

事業再生手続の利便性向上を目指す欧州各国¹

鵜川 和之

■ 要 約 ■

1. かつての欧州では、事業再生手続の利便性の低さや世間からの厳しい見方から、手続の申立が手遅れになってしまうことがほとんどと言われてきた。
2. しかし、2000年に定められたEU規制において「主要利益の所在地」の概念が導入されたことで、債務会社や債権者による倒産手続の申立地の選別が生じ、EU加盟各国ではより利便性の高い事業再生法制の整備が求められることとなった。
3. 近時においても、フランスにおける金融債権者のみを対象とした迅速な手続の法制化やドイツにおける事業再生法制の改正といった動きが出てきている。
4. 一方で、日本においても2000年以降の法改正等に加え、早期着手による事業再建の促進を目指した事業再生実務が行われるようになっている。
5. しかし日本ではなお、債務会社による事業再生手続の申立が遅すぎるといった問題が指摘されており、事業再生手続の更なる利便性の向上が必要と考えられる。
6. こういった観点から、欧米の手続も参考にし、事業再生手続を改善することで、事業再生手続の早期申立と積極活用を促進することが必要である。

I 欧州における事業再生手続の変遷

諸外国における事業再生手続を考える上で、まず連想されるのは米国連邦倒産法第11章に依る手続、いわゆる「チャプターイレブン」として知られる手続であろう。手続申立前の経営者が手続申立後も経営を継続するDIP (Debtor in possession) 型の手続であり、手続開始に伴い自動的に債権回収等が停止されるオートマティックステイなど、世界で最も債務者寄りの手続と言われている。また、手続の迅速性にも特徴があり、手続申立前に債権者投票を済ませるプレ・パッケージ型手続や、主要債権者との間で投票に関する合意を形成しておくプレ・アレンジド型手続に加え、ゼネラルモーターズの倒産事例で一般的

¹ 米英仏独の事業再生関連手続に関するより詳細な内容については、経済産業省ホームページ掲載の「各国の事業再生関連手続について－米英仏独の比較分析－」 (http://www.meti.go.jp/meti_lib/report/2011fy/E001739.pdf) を参照。

に知られるようになった、倒産計画に依らずに事業売却を行う 363 条セールなど、手続手法のバリエーションも豊富である。

一方で、かつての欧州における事業再生手続は、債務者にとって利便性が低く、債権者寄りの手続といった指摘がなされていた。この結果、事業再生手続の申立が遅れ、事業再生が困難になることがほとんどであったと言われる。しかし、2000 年に定められた倒産手続に関する EU 規制により、こうした状況に変化が見られるようになった。この EU 規制においては、後述する債務会社の「主要利益の所在地」(center of main interests, COMI) が存在する国の倒産手続が、EU 域内唯一の主要手続とされた。これにより、債務会社は、より柔軟な法制を持つ国を倒産手続の申立地として選ぶことが多くなった。このため、EU 加盟各国ではより利便性の高い事業再生法制の整備が求められることとなったのである。こういった動向の一端として、近時においても、EU 加盟各国で事業再生法制の改正が行われている。後述するように、フランスでは、金融債権者のみを対象とした迅速な手続である金融迅速保全手続が 2011 年 3 月 1 日から導入されており、ドイツでは、まさに現在ドイツ連邦議会において事業再生法制の改正が審議されているところであり、今年中にも法改正が成されると言われている。本稿では、こうした欧州における事業再生手続の動向に注目する。

II COMI

1. COMI の概要

COMI は、クロスボーダーの倒産案件において管轄間で生じる紛争を解決するために、EU 規制で定められた概念である。なお、EU 規制はデンマークを除く EU 加盟国全てに適用される。

EU 規制の第 3 条では、会社の COMI が存在する加盟国の裁判所が、主要な倒産手続を開始する排他的な司法権を有し、これに準ずる手続のみ他の加盟国でも行うことができるとされている。しかし、EU 規制において COMI は明確に定義されておらず、本社所在地のように第三者から確認される場所といったガイダンスがなされているのみである。

