

韓国の回生手続におけるM&A技法（テクニック）の発展 —裁判所の実務変化を中心に¹

Lim, Ji Woong

1. はじめに

債務者は、場合によっては、回生手続開始申立する前にすでに不渡りなどの影響で急激に信用度が下落し、既存の取引関係が壊され、有能な従業員が離脱するなど、企業価値が大きく毀損されることで、事業全体または一部において正常的な回生手続の進行が難しくなる可能性がある。倒産の衝撃は債務者の企業価値の下落につながり、そのうちに清算価値が継続企業価値を上回る結果を招く危険がある。このような場合債務者は回生計画が認可される前の段階でM&Aを行うことで倒産の衝撃を最小化し、迅速に事業を再建する必要がある。

なお事業の継続を内容とする回生計画が認可された場合でも、長期間の景気の悪化など回生計画作成当時には予測できなかった諸事情により現時点において回生計画がきちんと遂行できることが期待できない場合もある。この場合、売却可能な事業部門を譲渡したり、大規模の新株発行で回生債務を早期に弁済したりする方法で、債務者の事業を効率的に回生することができる。このように、M&Aは債務者の回生を迅速で効率的に達成できる有意味な手段になれる。

2000年代以降、韓国の裁判所は企業回生手続におけるM&Aを積極的に進めてきた。最初は原回生計画が認可され可決期間の制限がない状態で時間的な余裕を持って進行する認可後のM&Aが多かった。しかしこのような認可後のM&Aは、2回の回生計画を経ることによって債権者の権利が大幅に制限されることが多い点、また債務者も長期間回生手続に入ることによる不利益を甘受するしかない点などがデメリットとして指摘されてきた。

韓国の裁判所はその後数年間、回生手続においてM&Aを進めた経験を踏まえて、認可後M&Aのデメリットを改善し、手続の公正と効率を同時に考慮した柔軟な手続きの運営のために、認可前の回生手続開始の段階から企業の回生のために必要であれば積極的にM&Aの進行を試みるようになった。実際に近頃は認可前のM&Aが持続的に増加している。

一方で財政的な困難に陥った債務者会社に対するリストラクチャリングの必要性を鑑みて、倒産事件を専門的に処理する特別裁判所が必要であるという国民の要求に応えるために、2017. 3. 1. 韓国の倒産専門法院としてソウル回生法院が開院した。回生法院が開院した以来、裁判所は韓国型のPre-packaged Plan、Stalking Horse方式によるM&Aなど、様々な方式によるM&A技法を活用することで、回生手続におけるM&Aがより活性化されており、その進行も迅速に行われるようになった。

¹ 本稿は、白淑種、「回生手続におけるM&Aの効率的な活用」、法曹2017. 10. そして、2018年の倒産法分野研究会のセミナー資料を参考に整理したものである。

ここではこのような韓国裁判所の実務変化を中心に、今まで行われた回生手続におけるM&A技法の発展の方向を概観し、最近導入された韓国型Pre-packaged PlanとStalking Horse方式によるM&Aの技法に関して簡単に紹介することにする。

2. 認可後M&Aから認可前M&Aへ

ア. 過去の回生手続における認可後M&A

ソウル回生法院の設立以前、回生事件を担当していたソウル中央地方法院破産部は、旧会社整理法の基においても整理会社のM&Aを整理手続運用の主要方針として定め、2000年以降M&Aを積極的に進めてきた。これは10年間の回生期間に管理人が会社を経営し回生計画の遂行を完了することで回生手続を終結させるのは現実上に極めて困難であるという批判的な認識と、売却可能な事業部門を譲渡し大規模の新株発行によって新規資金を調達することで、整理債務を早期弁済し新しい経営者を確保することが、整理会社の回生だけではなく債権者と従業員などの利害関係人に対しても利益になるため、M&Aが回生計画の遂行に必要な弁済資金の調達と責任ある経営者の確保できる方法として現実的であると判断したからである。

ただ当時のM&Aは基本的に認可後の変更回生計画を成立させるためのものであったため、認可後M&Aが多かった。回生計画認可前は届出がない債権に対しては失権の効力が生じないので、投資者としては予測できない簿外債務または偶発債務の発生可能性を完全に排除することができず、また回生計画認可前は企業の組織が完全に整備されていないため投資者の関心を引くことが難しく、整理債権者たちの同意を得られるほどの多額の引受金を提示する投資者を探すことは困難であるとの認識があったからであると思われる。現状では裁判所が選任した調査委員の調査報告書が提出されて初めて最低売却価格を算出するための企業の清算価値がわかるが、通常、回生手続開始決定時から調査報告書の提出までは相当な時間がかかるので、認可前M&Aを進行できる十分な時間的余裕がない点も考慮されていたと思われる。

