

INTERNATIONAL INSOLVENCY PRACTICE NEWSLETTER

TOPICS

1. 偏頗弁済等を受けた者から債権を譲り受けた者が届け出た債権の不認容
2. チャプター11手続における担保価値の評価方法
3. 《EU倒産法事情》スペインの力強い産業分野における資産取引の機会

偏頗弁済等を受けた者から債権を譲り受けた者が届け出た債権の不認容

米国連邦倒産法（以下「倒産法」）においては、債権届出がなされた後に、債権認否手続が行われることとなります（倒産法 502 条）。債権認否手続では、利害関係人が異議を申し立てない限り、債権が認容されたものとみなされます（倒産法 502 条(a)）が、管財人が財産の返還を求めることができる相手方及び否認の対象となり得る偏頗弁済等を受けた相手方が有する債権については、当該相手方が返還に応じない限り、全ての債権を不認容としなければならないとされています（倒産法 502 条(d)）。裁判例によれば、本規定の立法趣旨は、管財人への財産返還を求める裁判所の命令を確実に遵守させる効果を意図したものであるとされています¹。

一方、経営危機に瀕した会社に対する不正常債権の取引市場は、近年ますます成長しており、多くの倒産手続の事例においても、こうして取引された債権の扱いが問題とされています。しかし、管財人が財産の返還を求めることができる相手方や偏頗弁済等を受けた者については倒産法 502 条(d)が適用されることは明らかであるのに対し、これらの者から債権を譲り受けた者についても同条項が適用されて債権が不認容とされるかという点については、必ずしも明らかではありません。そ

のため、このような不正常債権を譲り受けた者にまで同条項を適用し債権の不認容というリスクを負わせるのが妥当であるか、適用すれば取引の安全を害することにならないかということが、倒産法 502 条(d)の「いかなる主体のいかなる債権 (any claim of any entity)」をも不認容とするという文言の解釈に絡んで問題とされてきました。

この問題については、倒産法 502 条(d)はあくまで管財人が財産の返還を求めることができる相手方や偏頗弁済等を受けた者の本人にのみ適用があり、そのような者から債権を譲り受けた者には適用されないという見解と、かかる債権の譲受人にも倒産法 502 条(d)の適用があるという両説があり、いずれも有力に主張されてきました。前者の立場からは、譲受人が十分なデューディリジェンスを実行しても譲渡人に倒産法 502 条(d)が適用されるリスクが存在することを知り得なかった場合にまで、譲受人が譲受債権の不認容というリスクを負わされるのは不合理であるという指摘がされています。その結果、倒産法 502 条(d)の「いかなる主体のいかなる債権」とは、あくまで管財人との関係で上記の返還義務を負う者の有する債権のみを意味し、当該債権者から譲り受けた債権は含まれないという意味に解釈されます。これに対し、後者の立場からは、一般的に譲受人は不正常債権の取引に精通しており、特に倒産法第 11 章の手続（以下「チャプター11 手続」）の申立て後に債権を譲り受けたような場合には、偏頗弁済等による否認取消しの可能性を常に認識しているものと評

¹ *In re Davis*, 889 F.2d 658 (5th Cir. 1989)

価することができること、及び倒産法 502 条(d)の文言が「債権者」ではなく「債権」を捉えてその回収に制約を設けていることから、同条項は当該債権が転々譲渡されたとしても随伴していくという意味に解釈されることとなります。

こうした論争をめぐる、米国の裁判所は以前から様々な判断を示しており、特にこの 10 年間は注目すべき判決が相次いでいることから、市場関係者も裁判例の動向に対して細心の注意を払ってきました。そうしたところ、2012 年 5 月 4 日、KB Toys という会社のチャプター11 手続において、倒産裁判所²は、債務者から偏頗弁済を受けた者が有する債権につき、当該債権を申立て後に譲り受けた者が当該債権の届出を行ったのに対し、以下のように述べて、倒産法 502 条(d)に基づき当該債権を不認容とする判断を下しました。

まず、現在の倒産法 502 条(d)の前身である旧倒産法 57 条gが、「認容の制限は債権に随伴する」ものとして、譲渡が行われた場合には譲受人の債権届出を不認容とすることを要求していたことを指摘し、かつこれまでの裁判例³の中でも、債権の譲受人は譲渡債権につき譲渡人から不認容の負担を承継すると判示するものが多数存在することにも言及しています。また、倒産法 502 条(d)の文言が、「債権者」ではなく「債権」とされていることから、制限は債権そのものに結びついて随伴すると解釈することができるとしています。

