、投票の勧誘を行う。再建計画に対する投票において、所定の要件が満たされた場合、裁判所は再建計画案を認可する。認可された後は、再建計画にしたがって、債務内容の変更、債権者への弁済等の実行に移される。このように、通常型は申立て後に再建計画を策定するので、申立て前は再建計画の方向性も決定していない状態である。

これに対して、プレパッケージ型とプレネゴシエイト型は、申立て前に主要債権者と交渉し、再建計画案について合意したうえで申立てを行う形態である。プレパッケージ型は、申立て前に、再建計画案について開示説明書により適切な情報開示を行ったうえで投票の勧誘を行い、法定多数の債権者から賛成を得た後、申立てと同時に再建計画を提出することができるというものであ<sup>6)</sup>。プレネゴシエイト型は、申立て前に主要な債権者等と協議し、再建計画の方向性について合意を得たうえで、申立てを行う。再建計画の策定・提出、投票の勧誘等は、通常型と同様の申立て後に行うこととなり、この点がプレパッケージ型との大きな相違点である。なお、本稿で対象とする「One-day Bankruptcy」はプレパッケージ型に該当する。

### (2) プレパッケージ型チャプター11の長所および問題点<sup>7)</sup>

通常型と比べ、プレパッケージ型には次のような長所があるとされる。

① 裁判所における手続を大幅に削減することが

4) 米国で最大規模の法律事務所であり、プライベート・エクイティや事業再編業務で多くの業績がある Kirkland & Ellis LLP をさす。また、取り扱う裁判所や裁判官も特定のものに限定されているようである。

5) Skeel, D.A. (2020) p.8, 田中麻理恵 (2021) p.28.

6) プレパッケージ型については、明確な規程はないが、申立て前に作成された再建計画について、適切な情報開示の後に法定多数の債権者からの賛成を得た場合には、申し立て後に改めて投票することなく、その再建計画を裁判所が認可できるという規定 (IRC § 1126 (b)) により、法的に担保されている。すなわち、債権者等が手続開始前に行った賛成または拒絶の意思表示は、債権者等に対する勧誘が適切な情報の開示の後に行われた場合は、手続開始後においても、賛成または拒絶したものとみなされる。

7) 中島弘雅・村田典子 (2005) pp.9-10 をまとめたものである。

できるため、経営者は事業の再建に専念することができ、再建の可能性を高める。

- ② 事前に債権者の同意を得ているため、債権者・債務者双方にとって手続遂行についての予測可能性を高め、将来問題が生じた場合に両者の協議による解決を可能にする。
- ③ 手続申立てから再建計画案認可までに要する期間が短く、迅速に処理できることから、直接費用を削減できる。
- ④ 申立て時に債権者から再建計画案に同意を得ているため、取引先や従業員等も安心して事業を継続できる。
- ⑤ 欠損金の繰越し等の税法上の特典を享受できる<sup>8)</sup>。

他方、次のような問題点が指摘されている。

- ① 自動的停止の保護を受けられない。プレパッケージ型の場合、債務者が債権者と停止の合意を結ぶことによって、自動的停止と同様の救済を得る努力がなされるが、合意と引き換えに、追加利息の支払いや通常の事業運営について債権者の承諾などを求められることもある。
- ② 少額債権者が交渉過程に参加する可能性は低い。
- ③ 債権者への情報開示について多くの問題点がある<sup>9)</sup>。

## 2 プレパッケージ型チャプター 11 の歴史および近年の傾向

### (1) プレパッケージ型チャプター 11 の歴史

1986 年 10 月にチャプター 11 の適用を申立てを行い、91 日後に出現した Crystal Oil Co. が、大規模

なプレパッケージ型の最初の事例とされている。プレパッケージ型は 1990 年代前半から半ばにかけて、レバレッジド・バイアウト (LBO) ブームの影響を受けて増加した<sup>10)</sup>。その後、企業の資本構造が複雑化するにつれて減少した。しかし、2009 年の金融危機後、GM や Chrysler において、プレパッケージ型の申立てを行い、363 条セールによって、再建を完了したことから注目を集めた<sup>11)</sup>。また、この頃から、財務的に破綻した企業を対象とする投資家 (distressed-investor) グループが債務を集中的に保有するようになったため、プレパッケージ型の交渉や実施がやや容易になり、活用が増加してきた<sup>12)</sup>。

### (2) チャプター 11 の近年の傾向<sup>13)</sup>

図 2-1 は、2010 年 1 月から 2018 年 6 月までの大規模な (申立て時の負債額が 5,000 万ドル以上) チャプター 11 の申立てを行い倒産から脱却した事例 434 件を、申立て時の態様別に推移を示したものである。全期間を通して、プレパッケージ型とブレネゴシエイト型が占める割合は 44% (434 件中 191 件) である。2010 年から 2015 年にかけては 37% (325 件のうち 120 件) であるのに対し、2016 年以降は 65% (109 件中 71 件) となり、その割合が大幅に増加している。

図 2-2 は、公開企業でチャプター 11 を申立てた企業 (全タイプ) の申立てから認可までの期間 (月) を示したものであるが、2014 年から短くなり、特に 2016 年には最も短い期間 7.3 月となっている。

図 2-3 は、チャプター 11 の申立てから脱却までの期間を申立て時の態様別に示したものである。プレパッケージ型は期間を通じて 50~100 日間であり、やや短期化の傾向が見られ、平均は約 80 日

