

米国連邦倒産法チャプター11による企業再建の動向

— GM および Chrysler の事例を中心として —

池 上 恭 子

はじめに

2008年の金融危機は、米国の自動車業界にも甚大なる影響を及ぼした。米国大手自動車メーカー、いわゆる「ビッグ3」のひとつである Chrysler が2009年4月30日に連邦倒産法 (Bankruptcy Code) 第11章 (以下、チャプター11という) を申請した。次いで、6月1日には、世界最大手の General Motors (以下、GMと略す) がチャプター11を申請した。しかし、その後、GMはわずか1年半で再上場を果たした。

これら Chrysler と GM の再建は、過去10年間の企業再建の実務における最大の変化を示すものであると指摘されている¹⁾。連邦倒産法における再建は、伝統的にはチャプター11の再建計画を通じて実行されてきた。それは、情報開示、債権者投票、再建後の新たな資本構成における債権者と株主間の持分の配分等のような詳細な要件が求められる。このような内部における自力再建 (boot-strap reorganization) は減少し、多くの再建が債務者企業の資産を第三者に迅速に売却することによって達成されている。

GM が迅速に再生できた理由として、「事前調整型」チャプター11と363条セールの活用によるところが大きいと指摘される²⁾。363条セールとは、連邦倒産法363条(b)に規定されている債務者の「通常取引の範囲外 (outside of the ordinary course of business)」で行う資産処分を認可するものである。363条セールは、大型の倒産処理について1990年代後半から急激に増加している。

本稿の目的は、大型倒産再建において、なぜこのような方法が利用されるようになったのかを明らかにするとともに、その方法および過程に内在する再建の本質的な意義を明らかにすることである。本稿は以下のような構成である。まず、第1章におい

1) Ralph Brubaker and Charles Tabb, "Bankruptcy Reorganizations and the Troubling Legacy of Chrysler and GM," *University of Illinois Law Review*, Vol.2010, No.5, p.1375.

2) 日本経済新聞, 2009年7月10日朝刊, 2010年8月21日朝刊, 経済産業省経済産業政策局産業再生課編『各国の事業再生関連手続きについて 米英独仏の比較分析』金融財政事情研究会, 2010年, 9頁。

て、チャプター 11 の概要、特に「事前調整型」チャプター 11 の利便性について説明する。次いで、第 2 章において、363 条セールの特徴および問題点を説明するとともに利用増加の原因を分析する。第 3 章において、「事前調整型」チャプター 11 と 363 条セールの組合せ活用事例である Chrysler の再建過程を、第 4 章において、GM の再建過程を分析し、本稿の目的であるこれらの再建過程の本質的な意義を明らかにする。

1. チャプター 11 について

(1) チャプター 11 の概要

米国の連邦倒産法においては、再建型の法的倒産手続として第 11 章「Reorganization (再建手続)」が規定され、清算型の法的倒産手続として第 7 章「Liquidation (破産手続)」が規定されている。チャプター 11 は、債務者の有機的な事業体としての再生復活を主目的としていることから、手続面において債務者の利用しやすい柔軟なものとなっている。

図 1-1 はチャプター 11 手続の申立てから終結までの一連の流れを表したものである。まず、債務者による自己(自発的)申立て (Voluntary Case) は、債務者適格を有する者が裁判所に申立書を提出することによって手続が開始される (Bankruptcy Code, § 301(a))。債務者適格を有する者とは「米国内に居所、住所、もしくは営業の本拠地を有する者または米国内に財産を有する者(個人、組合、会社をいうが、政府機関は含まない)」と定義されている (Bankruptcy Code, § 109(a))。この債務者適格要件のほかには何ら手続開始の要件は定められていない。すなわち、債務超過や支払不能等は手続開始の要件とはされていない。したがって、債務者の申立てにより、裁判所の判断を待つことなく、手続を開始することができるのである。

手続の申立てが行われると、自動的に救済命令 (Order for Relief) が出されたときみなされ、債務者に対する取立行為、訴訟、担保実行、担保設定行為、相殺等の回収行為一般が禁止される (Bankruptcy Code, § 362(a))。これは「自動的停止 (Automatic Stay)」といわれ、債務者に対して、事業を継続し、再建計画を策定する時間的余裕を与えることを目的としたものである。

また、チャプター 11 では、原則として管財人を選出せず、債務者である会社の経営者が管財人のすべての権利・権能を有し、その職務・義務を負う (Bankruptcy Code, § 1107(a))。これを「占有を継続する債務者 (Debtor in Possession; 以下、DIP と略す)」という。この制度の趣旨は、当該事業について不慣れな管財人よりも精通した現経営陣に再建を任せたいが、再建の可能性を高めることができること、さらに、管財人の選任が一般的になると、経営陣が退陣を恐れて、申立てを躊躇し、再建着手

が遅れ、結果的に利害関係人に損失を与えることなどが挙げられる。

救済命令後、無担保債権者から構成される債権者委員会が選任される。この委員には、債権額の上位 7 位の債権を有する者が選任される (Bankruptcy Code, § 1102(b))。債権者委員会は、手続の運営に関する DIP との協議や再建計画作成への参加等を行うことができる。

救済命令の一定期間後、債権者集会が開催され、債務者に対する審尋が行われる (Bankruptcy Code, § 1103)。再建計画は、DIP のみが救済命令から 120 日以内に提出することができる。ただし、DIP 以外の利害関係人も一定の要件を満たした場合は再建計画を提出することができる (Bankruptcy Code, § 1121(c))。

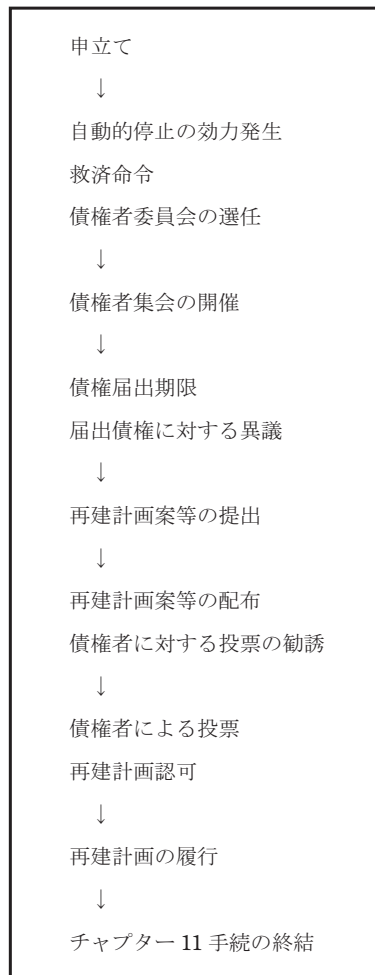
再建計画提出後は、債権者等の賛成を獲得するため勧誘を行うが、その際に債権者が適切な情報に基づき再建計画を判断できるよう、適切な情報を記載したものととして裁判所が許可した開示説明書 (Disclosure Statement) を債権者に配布しなければならない (Bankruptcy Code, § 1125(b))。

チャプター 11 手続における決議については、認容された債権を有する債権者および認容された株主権を有する株主は、分類された組別に行われる。その組において、実際に投票した債権者の債権額で 3 分の 2 以上、かつ、実際に投票した債権者数の過半数以上の賛成が必要である (Bankruptcy Code, § 1126(c))。

決議された再建計画が効力を生じるためには、裁判所の認可が必要とされる。裁判所は、再建計画が認可事由を満たしているか判断するために審尋手続を開始する。再建計画が認可された後に、債務者により再建計画の履行がなされ、履行が完了すると、チャプター 11 手続が終了する。

