

## Client Alert

24 April 2020

## ディストレスト M&A — 米国連邦倒産法 363 条譲渡の手法により財務危機にある事業を買収するためのロードマップ

### 本アラートに関する お問い合わせ先



粕谷 宇史  
パートナー  
03 6271 9515  
[hiroshi.kasuya@bakermckenzie.com](mailto:hiroshi.kasuya@bakermckenzie.com)



遠藤 聖志  
パートナー  
03 6271 9495  
[kiyoshi.endo@bakermckenzie.com](mailto:kiyoshi.endo@bakermckenzie.com)



鈴木 惇也  
シニア・アソシエイト  
03 6271 9697  
[junya.suzuki@bakermckenzie.com](mailto:junya.suzuki@bakermckenzie.com)

### はじめに

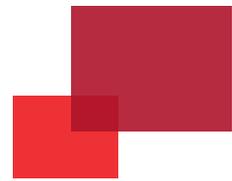
COVID-19による市場の動揺や社会経済・個々人の生活への影響は、企業及び投資家に対して、財務危機にある事業を有利な価格で買収する貴重な機会ともなり得ることから、財務危機にある企業・事業の買収（ディストレスト M&A）への関心が高まっている。この点、米国におけるディストレスト M&A の最も基本的な手法は、米国連邦倒産法 363 条に基づく資産・事業の譲渡（以下「363 条譲渡」という）である。米国連邦倒産法に基づく倒産手続が世界各国の倒産手続に対して大きな影響を及ぼしていることからすると、米国企業を対象企業とするディストレスト M&A を検討する企業・投資家はもちろんのこと、グローバルに展開する事業に関するディストレスト M&A を検討する企業・投資家にとっても、363 条譲渡に関する基本的理解を得ておくことが望ましいと思われる。

本稿では、363 条譲渡の主たる特徴を解説するとともに、363 条譲渡が買主にとって検討価値のある買収手法である理由や、倒産裁判所の認可を得たチャプター 11 再建計画を通じた買収との比較について概説する。英語のアラートは[こちら](#)をご参照されたい。

### 363 条譲渡の概要

今般の市場環境では、例えば、事業者に次のような状況が生じている可能性がある。

- 対象会社としては、資金繰りの悪化により、早期に事業売却を行う必要がある。しかし、買収を検討する買主候補者としては、財務危機にある事業の取得及び事業価値の急激な棄損（melting ice cube）を前提とする事業価値評価によって、対象会社の債権者により買収価格の適切性を争われるリスクが増加することが懸念される。
- 対象会社は係争中の訴訟や他の種類の偶発債務を抱えているが、これらの弁済原資がない。買主としては、適切なデューデリジェンスやストラクチャリングを実施し、買収手法としての事業譲渡の選択や補償請求権の確保によっても、事業承継者としての法的責任（successor liability）からの完全な保護を得られたとの安心を得ることができない。
- 対象会社の関係会社やその他の関係者が倒産し、又は倒産を検討していると噂されており、買主としては、対象会社の債権債務関係や、直近の損益計算書、その他の対象会社の支払能力の存在（solvency）を確認するために必要な財務関連事項について、デューデリジェンスを実施することが困難である可能性がある。さらに、対象会社自身が関



係会社やその他の関係者の倒産手続に巻き込まれる可能性がある（特に対象会社がこれらの者の金融債務の保証人である場合）。

いずれの場合においても、買主としては、財務危機にある事業の買収に伴うリスクについて見通しを得ることは難しく、その見通しは COVID-19 の影響を受けた現在の市場環境では更に不透明なものとなる。

買主が財務危機にある事業を買収する基本的な方法としては以下の 3 つがある。

1. 対象会社が積極的なマーケティングを行い、買主が網羅的な財務デューデリジェンス及びビジネスデューデリジェンスを実施し、対象会社の売却手続及び選択された買収ストラクチャーが対象会社の債権者の異議からの保護を得られるものであると買主が確信した後に、取引を実行する。もっとも、十分な売却手続を行う上で多くの時間や資源を費やす必要があることは、対象会社における譲渡の早期実現の必要性に沿わない可能性がある。
2. 対象会社が倒産の危機にある場合、対象会社が倒産手続を申し立てて再建された後を買収する。しかし、対象会社の事業の複雑さ次第では再建に長期間を要する可能性があり、また、対象会社の再建後のオーナー（これは債権者の場合もある）が売却を望まないこともある。
3. 倒産手続を通じた対象会社又はその事業の買収を目指す。