8) 繰越欠損金の取扱いについては、池上恭子 (2013 a) 参照。

9) プレパッケージ型では、情報開示に関する連邦倒産法以外の連邦証券法等が適用され、より詳細な情報開示が求められる。また、手続申立て前の情報開示の適否については、裁判所が事後的に判断することになり、情報開示が不十分、投票無効と判断された場合は、それらのやり直しのため、手続の遅延を招くことになる。

10) 1980 年代後半、買収の方法として、LBO が多く利用された。LBO は、買収資金の大部分を買収対象会社の資産を担保とした負債によって調達する方法である。買収成立後、被買収会社がその負債を引き継ぐことになるが、1990 年代になると、引き継いだ多額の負債が原因となって、チャプター 11 手続の申立てを行う際に、プレパッケージ型が活用されるようになった。

11) 363 条セールについては、池上恭子 (2013b) を参照。

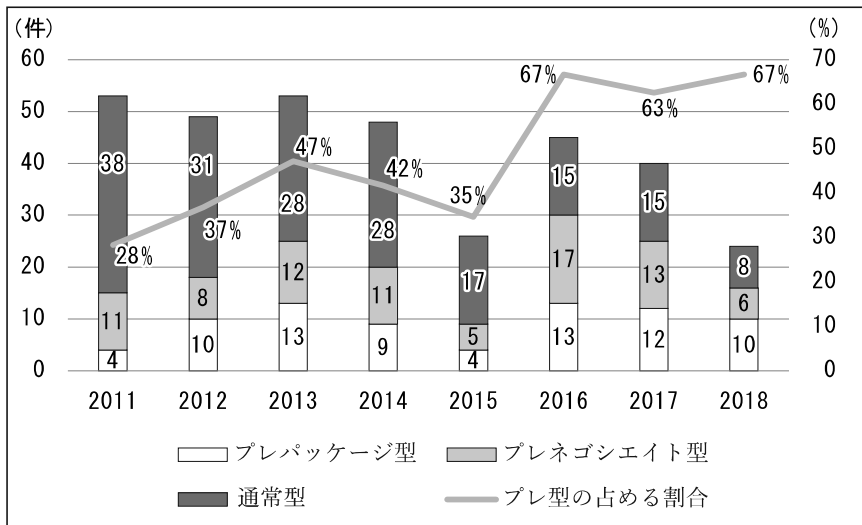
12) Yozzo J., & S. Star, (2018).

13) Ibid.

である。プレネゴシエイト型は平均 216 日である。図 2-2 に示したように、2014 年以降、全タイプの期間が短縮されたのは、プレパッケージ型およびプレネゴシエイト型の割合が増加したことが一因と考えられる。しかし、通常型の期間が、2010 年から 15 年の間の 545 日から、2016 年から 18 年の間は

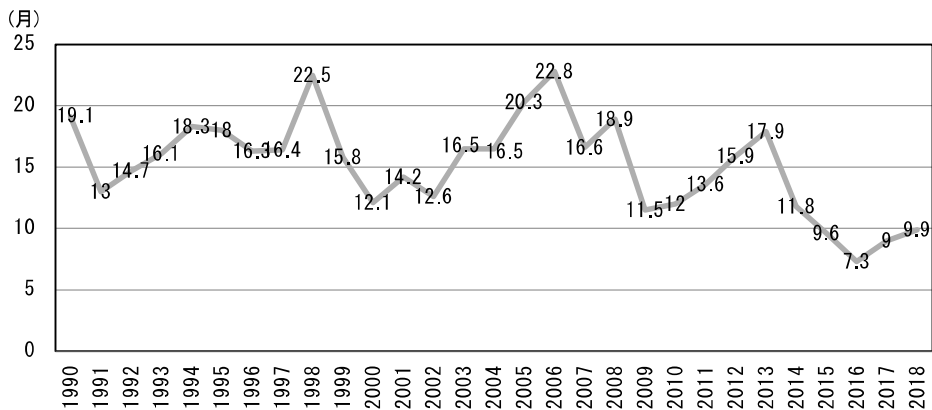
344 日と大幅に短縮されているのも要因として可能性がある。ただし、これは、サンプル数の少なさ(2011 年から 15 年までの年間平均 28 件に対し、2016 年から 18 年までの間に発生した通常型は合計 38 件)が影響しているおそれがある。

図 2-1 チャプター 11 申立て時の態様別件数の推移



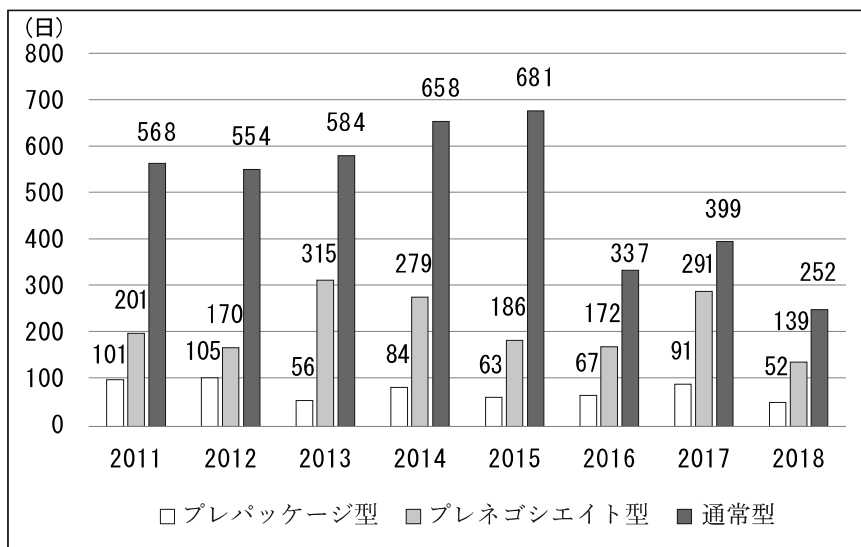
(出所) YozzoJ., & S.Star (2018).