この結果、COMI の概念は、各国において巧みに利用されてきた（ここから「COMI 移転 (COMI migration)」や「法定地漁り (forum shopping)」という概念が生じた）。つまり、債権者や債務者は、COMI を別の国に移すことで、より有利な倒産法制や手続を利用して、主要手続を行うようになったのである。

2. COMI の決定要素と移転のメリット

COMI の決定要素として、2003 年のデージーテック及び 2005 年のユーロフードの事例では、本社所在地以外の場所を COMI とするためには、客観的且つ第三者が確認できる

要素が必要とされた。デージーテックの事例では、最も重要な第三者は潜在的な債権者であるとし、ファイナンスが行われた場所や主要なサプライヤーとの契約が交涉及び実行された場所が、顧客に対するサービスの提供場所よりも重視された。

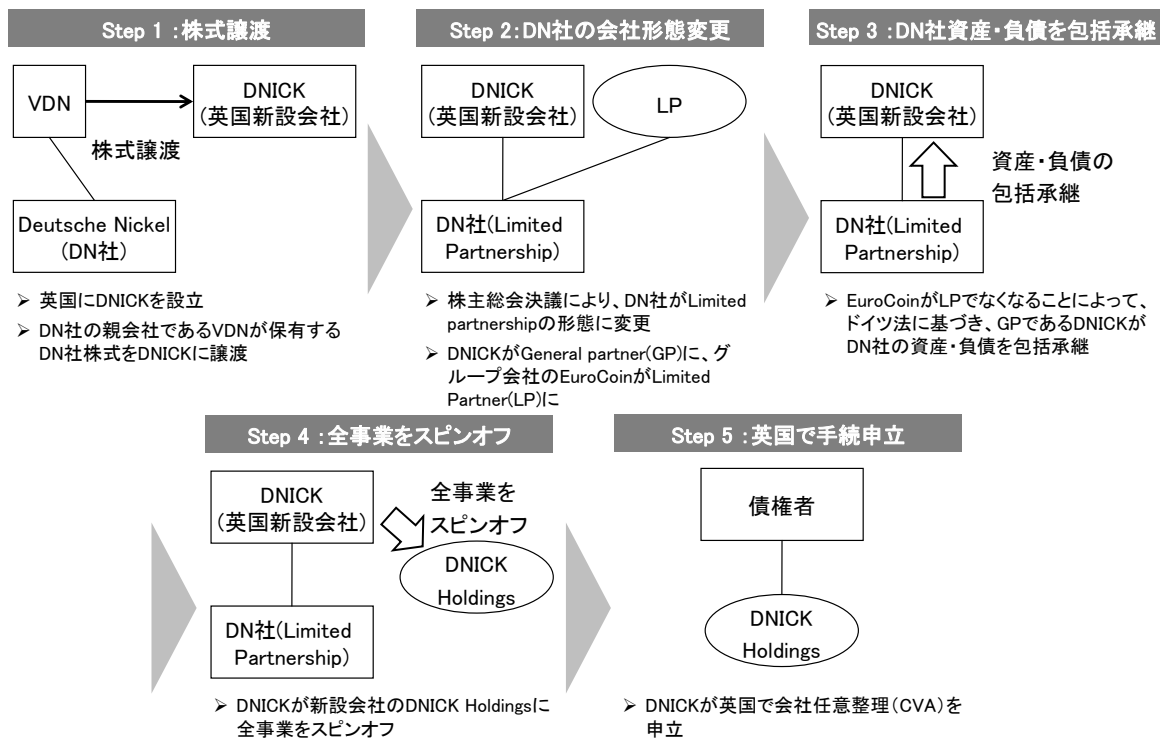
また、COMI 移転によるメリットは、利害関係者にとって最も有利な手続を利用した債務再編が可能となることである。管轄を選択する場合には、実績や手続遂行における透明性・熟練度・効率性・柔軟性等が考慮される。なお、特定の管轄における具体的なメリットとしては、反対債権者の再建計画への拘束（クラムダウン）、事前協議型手続の利用、利害関係者による管財人の指名、裁判所の関与の抑制等が挙げられる。