イ. 認可前M&Aの活性化

2000年以降、裁判所の回生手続におけるM&Aの実績も増えて、その根幹である回生制度も発展し続けてきた。早期に回生手続を終結することで債務者会社を市場の競争システムに復帰させ、様々な不利益から逃れることができるようにするのが、最終的には債務者会社の再建に大きな助けになるとの認識が広がった。

一方、回生手続の早期終結が定着しているにもかかわらず回生計画認可後早期に終結できずにM&Aを進めるといのは、何らかの理由で原回生計画の遂行が困難であることを意味する。これは、債務者の営業が原回生計画の成立当時の予想より悪化し、債務者の企業価値が下落したことを意味するため、このような状況でM&Aの成功を期待することは難しくなる。もしM&Aが成功したとしても、変更回生計画においてほとんどの場合、すでに原回生計画で縮小された債権者（主に回生債権者）の権利がさらに縮

小さされる。したがって回生債権者の権利は元々認められた債権額よりも著しく低下する結果になるので、回生債権者としては不満を持つしかない仕組みである点など、認可後M&Aには様々な難点があった。

上記のような認可後M&Aの難点を克服する必要がある、また回生手続の根本的な目標は債務者の再建を成功させることであるため、回生手続の公正さだけでなく効率も重要であるとの認識の転換もあって、回生手続においてM&Aを進行する裁判所と手続に参加する利害関係者は、変更回生計画案に関する関係人集会の可決期間の中で、認可前M&A手続の進行することに積極的になった。

さらに回生法院の開院以降、回生手続におけるM&Aにおいて韓国型Pre-packaged PlanとStalking Horse方式など、より多様で柔軟な方法を積極的に導入し活用するようになり、従来の認可前M&Aのデメリットとして挙げられていた時間的制約を克服し、適切な引受希望者がある場合早期にM&Aを進めることで、適切な第三者に債務者会社を売却し、その代金を債権者に分配することができて、債権者たちの債権満足と債務者会社の迅速な回生を図るといふ回生手続の目的により符合する方向に実務運用が行われるようになった。

ウ. 最近の回生手続におけるM&Aに関する統計的分析²

2014. 2. ～2017. 2. の3年間、ソウル回生法院に申立てられた法人の回生事件を対象としてM&A進行状況を調査した結果、認可後M&A手続より認可前M&A手続が進行した事件数ははるかに多く、回生手続の初期段階からM&Aを進行する方向へと実務運用が変化していることがわかる。

一方、M&Aが成功した事件を対象に回生債権の弁済率を見てみると、認可後M&Aの場合、原回生計画および変更回生計画を経ているので、その結果、回生債権者たちは平均的に届出時に認められた債権額の約10.4%の弁済を受けた。その反面認可前M&Aの場合、平均的な弁済率は19.32%で、認可後M&Aより高いと分析されている。そして原回生計画の認可以降手続進行にかかる期間は、認可後M&Aの場合、原回生計画の認可以降M&Aを経て変更回生計画が認可されるまで平均445日（原回生計画認可以降M&Aの許可時まで平均193日＋M&A許可時から変更回生計画の認可時まで平均252日）がかかる。その反面認可前M&Aの場合、開始決定があった時から認可決定があった時まで平均302日を要しており、認可前M&A手続が回生手続の迅速さという面において優位にあると分析されている。

上記のような分析結果を鑑みると回生手続においてM&Aが‘成功する場合、最近裁判所が積極的に運用している認可前M&Aが、従来の認可後のM&Aと比べて、債務の多くが早期に弁済されて弁済率も相対的に高いという点が債権者たちの利益につながる。また債務者にも、短期間で回生手続が終結され早期に正常企業に復帰し事業を営むこと

² 具体的な統計分析の資料は、前掲1. 白淑種、245、259－262頁参照

ができるという点で利益になる。

3. 回生手続におけるM&A手続における韓国型Pre-packaged Plan

ア. 意義

Pre-packaged Plan手続は、私的債務調整手続と法的回生手続が混合したもので、私的債務調整手続では不同意の債権者を拘束する方法がないという問題点を解決し、回生手続の迅速な進行と終了を図るため、1978年アメリカ連邦破産法の改正時から導入され、現在も頻繁に利用されている制度である。具体的には、アメリカ連邦破産法第11章の再建手続開始の申立て前に予め再建計画案 (reorganization plan) を作成し、債権者たちに事前に同意するように勧誘する。そして第11章の規定による再建計画案の可決に必要な数以上の債権者たちに事前同意を得て、第11章の再建手続の申立てをすると同時に再建計画案を裁判所に提出することで、裁判所から早期に再建計画に対して認可を得ることができる。