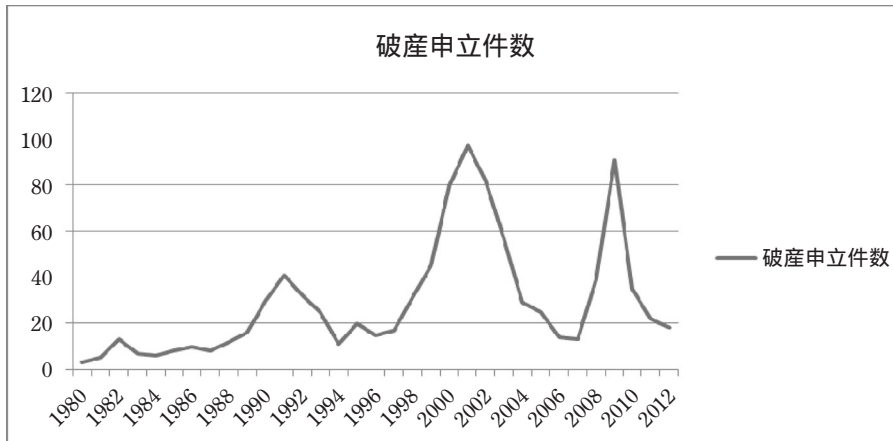
図 1-2 は、チャプター 11 を申し立てた企業のうち、SEC の Form 10-K (年次報告書) 提出企業で資産総額 1 億ドル以上の企業件

図 1-1 チャプター 11 の手続の流れ



(出所) 内海英博・佐藤真太郎「基礎から学びたい人のためのチャプター 11 手続と民事再生手続・会社更生手続の知識」『NBL』920 号, 2010 年 1 月, 78 頁。

図1-2 米国公開企業（資産総額1億ドル以上）のチャプター11申立件数の推移



(出所) http://lopucki.law.ucla.edu/bankruptcy_research.asp より作成。

数である。IT バブル崩壊やエンロン事件などの大規模倒産事件が相次いだ 2001 年前後、金融危機を発端とする経済危機の影響による 2009 年前後の増加が顕著である。

(2) 事前調整型チャプター 11

早期再生のための手続の迅速化を目的とした事前調整型チャプター 11 に、プレ・パッケージド (Pre-packaged) 型チャプター 11 (以下、「プレ・パッケージ型」という) およびプレ・ネゴシエイテッド型 (Pre-negotiated) チャプター 11 (以下、「プレ・ネゴシエイテッド型」という) といわれる手続がある。これらに対して、通常のチャプター 11 はフリーフォール (Freefall) 型チャプター 11 という³⁾。

プレ・パッケージ型とは、チャプター 11 手続申立て前に、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い、法定多数の債権者から賛成を得た場合には、手続申立て後において改めて投票の必要はなく、裁判所の認可を速やかに得ることができるというものである (Bankruptcy Code, § 1126(b))。プレ・パッケージ型の場合には、法的多数の債権者から同意を得ているため、チャプター 11 の手続を完了するまでの期間が短縮され⁴⁾、結果として、手続費用の負担軽減や事業価値の劣化抑制を可能とすることができる。

しかしながら、上場企業については、開示説明書は SEC の審査を要求され、非上場企業については、少数反対債権者が適切な情報開示の是非をめくり異議申立をするのが一般的であるため、却ってこれらの審議に多大な時間を要する場合がある。さら

3) 経済産業省経済産業政策局産業再生課編 前掲書, 7 頁。

4) 通常は 2~6 カ月程度の期間, 30~45 日間の場合もある。

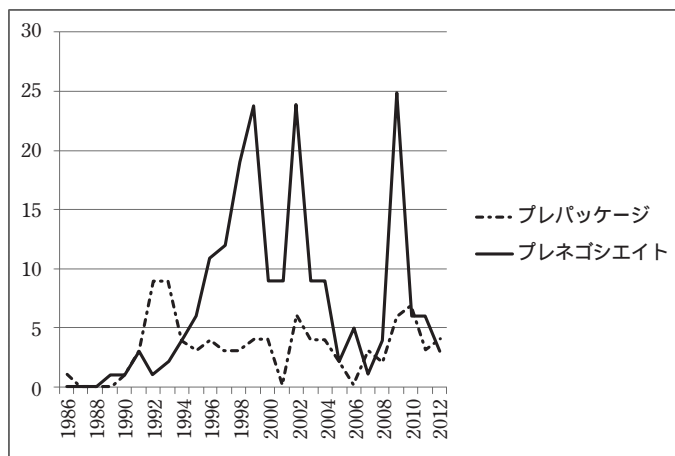
に、情報開示が不適切であると判断された場合には、あらためてフリーフォール型でやり直さなければならず、一層の時間と費用負担を強いられることになる⁵⁾。

プレ・ネゴシエテッド型とは、チャプター 11 手続申立て前に、主要な債権者と再建計画についての事前交渉を行い、合意を得たうえで、チャプター 11 の申立てを行う⁶⁾。それと同時に開示説明書と事前に合意した再建計画案を提出した後、投票の手続きに入る。この投票が申立て手続の開始後に行われる点がプレ・パッケージ型とは大きく異なる点である。投票に関しては、申立て前に取り付けた合意のとおり投票することを約束する「ロックアップ契約 (Lock-up Agreement)」を締結するケースが多い。しかし、チャプター 11 手続期間中に当該企業業績が予想外に悪化し、再建計画案の実現可能性が減少したときには、債権者の合意が覆されることもある。

図 1-3 はプレ・パッケージ型およびプレ・ネゴシエテッド型の件数の推移を示したものであるが、90 年代末以降はプレ・ネゴシエテッド型のほうが多く利用されており、特にチャプター 11 申立て件数の多い 2001 年、2009 年はその傾向が顕著である。

プレ・ネゴシエテッド型は手続申立て後に投票が行われるため、プレ・パッケージ型に比し時間を要すると考えられる。しかし、SEC 等の情報開示の要件が求められていないため、その開示要件を満たしているか否かの紛争を回避でき、却って時間を短縮することができ利用しやすいという評価もある⁷⁾。また、一部の主要な債権者

図 1-3 プレ・パッケージ型およびプレ・ネゴシエテッド型の件数の推移



(出所) http://lopucki.law.ucla.edu/bankruptcy_research.asp より作成。

5) 堀内秀晃・森倫洋・宮崎信太郎・柳田一宏『アメリカの事業再生の実務 連邦倒産法 Chapter 11 とワークアウトを中心に』金融財政事情研究会、2011年、238頁。経済産業省経済産業政策局産業再生課編、前掲書、7頁。

6) プレ・アレンジド (Pre-arranged) 型と呼ばれることもある。

を除く様々な少額債権者に対して、チャプター 11 申立て前に、投票勧誘を行うことが困難である場合などに選好される⁸⁾。その他、チャプター 11 申立てを行った場合の事業価値やブランド力の悪化等の回避もプレ・ネゴシエテッド型の利用の一因である。金融危機以降は DIP ファイナンスが困難となる可能性が高くなり、チャプター 11 手続に時間を要している間に資金繰りが逼迫し、事業継続が困難なるにことが懸念され、利用が増加したと考えられる⁹⁾。さらに、次章で取り上げる 363 条セールとの組み合わせで利用される方法が増加し、注目されている。

2. 363 条セールについて

(1) 363 条セールの概要

連邦倒産法 363 条において、倒産手続を行った債務者が、その財産の使用、売却、賃貸を行った場合について、定められている。363 条(c) には、「通常取引の範囲内」であれば、破産裁判所の通知と審尋を経ることなく、財団財産の使用、売却、賃貸を行うことができるとされている。そして、「通常取引の範囲外」についても、連邦破産法 363 条(b) によって、DIP は破産裁判所の通知と審尋を経た後、裁判所の許可を得て、財団財産の使用、売却、賃貸を行うことができると規定されている。「363 条セール」とは後者のことを指す¹⁰⁾。

図 2-1 は、363 条セールの件数の推移を示したものである。90 年代前半までは総数 5 件程度であったが、90 年代末には増加し始める。IT バブル崩壊後の 2000 年および 2001 年、金融危機後の 2008 年および 2009 年に顕著な増加がみられる。

連邦倒産法において、財産の売却を明確に認可する条項が二つある¹¹⁾。363 条と 1123 条である。1123 条は、チャプター 11 手続の中核をなす「再建計画の記載内容 (Contents of plan)」に関する規定であり、そのなかで財産の全部または一部の売却に関する事項を含むとされている。1123 条(b) の規定に従った売却は再建計画の過程において実行されるものであるため、完全な計画案の起草、開示説明書の交付、債権者の投票、聴聞手続が要求される。これに対して、363 条ではいかなる手続を利用