図 2-2 チャプター 11 (全タイプ) の申立てから認可までの期間 (月)



(出所) Schlafman, B., ed. (2019) p.68 より筆者作成。

図 2-3 チャプター 11 タイプ別の申立てから脱却までの期間 (日)



(出所) Yozzo,J., & S.Star (2018).

表 2-1 プレパッケージ型チャプター 11 の代表事例

会社名	申立て日	認可日	期間
Belk, Inc.	2/23/2021	2/24/2021	21 時間
Mood Media Corporation	7/30/2020	7/31/2020	24 時間
Sungard Availability Services Capital, Inc.	5/1/2019	5/2/2019	19 時間
Jones Energy, Inc.	4/14/2019	5/6/2019	22 日間
FULLBEAUTY Brands Holding Corp.	2/3/2019	2/5/2019	20 時間
Arsenal Energy	2/3/2019	2/13/2019	10 日間
David's Bridal, Inc.	11/19/2018	1/4/2019	46 日間
Gaster Exploration Inc.	10/31/2018	12/20/2018	50 日間
Mattress Firm, Inc.	10/5/2018	11/16/2018	42 日間
Remington Outdoor Co., Inc.	3/25/2018	5/4/2018	40 日間
Rand Logistics	1/29/2018	2/28/2018	30 日間
Global A&T Electronics Ltd.	12/17/2017	12/22/2017	4 日間
Roust Corp.	12/30/2016	1/6/2017	6 日間
Southcross Holdings	3/27/2016	4/11/2016	15 日間
Elec. Components Int'l, Inc.	3/30/2010	5/11/2010	41 日間
True Temper Sports, Inc.	10/8/2009	11/30/2009	53 日間
JGW Holdco, LLC	5/19/2009	6/1/2009	13 日間
Davis Petroleum Corp.	3/8/2006	3/10/2006	3 日間
Blue Bird Body Co.	1/26/2006	1/27/2006	2 日間
IWO Holdings, Inc.	1/4/2005	2/7/2005	34 日間
Choice One Commc'n Inc.	10/5/2004	11/9/2004	35 日間

出所：Dennis, F.D., D.C O'Donnell & N. Almeida (2019) より筆者作成。

表2-1は、2004年以降のプレパッケージ型チャプター11の代表的な事例を示したものである。申立て日、認可日、その期間を示したものである。以前より1週間以内の事例もあったが、近年では1日以内の「時間単位」の事例が見られる。これが「One-day Bankruptcy」である。

### 3. One-day Bankruptcy の事例研究

表2-1における申立てから認可までの期間が1日に満たないOne-day Bankruptcy 4例について、会社概要、チャプター11の申立てに至る経緯、再建内容、実行可能となった要因を開示説明書にそって見ていく。

#### (1) FULLBEAUTY Brands Holdings Corp.<sup>14)</sup>

FULLBEAUTYは、2019年2月3日にプレパッケージ型チャプター11の申立てを行い、24時間以内に裁判所によって認可され、その3日後には倒産から脱却した。2006年のBlue Bird Body Co.の申立てから認可までの2日間の記録を破り、当時におけるチャプター11適用の最速記録となった。

##### ① 会社概要

FULLBEAUTYは、1901年に創業、1924年に婦人服のカタログ通信販売を始めたD2C (Direct to Consumer) ファッション業界のイノベーターである。20世紀半ばには、男性ファッション市場にも参入し、プラスサイズ市場のシェアを高めていった。2001年にeコマースを開始、その後20年間にわたって、売上高と製品の幅広さで、プラスサイズのeコマース小売業界を牽引してきた。

FULLBEAUTYは、近年、買収対象となってきた。1999年にKering S.A. (旧 Pinault-Printemps-Redoute) によって買収され、Redcats USA.として組織された。2013年2月には、Charlesbank および Webster が率いる投資家グループが、LBOによって、OSP Holdings Corp. (現 FULLBEAUTY Brands Holdings Corp.) を通じて Redcats USA LLC (現 FULLBEAUTY Brands, LLC) の発行済株式のすべてを52,200万ドルで買収

した。さらに、2015年8月には、Apax Partners が、その投資家グループから、LBOによってFULLBEAUTYの支配権を取得した。これらの買収の結果、多額の負債を負うことになり、またApaxが74%、Charlesbankが26%の株式を所有することとなった。

##### ② チャプター11申立てに至る経緯

近年、FULLBEAUTYは、商品戦略や販売戦略などの失策に加え、Amazon, Inc.などのオンライン小売大手、Walmart, Inc.やKohl's Corporationなどのプラスサイズに参入してきた小売チェーンとの競争に直面していた。その結果として、売上高および利益が減少し、2018年3月第1四半期にはEBITDAが32%減少した。年間、10,000万ドルの利息の支払いも大きな負担となっていた。

2018年10月31日には、約2,620万ドルの利息支払いが予定されていた。利息を支払うことにより、債務不履行を回避できるが、事業の維持、新事業計画の実施、貸し手との継続的な協議を進めるうえで不可欠な流動性のあるリボルバーの引出しを犠牲にするか、または、利息を支払わず、債務不履行となるかという選択を迫られた。協議の結果、一部の利払いを履行し、一部の利払いについては、150日間の停止条項を利用した。この選択により、主要な利害関係者との継続的な交渉への道が開かれ、事業に必要な安定性がもたらされた。猶予期間が設けられたことで、第一順位担保権者の特別グループ、第二順位担保権者の特別グループおよびスポンサーがプレパッケージ型再建の条件に合意し、12月18日に「再建支援契約 (Restructuring Support Agreement; 以下RSAという)」を交わした。

##### ③ 再建内容

申立て前 (2019年1月1日) の負債内容 (単位:ドル)

ABL ローン	6,900 万
FILO (First-in Last-out) ファシリティ	7,500 万
第一順位担保権付クレジットファシリティ	78,200 万

14) *In re FullBeauty Brands Holdings Corp.*, Case No. 19-22185 (RDD) (Bankr. S.D.N.Y. 3 February 2019) [Docket No. 14 (Disclosure Statement)].