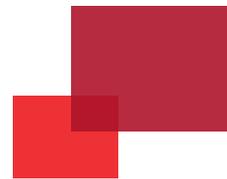
上記 3. による買収を実行する上で、363 条譲渡は最も迅速かつ一般的な方法となる。

## 手続概要

363 条譲渡（倒産債務者による資産売却を許容する米国連邦倒産法の条文に由来する）は、米国倒産事件における裁判所の許可に基づく会社の資産売却手続である。資産の現金対価売却が最も単純かつ一般的な形式であるが、買主が業務運営上の負債を引き受けることに同意することもある。この資産売却は、マーケティング及びデューデリジェンスの実施期間（典型的には対象者の倒産手続開始申立後に実施される）、入札手続による落札者の決定並びに倒産裁判所の売却承認を経て実施される。363 条譲渡は現状有姿で実施されることが一般的である。そのため、買主は倒産債務者から限定的な表明保証、補償請求権及びその他クロージング後の請求しか得られないことが多い（ただし、表明保証保険市場を通じて総合的な表明保証保険を利用することは可能である）。

落札者は、363 条譲渡において、次のような保護を受けることができる。

- 倒産裁判所は売却手続及び落札者を承認する。これは倒産裁判所がその売却を「公正かつ合理的」（fair and reasonable）と認めたことを意味し、買主が対象会社の債権者から詐害的譲渡を主張されるリスクを一般的に遮断する。
- 資産譲渡であることから、買主は譲渡対象となる資産及び承継対象となる負債を取捨選択できる。裁判所の承認により、この譲渡は他の請求権や責任（承継者責任を含む）の負担のない状態（free and clear）

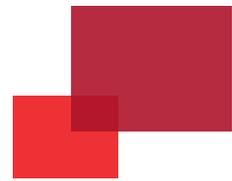


で実行可能となり、買主は、環境債務のように法令上の効果として関連資産と共に移転するものを除き、譲渡前の対象会社の債務を承継又は負担するリスクを回避できる。363条譲渡において買主が実質的債務を引き受けることは稀である。

- 倒産裁判所の承認に基づき取得される資産は一般的に全ての担保権の負担のない状態となるため、買主は担保権者との間で被担保債権の履行に関して交渉をする必要がない。
- 全て又は実質的に全ての資産の譲渡（これを倒産手続外で実施するためには一般的に株主の承認が必要である）について倒産債務者の株主の承認は不要である。
- 売却及び売却手続が倒産裁判所の承認に基づき行われるため、倒産債務者の取締役その他の役員は、売却価格や取引の公正性について株主や債権者から異議を受けることを避けられる。なお、これら株主や債権者は、倒産裁判所が売却を承認する前に、当該売却について懸念等を示す権利・機会を有する。
- 一般的に、未履行契約（executory contract）及び期限の満了していない賃貸借について、権利の譲渡・債務の引受・契約上の地位の移転が契約上禁止されていたとしても、既に発生している債務不履行が是正される限りにおいて（なお、倒産手続開始の申立てや債務者の財務状態を原因とする債務不履行は是正の対象とならない）、買主に譲渡することができる。買主又は債務者のどちらかが是正費用を負担するかは363条譲渡における典型的な交渉ポイントの1つである。
- 倒産裁判所の落札者の選定の承認においては買主が誠実な譲受人であることの認定が含まれており、このような認定がされることにより、実行済みの譲渡は当事者が上訴により売却を争ったとしても効果を覆すことができないものとなる。一般的に、入札において談合がないことや、倒産裁判所が承認した売却手続が遵守されたこと（これは売却手続を実施する投資銀行の証言により証明され得る）の証明のみにより誠実な譲受人である旨の認定を受けられる。

