

金融商事法ワーキングペーパー・シリーズ

2014-4

「ドイツ株式法、債務証券法および倒産法におけるデット・
エクイティ・スワップとデット・デット・スワップ」

マインツ大学法学経済学部教授

ペーター・オー・ミュルベルト

(仮訳)

東京大学大学院法学政治学研究科教授

神作裕之

2013年12月

寄付講座「グローバル証券市場法」

東京大学大学院法学政治学研究科

2014-4

「ドイツ株式法、債務証券法および倒産法におけるデット・
エクイティ・スワップとデット・デット・スワップ」

マインツ大学法学経済学部教授
ペーター・オー・ミュルベルト
(仮訳)
東京大学大学院法学政治学研究科教授
神作裕之

2013年12月

寄付講座「グローバル証券市場法」

東京大学大学院法学政治学研究科
東京都文京区本郷 7-3-1

<http://www.securities.j.u-tokyo.ac.jp/>

「ドイツ株式法、債務証券法および倒産法におけるデット・エクイティ・スワップと
デット・デット・スワップ」

ペーター・オー・ミュルベルト教授（マインツ大学）

I. 序

II. D E S

1. 経済的状況
2. 株式法上の枠組み
 - a) 取引枠組みとしての現物出資による資本増加
 - b) 株主総会における資本増加の決議
 - c) 旧株主の新株引受権とその排除
 - d) 抛出されるべき債権の評価
 - e) 小括
3. 社債権におけるD E S
 - a) 再建を妨げ得る債権者構造
 - b) 2009年債務証券法による社債権者の組織
 - aa) 社債権者の集団的意思決定と共同代表
 - bb) 株式法上の規範との関係
 - c) 小括
4. 倒産手続におけるD E S
 - a) 手続的枠組みとしての倒産計画手続
 - b) 倒産計画における持分権の取込み－債権者および株主にとっての意義と帰結
 - aa) 参加者の意思決定に対する効果
 - (1) 株主総会決議に代わる倒産計画に関する議決
 - (2) 株主総会の普通決議による同意
 - (3) 妨害禁止－多数派株主に対するD E S
 - (4) 債権者の意思に反するD E Sは行い得ないこと
 - bb) 倒産計画における新株引受権の排除
 - (1) 「倒産法上のスクイーズ・アウト」の可能性？
 - (2) 多数派社員と少数派社員の関係における濫用の可能性
 - cc) 差額支払責任の排除
 - c) 小括

III. 社債の交換によるD D S

1. 問題提起
2. 2009年債務証券法による社債の交換
3. 倒産計画手続におけるD D S
4. 小括

I. 序

企業が危機に瀕している場合、会社債務を実質的に免除し、大きな他人債務に係る負担を軽減する効果的なリストラクチャリングを必要とすることが少なくない。国際的にみてもその有効性が実証されている貸借対照表上の再建手段がいわゆるデット・エクイティ・スワップ（以下「DES」という）であり、会社債権者の有する債権を当該会社の持分と「交換」し、もって他人資本を自己資本へと転換する手法である。ここで考慮されるのは、提供または給付に基づく与信債権および債権、ならびにとりわけ上場会社にあっては他人債務の大きな部分を構成し得る社債である。社債について、実務は、DESのほか社債交換プログラムという第2のリストラクチャリングのモデルを実施している。そこでは、発行した社債を新たな債券をもって償還し、債務者にとってより負担の少ない条件に変更するというものであり、デット・デット・スワップ（以下「DDS」という）と呼ばれる。

これらのリストラクチャリングは、多様な法律問題、とりわけ会社法もしくは株式法上の問題を惹起するものの、それに限られるわけではない。ドイツでは、他人資本の地位をリストラクチャリングすることに関し、企業再建に係る法的環境は、近時とりわけ次の2つの法改正によって進展した。第1は、2009年の債務証券法の改正であり(SchVG - Gesetz über Schuldverschreibungen aus Gesamtemissionen vom 31. Juli 2009 (BGBl. I S. 2515).同法については、RegE SchVG BT-Drucks. 16/12814 を参照。)、第2は、2012年「企業の再建を一層容易にするための法律(ESUG)」である(ESUG - BGBl. I S. 2582. 同法については、RegE ESUG BT-Drucks. 17/5712 を参照)。後者は、倒産法の改正を伴うものである。

