

『海外事情研究』第50巻抜刷

2023年3月発刊

<研究ノート>

## One-day Bankruptcy の問題点について

—Lynn M. LoPucki 教授による批判を中心に—

池 上 恭 子

熊本学園大学付属

海 外 事 情 研 究 所



<研究ノート>

# One-day Bankruptcy の問題点について

— Lynn M. LoPucki 教授による批判を中心に —

池上 恭子

## 目次

はじめに

1. 裁判所の大型案件獲得競争
  2. Belk の会社概要およびチャプター 11 申立てまでの経緯
  3. Belk の再建計画
    - (1) 実際の再建計画
    - (2) 適正な再建計画
  4. Belk の再建計画を可能にした方法
    - (1) 担保権者代表の選任
    - (2) 交渉の経緯
    - (3) 再建支援契約の勧誘
    - (4) プレパッケージ・プラン受諾の勧誘
    - (5) 申立て
  5. Belk の再建計画を可能にした要因
    - (1) 債権者の選択肢および債権者を取り巻く環境
    - (2) 他の利害関係者に対する再建の影響
- むすびにかえて

## はじめに

事業の再建は、価値を毀損しないよう、できるだけ迅速に再建案を策定し、裁判所の認可を受け、完了されることが望ましい。米国においては、連邦倒産法第 11 章「Reorganization」（以下、「チャプター 11」という）が再建型の法的倒産手続であるが、債務者が継続して事業を行う「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。通常のチャプター 11 (Free-Fall 型と呼ばれる) に比べ、「プレパッケージ型 (Pre-packaged) チャプター 11」は、より短期間に完了することで知られている。プレパッケージ型チャプター 11 のなかでも、チャプター 11 の申立てから裁判所の認可を得るまでの期間が、1 日に満たない「One-day Bankruptcy」の例が出現している<sup>1)</sup>。

この One-day Bankruptcy は、COVID-19 感染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注目された。しかし、一方では、多くの問題点が指摘されている。その根源は、裁判所の大型案件獲得競争にあるという。1970 年代に制定された規程によって、債務者がチャプター 11 の申立てを行う場合、法廷地について幅広い選択肢が認められようになった。企業は裁判官・裁判所を選び、また裁判所では大型案件の獲得競争が繰り広げられた。その獲得競争の過程で、One-day Bankruptcy が利用されたのである。

本稿は、米国倒産法の第一人者である Lynn M. LoPucki 教授が、One-day Bankruptcy の問題点が最も顕著となった事例として Belk を取り上げ、その具体的な問題点や背景を指摘した論文“Chapter 11’s descent into lawlessness”<sup>2)</sup> に補足説明を加えながらまとめたものである。

第 1 章では One-day Bankruptcy の問題点の根源とされる裁判所の大型案件獲得競争の状況を見る。

1) 池上恭子 (2022) 参照。

2) LoPucki (2022)

第2章では、Belkの会社概要とチャプター11申立てまでの経緯を説明する。第3章では、Belkの実際に採用された（絶対優先原則から逸脱した）再建計画と（絶対優先原則にしたがった）適正な再建計画を比較する。そして、第4章では、実際にそのような再編計画の採用を可能とするために取られた手段を、最後に再建計画の採用を可能にした要因を説明する。