363条譲渡は、倒産手続の開始から短時間で実行することができ、特に倒産債務者が申立前に「ストーキングホース」（当て馬）となる入札者を選定していた場合は非常に迅速な譲渡の実施が可能となる。多くの場合、363条譲渡は倒産手続開始申立て後60日以内に完了される。363条譲渡に関する資産譲渡契約における譲渡価額その他の契約条件は公開の対象となる。なお、363条譲渡はこのように一般的に迅速に実施可能であるが、通常のM&A取引と同様に、一定の規制当局の事前承認の対象となり得る。例えば、その届出要件を満たす限りにおいて、363条譲渡は、1976年ハート・スコット・ロディノ反トラスト改正法（HSR法）上の企業結合の事前届出の対象となる（もっとも、待期間間は（通常の30日に対し）15日に短縮される）。また、外国企業が買主である場合は、譲渡対象資産の性質次第では、対米外国投資委員会（CFIUS）への届出も必要となり得る。

363条譲渡の手続は対象会社の倒産手続の開始前に始められることも多い。このような場合、対象会社は、倒産手続外で買主候補者に対するマーケティングを行い、最高入札価格かつ最善（highest and best）の入札をした入札者



をストーキングホースとして選定する。そして、対象会社は、ストーキングホースと資産譲渡契約（以下「ストーキングホース資産譲渡契約」という）及び入札手続を交渉する。ストーキングホースが提示した譲渡価額は、その後倒産手続内で実施される競売手続において最低入札価額となり、また、ストーキングホース資産譲渡契約が全ての競争入札者がベースラインとして使用すべき資産譲渡契約の雛形となるのが一般的である。多くの場合において、ストーキングホース資産譲渡契約は、デューデリジェンスの実施を前提条件としていない又は非常に限られた内容のデューデリジェンスの実施のみを条件としており（満足のいくデューデリジェンスの実施を取引の前提条件とする、いわゆる due diligence out 条項の不存在）、また、買主による資金調達の実行を前提条件としていない（資金調達が実行されることを取引の前提条件とする、いわゆる financing out 条項の不存在）。競争入札者は、ストーキングホース資産譲渡契約に規定された条件と同等かそれよりも緩やかな条件を付して入札をする必要がある。

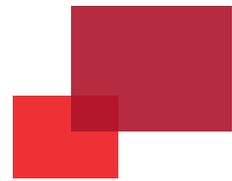
ストーキングホース資産譲渡契約の内容にかかわらず、倒産債務者の財産の全て又は相当部分を売却するためには、利害関係人への通知、より高額かつより良い買受申込みの検討及び倒産裁判所の承認が必要となる。

倒産債務者とストーキングホースがストーキングホース資産譲渡契約及び入札手続について合意した場合、倒産債務者は倒産裁判所に対してストーキングホース資産譲渡契約及び入札手続の承認を求める申立てをする。倒産債務者が倒産手続開始前にストーキングホースを選定していた場合には、倒産手続開始後数日以内にこの申立てをすることもある。この申立ての承認は、通常、①入札手続・入札保護（落札者とならなかった場合にストーキングホースを保護するための手当て）の承認と、②落札者に対する売却の承認の2つの部分に分けられる。

## 入札手続及び入札保護の承認

正式な倒産手続内でのマーケティング手続の開始に先立ち、入札手続（契約相手方への通知手続を含む）及びストーキングホースに対する入札保護の承認の申立てが倒産裁判所になされる。倒産裁判所の承認がない限り入札保護は債務者に対する拘束力を持たないことから、ストーキングホースは入札手続及び入札保護の倒産裁判所の承認の早期取得を要求することが多い。もっとも、一部の法域においては、緊急性が認められる場合を除き、一定期間前の通知が義務付けられている。

- 多くの場合においてストーキングホースが入札保護として要求する事項は、ストーキングホースが競売手続にて落札者として選ばれなかった場合のブレイクアップ・フィーとデューデリジェンス費用の償還である。入札保護としてストーキングホースが得る債権は倒産裁判所に承認されることによって共益債権（administrative expense）となり、倒産申立前の無担保債権に優先して弁済を受けられる。入札手続においては、通常、クロージング時に譲渡代金から直接にブレイクアップ・フィーの支払や費用の償還をストーキングホースに対して行うことが求められる。ブレイクアップ・フィーと費用償還は譲渡代金の3～4%に限定されることが多い。
- 入札手続においては、他の入札者がデータルームにアクセスするための仕組みや要件及び競売への参加資格のある入札の提出基準が定められる。最も重要な基準の一つは、競争入札の最低入札価額である。当