このような経緯の下、以下では、ドイツ株式法、債務証券法および倒産法の下におけるDESに係る法的枠組みについて詳細に検討する(II.)。最後に、社債の交換におけるDDSの法的観点について若干言及する(III.)。

II. DES

1. 経済的状況

DESと呼ばれる他人資本の自己資本への転換は、会社に新たに流動性が供給されることはなく、自ら行う貸借対照表上のリストラクチャリングのための措置である。債権者は、資本増加の枠組みの中で、会社に対し有する既存の債権を出資し、代わりに会社持分を取得する。このことにより生じる「帳簿の再建」の結果、自己資本比率が高まり、または会社の既存の過剰債務が減少し、償還および利払の負担の減少により他人資本のコストが減少する。

DESに参加する債権者は、当該取引により債権者としての地位を失うのに対し、再建が首尾よく成功した場合には企業価値の増加に全面的に参加する機会を得ることになる。

そして、それにより獲得可能な再建による利益は、利息を加えた元々の債権の価値を超過する可能性がある。そのような戦略は、債権者からみれば—そしてとりわけ当該債権が満足されないかまたは部分的にしか満足されない場合にはとくに—、会社の継続価値が解体価値よりも高く評価される場合である。このような利益獲得の可能性は、危機に瀕した企業の債権（ディストレスト債権）に戦略的に投資し、DESの方法により当該企業に対する重要な持分を確保するために券面額から大幅に割引いて取得する投資家にとって有益なものである（ローン・トゥー・OWN（Loan to Own））。

2. 株式法上の枠組み

DESは、会社の資本構成および持分権者の構成に直接影響を与え、それゆえ第一にとくに株式法が顕著であるが会社法上の問題を惹起する。そこで、デットとエクイティの取引に係る会社法上の規律の枠組みについて、以下では株式法を取り上げて検討することとするが、そこで述べることはとりわけ有限会社法においても基本的に妥当する。

a) 取引枠組みとしての現物出資による資本増加

DESは、法技術的には、新株の引受けと引き換えに、債権者が自己の有する会社に対する債権を会社に現物出資として拠出するという枠組みの下で行われる。ここでは、出資の給付は、免除契約の締結または会社に対し当該債権を債権者が譲渡することにより行われ、後者の場合には当該債権は混同によって消滅する。

リストラクチャリングの実務では、再建のための資本カットを資本減少によって効果的に行うために、資本増加に先立ち資本減少がなされることが少なくない。とりわけ債務超過すなわち会社の純資産が資本の額を下回っているときに行われる。というのは、そのような状況の下では、実現しようとしている貸借対照表上の再建がそのような方法によってしか当初の目的を達成できないからである。債務超過の場合には、そのために資本減少が資本の額を「ゼロ」にまでカットすることが必要となる場合がしばしばある。

b) 株主総会における資本増加の決議

DESの取引枠組みとしての現物出資による資本増加は、定款における基本資本の額の変更を必要とする。そのための株主総会における資本増加の決議において、変更後の資本の額、現物出資として拠出される債権、債権者の氏名、増加すべき資本の額および発行株式数を具体的に決定しなければならない。決議には当該決議において代表される資本の額の4分の3以上の特別決議を要する（株式法182条1項1文）。

資本の額の4分の1を保有する少数派株主には、そのために影響力の大きな拒否権が生じることになる。会社法上の誠実義務に基づき、（少数派）株主には、実際上は会社を再建する他の選択肢がないためDESによってしか会社の倒産を回避し得ない場合には、（多数派）株主に同意すべき義務が生じる可能性がある。すなわち、反対票を投じることが権利

の濫用とされる状況が生じ得るのである。もっとも、そのような協働に向けた規範が生じる株式法上の要件については、これまでのところ十分に明確な輪郭をもって描き出されてはいない。そのことに加え、再建の急迫の必要性に照らして要請される迅速性をもって、裁判上そのような同意義務を適時に実行するための効果的な可能性があるとはいえない。要するに、誠実義務に基づく同意義務は、いずれにせよ、再建の局面では実務上、有効な法的手段としては、ほとんど問題にならないと考えられるのである。