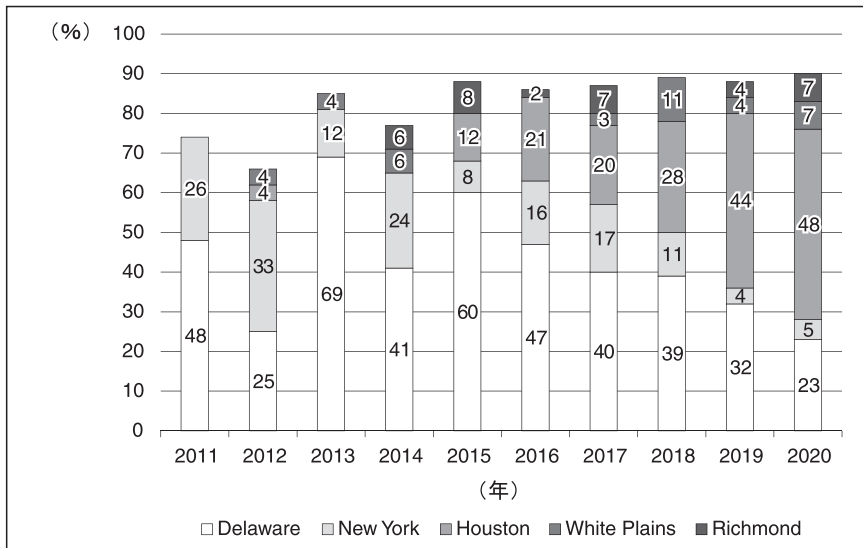
### 1. 裁判所の大型案件獲得競争<sup>3)</sup>

倒産事件は、連邦地方裁判所が管轄しているが、倒産事件の処理を倒産裁判所に委託しているため、チャプター11の申立ても倒産裁判所に行くことになる。申立てを行うことができる法廷地が広く認められており、債務者はどの地区の倒産裁判所に申立てを行うかについて、多くの選択肢が与えられている。具体的には、債務者の居住地、居所・所在地、主たる営業所や資産の所在地の属する地区や債務者の関連会社等の倒産事件を係属する地区などにおいて申立てを行うことができる（28 U.S.Code § 1408）。

一般に、管轄区域外の裁判所に訴訟を提起することを「フォーラム・ショッピング（Forum Shopping）」という。チャプター11の申立てについて見ると、フォーラム・ショッピングの割合は、1980年代初頭の約20%から着実に増加し、近年は90%超にまで達している。フォーラム・ショッピングの目的地は、時間とともに変化している。ヒューストン、デラウェア、ホワイトプレインズ、リッチモンド、そしてニューヨークの5つの裁判所が、全米の大型案件の90%以上を誘致している。1980年代には、ニューヨーク州が中心であった。デラウェア州は、1990年に初めて州外から大規模な公開企業の倒産を誘致し、1996年までに大企業倒産15件のうち13件を誘致することができた。デラウェア州とニューヨーク州は、1990年代初頭から2012年まで脚光を浴びていた。

図1-1は2011年から2020年までの大規模な公開企業の倒産申立ての法廷地を示したものである。2012年以降は、案件の移管や裁判官の異動により、デラウェア州とニューヨーク州は次第に減少し、2020年には合計で28%となった。これに代わり、

図 1-1 大型公開企業の倒産申立ての法廷地



(出所) LoPucki (2022) p. 257.

3) LoPucki (2022) pp.254-259.

ヒューストン、ホワイトプレインズ、リッチモンドの3つの裁判所が新たに大型倒産を誘致し、2020年までに市場の62%を占めるようになった。

Belk はノースカロライナ州シャーロットに本社があるが、テキサス州南部地区連邦倒産裁判所のヒューストン支部にチャプター 11 の申立てを行った。Belk は様々な方法を試み、当地に主たる営業所や資産が所在することを主張して、ヒューストンで申立てを行ったのである。

## 2. Belk の会社概要およびチャプター 11 申立てまでの経緯<sup>4)</sup>

Belk Inc. 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時間以内に裁判所の認可を得た。

Belk は、1888年に創業、ノースカロライナ州のシャーロットに本社をおく百貨店チェーンである。Belk 家一族で経営を担い、2000年代には90以上の有名百貨店を買収する一方、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てきた。

2015年12月、Belk は Sycamore Partners Management, L. P. (以下、Sycamore という) に LBO によって30億ドルで買収された。Sycamore は、2011年にニューヨークを拠点として設立された、消費者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。

Sycamore は LBO の買収価格のうち6億5,800万ドルを現金で支払った。残りの買収金額は第一順位担保権付タームローンと第二順位担保権付タームローンによって調達した。Sycamore は Belk の全株式を取得し、Belk は12月10日に SEC 登録を抹消した。LBO により、Belk の支払利息は大幅に増加