第二順位担保権付クレジットファシリティ	
	34,500 万
合計	127,100 万
脱却後の負債内容 (単位:ドル)	
出口 ABL ファシリティ	7,100 万
新規出口資金	3,000 万
新規第一順位担保権付タームローン	25,200 万
新規無担保ローン	1,500~5,000 万
合計	36,800~40,300 万

RSA において、以下のような再建計画が提示されている。

- (a) ABL ローン 6,900 万ドルを、出口 ABL ファシリティ 7,100 万ドルに転換する。
- (b) FILO ファシリティ 7,500 万ドルを、新規第一順位担保権付タームローンに転換する。
- (c) 第一順位担保権付クレジットファシリティ 78,200 万ドルを、新規第一順位担保権付タームローン 17,500 万ドルおよび最大 3,500 万ドルの新規無担保ローン、新規普通株式の少なくとも 87.5% の組み合わせに転換する (第一順位担保権者は、新規普通株式に代えて、新規無担保ローンの元本を受け取ることを選択する機会を有する)。
- (d) 第二順位担保権付クレジットファシリティ 34,500 万ドルを、新規普通株式の 10%、ワラントおよび最大 1,500 万ドルの新規無担保ローンの組み合わせに転換する (第二順位担保権者から構成されるクラス 6 が計画を否決した場合、第二順位担保権者は計画に基づくいかなる分配も受けることができない)。
- (e) 第一順位担保権者の一部が、第一順位担保権付ファシリティの形で、新たに 3,000 万ドルの資金を投入する。

これらの再建計画によって、負債総額を 127,100 万ドルから 36,800~40,300 万ドルまで削減し、申立て前の債務超過の状態を解消する。そして、債務と株式の交換により、第一順位担保権者が新規普通

株式の 87.5% を、第二順位担保権者が 10% を所有することになる。

#### ④ 実行を可能にした要因

申立て前の資本構成は、小規模な ABL ローンと FILO ファシリティ、そして 78,200 万ドルの第一順位担保権付タームローン、34,500 万ドルの第二順位担保権付タームローンのみで構成されており、比較的単純な資本構成であり、債権者クラスも少ない。さらに、債権者の支援を得るために様々な方策が講じられた。

第一順位担保権者からの支持を高めるために、一定の期日までに RSA に署名した第一順位担保権者に対して、1% の割増し料金 (enhancement fee) を現金で支払うことを定め、また、上記 (c) で示したように、第一順位担保権者に対しては、新規普通株式の代わりに新たな第二順位担保権証書を受け取るオプション (「flip up election」と呼ばれる) を与えることに合意した。

第二順位担保権者からの支持を高めるためには、上記 (d) に示したように、クラス 6 が計画を拒否する投票を行った場合、第二順位担保権者は計画に基づく分配を受けられず、その与えられるはずであった新普通株式の 10% は、第一順位担保権者に再配分されることになる。

無担保債権者に対しては、すべての無担保債権を損なわないことを選択した。これにより、事業の混乱を最小限に抑え、顧客やサプライヤーに確実性を提供し、重要な関係を維持した。

このように策定された計画について、第一順位担保権付債権の約 99% の保有者で構成される特別委員会、第二順位担保権付債権の約 95% の保有者で構成される特別委員会および申立て前のエクイティ・スポンサーとその関連事業体と投資ファンド等から合意を得られた。

## (2) Sungard Availability Services Capital, Inc.<sup>15)</sup>

Sungard Availability Services は 2019 年 5 月 1 日にプレパッケージ型チャプター 11 の申立てを行い、

15) *In re Sungard Availability Servs. Capital, Inc.*, Case No. 19-22915 (RDD) (Bankr. S.D.N.Y. 1 May 2019) [Docket No. 16 (Disclosure Statement)].



19 時間後に認可され、その 2 日後に倒産から脱却した。

### ① 会社概要

1983 年に、Sun Oil Company がコンピュータサービス部門を Sundata Corp. としてスピンオフにより分離し、後にそれが SunGard Data Systems Inc. (以下、SDS) となった。2005 年 8 月、SDS および SunGard Capital を含む旧親会社とともに、プライベート・エクイティ・ファームによる LBO によって株式非公開化が行われた。買収金額 114 億ドルは、当時のテクノロジー企業の株式非公開化としては最大規模であり、LBO としても最大級のものであった。2014 年、Sungard Availability Services は、SDS とその親会社である SunGard Capital から分割された。

事業内容は、北米、欧州、インドにおいて、様々な業種の企業や政府機関に対して、IT 災害復旧サービス、マネージド IT サービス、情報可用性サービスなどを提供している。そのほか、災害時に IT を活用した職場復旧サービスや事業継続ニーズの評価、事業継続計画の策定、重要なインフラの移行・変革を支援するコンサルティングサービスも提供している。