スーパー・マイノリティの有する拒否権のほか、DESの実行にとって取引上のリスクが、株主の法的保護の可能性から発生する。すなわち、手続上の瑕疵または実質上の瑕疵を理由とする株主による総会決議取消しの訴えは、事実上登記を妨げる効果をもつ。というのは、登記裁判官は、商業登記所に資本増加の決議を登記して創設的な効力を与えることを中断するためである（株式法189条）。会社は、株式法246a条によるいわゆる裁判上の解除手続(Freigabeverfahren)という措置を通じて、事実上の登記障害事由となっている取消訴訟を排除することができる。しかしながら、解除手続には少なくとも2、3か月を要し、急迫を要するリストラクチャリングの必要性に鑑みると、なお時間がかかりすぎる。

c) 旧株主の新株引受権とその排除

資本増加の実行に際しては、旧株主には原則として持株比率に従って新株を引き受ける権利を有するが（株式法186条1項）、当該新株引受権は株式法186条3項による資本増加の決議により排除することができる。DESの実行については、債権者に対しその者が有する債権の抛出と引き換えに新株を提供することを可能にするためには、そのような新株引受権の排除を要する。

新株引受権の排除は、所定の手続的要件および特別決議のほか、いわゆる「カリ・ウント・ザルト」判決で示された基準に従いそれを実質的に正当化する理由を要する。そこでは、旧株主の社員権に対する重大な介入がなされることになるからである。ここにいう「実質的な正当性」とは、正当な目的を追求するためには新株引受権の排除が必要であり、かつ、それに伴う株主権の縮減が不相当なものではないことを要する。DESの場合には、実質的な正当性が肯定されるのは、とくに、債権者がその債権を会社に抛出することにより再建に寄与する意思があり、他方旧株主が金銭出資の方法による資本増加によって債務の弁済に必要な資本を抛出する意思または能力がない場合である。

取引実務においては、DESを可能にするために行われる新株引受権の排除を伴う現物出資による資本増加は、新株引受権の排除を伴わない金銭出資による資本増加とともに行われることが少なくない。それにより、決議取消しのリスクが減るからである。他方、株主の同意に必要な4分の3以上の資本多数決（II. 2. b.）を得られる可能性も高まる。なぜなら、新株引受権を完全に排除した上で資本だけを単にカットするとすれば、旧株主は事実上なんら補償を受けることなく、その社員権を失ってしまう結果となるからである。

d) 抛出されるべき債権の評価

DESは、すでにII. 2. a. で詳論したように、現物出資の方法により会社に対する債権を出資することによって行われる。これにより会社債務の消滅という効果が生じるが、これは貸借対照表の貸方に専ら関わるものであり、株式法上の資産の部における会社財産の増加と同視できるものではない。表示資本の額と、給付されるべき現物出資との間の価値の関係を調査するために、株式法は、出資資本への払込義務を効果的に履行させることに関して—現実の資本抛出の原則ともいわれるが—、現物出資の対象財産の価値を調査することを求めている。払い込まれるべき債権は、したがって、通説によれば必ずしも券面額とは一致するわけではない時価によって評価すべきであるとされる。ある債権に完全な価値がない場合には券面額から減価がなされるべきであるが、とくに会社が債務超過すなわち純資産の額が会社の他人資本の額よりも小さい場合には減価しなければならないということになり、DESが予定されている場合には減価がなされるのは稀なことではない。

当該債権が抛出された時点において過大評価されていたことが、たとえば再建に失敗し倒産手続に移行した場合のように事後的に判明したときは、引受人には無過失の差額支払責任が生じる。したがって、倒産管財人は、予定されていた資本増加の金額と当該債権の実際上の低い価額との差額を事後的に支払うよう求めることができる。新株主すなわちかつての債権者にとって、このことは重大な結果をもたらす。というのは、再建が失敗することにより、当該新株主は自己の債権の価値を最終的に失うばかりか、倒産財団に対して所定の額を給付しなければならないことを意味するからである。