3. COMI の移転事例

COMI 移転に際しては、英国での手続を利用する事例が多いようである。その理由としては、後述するように、会社整理計画（Scheme of Arrangement, SA）や会社任意整理（Company Voluntary Arrangement, CVA）を利用することで、反対少数債権者をクラムダウンし、債務再編を行えることが挙げられる。

他の EU 加盟国の制度を利用するために再建手続直前に COMI 移転を行った初めての事例が、2004 年に窮境に陥ったドイツニッケルのリストラクチャリングと言われる。ドイツニッケルは、非鉄金属やコイン製造を扱っており、当時の売上高が約 250 百万ユーロ、

図表 1 ドイツニッケルによる COMI 移転スキーム



(出所) 各種公表資料より野村資本市場研究所作成

従業員数が約 1,300 人であった。厳格なドイツの制度では難しかった DES (debt equity swap) を、英国の手続である CVA を利用することで実施した。この時の COMI 移転の方法は、以下の通りである。まず株主総会によってドイツニッケルを Limited partnership に変更した。続いて、英国の新設会社が General partner となった上で、他の Limited partner が抜けることで、英国企業に資産及び負債が包括承継された。この段階で CVA を申立てることで、英国を COMI として手続を開始したのである。

その後もドイツの自動車部品メーカーであるシェフェネッカーなどが同様の手法で英国への COMI 移転を実施している。

III 英国（イングランド&ウェールズ）

1. 英国における事業再生手続の概要

英国における事業再生手続は 1986 年倒産法 (Insolvency Act 1986)、2000 年倒産法 (Insolvency Act 2000)、2002 年企業法 (Enterprise Act 2002)、2006 年会社法 (Company Act 2006) において定められている。中でも 2002 年の法改正は、それまでの事業再生手続に大きな影響を与えた。英国の事業再生手続には、SA、CVA、管理手続 (Administration) があり、SA 及び CVA は、管理手続と併用されることもある。なお、債権者による回収等が禁止されるモラトリアムが認められるのは、原則として管理手続のみである²。

英国における事業再生手続では、公的資格者である倒産実務家 (Insolvency practitioner) が重要な役割を果たし、裁判所の関与が限定的であることに特徴がある。また、任意手続である SA や CVA において、多数決により反対少数債権者をクラムダウンすることができることに加え、倒産手続である管理手続において、手続を主導する管理人 (Administrator) を、債務会社や債権者が実質的に決定できる点も特徴として挙げられる。

2. 各手続の概要

1) CVA

CVA は、債務会社の取締役が任意に開始することができる。この際、倒産実務家を整理委員 (nominee) に選任し、整理委員は再建計画案を調査した上で裁判所に報告書を提出することが義務づけられている。但し、管理手続において CVA が利用される場合には、管理人が申し立てることができ、裁判所への報告書の提出も不要である。

また、CVA では、無担保債権者集会と株主総会が招集され、債権者集会に出席した債権者が保有する債権額の 75% 以上、株主総会に出席した株主の額面の過半数の賛成により、それぞれ反対債権者と反対株主は再建計画に拘束される。

² CVA においても、小企業には 28 日間のモラトリアムが与えられる。

CVA は、裁判所の関与が極めて限定的であり、債権者集会も無担保債権者を 1 組として構成するため、手続が簡易であり、コストも小さい。一方で、原則として担保債権者の権利変更ができず、再建計画において債権者の種類に応じて処遇を変える等の対応が難しい。このため、債権者の構成が複雑でない中小企業で利用されることが多いようである。

2) SA

SA は、事業再生以外の M&A 等でも利用されることが多く、債務会社・債権者・株主が任意に開始することができる。裁判所の関与については、債権者集会の招集命令及び再建計画の認可が必要となるため、CVA よりは煩雑なものの、限定的である。