### ② チャプター 11 申立てに至る経緯

従来の製品では市場をリードしていたが、企業によるパブリック・クラウド技術の導入や急速に変化する技術により、従来の事業は構造的に衰退していった。そこで、より顧客ニーズに対応するため、ソリューション指向のサービスを新たに構築した。これらのサービスは、全世界の売上高の約 40% を占めるようになったが、従来の製品の売上高減少を補うまでには成長しなかった。コストの大部分を占めていた固定費の抑制を図り、2017 年から 2018 年にかけてグローバルオペレーション部門のコストを約 9%、販売コストを 10% 削減、合計 9,000 万ドル以上のコストを削減した。また、事業内容の見直しに伴い、非中核部門の売却を行ったが、支払利息を含む固定費の支払いを履行できず、申立てを行うこととなった。

### ③ 再建内容

申立て前 (2019 年 4 月 1 日) の負債内容 (単位: ドル)

リボルバーローン	3,500 万
(返済期限 2020 年 9 月 30 日)	

2021 年タームローン	42,100 万
(返済期限 2021 年 9 月 30 日)	
2022 年タームローン	38,000 万
(返済期限 2022 年 10 月 1 日)	
債券	<u>42,500 万</u>
(返済期限 2022 年 4 月 1 日)	
合計	126,100 万

脱却後の負債内容 (単位: ドル)

出口リボルバーファシリティ	5,000 万
出口タームローンファシリティ	
	10,000 万
新規タームローン	<u>30,000 万</u>
合計	45,000 万

RSA において、以下のような再建計画が提示されている。

- 約 100,600 万ドルの Credit Agreement Claims (2019 年 5 月 1 日までの未払利息等の約 15,500 万ドルを含む) を再編後の Sungard AS の株式の約 89% と、30,000 万ドルの新規上位担保権付タームローン (以下「新規タームローン」) を組み合わせるものに転換する。
- 債券の約 44,700 万ドル (2019 年 5 月 1 日までの未払利息を含む) を再編後の Sungard AS の株式の約 11% に転換する。
- 新規第一順位担保権付出口リボルバーファシリティという形で総額 5,000 万ドルまで資金を投入する。
- 適用される条件が満たされた場合、出口タームローンファシリティに転換される、元本総額 10,000 万ドルまでの DIP ファイナンスファシリティを設定する。
- 出口リボルバーファシリティ枠および出口タームローンファシリティに劣後する担保権を有する 30,000 万ドルの新規タームローンを設定する。

これらの再建計画によって、負債総額を 126,100 万ドルから 45,000 万ドルまで削減し、申立て前の債務超過の状態を解消する。タームローンが新規株式の 89%、債券が新規株式の 11% に交換される。

### ④ 実行を可能にした要因

申立て前の資本構成は、小規模なりボルバーロー

ン、2つの第一順位担保権付タームローン、無担保債券で構成されている。

タームローンと無担保債券の保有者は、GSO Capital Partners (Blackstone グループ) および Angelo Gordon を中心とするグループであった。株主は Bain Capital, Blackstone Group, Providence Equity Partners, KKR & Co., Silver Lake Management, TPG Capital の6社のプライベート・エクイティ・スポンサーであり、Sungard Availability Services は、SDS から分割され、親会社が Fidelity National Information Services Inc に売却された後も、プライベート・エクイティ・ファームの傘下にあった。これらの主要な利害関係者のもとで、Credit Agreement Claims の75%以上の保有者、債券の85%以上の保有者、それらの関連事業体および投資ファンドとの間で合意が得られた。

### (3) Mood Media Corporaation<sup>16)</sup>

Mood Media は、2020年7月30日にプレパッケージ型チャプター 11 の申立てを行い、24時間以内に認可され、その翌日31日には倒産から脱却した。

#### ① 会社概要

Mood Media の歴史は、プライベートレーベル音楽のアグリゲーションとディストリビューションのビジネスとして、1930年代に遡る。近年は、米国を始めとする40カ国以上の40万以上の商業施設に、店舗内でのオーディオ、ビジュアル、その他のメディアおよびマーケティング・ソリューションを提供するグローバル企業である。過去80年間、メディア業界のパイオニアとして、世界的な存在感を示し、市場をリードしてきた。現在はオーディオ、ビジュアル、モバイル、フレグランスの4つの主要部門で事業を展開している。

#### ② チャプター 11 申立てに至る経緯

Mood Media とその顧客が事業展開する市場は、急速に変化する技術、頻繁な革新、継続的な進化を特徴とする競争の激しい市場である。このような競合他社の圧力に対抗するため、新しい効率的な方法と技術の開発および提供に多額の投資を行ったが、それが大きな負担となってきた。さらに、エンドユー

ザーである消費者の嗜好の変化に起因する新たな顧客ニーズに対応するため、ライセンス料や著作権料の負担も増加してきた。

また、Mood Media は、市場で優位な地位を維持するため、2011年のMuzakの買収を始め、長年シナジー効果を高める買収やその他の拡大戦略を行ってきた。2017年、長年の赤字が原因で、財務の再構築を行った。当時、トロント証券取引所に上場していたが、Apollo Global Management, LLC と GSO Capital Partners の関連会社が株式を取得することによって非公開化された。さらに、既存の第一順位担保権付ファシリティを、HPS Investment Partners, LLC の運用するファンドが提供する新たな第一順位担保権付ファシリティに借り換えた。

その後、2018年7月、Focus Four Holdings 買収のために、タームローンの増額と新たに発行した債券を組み合わせて2,500万ドルを追加調達した。さらに、2019年4月には独立した関連会社を買収するために、3,740万ドルの債券を発行した。これらの資金調達によって、一層負債比率の高い資本構造となった。