e) 小括

デット・エクイティ取引の株式法上の規制枠組みが複雑であることは明白である。さらに多くの細かな問題があるがそれについては省略する。旧株主の新株引受権を排除して行われる現物出資による資本増加が必要とされるが、それにより重大な法的問題と取引上のリスクがもたらされることは明らかである。一方で、株主は、必要とされる新株引受権の排除に基づき、その同意を拒否しまたは株主総会決議を場合によっては濫用的であると主張するなどして取り消そうとする傾向が生じる。他方で、抛出された債権が過大評価された場合に発生する差額支払責任に基づき、DES取引を行った債権者にとっては、当該取引に参加する意欲が減退し得るほどの大きなリスクが生じることになる。

3. 社債権におけるDES

社債権が含まれるDESすなわち社債権を自己資本に転換する場合には、実務上および法的にみて、当初の状況はさらに困難になる。

a) 再建を妨げ得る債権者構造

社債権を取り込むDESにおいては、とくに上場社債券が発行されている場合のような債権者構造にある場合には、第一の課題が提起される。というのは、匿名の債権者が多数存在する中で、会社が個々の債権者を個別に認識することは実務上ほぼ不可能だからである。しかしながら、DESの実施のためには、全債権者が誰であるかを知る必要がある。なぜなら、DESというのは、個人の協力もしくはその意思に反して実行することができないものであるからである。

さらに、個々の債権者の「ホールドアウト」問題として知られる行動の合理性に限界があることから、DES取引が挫折する可能性もある。社債のリストラクチャリングにより社債発行会社の再建が十分に見込まれるとしたら、それは基本的には全債権者の利益となり、最終的にはそのような措置は経済的にみて可能な限り最善の債権価値を収受することに資する。それにもかかわらず、個々の社債権者は、社債権を持ち続けることによって、債権者の交替に基づき給付された再建のための出損の成果に無制限に—しかも自分が出損することはせずに—参加するために、魅力のある再建計画であるのにそれに対する協力を拒む可能性がある。このような計算に基づく行動はさらに、喜んで協力しようとしている他の社債権者に対してその協力を留保させる可能性がある。したがって、債権者の側が機会主義的な行動をとるという特定の危険が、DES取引が首尾よく行われることの障害になり得るのである。

b) 2009年債務証券法による社債権者の組織

社債権者の側でこのような問題に対処するために、ドイツの立法者は2009年に債務証券法を全面的に見直した。この改正の目的は、従前の法状況とは異なり、直接的に差し迫った倒産の際ではなく、リストラクチャリングの必要性が生じた場合に一般的に社債権者を効率的に組織化することによって、経済的に意味のある社債のリストラクチャリングを行うことにより収益を得る機会を増やすことにある。この目的を実現するために、新債務証券法は、集団的意思決定の可能性を高めるために、原則として同質の社債権者の利益の結合を容易にするための改正を行った。

aa) 社債権者の集団的意思決定と共同代表

債務証券法5条は、とりわけ社債条件が社債権者の単純多数決によって変更し得ることを前提にしているが、その目的は総額発行（Gesamtemission）により発行された社債のリストラクチャリングを可能にするためである。その背後にある社債権者の集団的結合の原則は、各社債権者の個別的権利行使を制限し、もって全社債権者について同一の取扱いを確保することにより経済的に意味のあるリストラクチャリングのための措置を講じやすくしようとするものである（債務証券法4条）。債務証券法5条3項5号は、そのために、多くの考えられるリストラクチャリングの措置の1つとしてDESに係る決議を明記してい

るのである。

少なくとも14日間の招集期間その他の株式会社の株主総会の招集手続に範をとって定められている債権者集会において、必要な過半数の決議を得なければならない（債務証券法9条以下）。そのような現実の総会に代えて、債務証券法18条により、債権者が実際に出席せずに議決権行使をすることが可能とされている。DESの実行に関する決議には、決議に参加する議決権の少なくとも75%以上の賛成を要する。特別決議が要求されているのは、このようなりストラクチャリング上の措置は、社債の本質を根本的に変更することになるという理由から説明される（債務証券法5条3項5号および5条4項2文を見よ）。各社債権者は、手続および内容の瑕疵に基づき当該決議の効力を争うことができる。その争いが斥けられない場合には、債権者集会の決議廃止（Aufhebung）を求めて訴えを提起することができる（債務証券法20条）。