7) 経済産業省経済産業政策局産業再生課編、前掲書、8 頁。

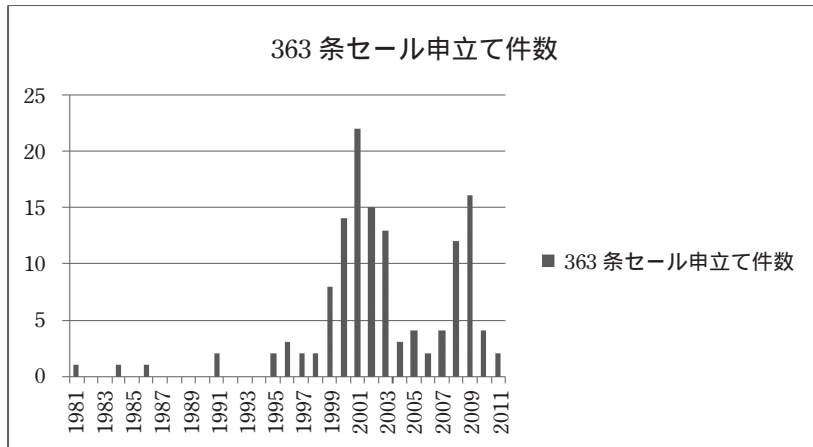
8) 堀内秀晃・森倫洋・宮崎信太郎・柳田一宏、前掲書、240 頁。

9) 経済産業省経済産業政策局産業再生課編、前掲書、8 頁。

10) 「通常取引の範囲」の判断基準については「合理的な期待テスト」および「業界全般テスト」が採用される。前者は、債権者の立場にたつて、当該取引が申立前の債権者のビジネスや取引からみて合理的に期待される範囲と異なるリスクを生じさせるか否かによって判断する基準である。後者は、当該取引が債務者が属する業界の同業他社が行っている取引が否かで判断する基準である(堀内秀晃・森倫洋・宮崎信太郎・柳田一宏、前掲書、118 頁)。

11) Stephen J. Lubben, "No Big Deal: The GM and Chrysler Cases in Context," *AMERICAN BANKRUPTCY LAW JOURNAL*, Vol. 83, 2009, p. 103.

図 2-1 363 条セール申立て件数の推移



(出所) http://lopucki.law.ucla.edu/bankruptcy_research.asp より作成。

すべきかについて、何ら規定されていない。要求されるのは、利害関係人への告知と公開法廷における聴聞手続を経て、裁判所の審理を受けることである。再建計画に関する投票も開示説明書の確認要件もなく実施される。さらに、363 条では債務者が交渉すべき利害関係者が限定されていることも加え、363 条セールのほうが、再建計画にしたがって実施される売却より、はるかに迅速に実行される可能性が高い¹²⁾。

この「迅速性」という点は、再建においては非常に重要な要因である。債務者は短期間ならば事業を継続するのに十分な資金を有している。あるいは、貸し手は債務者に長期ではなく短期の資金融通ならしてもよいと決断するかもしれない。このように、短期的な資金ならば調達できる可能性は高い。また、管理コストの削減や事業価値低下の回避も可能となる。近年の 363 条セール増加の理由としては、再建計画策定前の早期の段階で、収益性があると考えられる再建すべき事業をスポンサー等の第三者に売却し、倒産手続から切り離すことによって、資産価値を維持して、より迅速に事業再生を行おうとするところにある¹³⁾。

さらに、363 条セールには次のような利点がある。一定の条件を満たす場合には、財産に付着する担保権等の権利の負担がない状態 (Free and Clear) で当該財産の譲渡を行うことができる (Bankruptcy Code, § 363(f))。それゆえ、363 条セールでは、しばしば高い価格で売却されることもあり、債務者および債権者の両者にとって魅力あ

12) A. Joseph Warburton, "Understanding the Bankruptcies of Chrysler and General Motors: A Primer," *Syracuse Law Review*, Vol. 60, No. 3, 2010, p. 539.

13) 井出ゆり「米国連邦倒産法チャプター 11 手続の下での「363 条セール」と近時の論点 GM、クライスラー、リーマン・ブラザーズ等の大型倒産事件における事業譲渡に関する事例紹介」⁵NBL No. 911, 2009. 8. 15, 12 頁。

る方法である¹⁴⁾。

(2) 363 条セールスの売却方法

一般的に、363 条セールスの売却は、次のような手順で進められる¹⁵⁾。債務者は非公開で買い手候補を探し、仮の買い手候補、いわゆる「当て馬 (以下、ストーキング・ホース; stalking horse という)」と交渉し、ストーキング・ホース・ビッド契約を締結する。これは、後のオークションにおいて、ストーキング・ホースの提示条件を上回る条件の入札がない場合には、ストーキング・ホースが買い手として確定する。逆に、よりよい条件を提示する候補者が現れた場合には、ストーキング・ホースはブレイクアップ・フィー (break up fee; ストーキング・ホースに対して、時間や労力等を使ったこと、他の投資機会を失ったこと等の補償の意味で支払われる解約料) 等の支払いを受けて、買い手の候補から降りることになる。

多くの場合、ストーキング・ホースに事業を継続させて、チャプター 11 申立てによる信用不安を最小限に抑え、事業価値の毀損を防ぎ、改めて広く買い手を募集する。ストーキング・ホースを設定することによって、債務者にはオークションの最低売却価格をつり上げ、債務者の価値を最大化することができる。ストーキング・ホースにとっては、売却に関する事項や入札事項等の譲渡契約について協議をすることができ、また詳細なデュー・デリジェンスを行う時間的余裕が多いなど他の入札者より有利に落札できる可能性が高い。

(3) 363 条セールスの問題点

363 条セールスについては、「サブ・ローザ・プラン (sub rosa plans; 隠れた再建計画あるいは偽装計画)¹⁶⁾」に該当するのではないかという点が度々議論されている。これは、「本来、債務者の再建にかかる重要な資産処分や債権者の権利変更は再建計画によって定められ、また、当該再建計画は具体的な利害関係によって組分けされた各組の債権者の決議を経るか、または、反対の組の債権者がある場合には厳しいクラムダウン¹⁷⁾の要件を満たしたうえで、さらに、連邦破産裁判所によって認可され、は

14) A. Joseph Warburton, *op.cit.*, p. 540.

15) 経済産業省経済産業政策局産業再生課編, 前掲書, 27-8 頁。

16) sub rosa とはラテン語で「薔薇の下で」の意であるが、「秘密に」「内密に」を意味する。語源は、天井に薔薇の花を彫り、宴席での話の秘密厳守を求めた古代ローマの習慣からといわれる。「薔薇」は「秘密」を象徴するものであり、また「魅力あるもの」の意も含んでいるといわれる (研究社新中英和辞典)。

17) クラムダウンとは、再建計画の認可事由の一つに「再建計画により権利変更がされているすべての組が賛成していること」が要件とされている。しかし、すべての組の賛成を要するとなれば、再建計画が合理的でも不認可とせざるをえない状況が発生したりするため、「少なくとも一つの組の賛成があれば、一定の条件のもとに再建計画を認可することとしている (Bankruptcy Code, § 1129 (a))。

じめて効力を有するものであるにもかかわらず、363 条セールによって実質的に再建計画の内容が定められてしまうような場合には、チャプター 11 手続きにおいて要求される再建計画認可のための厳しい要件が潜脱されてしまうので、そのような 363 条セールを許可することはできないというものである¹⁸⁾。つまり、363 条セールが真の資産売却か、あるいは再建計画にしたがって実行されるべき、その計画の一部を構成する取引であるかということである。