また、倒産法 502 条(d)を債権の譲受人にも適用することに否定的な過去の裁判例⁴の中では、債権

² *In re KB Toys, Inc.*, 470 B.R. 331 (Bankr. D.Del. 2012)

³ *Swarts v. Siegel*, 117 F. 13 (8th Cir. 1902), *In re Metiom, Inc.*, 301 B.R. 634 (Bankr. S.D.N.Y. 2003); *Enron Corp. v. Springfield Associates, L.L.C.* (*In re Enron Corp.*), 2005 WL 3873893 (Bankr. S.D.N.Y. Nov. 28, 2005); *Enron Corp. v. Avenue Special Situations Fund II, LP* (*In re Enron Corp.*), 340 B.R. 180 (Bankr. S.D.N.Y. 2006) など

⁴ 代表的なものとして、倒産法 502 条(d)により債権が不認容とされるリスクは、債権自体に付随するわけではない人的な事由であるとした上で、「アサインメント」形式と「セール」形式での債権譲渡を分けて考えるという立場を示したいいわゆる *Enron II* 判決 (*Enron Corp. v. Springfield Associates, L.L.C.* (*In re Enron Corp.*), 379 B.R. 425 (S.D.N.Y. 2007)) があります。同判決では、不正常債権の取引市場においては売主が匿名である場合があり、債権が不認容とされた場合のリスクを現実に売買代金に

の譲受人に対して譲渡人の行動に起因するリスクを負わせることは、債権取引市場を崩壊させることになるという懸念が示されていましたが、これに対しても反論を行っています。すなわち、そもそも債権を購入する者は、契約を締結する前に十分なデューディリジェンスを行う能力を有しているのであり、また、たとえデューディリジェンスが行われなかったとしても、今日の債権市場における買い手は、偏頗弁済や不正譲渡に起因して発生する否認取消しの可能性を、少なくとも抽象的には十分に認識しているのであるから、それにも関わらず債権を譲り受けた者に対して倒産法 502 条(d)を適用したとしても、債権市場の崩壊を招くなどと言うことはないとしています。

さらに、KB Toys の事例では、チャプター11 手続が既に存在していたことから、譲受人は譲受債権の否認取消しの具体的な可能性を認識し得たことを指摘しています。また、当該譲受人は、ごく限定的なデューディリジェンスを実施しさえすれば、譲受債権が不認容とされる可能性を認識することができ、売買価格の交渉における不認容の可能性を売買価格や補償条件に反映させることが十分に可能であったとも述べています。その上で、こうした状況でもなお債権を認容することは、債権の譲渡人と譲受人が相通じることにより倒産法 502 条(d)の適用を不当に回避できる結果を招いてしまうと指摘しました。

この倒産裁判所の判断は、譲受人が連邦地方裁判所に上訴したことから、未だ確定的な判断とはなっていません。また、同決定の判断はあくまで取引債権にのみ言及しており、その他の手形、社債のような流通債権にも適用されるかについては言及されていないことから、これらの債権にも同趣旨の論理が適用されるかは不透明な状況です。

しかし、この倒産裁判所の判断により、不正常債権の取引市場における買い手が一定のリスクを抱えることが改めて浮き彫りになったことは間違

(continued...)

織り込むことが困難であることを理由に、そのようなことが起こり得る「セール」形式の場合の譲受人には倒産法 502 条(d)は適用されないという見解を示しました。

いありません。それゆえ、かかる債権の購入を検討する者は、債権譲渡契約の中に債権が不認容とされた場合の補償条項を入れておくことが重要であり、また債権が不認容とされるリスクを反映させた価格での取引を行うことも不可欠であろうということを、改めて肝に銘じるべきでしょう。

CHAPTER 11 手続における担保価値の評価方法

米国連邦倒産法（以下「倒産法」）506条(a)は、担保権等が付されている債権について、その担保目的物の価値と同等の部分までは担保付債権として扱われるものの、担保目的物の価値を超える部分は無担保債権として扱われる旨を規定しています。しかし、同条項は、ここで言う担保目的物の「価値」について、「評価の目的並びに予定されている処分方法及び使用方法を考慮して決定される」と規定しているものの、裁判所が採用すべき具体的な評価方法には言及していません。そのため、「価値」の解釈や担保価値の評価方法を巡って倒産裁判所の判断が分かれています。

こうした中で、近時、第3巡回区控訴裁判所は、506条(a)における担保目的物の「価値」とは再建計画認可日における公正市場価格を意味すると判示し、再建計画の履行の過程で担保目的物に関して得られる収益についても担保目的物が有する価値の一部として含めて評価すべきとする、一部債権者グループの主張を退けました⁵。本件の事案は、以下のとおりです⁶。