また、SA では、債権者及び株主の権利内容に応じて複数の集会が招集され、全ての組において出席者の過半数及び債権額の 75%以上が賛成すると、反対債権者及び反対株主は再建計画に拘束される。

SA は、CVA に比べて手続が煩雑でコストも高いが、担保権者も手続に含まれることに加え、債権者の種類に応じて処遇を変える等の柔軟な対応が可能となる。このため、債権者の構成が複雑な大企業で利用されることが多いようである。

3) 管理手続

2002 年企業法の施行前は、裁判所が管理人を任命していたが、同改正によって、浮動担保権者³あるいは債務会社やその取締役が管理人を任命し、裁判所に通知すれば、管理手続を開始することができ、モラトリアムが与えられることとなった。

一方で、EU 規制において倒産手続として扱われるのは、裁判所が管理人を任命する管理手続のみであるため、英国を COMI として EU 域内に効果を及ぼすためには、裁判所の認可を得る必要がある。

また、従来は浮動担保権者によって管理レシーバーの任命が認められており、管理手続中でも担保物を処分することが可能とされていたが、2002 年企業法の施行後に設定された浮動担保については、管理レシーバーの任命が禁止された。

4) プレ・パッケージ型管理手続

プレ・パッケージ型管理手続とは、管理手続において、管理人選任前に債務会社と買い手の間で企業資産の全部又は一部の譲渡に関する交渉を成立させた上で、管理人が選任されると同時又は直後に譲渡を実行する手続を指す⁴。

管理人には広範な権限が与えられており、債権者や裁判所の承認を得ずに、資産を売却することも認められている。こういった手法によって、事業価値の毀損を防ぎ、

³ 棚卸資産など時間の経過によって変動する全ての財産を担保とする債権者。

⁴ 英国の倒産実務家の監督官庁である Insolvency Service が定める倒産実務家の行動規範 Statement of Insolvency Practice の 1 つである Statement of Insolvency Practice 16 (SIP16) における記述を参照。

手続に要する時間やコストを抑制できる一方で、債権者の意見が反映されないなどの不透明な点が問題となる。このため、管理人は債権者全体の利益のために実施することを示せるよう準備する必要がある、適切な情報開示や第三者からの価値算定書の取得等が必要とされる。

IV フランス

1. フランスにおける事業再生手続の概要

フランスにおける事業再生手続には、倒産予防手続としての特別管理人手続（Mandat ad hoc）と調停手続（Conciliation）、そして倒産手続としての司法再建手続（Redressement Judiciaire）があったが、2005年に保全手続（Sauvegarde）が創設された。更に、2008年及び2010年には保全手続が改正され、これに伴い2011年3月1日から、金融債務変更のための迅速保全手続（Sauvegarde financiere acceleree）（以下、「金融迅速保全手続」）が導入されている。

フランスの事業再生手続の特徴として、伝統的に労働者の雇用が重視されてきたことに加え、倒産が汚辱（stigma）と見なされていることが挙げられる。また、非法律家で地元商工業の名士が無報酬で務める商業裁判所裁判官、公的資格者である司法管財人や企業清算人が手続に関与する。

なお、保全手続と司法再建手続の内容は類似しているため、本稿では司法再建手続の概要は省略する。両手続における最も重要な違いは、保全手続は倒産状態⁵にない債務会社が任意に開始するため、倒産手続と見なされないことに加え、債務会社の経営陣が経営を続けられるという点である。倒産手続に対して冷ややかな考え方が一般的なこともあり、これらの違いは非常に重要で、事業再生手続への早期着手の大きなインセンティブとなりうる。