当該取引の当事者および裁判所は、再建計画の要件を回避しないように規定された連邦倒産法のなかの保護規定 (protective provisions) に従わなければならない¹⁹⁾。具体的には、開示説明書の要件を規定する 1125 条、再建計画の決議要件を規定する 1126 条、債権者テストの最善の利益を規定する 1129 条(a)(7)、いわゆる「絶対優先の原則 (Absolute Priority Rule)」を規定する 1129 条(b)(2)(B) 等である。「絶対優先の原則」とは、上位の債権が弁済を受けるまで、それに劣後する債権は支払いを受けることはできないということである。利害関係人との優先順位を絶対的に遵守すること意味することから、このように呼ばれている。多くの場合、「株主は、債権者が弁済を受けるまでは、弁済を受けることができない」という形で表れる。1129 条においては、「計画の認可 (Confirmation of plan)」について規定されており、裁判所が再建計画を認可する前に、その計画が通常の優先順位に従っていることを確認することが要求されている。

連邦倒産法、特にチャプター 11 の最も重要な原則は、利害関係者を公平に扱うことである。裁判所は当事者間で不公平や優遇がないかについて慎重であり、そのような計画に事業上の必要性を明確に表明することを要求する。その必要性は、利害関係者に分配される価値に関して表されるので、裁判所は利害関係者の権利が維持されることを強調する²⁰⁾。

363 条セールを許可する基準として、1983 年の第 2 巡回控訴裁判所の Lionel Corp 判決²¹⁾ が、リーディング・ケースとされている。おもちゃ会社である Lionel 社が、チャプター 11 の手続きにおいて、債権者委員会の要請により、再建計画に基づく債権者への返済資金の捻出のため、363 条セールにより、上場子会社である Dale Electronics, Inc. の株式 82% を売却しようとした。これに対して、株主委員会は異議

18) 井出ゆり「GM・クライスラー等のチャプター 11 手続きにみる 363 条セールに関する論点と日本の倒産手続上の計画前事業譲渡」『事業再生と再建管理』No.127 (2010.1.5), 57 頁。

19) "Recurrent and Developing Issues Encountered in Sales Pursuant to Section 363 of the Bankruptcy Code," *State Bar of Texas Advanced Business Bankruptcy Conference*, May 1-2, 2008, p.1.

20) Matthew Berk, "Conflicting Results-the Approval of Sales under Section 363 and Disapproval of Sub Rosa Plans of Reorganization," *Current Controversies in Bankruptcy Sales*, ABI 2010 Northeast Annual Conference.

21) *In re Lionel Corp.*, 722 F.2d 1063 (2nd Cir, 1983)

を申し立てた。債権者委員会は、363条セールは連邦破産裁判所の「自由裁量」により許可できると主張したのに対して、株主委員会は「緊急時」においてのみ認められると主張した。第2巡回控訴裁判所は、いずれの主張も極端であり、採用できないとした。そして、363条(b)に基づく再建計画策定前の資産処分は、「正当な業務上の理由 (good business reason)」が存在すると認められる場合に許可されるとした。具体的には、当該取引について適切なビジネス上の正当性があること、売却条件や債務者と取引の相手方との関係を含む適切な情報が関係者に対して通知されていること、売却価格が公平かつ合理的であること、取引の相手方が誠実に提案・交渉をしていることから判断される²²⁾。

このように、363条セールの適用にあたっては、サブ・ローザ・プランの該当性および「正当な業務上の理由」の存在を斟酌することが求められる。

第3章 363条セールの事例～Chrysler

(1) 再建の経緯および内容²³⁾

Chrysler は、2007年初めから、燃費のいい小型車について専門的な技術を有し、世界的に優位にたつ他社との戦略的提携も視野にいれ、事業の再編成を模索していた。そこで、Fiat S.p.A (以下、Fiat と略す) の提携が議論されていた。2008年末には、米国財務省から運転資金として約40億ドルの融資を受け、これに対し、米国政府は、融資返済の可能性を示す長期的計画の提出を要求した。2009年2月、Chrysler は、政府に対して、自力によるリストラクチャリング、Fiat との戦略的提携、Chrysler の事業停止という3つのシナリオを提出した。オバマ大統領の任命によるタスク・フォースが3つのシナリオを検討した結果、Fiat との提携が最も有利であると結論づけた。政府は提携に必要な資金を提供し、またチャプター11申立てによって実行することを表明した。そして、2009年4月30日に、Fiat と Chrysler との間で、363条セールによる事業譲渡契約の締結に至り、同日 Chrysler はチャプター11の申立てを行った。その後、僅か1ヶ月後の5月31日には、363条セールが許可された。

チャプター11申立て時には、Cerberus Capital Management, L.P. とその関係会社が、Chrysler の株式80%を、Daimler AG とその関係会社が20%を所有していた。

また、Chrysler は次のような複数の債務を負っていた。

Chrysler の実質的にすべての資産について第一順位担保権によって保証されている協調融資69億ドル。

22) 堀内秀晃・森倫洋・宮崎信太郎・柳田一宏、前掲書、119頁。

23) A. Joseph Warburton, *op.cit.*, pp. 533-537, Ralph Brubaker and Charles Tabb, *op.cit.*, pp. 1380-1383.

上記 資産について第二順位担保権によって保証されている株主関係者に対する債務 20 億ドル。

上記 資産について第三順位担保権によって保証されている米国財務省 (TARP ; Troubled Asset Relief Program 不良債権救済プログラムにしたがった) 及びカナダ政府に対する債務 42.7 億ドル。

UAW Trust に対する債務 100 億ドル。UAW (United Auto Workers ; 正式名称は International Union, United Automobile, Aerospace and Agricultural Implement Workers of America ; 全米自動車労働組合) Trust とは、退職者に医療給付を提供するために設立されたトラストである。UAW と GM の間で合意によって設立され、UAW が運営主体となる基金が「退職者向け医療保険基金 (Voluntary Employee Beneficiary Association ; 以下 VEBA と略す)」である。合意によって、Chrysler は UAW Trust に現金で基金を拠出する義務を負っているが、それは何ら保証されていない。

取引先に対する無担保の債務 53 億ドル。

チャプター 11 申立て後、米国財務省およびカナダ政府より DIP ファイナンス 50 億ドル。

DIP ファイナンスとは、「連邦倒産法に基づいて法的に倒産した債務者に対する融資」を意味する²⁴⁾。DIP ファイナンスの目的は、倒産して信用力を失った DIP に新たな資金あるいは資金枠を提供することで当面の信用不安を払拭することである。そして、その用途は DIP がチャプター 11 を申立てから終結・脱却するまでの間の日常的な営業活動に必要な運転資金が主である。米国における大企業および中堅企業の倒産事件の多くのケースにおいて、DIP ファイナンスが利用され、DIP による再生に必要な不可欠な資金となっている。DIP が新規に与信を獲得する場合、通知と審尋を経て、利害関係人の意見を反映しながら、DIP ファイナンスの条件を決定し、これを裁判所が認可する。

Chrysler 再建の最大の特徴は、「取引基本契約書 (Master Transaction Agreement)」に基づいて開始された点である。つまり、Fiat との提携は売買取引 (purchase-and-sale structure) によって履行されるものである。Fiat は New Carco Acquisition LLC (新 Chrysler) を設立した。契約は、Fiat、新 Chrysler、旧 Chrysler の間で締結された。旧 Chrysler は、契約書に基づき裁判所の認可を得て、実質的にすべての事業資産を新 Chrysler に 20 億ドルの現金で売却するとともに、旧 Chrysler の債務も引き継いだ。

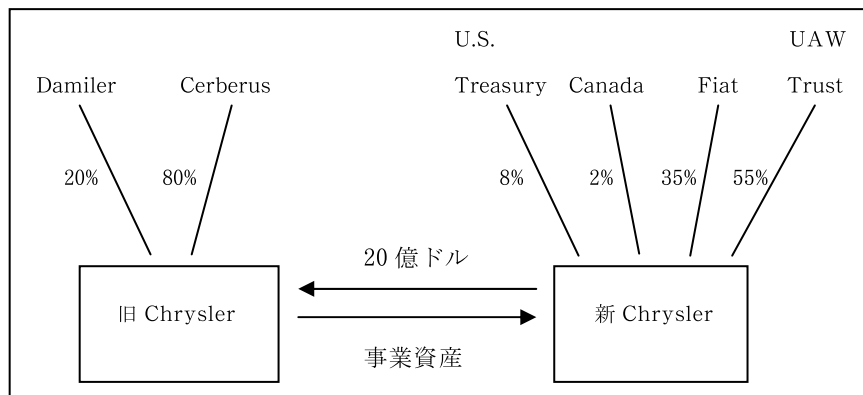
旧 Chrysler は売却で得た 20 億ドルを第一順位担保権者の債権 69 億ドルに配分した。これは債権 1 ドル当たり 29 セントを配分したことになる。劣後債権者や無担保債権者は何ら受領することなく、また旧 Chrysler の株主も同様であった。