その他、債務証券法は、社債権者の共同代表の選任要件を緩和した（債務証券法7条）。それにより、すべての債権者を一体として代表することが容易になるとともに、社債発行会社との交渉を効率的に行うための枠組みが改善された。

上述した2つの法制度の適用を受けるためには、つぎの2つの基本的な要件を満たす必要がある。

第1に、社債がドイツ法を準拠法として発行されたものであること（債務証券法1条）。もっとも、社債発行会社がドイツ国内に住所を有するか国外に有するかは関係ない。国外の有価証券法規を準拠法とする社債については、債務証券法の規定はそもそも適用されない。

第2に、社債条件がはじめから当該社債の事後的な変更が可能であることを明示的に定めていなければならない（債務証券法5条1項）。これに相当するオプトイン条項は、当該社債を発行する時点においてすでに規定されていなければならない。

bb) 株式法上の規範との関係

株式法の規定との関係についていえば、次のようにいえる。すなわち、債務証券法の規律は、社債権者の組織についてのみ適用されるものであって、内容的には修正を加えることなく、DESの実行に対する株式法上の要請を補充するものである（この点についてはII. 2. 参照）。株式法上必要とされる旧株主の資本変更措置に係る同意は、債務証券法によっても、特に影響を受けることはない。

c) 小括

改正債務証券法は、社債権を組み込んだDESの課題に有効に対処するものである。全社債権者が拘束される多数決による決議が可能となり、社債権者の共同代表が許容されることによって、効率的な組織および集团的な利益の結合が可能となる。実務上の困難さや集团的利益にとって不利益となる個々の社債権者の利益は、同改正法により適切に克服されたのである。

4 倒産手続におけるDES

倒産の場合の企業再建については、倒産法217条以下において固有の倒産手続が用意されている。もっとも、実務では、これらの手続は従来ほとんど重要な役割を果たしてこなかった。冒頭に述べた2012年のESUGにより改正された倒産計画手続は、このことを確実に変えるであろう。というのは、同改正により、倒産法上のリストラクチャリングの可能性が格段に高まったからである。同改正法は、とりわけ、これまで知られていなかった倒産法と会社法とをかみ合わせる形で実行に移すことを目指している。その限りにおいて、同改正法がモデルにしているのは、米国破産法チャプター11の手続である。要は、将来、倒産会社に対する持分権を債務者の再建を目的とする倒産計画手続に組み込むことができるような法的根拠を創設したのである（倒産法217条2文および225a条1項を見よ）。こうして、DESのような経済的に有効な資本に係る措置をより効果的に一掃して必要であれば旧社員の意思に反してさえも一掃できるようにすることを目的とする。

a) 手続的枠組みとしての倒産計画手続

倒産計画手続は、倒産法16条以下の規定により、倒産裁判所が会社の債務超過または支払不能（のおそれ）により形式上は倒産手続開始を宣言することで開始する。この手続において提出される倒産計画は、債権者全体にとってできる限り最適の満足が得られるように、法律上の通常の倒産手続からは乖離した清算計画や債務者の存続を目指す再建計画を予定することができる（倒産法1条・217条を見よ）。倒産計画の作成に関していえば、破産債務者は、倒産手続開始の申立てとともに、破産者が倒産管財人として会社にとどまるプレパッケージド・プランと呼ばれる計画を提出することができる。計画の作成者がだれであるかは問わず、この計画が有効となるためには、債権者の同意が一掃および状況に応じて社員の同意もまた一掃必要であるとともに、倒産裁判所の承認を要する。

b) 倒産計画における持分権の取込み一債権者および株主にとっての意義と帰結

今や倒産計画手続の枠内で、持分権を取り込み、しかも直接的な（会社）法上の法律関係を創設する効果をもつことが認められる。倒産法225a条3項に定める新たな規制の下では、倒産計画において会社法上許容されているあらゆる調整を行い得ることが予定されている点が重要である。債権者の債権を債務者の持分権もしくは社員権に転換するDESは、考えられる措置の様々なバリエーションの1つであることが、倒産法225a条2項1文に明示的に強調されている。