2. 各手続の概要

1) 倒産予防手続（特別管理人手続、調停手続）

債務会社が窮境に陥った場合に、裁判所が指名した特別管理人や調停人の支援の下で、任意で秘密裏に行われる手続である。なお、調停手続は、倒産状態に陥ってからでも45日以内であれば開始することができ、自動的にモラトリアムは与えられないものの、調停手続中に債権回収等を行おうとする債権者に対して最長2年間の回収停止等を求めることができる。また、裁判所の承認を得た場合、調停手続期間中に債権者や第三者から拠出された新たな資金は、続く倒産手続において、他の全ての債権に対して優先される。

⁵ 流動資産に対して現金あるいは換金性の高い流動資産が不足している状態。

2) 保全手続

保全手続は任意の手続だが、モラトリアムが与えられ、EU 規制上も倒産手続として認識されるため、EU 域内に効果が及ぶ。一方で、手続を監督する監督裁判官等が指名されるため、前述の倒産予防手続と比べて裁判所の関与は大きいようである。

一定規模以上の会社⁶では、金融債権者と取引債権者の組が組成され⁷、出席者の額面総額の 3 分の 2 以上の賛成⁸により、再建計画は承認される。なお、裁判所は不同意債権者に対して最長 10 年の支払期限の延長等を命ずることができるが、債権放棄は強制することができない。

3) 金融迅速保全手続

金融迅速保全手続と保全手続との主な違いは、前者は金融債権者のみを対象とし、取引債権者の権利変更を行わないことに加え、裁判所は手続開始後 1 ヶ月⁹以内に再建計画の認可の可否を判断しなければならない点である。

このため、事業毀損や手続に要するコストを抑制することができる。但し、事前に調停手続を実施し、申立時点において期限内に債権者の同意を得られる見込みが必要である。

3. フランスにおける近時の主要事例

1) ユーロトンネル

ユーロトンネルは、英仏間の海峡トンネルとその関連事業を運営する企業であり、欧州 6 カ国に 17 のグループ企業が存在した。約 80 億ユーロに及ぶ負債を抱え、2006 年に入り債権者との間で協議を行ったものの、全債権者の合意を得ることができず、2006 年 6 月にパリ商業裁判所に保全手続を申し立てた。パリ商業裁判所は、2006 年 8 月に 17 社に関する保全手続の開始を決定し、その後の手続を経て、2007 年 1 月に再建計画を承認した。

本件はフランスの事業再生手続に大きな影響を与えた。まず、伝統的に COMI 移転に関して最も批判的であったフランスの裁判所が、その姿勢を変え、より柔軟なアプローチを受け入れることを明確にした点である。従来フランスの裁判所は、COMI は主として本店所在地であるとし、COMI 移転に対して柔軟な対応をとっていた英国を、EU 規制の目的に反していると激しく非難していた。しかし、本件ではフランス国外に本店を持つグループ会社も含めてフランスを COMI として保全手続を適用したのである。

⁶ 従業員が 150 人以上で、売上高が 20 百万ユーロを超える企業。

⁷ 2008 年の改正により、社債発行会社は社債権者の組も組成。

⁸ 2008 年の改正により、頭数要件は廃止された。

⁹ 更に 1 ヶ月延長可能。通常の保全手続では 6 ヶ月（最長 18 ヶ月）以内。

図表2 ユーロトンネルの財務リストラクチャリングの概要

(ボンド、ユーロともに百万単位)

		財務リストラクチャリング前 (2006/9/30時点)	財務リストラクチャリング後	
Senior and Fourth Tranche £187 and €261	}	Senior Facilities £140 and €141	Long Term Loan £2,840	
		Fourth Tranche £47 and €120		
Junior Debt £2,152 and €2,627	}	Tier 1A ⁽¹⁾ £740		Convertible Hybrid Notes £1,275
		Tier 1 ⁽²⁾ £221 and €468		
		Tier 2 ⁽²⁾ £400 and €720		
		Tier 3 ⁽²⁾ £791 and €1,439		
Infra-Junior Debt £859 and €1,499	}	Receivables Advances £159 and €445		
		Participating Loan Notes £424 and €639		
		Stabilization Advances/Notes £276 and €415		
Equity		Equity ⁽³⁾		Equity