したが、Belk の2015年の財務予測では、2016年度から2020年度まで、支払利息を払うのに十分な収入が得られることを示していた。

しかし、LBO 後は Belk の収益が減少し、2016年度から2020年度までの各会計年度において赤字となった。小売業を取り巻く厳しい環境に対応するため、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た。また、2019年には、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の支払いが困難になったため、債務のかなりの部分について満期日を延期する措置をとった。

2020年、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月に291店舗を一時的に閉鎖した。5月に営業を再開したが、消費者の行動も急激に変化し、2020年の売上高は前年同期比で32%減少した。また、e コマースによる販売は増加したが、送料の負担が重く、店舗販売ほど収益性は上がらなかった。これらの要因によって、流動性が低下し、債務返済義務を果たすことが困難となり、チャプター 11 を申し立てることとなった。

## 3. Belk の再建計画<sup>5)</sup>

### (1) 実際の再建計画

表3-1は、実行された再建計画における債務内容の変動を示したものである。①は申立て前の債務額、②は再建計画による債務削減額(債務免除額)、③は新規融資、④は再建後の債務額、⑤は再建によって達成される債務の正味削減額を示している。第一順位担保権者および第二順位担保権者は8億720万ドルの債権放棄に同意し、一部は2億2,500万ドルの融資に参加した<sup>6)</sup>。再建計画では、第一順位担保権者は、第一順位担保権の55%に相当する元本

4) LoPucki (2022) pp.259-262.

5) LoPucki (2022) pp.262-267.

6) 融資に参加したのは、Sycamore Partners, KKR, Blackstone Credit および既存の第一順位担保付タームローンの貸し手グループ等とされる。また、KKR Credit と Blackstone Credit が率いる貸し手グループが、Belk の少数株主持分を取得する。

表 3-1 実際の再建計画 (単位:百万ドル)

	①	②	③	④	⑤
債権のクラスとタイプ	申立て前債務	削減額	新規融資	再建後債務	正味削減額
Secured Claims	83.8			83.8	
Bankruptcy Priority claims	14.8			0	
ABL Facility	383.0			383.0	
First Lien Terms Loans	999.4	449.7	225.0	774.7	224.7
Second Lien Terms Loans	550.0	357.5		192.5	357.5
Unsecured creditors	443.0			443.0	
合 計	2,474.0	807.2	225.0	1,877.0	582.2

(出所) LoPucki (2022) p.263.

の「セカンドアウト第一順位担保権」と交換したが、セカンドアウトは、第一順位担保権が、2億2,500万ドルの新規融資より下位に位置づけられるという事実からそらす婉曲表現と思われる。

Sycamore は、倒産直前に Belk の 88% の株式を保有しており、この計画の主要な受益者であった。Belk は債権者に全額支払いを約束することができなかったため、筆頭株主である Sycamore には何も権利がなかった。しかし、Sycamore は再建後の Belk の株式 50.1% を保持し、再編後の Belk の完全な支配権を有していた。

本計画は、最優先債権者である第一および第二順位担保権者が債務削減のすべてを負擔し、一方、最下位の優先債権者である無担保債権者は全く負擔しないものであった。これは、「優先権をもつ者が完全な満足を得ない限り、その者に劣後する地位にある者は何も得られない<sup>7)</sup>」とする「絶対優先原則 (absolute priority rule)」から逸脱するものであった。

また、この再建計画により、Belk の債務は 5 億 8,220 万ドル減少したが、支払利息は比例して減少しなかった。2 億 2,500 万ドルの新規融資には高い金利が適用されたためである。この金利は、LIBOR プラス 7.5% で、LIBOR の下限は 1% であった。当時のジャンク債の平均金利が約 4% から 5% であったのに対し、Belk は当初 8.5% を支払うことになる。Belk は、チャプター 11 から出現した後も多額の債務を負擔することになり、再び破綻する危険性にさらされることとなった。