このような困難な状況においても、COVID-19 感染拡大以前は、Mood Media は管理可能な流動性を確保しており、事業規模の適正化とバランスシートの長期的な健全化に向けた措置を積極的に講じていた。しかし、COVID-19 感染拡大後は、Mood Media の顧客の約70%が、旅行、小売、レストラン、リゾート、自動車、航空などの業界であり、感染拡大の影響を受けたことから、収益が大幅に減少することとなった。そして、流動性が低下し、債務返済能力も低下することとなったのである。

#### ③ 再建内容

申立て前(2020年7月1日現在)の負債内容(単位:ドル)

第一順位担保権付タームローン	
(返済期限 2022年6月)	274,327,607
追加第一順位担保権付タームローン	
(返済期限 2022年6月)	12,638,237
第一順位担保権付リボルバー	15,000,000
(返済期限 2022年6月)	

16) *In re Mood Media Corporaation*, Case No. 20-33768 (MI) (Bankr. S.D.Tex. 30 July 2020) [Docket No. 11 (Disclosure Statement)].

第二順位担保権付 PIK 債券	325,850,990
(返済期限 2023 年 12 月)	
担保権付債務合計	627,546,835
無担保債権	113,480
(返済期限 2024 年 7 月)	
合計	627,660,315
<u>脱却後の負債内容</u> (単位:ドル)	
出口タームローンファシリティ	20,000 万
DIP ファイナンスファシリティの転換による 新規資金	4,000 万
合計	24,000 万

RSA において、以下のような再建計画が提示されている。

- (a) Mood Media の既存の発行済株式はすべて取消、消滅する。第一順位担保付債権は、再編後の新規発行株式(「新普通株式」と交換され、第一順位担保権者が、新普通株式の 100%を保有することになる。
- (b) 第二順位担保権付 PIK 債券は、ワラントと交換される。
- (c) すべての無担保債権および通常業務上の債権は損なわれない。また、顧客、従業員、ベンダーに損害を与えることはない。
- (d) DIP ファイナンスファシリティは、必要に応じて、総額 4,000 万ドルの資金を提供することで、緊急の流動性ニーズに対応する。倒産後の資金調達を必要としない場合は、出口タームローンファシリティとして利用可能となる。
- (e) 出口タームローンファシリティ 20,000 万ドル以上の再建計画によって、負債総額を 62,700 万ドルから 24,000 万ドルまで削減し、申立て前の債務超過の状態を解消する。第一順位担保権付タームローンは、新普通株式 100%に交換され、第二順位担保権付 PIK 債券はワラントに交換される。再建後の負債は、20,000 万ドルの出口タームローンファシリティと DIP ファイナンスファシリティの転換による 4,000 万ドルの新規資金だけとなる。

#### ④ 実行を可能にした要因

第一順位担保権者は、2017 年の財務再構築が行われたときに、第一順位担保権付ファシリティを提供した HPS Investment Partners, LLC を中心とするものであり、第二順位担保権者も同時期に株式を取得した Apollo Global Management, LLC を中心とするものである。また、株式も AP Mixtape Holdings, L.P. (Appolo) が 39.92%, FS INVESTMENT CORPORATION (Blackstone) が 25.74%を所有していた。このように、主要な利害関係者は、2017 年の財務再構築から主導してきた関係者であるため、緊密な協力関係に基づき、手続が進められた。結果として、第一順位担保権付債権の約 93%の保有者、第二順位担保権付債権の約 74%の所有者および株式の約 66%を保有する株主 (AP Mixtape Holdings, L.P., FS INVESTMENT CORPORATION) の合意を得ることができた。

#### (4) Belk, Inc.<sup>17)</sup>

Belk は、2021 年 2 月 23 日にプレパッケージ型チャプター 11 の申立てを行い、24 時間以内に認可された。その翌日 24 日には倒産から脱却した。

##### ① 会社概要

Belk は、1888 年に William Henry Belk がノースカロライナ州モンローに開いた小さなバーゲンショップが始まりである。兄弟で事業を拡大し、1943 年までには、195 番目の店舗をオープンし、「南部最大の信頼できる商品の販売店」と宣言するまでになった。その後も、兄弟の息子などが経営を引き継ぎ、1998 年には、新世代の Belk 兄弟が登場し、彼らのリーダーシップのもと、1990 年代末には、物流、マーチャンダイジング、その他のオペレーション機能を集約し、112 の Belk 店舗を Belk, Inc. に法的・組織的に統合した。2005 年には、Saks, Inc. から 90 以上の Proffitt's, McRae's, Parisian などの有名百貨店を買収し、成長を遂げた。2008 年には e コマースサイト belk.com を開設し、ナショナルブランドやプライベートブランドのアパレル、靴、アクセサリ、化粧品、ホーム用品などの品揃えを大幅に拡充した。

17) *In re Belk, Inc. et al.*, Case No. 21-30630 (MI) (Bankr. S.D.Tex. 23 February 2021) [Docket No. 9 (Disclosure Statement)].