結局Pre-packaged Plan制度は債務者と債権者が回生手続開始の申立ての前に新規資金支援等の協議を通じて、回生手続の進行に必要な事前計画案を作成して回生手続開始の申立てをすることで、裁判所は迅速で効率的に回生手続を進行し、短時間で事前計画案を認可することができる。また、債務者は新規資金支援を受け、認可された回生計画を遂行することで、回生手続を早期に終結し、財務構造が改善された会社として、新しい出発ができる制度である。

イ. 回生手続におけるM&Aにおいて韓国型Pre-packaged Plan制度の活用

回生手続においてM&Aが成立されると、管理人がこれを基に回生計画案を作成し、関係人集会の議決を経て、裁判所の認可を得ることになる。しかし、回生手続開始の前に譲受人が選定され、これを基に回生計画案が作成、若しくは作成の段階に入った場合、これを事前に提出させることで回生手続におけるM&Aをより迅速に進行することができる。

債務者回生および破産に関する法律第223条は、債務者の負債の2分の1以上の債権を有する債権者又はその債権者の同意を得た債務者が回生手続開始の申立てがあった時から回生手続開始前まで回生計画案を作成して裁判所に提出することができる (第1項)。事前計画案を提出した債権者以外の債権者は回生計画案の決議のための関係人集会の期日の前日まで、又は裁判所が定めた期間初日の前日までその事前計画案に同意するとの意思表示を裁判所にすることができる (第3項)。このように事前計画案を提出した、又は事前計画案に同意するとの意思表示をした債権者は、決議のための関係人集会においてその事前計画案の可決に同意しているものと見做されると定めている (第7項)。

上記の規定によると、一定の要件を満たした債権者は回生手続開始以前に成立したM&Aの内容に基づいて事前回生計画案を作成し、回生手続開始の前に裁判所にこれを提

出することができる。またこれを可決するための関係人集会の手続きも簡易になり、アメリカのPre-packaged Plan制度のように、回生手続におけるM&Aを迅速に進行することができる。

ソウル回生法院は、上記の条項を根拠に、2018年に初めてPre-packaged Plan制度を活用した回生手続における認可前M&Aを進行した。迅速な手続進行と費用の節減という制度の趣旨から、事前計画案を提出する場合、すでに会計法人の実査およびそれによる調査報告書が作成され提出されるという点などを鑑み、調査委員は選任しても既存の実査資料と実査結果を検討し、その適正性の有無および回生計画案の遂行の可能性に対する検討のみとその調査範囲を限定して進行した。

その結果、実際に回生手続の開始決定から回生計画の認可まで47日、回生手続の開始から回生手続の終結まで85日、回生計画の認可から回生手続の終結まで38日、回生手続開始の申立てから回生計画の認可までは71日、回生手続開始の申立てから回生手続の終結まで108日が所要されており、M&A手続は効率的に進行されたと評価できると考える。

4. Stalking Horse方式によるM&Aの活用

ア. 意義

Stalking Horse方式によるM&Aとは、売却公告の前に引受希望者と条件付引受契約を締結した後、公開入札を通じて公告前の引受希望者が提示した引受条件を上回る条件を提示する入札参加者があればその入札参加者が最終譲受人になり、上回る条件を提示する入札参加者がなければ公告前の引受希望者が最終譲受人として決定される売却方式で、随意契約と公開競争入札の長所を合わせたM&A方式である。

Stalking Horse方式によるM&Aは回生債務者に対するM&A手続はもちろん、債務者の営業や資産などを譲渡する場合にも利用できる。回生債務者に対するM&A手続の場合、回生手続における一般的なM&Aと同じく、回生計画の認可前M&Aと認可後M&Aの両方において利用することができる。

イ. 事前売買契約の締結および内容

Stalking Horse方式によるM&A手続は、管理人等が裁判所にM&A又は資産の売却許可の申請をする前に公告前の引受希望者と事前の売買契約を締結する以外には、その進行において一般的なM&A若しくは資産の売却手続と相違はない。

事前売買契約は管理人が裁判所に対して売却手続進行許可の申請をするまで、必ず締結が確定される必要はない。また売却主幹事（アドバイザー）の選定以降、具体的な売却戦略を検討する際にその内容が修正される可能性もある。ただ、売却公告まではその内容が確定しなければならない。そしてその契約の内容は裁判所の許可を得なければならない。事前売買契約締結の方式は、公告前の引受希望者が単数である場合は随意契約の方式で行われるが、複数の場合は制限競争入札の方式で行うこともで