初のトッピング・ビッド（topping bid）は一般的にストーキングホース資産譲渡契約上の譲渡価額とストーキングホースに支払われるべき入札保護の金額の合計金額に一定の金額を上乗せした金額である。また、入札手続は、落札者が支払うべきデポジットの金額（譲渡価額の10%の場合が多い）及び入札がストーキングホースに入札内容が共有されるかどうかも規定する。入札手続を承認する裁判所の命令において、入札期限日、競売の実施日及び落札者の承認日が設定される。倒産債務者の金融債務に担保権が設定されている場合には、担保権者によるクレジット・ビidding（credit bidding）（担保権者が入札を行う場合に担保権者の被担保債権の金額を譲渡価額から相殺等の方法により控除することを前提とする入札）を認め、担保権者がこのような権利を行使する場合には若干異なる入札要件を定めることができる。

### 競売手続及び落札者の承認

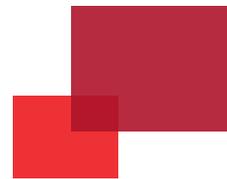
倒産債務者は、競売手続開始前に、どの入札がその時点において最高かつ最善の入札であるかを発表する。どの入札をそのような最高かつ最善の入札であるか判断するに際しては、担保権者や無担保債権者委員会と事前に協議をすることもある。その後、倒産債務者は、競売手続における入札方法を説明する。通常は、倒産債務者が起用する投資銀行が、競争入札者数、売却資産の種類、一部入札を認めるかどうかを勧案の上で、厳密に入札方法を決定することになる。また、デラウェア州などの多くの法域においては、競売方法に関して、入札参加者が入札や売却に関する談合の不存在を確認することや、参加を許可された全ての債権者との間で公開入札が実施されること、競売手続内での入札が文書化され又はビデオ録画されること等の具体的な要件がある。

倒産債務者は、入札手続の終了後に、最終的に最高かつ最善と考えらえる入札を選定する。稀に、最高金額ではない入札が、取引実行の確実性や迅速性（例えば規制当局からの事前承認が不要であることや、その他の規制上の障害が少ないこと）を理由として最善の入札とされることもある。

通常、競売手続後（又は適格な競争入札がなかった場合には入札期限の経過から）数日以内に、倒産裁判所は、落札者に対する資産譲渡を認めるかどうかを判断するための審問（ヒアリング）を行う。落選した入札者は、同時に倒産債務者の債権者である場合を除いて、売却に対して異議を申し立てる権利はない。売却を承認する倒産裁判所の命令及び他のクロージング条件の充足により 363 条譲渡が実行される。倒産裁判所は、通常、倒産規則上の承認後 14 日間の待期間を免除し、363 条譲渡は倒産裁判所の承認後 1 日ほどで実行されることが多い。

### ストーキングホースの役割

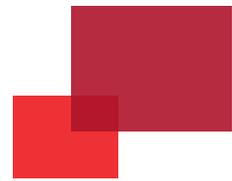
買主候補者が 363 条譲渡においてストーキングホースとなることに躊躇することもある。その理由としては、競売手続における物色の対象となるためだけに、デューデリジェンスを行い、最終契約交渉をするという、多大な資源を投入したくないことが挙げられる。これは 363 条譲渡特有の事情である。もっとも、363 条譲渡においてストーキングホースとなることが買主候補者に競争上の優位性を与えることもある。そして、実際には、多くの場合において、ストーキングホースが 363 条譲渡手続における最終落札者となる。もちろん、ストーキングホースとなることには一定のリスクや問題も伴う。以