2015年12月、Belkは、ニューヨークを拠点とするプライベート・エクイティ・ファーム Sycamore Partners によって買収された。Sycamore Partners は、2011年に、ニューヨークを拠点として設立された、個人および小売業への投資を専門とするプライベート・エクイティ・ファームである。この買収に伴い、創業以来初めて、創業者一族以外の CEO が就任した。

## ② チャプター 11 申立てに至る経緯

近年、Belkは、他の多くの小売業と同様に、他社との競争激化と店舗での買い物離れの進行により、厳しい商業環境に直面していた。そのような環境に対応すべく、Belkは、e コマースプラットフォームの拡大、不採算店舗の閉鎖、従業員の合理化などの積極的な対策を講じてきた。また、2019年5月から10月の間に、Belkは、ABL クレジット契約、第一順位担保権付タームローンクレジット契約、第二順位担保権付タームローンクレジット契約について、債務のかなりの部分の満期日を延期するように修正を行った。COVID-19 感染拡大前は、Belkは十分な流動性を有しており、事業規模を適正化し、バランスシートの長期的な健全性をさらに高めるよう積極的に取り組んでいた。

しかし、世界保健機関 (WHO) が COVID-19 のパンデミックを公式に宣言したことを受け、2020年3月17日、顧客と従業員の健康と安全を守るため、291店舗を一時的に閉鎖した。5月に営業を再開したが、消費者の行動が急激に変化し、売上高が、2020年3月第3週から2020年12月までの期間において、前年同期比で32%減少した。また、インターネットでの販売は増加したが、送料がかかるため、店舗販売ほど収益性が高くはならなかった。これらの要因が、流動性を低下させ、債務返済義務を果たすことが困難となる一因となった。

## ③ 再建内容

申立て前 (2021年1月25日現在) の負債内容 (単位:ドル)

ABL ファシリティ	35,750 万
(返済期限 2024 年 8 月 29 日)	

第一順位担保権付タームローン (延期なし) (返済期限 2022 年 12 月 10 日)	10,150 万
第一順位担保権付タームローン (延期) (返済期限 2025 年 7 月 31 日)	<u>89,790 万</u>
小 計	99,940 万
第二順位担保権付タームローン (延期なし) (返済期限 2023 年 6 月 10 日)	2,500 万
第二順位担保権付タームローン (延期) (返済期限 2025 年 10 月 9 日)	<u>52,500 万</u>
小 計	55,000 万
合 計	190,690 万

脱却後の負債内容 (単位:ドル)

新規第一順位担保権付ファシリティ	
新規 FLFO (First Lien First-out) マネーローン	30,000 万
新規 FLSO (First Lien Second-out) ローン	82,200 万
新規第二順位担保権付ファシリティ	<u>11,000 万</u>
合 計	123,200 万

RSA において、再建後の資本構成は、以下のよう示されている。

- (a) 新規第一順位担保権付ファシリティ
  - 第一順位担保権者 (KKR, Blackstone Credit) から新たに資金調達した 22,500 万ドルと第一順位担保権付タームローンからロールアップ (roll-up)<sup>18)</sup>された新規タームローン 7,500 万ドルを合わせて、新規 FIFO マネーローン 30,000 万ドルとする。
  - 交換用タームローンで、「セカンドアウト」の優先権に基づく第一順位担保権を有する新規 FLSO ローン 82,200 万ドル。
- (b) 新規第二順位担保権付ファシリティ
  - 既存の第二順位担保権付タームローンと交換された新規第二順位担保権付ファシリティ 11,000 万ドル。
- (c) 再建後の Belk Holdings における新普通株式の所有権比率は、Fashion Holdings LLC が 50.1

18) ロールアップとは、DIP ファイナンスを行う場合に、新規融資の一部または全部を、融資者の申立て前の債権の弁済に充てることをいう。

%, 第二順位担保権付タームローン債権の保有者が 34.9%, 新規 FLFO マネーローンのうち 12,500 万ドルを比例配分で調達することを選択した既存債権者が 15%となる。

負債総額を 190,690 万ドルから 123,200 万ドルまで削減する。株式は、Fashion Holdings LLC が過半数を所有し、経営権を維持しつつ、残りの部分は第二順位担保権付タームローン債権者および第一順位担保権者の一部によって所有されることになる。

#### ④ 実行を可能にした要因

第一順位担保債権者は KKR と Blackstone Credit であり、大株主は小売・流通関連の投資を専門とするプライベート・エクイティ・ファームの Sycamore Partners であった。Sycamore Partners、第一順位担保権付タームローンの 99%以上の債権保有者および第二順位担保権付タームローンの 100%の債権保有者の合意を得て、事業の再構築、債務の大幅な削減、およびすべてのタームローンの満期を 2025 年 7 月まで延長する計画について、RSA が締結された。

既存の第一順位担保債権者である KKR および Blackstone Credit は 125,000 万ドル、Sycamore Partners は 100,000 万ドルの新たな資金提供を行う。Sycamore Partners の子会社である Fashion Holdings LLC が Belk の過半数の株式を所有し、Sycamore Partners が経営権を保持することになる。KKR Credit と Blackstone Credit が率いる貸し手グループが、その他の持分を取得する。

## 4. 考察

4 つの事例から次のような共通点が抽出される。

まず、負債の規模は大きくても、比較的単純な資本構成であり、債権者のクラスも少ない。例えば、FULLBEAUTY の負債は小規模な ABL ローンと第一順位担保権付タームローン、第二順位担保権付タームローンから構成されていた。Sungard の場合も、小規模なリボルバーローン、2 つの第一順位担保権付タームローンと無担保債券で構成されていた。

次に、債権者の多くは、投資ファンドやプライベート・エクイティ・ファーム等であり、再建計画について、債権者の大多数の賛成を得ることができている。例えば、FULLBEAUTY では、第一順位担保権付債権の約 99%の保有者で構成される特別委員会、第二順位担保付債権の約 95%の保有者で構成される特別委員会および申立て前のエクイティ・スポンサーとその関連事業体と投資ファンド等から合意を得ていた。Belk では、第一順位担保権付タームローンの 99%以上の債権保有者および第二順位担保権付タームローンの 100%の債権保有者の合意を得ていた。主要な債権者の構成が、プレパッケージ型チャプター 11 を可能にする要因といえる。