きる。

事前売買契約には、一般的なM&A、営業譲渡、資産売却に関する内容以外に、事前売買契約の締結以降入札手続において公告前の引受希望者ではない他の入札参加者が最終譲受人になる場合、事前売買契約の効力を消失させるための解除条件付契約であることを明示する内容が含まれる。そして事前売買契約において定めた買収金額の5%ないし10%程度の金額を契約履行保証金として予納し、事前売買契約が最終的に承認されたあとも公告前の引受希望者がこれを履行しない場合は、債務者がその契約履行保証金を没取することができるという契約履行保証金条項が含まれる。

また事前売買契約には、一定の金額又は一定の範囲の金額をブレイクアップ・フィー (break-up fee) として約定し、その後の売却手続において、公告前の引受希望者ではない他の入札参加者が最終譲受人になった場合、公告前の引受希望者が売却目的物の買収代金からブレイクアップ・フィーを受領する権利を持つという内容が含まれる。ちなみにブレイクアップ・フィーは実務上買収金額の3%程度である。これは公告前の引受希望者が売却対象の引受のため事前に投入した時間と費用に対して一定の補償をする必要性があり、事前売買契約において公告前の引受希望者と定めた買収代金の適切性を担保し、売却手続への参加を高める必要性があるための方策である。

ただ、実務上売却対象の目的物の規模がそれほど大きくない事件において、債務者の営業が正常に行われない場合や、以前の手続きにおいて調査廃止の決定を受けた後再度回生手続開始の申立てをしてStalking Horse方式による売却を進行する場合、何度かM&A手続において流札された後にStalking Horse方式による売却が進行するが、入札参加者がほとんどないことが予想される場合にはブレイクアップ・フィーを定めないことのできる。ブレイクアップ・フィーの財源は譲受人が支払った買収代金なので、ブレイクアップ・フィーの支払時期は売却手続に従って提出された回生計画案の認可後になる。

さらに事前売買契約を締結した公告前の引受希望者との権利関係を明確にするために、公告前の引受希望者がその後に進行される公開入札手続において行使できる権利の具体的な内容も事前売買契約の内容に含まれる。公告前の引受希望者は事前売買契約を締結したとしても、その後に進行される公開入札手続において他の入札参加者と同じ地位で手続に参加することができる。ただし、事前売買契約締結の趣旨に照らして事前売買契約で定めた条件より債務者に不利な条件で入札手続に参加することはできない。そして事前売買契約が締結された後進行される入札手続において、事前売買契約で定めた条件より債務者に有利な条件を提示した入札参加者がある場合、公告前の引受希望者にはそれ以上の引受条件を提示して債務者の資産を引受できる優先買収権が認められる。

一方、Stalking Horse方式によるM&A手続において、公告前の引受希望者が上記のような優先買収権を行使した結果、優先交渉対象者の地位を失った入札参加者にはそ

の費用を補償するが、実務ではその補償金をトッピング・フィー (topping fee) と呼ぶ。トッピング・フィーは、公告前の引受希望者の優先買収権の行使が入札手続を萎縮させることを防ぐためのものであり、一般的に公告前の引受希望者に対するブレイクアップ・フィーと同等の金額を定めるが、異なる金額で定めることもできる。トッピング・フィーの財源は公告前の引受希望者が優先買収権を行使して支払った買収代金であるので、その支払時期は回生計画案の認可後になる。

ウ. Stalking Horse方式による売却手続の進行

Stalking Horse方式によるM&A手続において公告前の引受希望者と事前売買契約を締結した以降の手続は、一般的な資産の売却やM&A手続に関して規定しているソウル回生法院準則第241号(回生手続におけるM&A)に従って進行するが、回生法院の実務上迅速な手続の進行とM&Aの効率性の向上のために、手続の期間の短縮や必要のない手続の省略などを試みている。

特に売却主幹事(アドバイザー)の選定において、回生手続開始の決定(又は申立て)前の事前売買契約締結の段階で関わった売却主幹事があった場合、また、その後もその売却主幹事の利用し回生計画認可前にStalking Horse方式によるM&A手続を進行しようとする場合は、特別に売却手続きの公正を害するおそれがない限り回生手続の調査委員を売却主幹事に選定し手続を進行する。また回生計画認可後にStalking Horse方式によるM&A手続を進行しようとする場合にも、回生手続の調査委員又は認可の前後に関わった売却主幹事をM&Aの売却主幹事に選定し手続を進行するなどの、M&A手続がより迅速で効率的に進めるための方法が検討されている。

(翻訳：早稲田大学大学院法学研究科博士課程 崔廷任)