## (2) 適正な再建計画<sup>8)</sup>

Sycamore が、One-day Bankruptcy を利用することができなければ、Belk はその価値を債権者に分配し、再建の可能性を最大限に高める計画を採用した可能性がある。表 3-2 は、そのような計画の一例であり、適正と考えられる再建計画における債務内容の変動を示したものである。表 3-2 は、表 3-1

7) クラムダウン (cramdown) の要件として規定されている (11 U.S.C § 1129 (b) (2) (B))。

8) 原文では、実際の再建計画を絶対優先原則から逸脱した計画として、「The Upside-Down Restructuring Plan」、適正な再建計画を絶対優先原則に従った計画として、「The Right-Side-Up Restructuring Plan」と表現されている。

表 3-2 適正な再建計画 (百万ドル)

	①	②	③	④
債権のクラスとタイプ	申立て前債務	削減額	新規融資	再建後債務
Secured Claims	83.8			83.8
Bankruptcy Priorityclaims	14.8			0
ABL Facility	383.0			383.0
Frist Liens, Secured portion	349.8			349.8
Unsecured Portion	649.6	649.6		Shares
Second Lien, Secured portion	77.0			77.0
Unsecured Portion	473.0	473.0		Shares
Unsecured creditors	349.1	349.1		Shares
Administrative priority claims	93.9			93.9
合 計	2,474.0	1,471.7	0	987.5

(出所) LoPucki (2022) p.265.

と同様、①は申立て前の債務額、②は再建計画による債務削減額(債務免除額)、③は新規融資、④は再建後の債務額であるが、③の新規融資額は無いため、②が再建によって達成された債務の(正味)削減額を示すことになる。

Belk は債務超過であったため、株主である Sycamore には計画においてなら分配を受ける権利がなかった。Belk は、Sycamore の所有する株式を消却し、新株を発行し、無担保債権者に対して、無担保請求権に応じるために新株を分配することができた。このように充足される請求権には、第一順位担保権の無担保部分 6 億 4,960 万ドルおよび第二順位担保権の無担保部分 4 億 7,300 万ドルを含むことができたと考えられる。結果として、担保価値は、それぞれ 3 億 4,980 万ドルと 7,700 万ドルと評価される。

申立て前の 20 日間に Belk に商品を納入した無担保債権者は、管理費優先権を得ることができる。これらの優先債権を計画の発効日に現金で支払わなければならないなかった。管理費優先債権の見積もりは、Belk の 1 日当たりの平均商品原価の 20 倍となる 9,890 万ドルである。

本計画のもとでは、各クラスの債権者は、絶対優先原則に基づき、その受給権を得ることができた。実際の計画では、債務を 8 億 720 万ドル削減したが、DIP ローンにより新規融資 2 億 2,500 万ドルを受けたため、債務正味削減額は 5 億 8,220 万ドル、申立て前債務の 24% に留まる。これに対して、絶対優先原則に従った適正な計画では 14 億 7,170 万ドル、申立て前債務の 59% を削減することができる。これらの債務削減額に対する利息の節約額は、毎年約 1 億 1,720 万ドルと推測される。

このような適正な計画は、可能であるばかりでなく、競合する裁判所においてさえ、一般的である。JC Penny, Nieman-Marcus, J Crew, Ascena Retail は、Belk とほぼ同時期に破産した小売業者である。最初の3社は「適正な計画」を採用することによって、既存の株式を消却、新たに株式を発行し、債務と株式の交換により債務の削減に充当している。4番目のAscena Retailは、事業の大部分をSycamoreに5億4,000万ドルで売却した。皮肉なことに、この売却は2020年12月23日に完了したが、同時期、Belkの取締役会（そのメンバーはすべてSycamoreによって選出）は、Sycamoreが一切なんの支払いもなくBelkの支配権を保持することを可能にしていた。適正な計画では、Belkの取締役会は、Belkの経営権をSycamoreに渡す代わりに、Sycamoreまたは他者に売却することができた。M&A市場の取引額と取引量は、2020年第3四半期から第4四半期にかけて増加し、2021年第1四半期には記録的な水準に達していたからである。SycamoreがBelkの所有者であり続けるために、Belkは、支払えないかもしれない負債を背負わされた。その債務は2025年に返済期限を迎える。Belkがそれまでに借り換えができなかった場合、Belkはおそらくその後すぐに清算されるであろう。