下では、ストーキングホースとなることの利点と潜在的リスクについて説明する。

## ストーキングホースとなることの利点

- **入札手続** 倒産裁判所の承認を条件に、ストーキングホースは、競売手続に大きな影響を与えることができ、入札手続の主要な期日のマイルストーンを設定したり、倒産裁判所によって特定の形式の入札手続が承認されることをクロージング条件とすることができる。
- **入札保護** ストーキングホースは、競争入札で落札者に選ばれなかった場合、ブレイクアップ・フィーやデューデリジェンス費用の償還を交渉することができる。ほとんどの場合、ストーキングホースは、入札金額の評価においてストーキングホースに対するブレイクアップ・フィーやデューデリジェンス費用の償還が勘案されるように入札手続を組み立てる。
- **売買契約** ストーキングホースは、資産譲渡契約の当初条件の決定に関与できる。他の入札者は、各自の希望を反映するべくストーキングホース資産譲渡契約を修正するが、入札手続においては競争入札者が入札資格を得る上でストーキングホース資産譲渡契約に規定される条件よりも倒産債務者にとって実質的に不利な条件を課すことはできないとされることが通常である。そのため、ストーキングホースは、他の全ての入札の比較対象となるベースケースを定め、実務上、ストーキングホースの資産譲渡契約の形式・内容から著しく逸脱する売買契約が他の入札者から提出されることを制限できる。
- **売却承認命令** ストーキングホースは、売却を承認する旨の倒産裁判所の命令の様式をドラフト・交渉できる。363条譲渡を承認する命令の内容は幅広く、落札者を保護する目的の数多くの事実認定と条件を含む。競争入札者が、ストーキングホースが交渉するよりも多くの条件と保護を要求することは困難である。
- **デューデリジェンス** ストーキングホース以外の入札者は、倒産裁判所の定めるデューデリジェンス期限及び入札期限に従わなければならない（通常は入札手続が承認されてから20~30日後）。これと比べて、ストーキングホースは、先行して、相当の時間をかけてデューデリジェンスを実施できる。ほとんどのストーキングホース資産譲渡契約は買主によるデューデリジェンスの実施を前提条件としておらず、倒産裁判所の定める短いデューデリジェンス期間が他の入札者の参入障壁となることも多い。また、ストーキングホースのデューデリジェンスが倒産債務者の倒産手続の開始前に始まる場合（そのような場合が一般的である。）、ストーキングホースは、倒産債務者が倒産手続自体への対応に追われる前に、倒産債務者の経営陣や従業員からデューデリジェンスへの協力を得られる。
- **資金調達** 一般的に、ストーキングホース資産譲渡契約においては、買主による資金調達が前提条件とされない。そのため、ストーキングホースは、ストーキングホース資産譲渡契約の締結前に譲渡代金の弁済原資の調達の目的をつけていることが多い。倒産債務者がストーキングホースを選定の上で入札手続を発表した後に初めて案件への対応

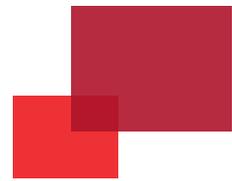


を開始する他の入札者は、倒産裁判所の定める短期間に急ぎ資金調達活動をしなければならない。

- **独占交渉権** ストーキングホースは倒産開始前に独占的にストーキングホース資産譲渡契約や入札手続に関する交渉を債務者を行うことができることもある。ストーキングホースで合意されたノーショップ条項（売主が他の入札を受けること及びそれを勧誘することを禁止する条項）の効力は、裁判所が入札手続を承認し競争入札手続が開始された時点で当然終了することになる。なお、ノーショップ条項の存在によって他の入札者によるデューデリジェンスの必要期間が長期化する可能性がある点には留意されたい。