(注) (1) £620 は金融保証会社であるエムビーアイイー・インシュランスによる保証付

(2) £232+ €365 はエムビーアイイー・インシュランスによる保証付

(3) 手続後の Equity を転換証券の完全希薄化ベースで 13% 分付与された

(出所) INSOL International 資料より野村資本市場研究所作成

また、本件は 2008 年の保全手続の改正にも大きな影響を与えた。社債権者を 1 つの組として社債権者集会を組成することや、債権者集会における頭数要件の廃止等の改正は、本件に起因しているようである。そして、こうした改正は、保全手続の効率性と利便性の向上に大きく貢献している。

2) オートディス/トムソン (テクニカラー)

フランスの自動車部品メーカーであるオートディスの再建は、フランスで初めてのプレ・パッケージ型手続と言われる。当社は、2006 年に投資銀行のインベストコープが、オートディストリビューショングループを LBO によって買収した際に、持株会社として設立された。2008 年の売上高は 10 億ユーロを超え、従業員は約 6,700 人、負債総額は約 750 百万ユーロであった。

本件では、2008 年の法改正が施行された 2009 年 2 月 15 日の 3 日後である 2009 年 2 月 18 日に保全手続を開始し、2009 年 4 月 6 日に再建計画に対する裁判所の認可を

得た。これは、調停手続により債権者等との間で事前協議を行うことで、保全手続開始後すぐに再建計画の合意に至ったことによるところが大きい。

また、本件がプレ・パッケージ型手続の道を開いたことで、同年 11 月 30 日には、フランスでユーロトンネルに次ぐ規模の再建手続であるトムソンによる保全手続が開始された。トムソンはコンテンツの制作・配給を行う世界有数の企業であり、負債総額は約 29 億ユーロに及んだ。プレ・パッケージ型手続を利用することで迅速に手続を行い、2010 年 2 月 17 日に裁判所から再建計画の認可を得た。

これらの 2 つの事例は、調停手続を利用して事前協議を行うことで、迅速な保全手続を可能にした。そしてこれらの事例が、2010 年の法改正による金融迅速保全手続の創設を促すことになったと言われており、フランスにおけるプレ・パッケージ型手続の道を開いたのである。

V ドイツ

1. ドイツにおける事業再生手続の概要

ドイツでは、債務会社または債権者によって倒産手続が申し立てられると、裁判所が管財人を指名するとともに個別の財産処分や債権回収を禁止する。そして、債権者集会を開催し、清算手続を行うか、倒産計画に基づく再建手続を行うかを決定する。この倒産計画の決定に際しては、債権の種類毎に組成される各組において、投票者の頭数と債権総額の過半数の賛成が必要となる。

ドイツでは、債務会社の取締役は、支払不能あるいは債務超過に陥った場合、3 週間以内に倒産手続を申し立てなければならず、この義務を怠ったことで損害を被った場合、取締役個人が賠償責任を負うこともある。また、管財人が裁判所の一存で決定されることが多いため、事前協議を進めることが難しいことに加え、株主総会決議がなければ株主の権利変更ができないため、DES などの財務リストラクチャリングを行うことが困難である。

このようにドイツの倒産手続は、債務会社や債権者にとって利用しづらい手続となっている。しかし、前述のドイツニッケルやシェフェネッカーのように COMI 移転によって海外で事業再生手続を進める企業が現れたこともあり、倒産法制の改革が促されることとなった。そして、2010 年 7 月 16 日にドイツ連邦政府が「企業再建を更に促進する法律 (Gesetz zur weiteren Erleichterung der Saierung von Unternehmen)」の草案を公表した。同法案は 2011 年 2 月 23 日に閣議決定され、本稿執筆現在 (2011 年 6 月末)、ドイツ連邦議会で審議されている。夏頃までに議会を通過し、その後まもなく有効になると見られている。