#### 4. Belkの再建計画を可能にした方法<sup>9)</sup>

Belkの債権者は、「適正な再建計画」を採用することができなかった。それは、Sycamoreが支配するBelkの経営陣が、債権者を互いに孤立させ、情報を与えず、他の計画を検討することを妨げるように再建手順を進めたからである。

Belk-Sycamoreの連携は、担保権者をBelkの計画に拘束するために5段階の再建プロセスを採用した。その計画は、担保権者の利益にならないにもかかわらず、ほぼ全員の同意を得た。Belkは、担保権者が選択を行う状況をコントロールすることによって、その同意を作り出したのである。以下、その具体的な方法を見ていく。

#### (1) 担保権者代表の選任

債務再編のプロセスは、2つの特別なグループの結成から始まった。その名称は、「Ad Hoc Crossover Lender Group（以下、Cグループという）」と「Ad Hoc First Lien Term Lender Group（以下、Fグループという）」であり、債権者の利益を代表するために結成されたことを示している。前者の代表をWilkieFarr & Gallagher LLPが、後者の代表をO'Melveny & Myers LLPが務めた。これらのグループの結成者、参加者、権限、利益相反等についての記録はない。しかし、RSA (Restructuring Support Agreement: 再建支援契約) には、Belkがグループの弁護士費用および経費を支払うことが記されており、Belkがグループの結成を主導したことを示唆する。

このような特別委員会やグループの結成は、債権者と利害を共有していないグループや個人が、あたかも共有しているかのような名称を採用し、その他の債権者に誤解を与えることが懸念される。Belkにおいても、そのようなことが起こった可能性がある。なぜなら、推定されるグループメンバーの利益は、他の第一担保権者の利益とは異なるからである。

このような問題に対して、倒産手続である規則2019「チャプター9およびチャプター11における債権者および株主についての開示」<sup>10)</sup>において、共通の利益を得るために協調して行動するすべてのグループによって確認された陳述書を提出することが求められている。

これに対して、Belkは、グループの名称が複数の債権者から構成されるか、または複数の債権者を代表することを意味し、彼らと交渉することによって、すべての同意する担保権者と交渉したと主張した。また、各グループのメンバーも共通の利益を得るために協調して行動したとも主張した。

また、同規則は、開示内容として、グループの名称、グループの形成に関する適切な事実と状況、グループが保有する経済的利害の内容および金額、グループの構成員についての情報等を求めている。

これに対して、いずれのグループもこれらの内容を開示しなかった。規則2019では、裁判所は、こ

9) LoPucki (2022) pp.267-276.

10) FED.R.BANKR.P.2019 (b) (1).



の規則のいずれかの条項の不履行があったかどうかを判断することができ、そのような不履行を発見した場合、グループの権限(または受諾)を無効とすることができる。つまり、理論的には、裁判所は、RSA に対する同意と Belk の計画に対する承諾をすべて無効とすることができた。しかし、裁判所は何も対応しなかった。その結果、担保権者はグループ結成の主導者やグループのメンバー等の情報を得ないまま、RSA に署名、または Belk の再建計画に同意したのである。

## (2) 交渉の経緯

Belk, Sycamore, および 2 つのグループは、秘密裏に交渉を行い、2021 年 1 月初旬に計画のタームシートと RSA について合意に達した。

交渉について開示された記述は、以下の内容のみである。

2020 年 11 月、債務者 (Belk) は、スポンサー (Sycamore)、2 つの特別グループ (C グループ、F グループ) との交渉を開始した。スポンサーは、デューデリジェンスと再建交渉を円滑に進めるため、Latham & Watkins, LLP を法律顧問として、C グループは PJT Partners LP を投資銀行として起用した。F グループは、Evercore LLC を投資銀行として起用した。