24) 堀内秀晃・森倫洋・宮崎信太郎・柳田一宏、前掲書、143-146 頁。

新 Chrysler は、資産取得および事業継続のため、米国財務省から 60 億ドルの優先担保融資を受け、またカナダ政府からもカナダの関係会社に 10 億ドルの融資を受けた。その見返りに、新 Chrysler は、米国財務省に株式 8%、カナダ政府に株式 2% を発行した。その他、米国財務省に取締役 4 名、カナダ政府に取締役 1 名を選任する権利を与えた。Fiat に対しては、技術や販売網の提供、その他の様々な支援の見返りに、持株比率を 35% まで引き上げた。

売却とともに、新 Chrysler は UAW と新たな労働協約を締結したが、これは新 Chrysler にとって非常に重要な段階であった²⁵⁾。労働協約は、米国政府が旧 Chrysler および新 Chrysler への資金提供の条件として課した長期的な実行可能な計画を達成するような新たな賃金構造を確立するものであった。しかし、現従業員に対する賃金削減案あるいは退職者に対する基金削減案ではなく、新 Chrysler に旧 Chrysler の労働力を提供するというものであり、また現従業員の雇用の継続および UAW Trust の基金の継続ということの意味していた。さらに、新たな労働協約の条件として、新 Chrysler は、UAW と退職者の医療保険基金のために VEBA を設立することで和解した。その VEBA は新 Chrysler からの株式 55% と債権 46 億ドルの拠出によって設立された。その他、取締役 1 名を選任する権利が与えられた。新 Chrysler にとって、VEBA は旧 Chrysler の負担ほどではなく、また UAW Trust にとっても旧 Chrysler の無担保債権者の立場で受領するより多くの支払いを受け、再建をより円滑に進める一因となった²⁶⁾。

図 3-1 Chrysler の再建の仕組み



(出所) 筆者作成

25) Robert M. Fishman and Gordon E. Gouveia, "What's Driving Section 363 Sales after Chrysler and General Motors?," *Norton Journal of Bankruptcy Law and Practice*, Vol. 19, No. 4, 2010, pp. 359-360.

26) A. Joseph Warburton, *op.cit.*, pp. 536-537.

表 3-1 財務リストラクチャリング

旧 Chrysler	(億ドル)	新 Chrysler	(億ドル)
担保付債務		担保付債務	
第一順位 (協調融資)	69		
第二順位 (株主)	20		
第三順位 (米国財務省)	45	154	政府 60 60
無担保債務		無担保債務	
米国財務省	40		取引上の債務 53
取引上の債務	53		VEBA 債務 46 99
VEBA 債務	100	193	
株主持分		株主持分	
Cerberus	80 %		VEBA 55 %
Dimiler	20 %		FIAT 35 %
			米国財務省 8 %
			カナダ政府 2 %

(出所) Mark J. Roe and David Skeel, "Assessing the Chrysler Bankruptcy." *Michigan Law Review*, Vol. 108, p. 754 を参考に作成。

新 Chrysler の資産取得については、連邦倒産法 363 条(f)にしたがって、旧 Chrysler の資産に付着する担保権等の権利の負担がない状態 (Free and Clear) で行われる。旧 Chrysler は特定の契約やリースを引き受け、あるいは、新 Chrysler に割り当てた。

以上のような再建の概要をまとめると、図 3-1 および表 3-1 のようになる。

(2) 再建内容の問題点

Indian pension funds 等の第一順位担保権者が、当該取引はサブ・ローザ・プランに該当するとして異議を唱えた。第一順位担保権者は債権額 69 億ドルに対して、旧 Chrysler の資産譲渡対価 20 億ドルの分配を受けた。これは 1 ドルあたり 29 セントに相当する。これに対して、無担保債権者 VEBA は、無担保債権 100 億ドルに対して株式 55 %、債権 46 億ドルを取得している。このように第一順位担保権者に債権全額を支払う前に無担保債権者に分配を行うことは、第一順位担保権者より無担保権者を有利に扱うものである。つまり、「上位の債権が弁済を受けるまで、それに劣後する債権は支払いを受けることはできない」という「絶対優先の原則」に反し、サブ・ローザ・プランに該当するという主張である²⁷⁾。

これに対して、破産裁判所はこれらの主張を退けた。その理由は、旧 Chrysler の価値である 20 億ドルが第一順位担保権者以外には配分されていないこと、さらに、

27) Robert M. Fishman and Gordon E. Gouveia, *op.cit.*, p.360.

新 Chrysler の株式の分配を受けたすべての債権者は、株式と交換に新 Chrysler に何らかの直接的な価値を提供している²⁸⁾。株式の分配は申立て前債権に対するものではない。VEBA に対する株式の分配は UAW との賃金協定や VEBA 設立について和解したこと、さらには、将来の従業員の貢献について、新 Chrysler が合意したものである。また、米国政府およびカナダ政府に対する株式の分配も申立て前の債務ではなく、新 Chrysler に対する新規融資 60 億ドルに対する対価であり、あくまでも新 Chrysler との取引であることが強調された²⁹⁾。つまり、363 条セールが再建計画認可のための要件を潜脱しようとするものではないことが認められ、サブ・ローザ・プランには該当しないと判断された。

「正当な業務上の理由」という観点においては、Lionel 判決を基準として判断された。Chrysler が存続するためには、Fiat への売却が唯一の選択肢であり、それ以外の選択肢では事業を清算するしかない。清算した場合には、はるかに少ない対価 8 億ドルしか得ることができない。また、政府の資金提供も売却の早期完了を望んでいる。このように、ビジネス上の正当性が認められ、また 20 億ドルという価格も合理的であることなどから、363 条セールが認可された³⁰⁾。

363 条セールは、取引の結果として再建計画に影響を与えざるをえないが、それはサブ・ローザ・プランではない。なぜならば、363 条セールは契約によって次なる計画の条件を明らかに決定するわけではないからである³¹⁾。

(3) 事前調整型チャプター 11 および 363 条セール活用の意義

まず、事業を清算するのではなく、継続することが前提であった。そのために、事業上の再建として、Fiat の技術を活用し、新しい小型車の製造が計画されていた。そして、ヨーロッパにおける Fiat の販売特約権の活用も計画されていた。新 Chrysler は再建を専門とする新しい CEO によって経営が行われ、従業員も新しい組合契約に基づいて労働に従事する。363 条セールによって、新旧の資産に変化をもたらす効率よく活用することが実現する³²⁾。再建にあたっては迅速性が非常に重要である。363 条セールによって、迅速にあらゆる面で刷新した新 Chrysler のもとで事業を継続していくことが必要であったといえよう。

財務上の再建のためには、主要債権者である米国財務省および UAW との協議が重要な課題であった。UAW については、債務の処理という財務問題だけでなく、現従

28) *Ibid.*, p. 360.

29) A. Joseph Warburton, *op. cit.*, pp. 548–550.

30) Robert M. Fishman and Gordon E. Gouveia, *op. cit.*, p. 360.

31) A. Joseph Warburton, *op. cit.*, p. 549.

32) *Ibid.*, p. 548.