2. 「企業再建を更に促進する法律」の概要

今般の法改正は、倒産計画手続の予測可能性を高め、倒産計画手続の利用や早期の手続

開始を促すことを目的としている。主な改正内容として、倒産計画における株主の権利変更が可能となること、管財人の指名に対する債権者の影響力の拡大、自己管理手続の促進、といった点が挙げられる。

特に今般の法案では、裁判所は、一定規模の債務会社¹⁰においては、手続開始に伴って債権者委員会を指名しなければならない、債権者委員会が全会一致で管財人を推薦する場合、原則として推薦された管財人を指名しなければならない。このため、債権者委員会が債務会社の経営陣を管財人として推薦した場合には、原則として自己管理手続が行われることになる。これによって、管財人の決定に関する債権者の影響力が強まるとともに、手続の予測可能性が高まると見込まれる。これは、これまで管財人の予測可能性の低さ故に難しいとされていたプレ・パッケージ型手続が、ドイツにおいても普及する可能性を示している。

VI 日本の手続に対する示唆

このように、欧州では、EU 規制における COMI の概念をきっかけとして、各国が競って、自国の事業再生手続をより利便性の高いものにしようとしている。そして、こうした動きが事業再生手続の利用を促進し、債務会社の事業毀損の抑制に寄与しているという専門家の意見もある。

日本においても 2000 年以降、事業再生手続に関する法制度は大きく改善されてきている。法的整理に関しては、2000 年の民事再生法の施行及び 2002 年の会社更生法の大幅な改正により、米国チャプターイレブン型手続の導入を含め、手続の利便性が高められた。また、私的整理においては、2001 年の私的整理ガイドラインの創設や 2007 年の事業再生 ADR 制度の創設により、手続の公平性や透明性が向上した。事業再生実務の面では、2003 年に設立された産業再生機構や中小企業支援機構が先導する形で、日本における事業再生ビジネスの発展を促した。これに加え裁判所でも、早期着手による事業再建の促進を目的とし、手続の柔軟な運用が提案・実行されている。更に足元でも事業再生 ADR 制度の利便性をより一層高めるための法改正が進められている。

一方で、現在でも事業再生手続の申立が遅いために、事業毀損が大きくなり、事業再生が困難となる傾向があるといった問題点も指摘されている。要因として考えられるのは、事業再生手続の予測可能性が低く、手続が長期化傾向にある点である。実際に、米国のプレ・パッケージ型チャプターイレブンやフランスの金融迅速保全手続では申立から 1 ヶ月程度の手続期間が想定されているのに比べて、日本の法的整理手続では、民事再生手続でも 5 ヶ月程度、会社更生手続では 13 ヶ月程度が標準スケジュールと考えられている。また、私的整理において全ての債権者の合意が必要とされる点も、特に社債発行会社のように債権者が多数に及ぶ場合には、実務的な観点で事業再生の弊害となっている。

¹⁰ ①総資産が 2 百万ユーロ以上、②売上高が 2 百万ユーロ以上、③前年の平均従業員数が 10 名以上、のうち 2 つを満たす会社。

こういった問題点を解消する観点から、英国に見られる裁判所の関与の極小化や任意手続での多数決による反対少数権者の権利変更、フランスの金融迅速保全手続に見られる対象債権の範囲限定や手続期間の短縮の明確化、そしてドイツの改正案に見られる管財人の運用の明確化等は参考になるものと思われる。日本の会社更生法における DIP 型手続や商取引債権の保護など、既に運用面で取り入れられている事項に関して、法律改正等により予測可能性を高めることも検討に値しよう。

勿論、欧米各国の手法を単純に導入すればよいというものではない。しかし、事業再生手続は各債務会社の状況によっても多様であり、様々な手法を利用できるようにすることで、状況に適した対応が可能となる。そして、こうした事業再生手続の利便性向上が、手続の利用促進を通して、経営資源の円滑な移動を促し、経済全体の活性化にも繋がると考えられる。