「広範で独立した立場での交渉 (extensive, arm's length negotiations)」の後、同意する債権者、スポンサー、債務者は、RSA で具体化された取引を成立させた。RSA に添付されたタームシートでは、スポンサー、第一順位担保付タームローン残高の 75% 以上および第二順位担保付タームローン残高の 100% の保有者によって支持された速やかな再建を予定している。

ここで「広範で独立した立場での交渉」という主張は、その交渉が、RSA の当事者かまたは当事者となる第一順位担保付タームローン債権者全員を含むグループ「同意する債権者」との間で行われたことを明示していない。実際には、交渉の相手は F グループのみであった。このグループの規模や代表

者については公表されていない。

一部の報道では、交渉の対象は、特定のグループではなく、Blackstone Credit と KKR であるとされている。Blackstone と KKR の利害は、少なくとも 2 つの点で担保権者の利害と異なっている。第一に、Blackstone と KKR は、Sycamore および Belk との交渉を主導した時点で、Belk の株主であったようである。第二に、事業再編の一環として締結された株主契約では、Belk の 7 名の取締役会において、3 名の「Blackstone Investors」に 2 席、3 名の「KKR Investors」に 1 席の議席が与えられた。Blackstone と KKR が交渉にあつたとされる他の第一および第二順位担保権者は、取締役会の議席を獲得しなかった。

## (3) 再建支援契約の勧誘

RSA は、Belk, Sycamore, そして、ほぼすべての担保権者の中で交わされた契約であり、再建計画を提案、支持、支援、そして、裁判所の承認に賛成票を投じるということに合意するものである。しかし、その再建計画はまだ起草されていないものであった。

2021 年 1 月 26 日までに、Belk が RSA を Prime Clerk に掲載することによって公開したが、その RSA には Belk, Sycamore, および大多数の担保権者によって署名されていたと報告されている。RSA を締結した関係者とは、「第一順位担保付タームローンの元本の 75% 以上の保有者と第二順位担保付タームローンの元本の 100% の保有者が含まれる」とされている。

RSA とは、ロックアップ契約 (Lock-up Agreement) と呼ばれる契約で、債務者と主要な利害関係者との間で締結される再建計画のサポートに関する契約である。債務者の再生に関して交渉し合意した事項について、契約当事者を拘束することによって、申立前または申立後における主要な債権者のサポートを取得するものであり、再建計画への賛成投票を確保するための一般的な手法となっている。債務者がチャプター 11 を申立てたときに、裁判所に提出する再建計画のタームシートを添付し、契約の当事者はその再建計画をサポートする義務を負う旨が規定される<sup>11)</sup>。

11) 阿部信一郎編・粕谷宇史 (2014) pp.184-5。

担保権者は、RSA に署名することによって、再建計画に賛成票を投じることに同意したことになる。そして、Belk が計画の草案や開示書類を示す前に、複数の担保権者クラスは Belk の計画に関する賛意について変更できない状況におかれていた。

RSA の署名を促すよう、署名者のみが 2 億 2,500 万ドルの DIP ローンに参加できることが示されている。この誘引策はあまり価値のあるものではなかったが、当時は価値があるように見えたかもしれない。一部の裁判所では、債務者が「署名料 (signing fee)」を支払い、債権者が RSA に署名するよう誘導することを認めている裁判所もある。Belk は、署名料を支払ったり、裁判所には明らかにしなかった他の誘因策を提供した可能性がある。

#### (4) プレパッケージ・プラン受諾の勧誘

通常型のチャプター 11 の主な流れは、次のとおりである。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、債権者等と交渉を行い、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。

これに対して、プレパッケージ型は、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。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る (11 U.S.C § 1126 (b))。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。