Heritage Highgate, Inc.及び Heritage Twin-Ponds II, L.P.（以下合わせて「本債務者」）は、米国ペンシルヴァニア州の住宅地開発プロジェクト（以下

⁵ 我が国の会社更生法に基づく更生手続においては、担保権が付されている更生手続開始前の原因に基づいて生じた債権について、その担保目的物を更生手続開始時点を基準時として時価評価し、債権のうち時価評価された担保価値の範囲内の部分は優先弁済を受けられる更生担保権として扱い（会社更生法2条10項）、かかる範囲を超える部分は一般の更生債権として扱っています（会社更生法2条8項）。なお、更生手続開始後に担保目的物の価値が上がったとしても、更生担保権とされる範囲に影響することはありません。

⁶ *In re Heritage Highgate, Inc.*, 679 F.3d 132 (3d Cir. 2012)

「本プロジェクト」）の事業者であり、本プロジェクトのために銀行団や Cornerstone Investors という投資グループ（以下「Cornerstone」）から融資を受けていました。そして、銀行団と Cornerstone からの融資の返済を担保するために、本債務者が有するほぼすべての資産に抵当権が設定されました。その一方で、Cornerstone は、銀行団と債権者間契約を締結し、自らの債権を銀行団の債権に劣後させることに合意していました。

本債務者は2009年1月20日、倒産法第11章の手続（以下「CHAPTER 11 手続」）の申立てを行い、直後に、本プロジェクトを完了させた場合に得られる収益を原資として債権者に弁済を行う旨の再建計画を提出しました。

本債務者はCHAPTER 11 手続の中で、中立的な評価会社に対して、完了により得られる収益を含む本プロジェクトの評価額算定を依頼し、評価会社が2009年2月時点の公正市場価格に基づく評価額を算出したところ、本プロジェクトの評価額は1500万ドルとなり、銀行団が保有する債権（1200万ドル）と Cornerstone の債権（120万ドル）の合計を上回っていました。

しかし、無担保債権者で構成される債権者委員会（以下「本委員会」）は2009年9月、Cornerstone の担保付債権額の査定を求める申し立てを行い、本プロジェクトの評価額は、本債務者が住宅地をいくつか売却処分したこともあり、現在では約954万ドルにまで下落したと主張しました。この金額は銀行団の債権額をも下回っていることから、銀行団の債権に劣後する Cornerstone の債権は全額無担保ということになってしまいます。

これに対し Cornerstone は、本プロジェクトを評価する際、裁判所は再建計画で予定されている本プロジェクト完了の結果として得られる収益についても、本プロジェクトの評価額の算定根拠に含めるべきであると反論しました。つまり、本債務者は、再建計画下においても住宅地の開発と売却により本プロジェクトを継続する見通しであることから、Cornerstone は自らの担保付債権額の算出も本プロジェクトにより本債務者が得る収益を考慮して行うべきであり、このような再建計画の内容に忠実な評価を行ってこそ、506条(a)の「予定

されている処分方法及び使用方法を考慮して」という文言に合致すると主張したのです。このような主張を前提とすると、Cornerstone の債権は担保価値の範囲内ということになり、全額が担保付債権ということになります。

その後、本債務者の再建計画が 2010 年 3 月に認可されると、倒産裁判所はその翌月、本委員会の上記申立てについて決定を下し、本委員会の主張を受け入れて担保目的物の評価は再建計画認可日における公正市場価格に基づいて行われるべきとして、Cornerstone の担保付債権額をゼロとする判断を示しました。地方裁判所も、抗告審において倒産裁判所の判断を支持しました。

これを不服とした Cornerstone はさらに上訴しましたが、第 3 巡回区控訴裁判所も、再建計画で予定されている収益は考慮せず、再建計画認可日における公正市場価格を基準とすべきと判断しました。第 3 巡回区控訴裁判所は、その理由として本プロジェクトの収益見通しは再建計画の実行可能性を検討する目的で作成されたものであり、その実現には今後本債務者の時間と労力が費やされることになるところ、これにより実現する利益を再建計画認可日において担保権者が享受できると考えるべきではなく、担保価値の評価はあくまで再建計画認可日の時点を基準として現実的な方法に基づいて行われるべきであると述べています。また、「予定されている処分方法及び使用方法」という文言との関係については、再生型手続において担保目的物の継続的な使用・収益が予定されている場合、実際に行われることのない担保目的物の仮想的な競売価格を基準とするのは妥当でなく、再建計画で予定されているのと同じ使用方法を