## ストーキングホースとなることのリスク

- **倒産裁判所の承認を得られないリスク** 倒産裁判所は、ストーキングホースと債務者の交渉の結果である入札保護及び入札手続を承認しないことがある。これは、他の当事者や入札者がストーキングホースの入札保護に反対した場合にしばしば起こり、倒産裁判所の一般的な対応は、ストーキングホースと債務者に対して倒産裁判所の懸念点に対処するよう入札手続や入札保護を修正することを促すものである。ストーキングホースは、一般的に所定の期限内の倒産裁判所による入札手続及び入札保護の承認がなされることを取引実行の前提条件としているが、この前提条件を放棄することも可能である。
- **第三者異議リスク** 債権者その他の利害関係人は、倒産裁判所の承認に関して、ストーキングホースの選定結果並びに提案された入札保護及び入札手続に対する異議を述べる機会を有する。しかしながら、ストーキングホース及び関連する入札保護の承認が倒産債務者における経営判断として十分なものである又は倒産財団の最善の利益になると倒産裁判所が判断する限りにおいて、そのような利害関係人の承認は不要である。どのような要素を勧告して上記の判断をするかは管轄の倒産裁判所により異なるが、実務上は、ストーキングホースと債権者委員会との交渉により債権者側の懸念点へ対処することが多い。
- **入札保護リスク** 倒産債務者による資産譲渡契約の締結及びストーキングホースに対する入札保護の提供のためには、倒産裁判所の承認が必要である。したがって、倒産裁判所の承認が得られるまで、ストーキングホースを担わせ入札保護を与える上でより魅力的と倒産債務者が認める別の買受申出を他の入札者がすることも可能である。ストーキングホースは、ストーキングホースの選定や入札保護についての裁判所の承認の取得期限（18～21日以内が一般的である）を含む、一定のマイルストーンの達成を自己の買受申出の前提条件とすることで、一定程度リスクを軽減することはできる。なお、ブレイクアップ・フィーやデューデリジェンス費用の償還については、債権者委員会がストーキングホースに対しての減額を要求したり、（稀ではあるが）個別の債権者が異議を申し立てることがある。そのような要求・異議の理由としては、債務者の資産については買い手がつきやすく、競売を円滑かつ健全に促進する上で入札保護は不要であるという点が挙げられることが多い。
- **トッピング入札リスク** ストーキングホース入札が競売手続を前提とすることを考えると、ストーキングホースは、競売手続においてより



高値を引き出す目的のみのために、売却手続を先導する上で多額の費用（これは、入札保護によって償還されることも、されないこともある）を負担させられるリスクを常に負っている。実際に、入札者の中には、他の入札者との競争における風除け「ドラフティング」目的で、他の入札者にデューデリジェンスの実施及びストーキングホース資産譲渡契約の交渉に時間と費用をかけさせ、価格の下限（そのような下限は自らがストーキングホースであったとすれば合意したであろう金額よりも低額ともなり得る）を設定させることを選ぶ者もいる。

- **競売手続中の資産価値の低下** ストーキングホースは、競売手続におけるバックストップとしての機能を果たすことから、倒産債務者の資産価値の低下リスクを負い続けることになる（もっとも、ストーキングホース資産譲渡契約を慎重にドラフトすることによって当該リスクを一定程度は軽減できる）。

## 再建計画を通じた売却

倒産状態にある債務者の資産や株式を取得しようとする者は、363条譲渡以外にも、米国連邦倒産法第11章に基づく再建手続（いわゆるチャプター11手続）において策定される再建計画に基づきその資産や株式を取得することもできる。もっとも、再建計画を通じた取得に必要とされる時間や費用は363条譲渡よりも大きくなることが多く、そのため、買収者としては363条譲渡を選択することが多い。再建計画に基づく売却が倒産裁判所の承認を受けるためには、例外的な事情がある場合を除き、120日以上期間を要することが多い。その理由は、債務者の資産の売却の根拠となる再建計画がその譲渡以外にも多くの事項を内容としていることから、再建計画の承認を得るためには債権者の承認（債権者はその資産の売却に反対していなくとも再建計画に反対することがある）を含む多くの調整が必要となるためである。加えて、ストーキングホースを選定する形での363条譲渡の文脈と異なり、再建計画に基づく売却においてブレイクアップ・フィーが認められることは一般的でない。もっとも、再建計画に基づく売却の利点としては、(a) 競売手続を回避できること、(b) SECへの登録をせずに株式を発行できること、(c) 一定の要件を満たした場合には現金以外を対価とできること、(d) 資金調達や売却に関するストラクチャリングを柔軟に行うことができること（例えば資産譲渡ではなく合併や株式譲渡を選択することも可能である）及び(e) 利用価値の高い租税属性を維持し得ることが挙げられる。

## おわりに

変化の大きいグローバル市場の中、規模や種類を問わずあらゆる事業がCOVID-19の影響を受けており、363条譲渡についても取引数が増加する可能性がある。ディストレスト M&A は事業価値が日々劣化する企業・事業を対象とするため極めてタイトなタイムラインで実施されることが多い。したがって、米国企業を対象会社とするディストレスト M&A に今後関与し得る企業にとって、具体的な案件に関与する前に363条譲渡の制度的な特徴や利用価値について理解しておくことは、価値があるものと思われる。