Belk の次のステップは、債権者は RSA により既に Belk の再建計画に投票する法的義務を負っていたため、適切な情報を提供し、賛成票を得ることであった。2021 年 1 月 16 日、Belk は、通知および債

権代理人である Prime Clerk に依頼し、承諾の勧誘を行った。しかし、Belk は RSA の署名前に十分な情報を提供していなかったため、RSA への署名は計画受諾とみなすことはできない。

また、申立て前の期間、Belk と Prime Clerk は、裁判所と協力しているという印象を与えるような行動をとった。例えば、勧誘文書をすべて法律用語で表現し、法律文書としての書式を整えたり、Prime Clerk のウェブサイトにも文書を掲載することを「申請 (filing)」と表現したり、あたかも裁判所の許可を得たかのように計画または開示説明書に対する異議申し立ての期限を設定したり、公聴会や債権者集会について裁判所から情報を得たという印象を与えるなどの戦術をとった。Belk が裁判所と密接に連携しているとの印象を与え、Belk の計画に対して抵抗することが無駄であることを暗に示していた。

#### (5) 申立て

連邦破産法第 11 条の主な目的は、企業と雇用を守ることである。その手続きは、企業を倒産に至らせた財務上の問題が確実に解決されるように設計されている。Belk の One-day Bankruptcy では、チャプター 11 の手続き上の保護がほぼ全て無効とされた。債務者は、スケジュールや財務報告書を提出しておらず、請求するプロセスも機能しなかった。利害関係者が Belk の CEO に計画について質問する機会もなかった。債権者のために行動する公式の委員会は任命されず、計画を交渉した特別委員会のメンバーも明らかにされなかった。

Belk はヒューストンで 2021 年 2 月 23 日の午後 5 時から 10 時の間にチャプター 11 の申立てを行った。翌朝 8 時、裁判官は、Belk の開示説明書と再建計画の承認に関する審問を開始した。10 時には裁判所は開示説明書を承認し、Belk の計画を認可した。同日午後、当事者は計画を完了させた。これが、チャプター 11 の法的手続きの全てである。

### 5. Belk の再建計画を可能にした要因<sup>12)</sup>

Belk が、不利益を被る債権者も含むすべての当

12) LoPucki (2022) pp.296-300.

事者に利益をもたらす再建計画について「圧倒的な支持」を得たと主張したが、これは以下のふたつの理由から誤っている。第一に、債権者の同意は、債権者に良い代替案がなく、投票しなければならない状況に追い込むことで、強制され、悪い選択肢に投票しなければならなかった。第二に、Belk の約 300 人の議決権を持つ債権者の利益は Belk の 9 万人の議決権を持たない者の利益とは異なる。

### (1) 債権者の選択肢および債権者を取り巻く環境

Belk の計画を受け入れるという選択肢は、利用可能な唯一の選択肢であった。Belk は、Sycamore によって完全に支配され、Belk は Kirkland を通じて裁判所に対して大きな影響力を持っていた<sup>13)</sup>。Sycamore は支配権を維持することを望んでいたため、「適正な計画」は債権者の選択肢にはなかった。

第一順位担保権者の最初の選択は、RSA に署名するかどうかであった。彼らに示されたタムシートには、第一順位担保権者に古い担保権額の 55% に相当する新しい担保権を約束されていた。DIP ローンは新しい担保権を優先し、その権利を購入する唯一の方法は、DIP ローンに署名することであった。そして、DIP ローンを利用するには、RSA に署名する必要があった。

大口債権者以外の全ての債権者にとって、助言を得るために弁護士を雇うことは費用対効果に見合わなかった。また、他の権利者が誰であるかを知らず、それを見つける現実的な手段もなかった。もし、弁護士を雇うことができたなら、倒産手続きは債務者が支配していることを指摘したであろう。

ヒューストン裁判所は、大きな事件を獲得しようと競争していた。Kirkland はヒューストン裁判所にとって最大の顧客であった。そのため、ヒューストン裁判所は Belk に味方する可能性が高く、反対票を投じたとしても、適正な計画の採用には至らなかったであろう。計画を受け入れることが、早期に費用をかけず解決する方法であると判断されたのであろう。担保権者は RSA に署名することで「選択」し