業員の労働条件や退職者の年金や医療費等の取扱い等についても十分な協議が必要であった。そこで、チャプター 11 手続申立て前に再建計画について調整や交渉を行う、プレ・ネゴシエテッド型が有効に活用されたと考えられる。

第 4 章 363 条セールスの事例～GM

(1) 再建の経緯および内容³³⁾

Chrysler と GM は再建に至るまでの原因や経緯については、多くの共通点を有する。また、共に、チャプター 11 を申立て、363 条セールスを利用する方法が企業として存続する唯一の方法であった。しかし、政府からの資金融通および事業再生の戦略が異なるため、売却取引もかなり異なるものとなった。特に、米国政府の介入時における債務が、Chrysler の場合は担保付債務の負担が重かったのに対して、GM の場合は年金積立不足改善等のため発行した無担保公募社債 270 億ドルが大きな割合を占めていた。

2008 年 12 月、米国財務省が GM に 134 億ドルを融資したが、これは GM の多くの資産の第一順位担保権を有しており、既存の担保債権者の担保物件の第二順位担保権でもあった。米国政府は、GM に対して政府融資の条件のもとで実行可能な計画の提出を要求した。それをタスク・フォースで検討したが、2009 年 3 月 30 日にオバマ大統領はその実行可能性は満足できるものではないと発表した。この決定は政府の追加的資金提供を中止する恐れがあるだけでなく、4 月 30 日に返済期限の到来する融資の返済を迫るものであった。清算の脅威が切迫しており、より積極的な再建が求められることとなったため、政府が介入し、迅速な売却取引を意図したチャプター 11 の申立てを行うこととなった。このような計画に基づいて、5 月末までに、政府は GM に当座の運転資金 60 億ドルを追加融資し、政府の優先担保融資は総額 194 億ドルにまで達した。GM は 6 月 1 日にチャプター 11 の申立てを行い、363 条による事業譲渡契約の締結とともに、許可を申請した。これに対して、7 月 5 日には 363 条セールの実行が許可された。また、米国財務省から 242 億ドル、カナダ輸出開発銀行から 91 億ドルの DIP ファイナンスが提供された。

GM がチャプター 11 を申立てたときには、Citicope US, Inc. 主幹事の協調融資 39 億ドル、JP Morgan Chase 主幹事の協調融資 15 億ドル、Export Development Bank Canada に 4 億ドル、Gelco Corporation に 1.25 億ドルの融資、総額約 60 億ドルの融資を受けていた。これらの融資は GM の在庫や備品を一部担保にされていた。これらの担保付債務に加え、the UAW Trust に 210 億ドル、発行済み社債 270 億ドルの無担

33) A. Joseph Warburton, *op. cit.*, pp. 537-539, Ralph Brubaker and Charles Tabb, *op. cit.*, pp. 1383-1385.

保債務があった。

GM 再建の特徴は、売買基本契約書 (master sale and purchase agreement) に基づいて開始された点である。政府によって、新たに Vehicle Acquisition Holdings LLC が設立 (その後、NGMCO. Inc. に社名変更) され、7月10日に363条セールを通して General Motors Corporation (旧 GM) の資産を取得した。そして、再び General Motors Company (新 GM) に社名変更した。旧 GM は Motors Liquidation Corporation (MLC) に社名変更し、残りの資産や負債の清算のためだけに独立した事業体となった。

Acquisition Holdings LLC (新 GM) が旧 GM の実質的にすべての事業資産を取得し、特定の負債 (the UAW Trust に対する債務を含む) を引き継いだ。363条セール前の総資産額 1,046 億ドルのうち、1,018 億ドルの資産を引き継ぎ、フレッシュ・スタート会計に基づく調整により、のれんおよび無形資産 464 億ドルの加算等が行われ、363条セール後の新 GM の総資産額は 1,420 億ドルとなっている³⁴⁾。資産と交換に、新 GM は旧 GM に対して普通株 10%、普通株を追加的に 15%取得できるワラントを発行した。

米国財務省とカナダ政府の 500 億ドルを超える債権は新 GM に割り当てられた。つまり、この債権は旧 GM の資産売却に際して「クレジット・ビッド (Credit Bid)」に利用されたのである。「クレジット・ビッド」とは、担保付物件の売却に際し、担保権付債権者が当該資産を落札した場合には、当該資産の譲渡代金の支払義務と担保付債権を相殺することができ、このように担保権者が保有する担保付債権を使って入札することである³⁵⁾。

新 GM は、米国財務省に対して、普通株の 60%、優先株 21 億ドル、債権 67 億ドルを発行した。また、カナダ政府に対しては、普通株の 12%、優先株 4 億ドル、債権 13 億ドルを発行した。米国財務省およびカナダ政府以外の旧 GM の第一担保権者に対しては、新 GM によって DIP ファイナンスを利用し 60 億ドル全額が返済された。無担保債権者は旧 GM から新 GM の普通株 10%を、普通株を追加的に 15%取得できるワラントを取得した。旧 GM の株主は何も与えられなかった。

他方、MLC は、363条セール前の総資産額 1,046 億ドルのうち、僅か 18 億ドルの資産だけを引き継いだ³⁶⁾。負債については、363条セール前の総額は 2,137 億ドルであったものが、363条セールを通じて 934 億ドル削減され、約 1,200 億ドルとなった。その 4 分の 1 に相当する 313 億ドルが MLC に引き継がれたのである。このように、MLC は僅かな資産と多額の負債を引き継ぎ、まさに清算のための会社としての役割

34) General Motors, Annual Report.

35) 井出ゆり, 前掲論文 [2010], 52 頁。

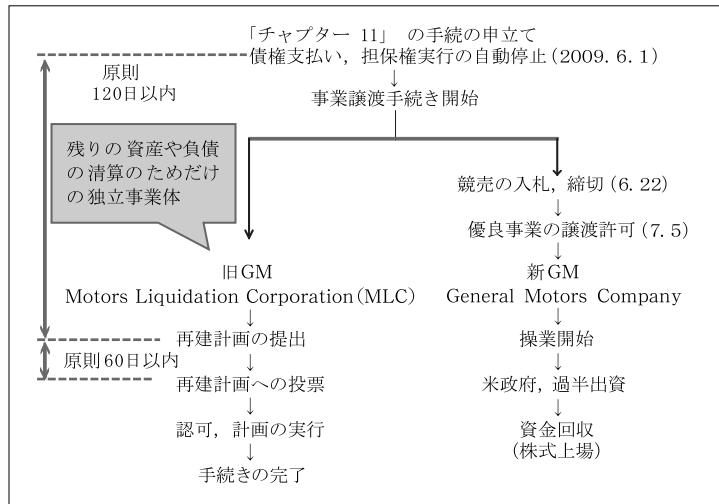
36) General Motors, Annual Report.

を担ったのである。

UAW は従業員の総合給付制度および退職者の医療費について新 GM に対して譲歩することに同意した。The UAW Trust は旧 GM に対する無担保債権 210 億ドルを保有していたが、新 GM との労働協約において、新 GM の普通株 18%、普通株 2.5% 分のワラント、優先株 65 億ドル、2017 年満期の 25 億ドル分の債権を受け入れることに合意した。

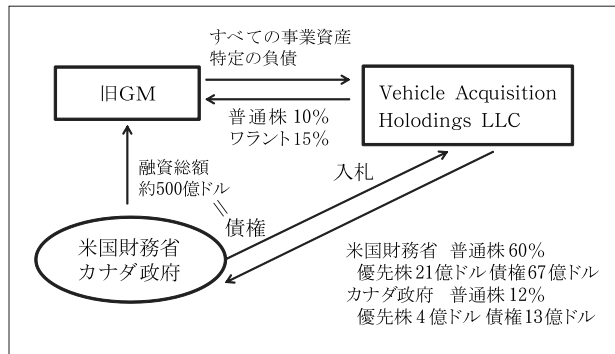
以上のような再建の概要をまとめると、図 4-1、4-2 および表 4-1 のようになる。

図 4-1 GM の法的整理手続の手順



(出所) 日本経済新聞，2009年6月22日，朝刊16頁に加筆修正。

図 4-2 GM の売買のしくみ



(出所) 筆者作成。

表 4-1 財務リストラクチャリング

旧 GM	(億ドル)	新 GM	(億ドル)
担保付債務		担保付債務	
申立て前債務 (協調融資)	60	米国財務省	71
米国財務省 (申立て前)	194	カナダ	13
米国財務省 (DIP)	242		
カナダ政府開発銀行 (DIP)	91	無担保債務	
無担保債務		米国 VEBA 債権	25
無担保社債	271	カナダ VEBA 債券	7
VEBA	233		
		優先株	
		VEBA	65
		米国財務省	21
		カナダ	4
		株主持分	
		米国財務省	60 %
		VEBA	18 %
		カナダ	12 %
		旧 GM	10 %