そして、その再建計画案は、債務を株式に転換し、その過程で、連邦破産法第 11 章の保護から脱却した後には所有権を取得することになるというものである。FULLBEAUTY では、第一順位担保権者が、再建後の普通株式の 87.5%を、第二順位担保権者が 10%を所有することになり、Sungard では Credit Agreement Claims が 89%, 社債権者が 11%を所有することとなっている。Mood Media では、第一順位担保権者が再編後の全株式を所有することとなっている。この中心となったのが、KKR, Blackstone, Apollo Global Management, LLC, Sycamore Partners 等、プライベート・エクイティ・ファンドである。これらの投資企業は、DIP または出口ファイナンスを支援するため、結果として、他の方法で資金調達を行う場合よりも時間、費用、不確実性を削減することができるが、もう一方で、株式を取得するための「Loan-to-Own 戦略」ともいえよう<sup>19)</sup>。

これらの事例では、一般無担保債権者の請求は損なわれず、現金による全額回収が行われることとなっている。商品やサービスのサプライヤーを含むこれらの債権者にとっては、チャプター 11 の申立てがなかったかのようになり、事業の混乱の可能性を最小限に抑えることができる。One-day Bankruptcy の事業運営上の効果といえる。

19) Loan-to-Own 戦略については、池上蒸子 (2019) 参照。

## むすびにかえて

本稿では、プレパッケージ型チャプター 11 のなかでも、申立てから認可までの期間が 1 日にも満たない「One-day Bankruptcy」について、4 つの事例の開示説明書をもとに、申立てた企業の財務内容、再建計画、実行可能となった要因などを考察した。4 つの事例の共通点は、比較的単純な資本構成であること、再建計画について、投資ファンド等が中心となり、債権者多数の合意を得ること、そして、債務の株式への転換を行うこと、無担保債権者については全額保証することなどであった。

迅速に手続が遂行されることについて、次のような批判もある。まず、利害関係者、政府機関、裁判所等が、再建計画案について評価し、回答や異議を唱えるのに十分な時間が提供されないという点である。このような手続に関する懸念に加え、早期の手続が必ずしもより良い結果をもたらすとは限らないのではないかという疑問である。上位債権者に利益をもたらし、従業員や取引関係者の不確実性を最小限に抑え、事業の混乱を軽減するとされている。しかし、プレパッケージ型チャプター 11 のプロセスを推進する上級債権者よりも優先順位の低い債権者の回収に悪影響を及ぼす可能性がある。また、One-day Bankruptcy の事例から明らかなように、実行されることはバランスシートの再構築、すなわち財務リストラクチャリングのみである。事業上の問題の解決のためには利用されていないことから、真の意味での再生には至らず、したがって、再び申立てを行うリスクが高まると懸念される<sup>20)</sup>。

One-day Bankruptcy について、再建後の経営成績や財務内容についての研究がまだ行われておらず、これを今後の課題とする。

## 参考文献

- 阿部信一郎編・粕谷宇史 (2014)『わかりやすいアメリカ連邦倒産法』商事法務。
- 池上恭子 (2013 a)「企業再生における繰越欠損金の意義—General Motors の事例をもとに—」『熊本学園商学論集』18 (1) pp.105-121。
- 池上恭子 (2013 b)「米国連邦倒産法チャプター 11 による企業再建の動向—GM および Chrysler の事例を中心として—」『海外事情研究』40 (2) pp.61-84。
- 池上恭子 (2019)「米国連邦倒産法チャプター・イレブンの変容について—Loan-to-own 戦略としての 363 条セーラー—」『海外事情研究』47, pp.97-117。
- 事業再生研究機構編 (2004)『プレパッケージ型事業再生』商事法務。
- 田中麻理恵 (2021)「COVID-19 とアメリカの倒産動向」『事業再生と債権管理』No.173, pp.20-28。
- 中島弘雅・村田典子 (2005)「アメリカのプレパッケージ型倒産手続について」『国際商事法務』Vol.33, No.1, pp.9-17。
- 福岡真之介 (2017)『アメリカ連邦倒産法概説第 2 版』商事法務。
- 堀内秀晃・森倫洋・宮崎信太郎・柳田一宏 (2011)『アメリカ事業再生の実務—連邦倒産法 Chapter 11 とワークアウトを中心に—』社団法人金融財政事情研究会。
- 村田典子 (2008)「当事者主導型倒産処理手続の機能の変容—アメリカ合衆国連邦倒産法第 11 章手続における債権者の手続支配—」『民商法雑誌』138 (6) pp.739-764, 139 (1) pp.36-68。
- Dennis, F.D., D.C, O 'Donnell & N.Almeida, Pre-packaged Chapter 11 in the United States : An Overview, *Global Restructuring Review*.  
(<https://globalrestructuringreview.com/guide/the-art-of-the-pre-pack/edition-1/article/pre-packaged-chapter-11-in-the-united-states-overview>; 最終閲覧日 2021 年 10 月 29 日)
- Schlafman, B., ed. (2019). *The 2019 Bankruptcy Yearbook, Almanac & Directory*, New Generation Research, Inc.
- Skeel, D.A., (2020). "Bankruptcy and the coronavirus",

20) チャプター 11 を二度、三度と繰り返す事例が見られ、そのような事例は「チャプター 22」, 「チャプター 33」と呼ばれる。

*Economic Studies at BROOKINGS.*

Yozzo, J., & S. Star, (2018). “For Better or Worse, Pre-packaged and Prenegotiated Filings Now Account for Most Reorganizations,” *ABI Journal*, Vol. XXX VII, No. 11, November 2018.