たのである。しかし、Kirkland, Belk, Sycamore, そして裁判所は、担保権者を取り巻く環境をコントロールすることで、担保権者の選択肢をコントロールしたのである。

### (2) 他の利害関係者に対する再建の影響

チャプター 11 の手続きは、単に債権者や株主だけでなく、全ての利害関係者の利益のために存在する。そのため、Belk は、9 万人の「利害関係者」に倒産を通知する必要があるが、実際に通知した。投票権を有するのは約 300 人であるが、全員が、以下の事項を遵守しないことに対して異議を唱える権利を有していた。

最高裁においても「再建の基本的な目的は、雇用の喪失や経済資源の不正使用の可能性を伴う債務者の清算を防ぐことである」と述べられており、Belk も「目標は、雇用と事業を維持することである」と述べた。

計画認可の前提条件として、「裁判所は、計画の認可後に債務者の清算または更なる財務的再編の必要性が生じる可能性がないことを確認する必要がある」と求められている (11 U.S.C § 1129 (a) (11))。この「実行可能性テスト (feasibility test)」の目的は、その再建計画が事業の存続を可能にするものであることを確認することである。Belk の場合、おそらく、多数の担保権者がこの計画に賛成したため、裁判所は「実行可能性テスト」を真剣に取り上げなかったと考えられる。Belk がどの程度の負債を抱えることができるかを誤って判断した場合、Belk の清算の可能性は高くなる。

過去にもこのような事例は多数ある。デラウェア州が競争に参加したばかりの 1991 年から 1996 年にかけては、デラウェア州も実現可能性を無視した。その結果、デラウェア州の 26 件の再建事例のうち 11 件 (42%) は、5 年以内に再申請することとなった。同時期における他の裁判所では 4% 程度である。その再申請した事例の 10 社のうち、8 社は 5.5 年以内に清算された。裁判所は、どれだけの債権者が計画を受け入れたかに注目するのではなく、Belk

13) 2011 年から 2021 年の間に提出された 292 件の大型案件のうち、Kirkland は 64 件 (22%) を提出しており、裁判所に対して大きな影響力を有している。

が計画を実行できるかどうかに注目すべきであった。

## むすびにかえて

迅速な再建方法として One-day Bankruptcy が注目される。池上恭子 (2022) において、One-day Bankruptcy が可能となる要因を、チャプター 11 申立て前の資本構成や債権者の構成などの観点から考察するとともに、迅速に手続が遂行されることについて危惧される点にも言及した。

本稿では、Lynn M. Lopucki 教授による One-day Bankruptcy 批判—裁判所が大型案件の獲得競争のための、One-day Bankruptcy の利用—を紹介した。債務者は、チャプター 11 の申立てを行う法廷地を選択することができる。企業は裁判官を選び、倒産裁判所は大型案件の獲得競争を繰り広げることとなった。その獲得競争の過程で、競合する裁判所が、事件を誘致するために One-day Bankruptcy を利用するようになったのである。大企業の再建を一日で完了させるためには、チャプター 11 の手続きに適用される法令や規則に抵触せざるを得ない状況にある。また、これまで特定の裁判所を選択し、チャプター 11 を申請した後、再度チャプター 11 を申請する、あるいは清算に追い込まれる事例の割合が多く見られる。

このような One-day Bankruptcy が利用された背景である法廷地の問題は議論されているところであるが、債務者の経営者、債権者、株主、法律事務所、投資銀行等の関係者間の関係・構造にも大きな問題があると考えられる。

## 参考文献

- LoPucki, L. M. (2022). Chapter 11's descent into lawlessness. *American Bankruptcy Law Journal*, 96 (2), 247-310.
- 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 (2022)「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—」『海外事情研究』49, 93-105。
- 佐藤鉄男・中西正編 (2017)『倒産処理プレーヤーの役割』民事法研究会。