(出所) Matthew Berk, "Conflicting Results-the Approval of Sales under Section 363 and Disapproval of Sub Rosa Plans of Reorganization," *Current Controversies in Bankruptcy Sales*, ABI 2010 Northeast Annual Conference を参考に作成。

(2) 再建内容の問題点

当該取引も Chrysler と同様、無担保債権者からサブ・ローザ・プランの該当性に関して異議を唱えられた³⁷⁾。しかし、当該取引は再建計画の条件を決定したり、債権者の権利を決定あるいは変更したりするものではない。つまり、実質的な再建計画の内容を含むものではない。したがって、サブ・ローザ・プランには該当しないとされた。当該取引は資産を最大限の価値で換価するものであり、その後、債権者は裁判所によって認可されたチャプター 11 にしたがって、価値の配分を受ける。破産裁判所は、債権者にとって利益の配分、例えば新株の発行などは、債務者ではなく、買収者の決定によるものであるとした。Chrysler も GM も全く通常の取引であり、良い資産を新会社に売却し、その売却対価が旧債権者に支払われ、絶対優先の原則に従って分配される。再建計画の変更や倒産法手続の違法行為などは全くないと結論づけた³⁸⁾。

「正当な業務上の理由」という観点からは、Chrysler と同様に存続するためには、

37) Stephen J. Lubben, *op. cit.*, p. 109.

38) *Ibid.*, p. 109.

363 条セールを選択肢しかなく、その結果は事業を清算するよりも有利であることが重視された。そして、買収者かつ資金提供者である米国政府が買収や資金提供の実行条件として、363 条セール実行までの期限を設定したため、迅速な判断がなされたと考えられる³⁹⁾。

363 条セールの妥当性については、様々な議論があるものの、サブ・ローザ・プランに該当しないという点と「正当な業務上の理由」を有するという点から認められる。しかし、GM の場合は Chrysler のように Fiat という第三者である新たな買収者を通しておらず、真正の資産売却と言えるのか疑問である。米国政府等が設立した新会社に優良資産を移転したに過ぎないため、実質的な自力再建であり、いわゆる GM の債務を株式に交換したデッド・エクイティ・スワップ (debt equity swap) として解釈する見解もある⁴⁰⁾。

また、前述のように、GM の 363 条セールはクレジット・ビッドによるものであった。つまり、米国政府およびカナダ政府が、申立て前に融資した債権および DIP ファイナンスによる債権を対価として、新 GM の株式を取得する方法であった。このように DIP ファイナンスによる債権を対価として、債務者の資産等を取得する方法は「支配のためのローン戦略 (Loan to Own Strategy)」あるいは「所有のためのローン戦略」と呼ばれる。DIP ファイナンスの条件がその貸し手に有利であったり、DIP ファイナンスの条件として再建計画策定前に債務者の資産処分の方法を確定するような場合には、DIP ファイナンスの許可により、一部の債権者に有利な再建方法を確定してしまうという問題点が指摘されている。連邦倒産法においては、DIP ファイナンスを完済することが再建計画認可の要件のひとつであるが、完済ができないために DIP ファイナンスの債務を株式に転換する事例が増加しており、その最大の事例が GM であるといわれている⁴¹⁾。

(3) 事前調整型チャプター 11 および 363 条セール活用の意義

GM の場合も Chrysler と同様、清算ではなく、事業を継続していくことが前提であった。優良な事業資産については、363 条セールによって新 GM に移転し、資産価値の毀損を回避し、迅速に再生を実現していく。もう一方で、不要な資産および無担保債権等は MLC (旧 GM) に残したまま、チャプター 11 の手続にしたがって処理していく。363 条セールによってこそ、このような再生が迅速に可能である。

上述のような再建方法、新 GM によるクレジット・ビッドを使った資産取得、

39) 井出ゆり, 前掲論文[2009], 19 頁。

40) 経済産業省経済産業政策局産業再生課編, 前掲書, 13 頁。吉川浩史「GM によるチャプター・イレブンを活用した再建の行方」『資本市場クォーターリー』2009 Summer, 野村資本市場研究所, 106 頁。

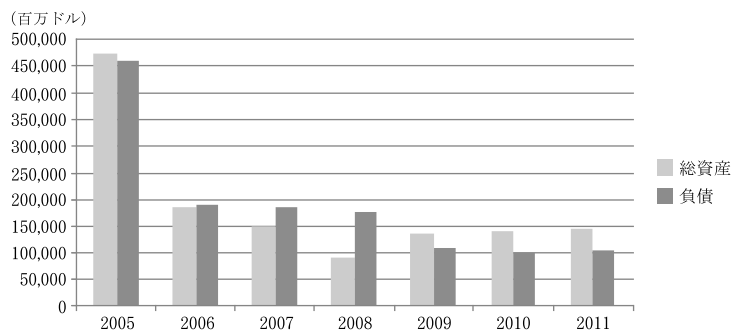
41) 井出ゆり, 前掲論文[2009], 16 頁。

UAW との協議，UAW を含む無担保債権者への対応等，事前に十分な調整および交渉が必要であったため，そこで事前調整型チャプター 11 が利用されたと考えられる。

最後に，これらの方法によって，再生は達成されたのか，財務内容の変化の一部をみてみる。図 4-3 は総資産および負債金額，図 4-4 は売上高および営業利益，図 4-5 は営業利益および支払利息の推移を表したものである。

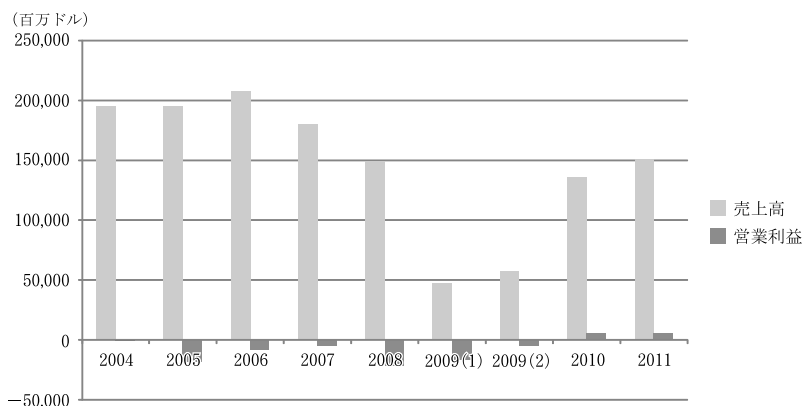
図 4-3 より，財務リストラクチャリングによって，2008 年まで債務超過状態であったのが，改善はされたものの，まだ負債の割合が大きい。図 4-4 からは，売上高は減少したものの，これまで損失を計上しつづけていたのが，2010 年には黒字転換している。これは 2004 年からの 6 年ぶりの黒字である。そして，昨年 12 月通期の純利益は前年比 62% 増となり，2 年連続黒字，14 年ぶりに過去最高を更新した⁴²⁾。図 4