前提とした再調達価格により担保目的物を評価することこそ、担保目的物の予定されている使用方法に最も忠実であると指摘しています⁷。

なお、清算に関する倒産法第 7 章の手続（以下「チャプター7」）に関する Dewsnap 事件では、連邦最高裁判所は、担保目的物が売却され、当初の評価額以上の売買代金が得られた場合、かかる価値増加分についても担保権者が配当を受けることができることと判示していました⁸。しかし、第 3 巡回区控訴裁判所は、他の多くの裁判例と同様に、担保目的物が継続的に使用・収益されるチャプター 11 手続は担保目的物をも処分して清算するチャプター 7 手続とは異なるため、担保目的物の価値増加分について担保権者が優先的に配当を受けることにはならず、無担保債権者の配当原資になると判示しています。

担保価値の評価は、倒産事件の様々な場面で行われるものであり、評価の方法も時期も、事件の性質や評価の目的に応じて変化に富むものになります。本件は、チャプター 11 手続に関して 1 つの先例を提供するものですが、唯一絶対の基準を示すものではなく、他の裁判所による判断の蓄積にも引き続き注目していく必要があります。

⁷ 連邦最高裁は、個人再生に関する倒産法第 13 章の手続において担保価値の評価方法が争われた事案 (*Associates Commercial Corp. v. Rash*, 520 U.S. 953 (1997)) で、予定されている使用方法のために類似の物件を取得することにかかる費用、即ち再調達価格により担保目的物を評価すべきと判断しています。

⁸ *The U.S. Supreme Court's holding in Dewsnap v. Timm*, 502 U.S. 410 (1992)

《EU 倒産法事情》

スペインの力強い産業分野における資産取引の機会

資金調達の困難さが、スペインにおける自動車、医療、食品、飲料及び娯楽といった力強い産業分野における資産及び事業部門を買収する魅力的な機会を拡大させています。

他の法域におけるプレパッケージ型の事業再生と同様に、スペインの立法者は、最近、窮境にある会社が関連する事業部門を買収する旨の拘束力あるオファーの書面を携えて倒産申立てを行うことを許容する、より迅速且つ柔軟なメカニズムを承認しました。対象会社を特定した投資家は、いくつかの恩恵を受けつつ資産取引を迅速に実行すべく、この新たなメカニズムを利用することができます。

従って、取引の承認を受けることにより、資産取引に関係する契約は効力を有効に存続し、且つ、一般的には、特に租税債務を含む債務及び担保権は引き継がれません。しかし、有担保債権の額と同様に、労働債務及び退職金債務の額に関しては、綿密な分析が必要となるでしょう。

(Jones Day マドリッド事務所 弁護士 Juan Ferré / 翻訳 : Jones Day 東京事務所)

外国法共同事業・ジョーンズ・デイ法律事務所

〒105-0001 東京都港区虎ノ門四丁目1番17号 神谷町プライムプレイス
 電話 03-3433-3939
 FAX 03-5401-2725
 WWW.JONESDAY.COM

世界各国のジョーンズ・デイのオフィス

アーバイン	アトランタ	クリーブランド	コロンバス	サンディエゴ	サンフランシスコ
シカゴ	シリコンヴァレー	ダラス	ニューヨーク	ピッツバーグ	ヒューストン
ボストン	ロサンゼルス	ワシントン	メキシコシティ	フランクフルト	ミュンヘン
デュッセルドルフ	ロンドン	パリ	ミラノ	アムステルダム	ブリュッセル
マドリード	モスクワ	北京	上海	台北	香港
東京	シンガポール	ドバイ	サウジアラビア	シドニー	サンパウロ

編集責任者：	弁護士 佐藤 りか	(rsato@jonesday.com)
	弁護士 森 雄一郎	(ymori@jonesday.com)
編集者：	弁護士 棚澤 高志	(ttanazawa@jonesday.com)
	弁護士 広重 隆司	(thiroshige@jonesday.com)
	弁護士 大平 勇介	(yohira@jonesday.com)
	弁護士 川崎 邦宏	(kkawasaki@jonesday.com)
	弁護士 高橋 俊昭	(ttakahashi@jonesday.com)
	弁護士 大山 剛志	(toyama@jonesday.com)
	弁護士 徳本 尚子	(ntokumoto@jonesday.com)
	弁護士 西山 誠一	(snishiyama@jonesday.com)
	弁護士 花田 裕介	(yhanada@jonesday.com)

本ニュースレターに含まれる情報は、特定の事実や事情に関する弁護士の法的なアドバイスではないことをご留意ください。本ニュースレターは著作権による保護の対象となります。弊事務所の事前の許可なく複製、転載、変更、翻案、翻訳、再配布等することはできませんのでご注意ください。本ニュースレターを使用することによって生じ得るいかなる損失に対しても弊事務所は責任を負いません。