図 4-3 GM の再建前後の財政状態



(出所) General Motors, Annual Report の各年より作成。

図 4-4 GM の再建前後の業績比較

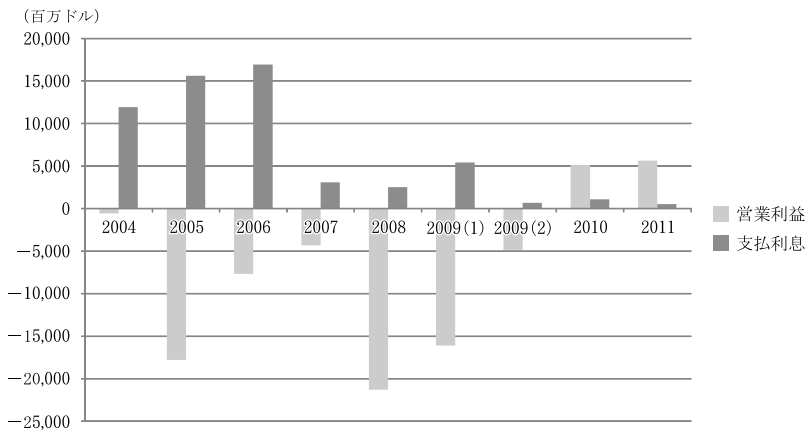


(出所) 図 4-3 と同じ。

(注) 2009(1) は 2009 年 1 月 1 日～7 月 9 日，2009(2) は 7 月 10 日～12 月 31 日

42) 日本経済新聞，2012 年 2 月 17 日，朝刊。

図 4-5 GM の再建による財務改善



(出所) 図 4-3 と同じ。

(注) 2009(1) は 2009 年 1 月 1 日～7 月 9 日, 2009(2) は 7 月 10 日～12 月 31 日

-5 からは、負債の削減に伴い、支払利息が大幅に減少したことが読み取れる。

むすびにかえて

本稿では、近年の米国における企業再建の動向として、事前調整型チャプター 11 と 363 条セールを組み合わせる再建方法を取り上げた。これらの方法を実際に活用した米国大手自動車メーカー「ビッグ 3」の Chrysler および General Motors の事例をもとに、なぜこのような方法を選択するのかを考察した。363 条セール活用の理由は、再建計画に基づいた資産売却に比し、手続が容易であり、迅速に実行することができる点である。清算でなく、事業を継続していくためには、再建計画策定前の早期の段階で、収益性があると考えられる再建すべき事業を第三者に売却し、倒産手続きから切り離すことによって、資産価値の減少を抑え、より迅速に事業再生を行おうとするものである。しかし、363 条セールによって、チャプター 11 の再建計画認可の要件を回避しようとするサブ・ローザ・プランに該当するのではないかという異議を唱えられることが多い。また、「正当な業務上の理由」の有無も 363 条セールの認可要件となっており、留意しなければならない。

「事前調整型」活用の理由は、363 条セールも含めて、政府、債権者、UAW 等で事前に協議をすべきことが多く、また通常のチャプター 11 (フリーフォール型) よりも迅速にチャプター 11 を終結することができる点である。

今後の課題としては、これらの方法は大型で政府主導の案件であるために取られた方法であるのか、他のどのような事例において有効であるのかという点を明らかにしたい。また、これらの方法は迅速な再生を可能にする方法として活用されているが、中・長期的な

視点から真の再生を果たす有効な方法であるのかを明らかにしたい。

また、GMに見られるように、真の売却ではなく、デット・エクイティ・スワップにすぎないのではないかという議論も検討の余地があると考えられる。

参 考 文 献

- 井出ゆり「米国連邦倒産法チャプター 11 手続きの下での 363 条セールと近時の論点」『NBL』911号, 2009年8月, 12-20頁。
- 井出ゆり「GM・クライスラー等のチャプター 11 手続にみる 363 条セールに関する論点と日本の倒産手続上の計画前事業譲渡」『事業再生と債権管理』127号, 2010年1月, 51-66頁。
- 大賀祥充「米国 General Motors 社再生の法律問題」『修道法学』32巻2号, 107-143頁。
- 経済産業省経済産業政策局産業再生課編『各国の事業再生関連手続きについて - 米英独仏の比較分析』金融財政事情研究会, 2011年。
- 福岡真之介『アメリカ連邦倒産法概説』商事法務, 2008年。
- 堀内秀晃, 森倫洋, 宮崎信太郎, 柳田一宏『アメリカの事業再生の実務 連邦倒産法 Chapter 11 とワークアウトを中心に』金融財政事情研究会, 2011年。
- 吉川浩史「GMによるチャプター・イレブンを活用した再建の行方」『資本市場クォーターリ』2009年夏号, 野村資本市場研究所, 98-109頁。
- Adler, B. (2010), "A Reassessment of Bankruptcy Reorganization after Chrysler and General Motors," *American Bankruptcy Institute Law Review*, Vol.2010, No.5, pp.305-318.
- Brubaker, R. and C. Tabb (2010), "Bankruptcy Reorganizations and the Troubling Legacy of Chrysler and GM," *University of Illinois Law*, Vol.2010, No.5, pp.1375-1410.
- Fishman, R.M. and G.E. Gouveia (2010), "What's Driving Section 363 Sales After Chrysler and General Motors?" *Norton Journal of Bankruptcy Law and Practice*, Vol.19, No.4, pp.351-74.
- Lubben, S.J. (2009), "No Big Deal: The GM and Chrysler Cases in Context," *American Bankruptcy Law Journal*, vol.83, pp.531-547.
- Roe, M.J. and D. Skeel (2010), "Assessing the Chrysler Bankruptcy," *Michigan Law Review*, Vol.108, pp.727-771.
- Warburton, J.A. (2010), "Understanding the Bankruptcies of Chrysler and General Motors: A Primer," *Synacuse Law Review*, Vol.60, No.3, pp.531-82.

The Trend of Corporate Restructuring Using the United States' Bankruptcy Code Chapter 11 - Focusing on Examples of GM and Chrysler -

Kyoko Ikegami

The financial crisis in 2008 had tremendous effect to US automotive industry. Chrysler, one of the major US automobile manufacturers commonly known as “big 3”, had applied for Bankruptcy Code’s Chapter 11 on April 30, 2009. This was followed by the world’s largest automobile manufacturer General Motors applying for Chapter 11 on June 1. However, afterwards GM was relisted only a year and half later.

The Chrysler and GM bankruptcy reorganizations are pointed out as examples showing the largest change in the business of corporate restructuring practice in the last decade. A bankruptcy reorganization has traditionally been effectuated through a Chapter 11 plan of reorganization. This requires information disclosure, creditor voting, allocation of stakes in the reorganized debtor entity’s new capital structure among creditors and owners. Such an internal boot-strap reorganization has decreased, and most restructuring are achieved by rapidly selling off the debtor company’s asset to third parties.

It is pointed out that the reason GM had been able to revive so quickly was due to utilization of “pre-negotiated” Chapter 11 and section 363 sales. Section 363 sales are the granting of sales of debtor’s assets “outside of the ordinary course of business” as defined in Bankruptcy Code section 363 (b). The section 363 sales in large scale bankruptcy processing have increased dramatically since late 1990s.

The aim of this article is to shed light on the reason why such method has come to be used in large scale bankruptcy reorganization, and to clarify the fundamental meaning of the restructuring inherent in this method and proceeding. The structure of this article is as follows. In the first chapter, the outline of Chapter 11 is explained, especially the convenience of “pre-negotiated” Chapter 11. Then in second chapter, the characteristics of section 363 sales and their issues are explained, along with analysis of the cause for the increase of the sales’ use. Then examples of

combined use of the “pre-negotiated” Chapter 11 and Section 363 are shown, Chrysler restructuring process in third chapter, GM restructuring process in fourth chapter. The aim of this report is to clarify the fundamental meaning of those restructuring process.

Through these analysis and examination, the below has become clear. The reason for utilizing section 363 sales is that compared to asset sales based on restructuring plan, the process is easier, and can be implemented more quickly. In order to continue the business rather than to liquidate it, profitable business that need to be restructured are sold to a third party at early stage prior to reorganization plan is set, to separate the business from the bankruptcy proceeding and thus avoid reduction of asset values, and enable rapid business revival. However, in many cases objections are raised that section 363 sales were used to avoid the conditions of Chapter 11 reorganization plan approval, so that the sales might fulfill the condition of a sub rosa plan. Also, it must be kept in mind that existence of “sound business justification” is an approval requirement for section 363 sales.

The reason behind utilization of “pre-negotiated” proceeding is that including section 363 sales, there are numerous matters that need to be discussed between the government, creditor, UAW and others beforehand, and this allows the conclusion of Chapter 11 faster than the normal Chapter 11 (free fall type).

As a future subject, I would like to clarify whether these methodologies were taken because they were large scale government-led cases, and in what other type of cases such methodologies are effective. Also, while these methodologies are utilized as something that enable rapid revival, I would like to clarify whether they are effective in achieving true revival, from mid- to long-term perspective. In addition, I believe there is a room for discussion for argument that as seen in the case of GM, they may in fact be merely debt-equity swaps rather than true sales.