このことは、ESUGにより導入された倒産法と会社法の交錯（Überlagerung）により、株式会社が倒産した場合において株主権に対する大幅な介入が許容されることをすでに予告している。この新たな規制体制のもっとも際立った効果について、以下において少しく

わしく描写したい。

aa) 参加者の意思決定に対する効果

再建のための採り得る手段の選択肢の1つとしてDESを名指しすることで、法は、倒産計画がそのために必要とされる会社法上のあらゆる措置を予定していること、とりわけ現物出資の給付に伴う資本増加を想定していることを明示している(倒産法225a条2項2文を見よ)。株式法の一般原則によれば、その種の組織の変更に係る措置は、II. 2. b. において詳述したように、株主総会における特別決議を要する。ESUGによる新たな規制は、この点に追加するものである。

(1) 株主総会決議に代わる倒産計画に関する議決

倒産計画手続の枠組みの中で、DESを実行するために必要な資本に係る措置に関する株式法上の規制は、抜本的に修正されている。倒産法254a条2項は、明確に次のように規定する。すなわち、裁判所が承認した倒産計画において株主権が組み込まれているときは、同条同項により、当該計画に予定された株主総会決議は、すべて事前に書面決議されていたものとみなされる。したがって、裁判所の承認した倒産計画は、形式的には、株式法上予定されている株主総会決議に代替し、それを不要とするものである。このことは、株主の地位を取り込んだ倒産計画は、どのような条件の下で裁判所から承認を得ることができるのかという問題をもたらす。

(2) 株主総会の普通決議による同意

株主の地位を取り込む際に、意思結集は、株式法上の株主総会の権限を制約し、倒産(計画)手続においてなされることになるが、そこでは株主は、様々な債権者グループとともに独自の参加者グループとして、提出された倒産計画に関する議決の基準日において議決権を行使する(倒産法222条・235条・243条)。そこでは、参加グループ毎に別々に決議され、倒産法244条により単純多数決の原則に従って決定される。倒産計画についての株主グループの同意は、資本参加の額に応じて算定される株主の議決権の過半数の賛成を必要とし、そこでは会社法上議決権制限がなされている場合であってもそれについては考慮されない(倒産法238a条・244条3項)。こうして、資本に係る措置に関する議決に必要な株式法上の多数派関係および議決関係は、大幅に無力化してしまう。とりわけ、少数派株主にとっては倒産計画に予定されているDESを阻止することは原則として(もはや)不可能になる。

(3) 妨害禁止—多数派株主に対するDES

多数派株主が提示された倒産計画に同意しないときは、同意の欠缺は場合によってはいゆる妨害禁止によって克服される。この法制度は、議決権を有するグループが同意を拒否した場合であっても、経済的に有用な倒産計画の実行を可能にするものである。議決権を有するグループが拒否権を濫用的に行使する戦略をとることに對して効果的に対処しようという立法上の動機に基づくものである。

議決権を有するグループが賛成投票をしないという問題を克服するために、妨害禁止の

規律を適用するために必要な次の3つの要件を実質的に充足しなければならない。すなわち第1に、議決権を行使する利害関係人グループの過半数が当該倒産計画に同意したものでなければならない。第2に、反対グループのメンバーは、当該倒産計画によって、それが無い場合すなわち通常の倒産手続が実施された場合に置かれたであろう状況と比較して、その地位が悪化する見込みがあってはならない。第3に、反対グループのメンバーは、当該倒産計画に基づき当該利害関係人にもたらされるであろう経済的価値に対し適正に参加するものでなければならない(倒産法245条1項)。これらの要件が充足された場合には、反対する議決権行使グループの同意は与えられたものとみなされる。すなわち法律上擬制されるのである。

それゆえ、DESの実行が予定されている倒産計画においては、債権者の多数派は、最終的には株主の過半数の意思に反するものであっても当該計画を実施することができる。当該計画は、通常の倒産手続において清算された場合と比較して株主の地位をより悪化するものではなく、かつ、相互に平等に取り扱われることを保障するものでありさえすれば足りる(倒産法245条3項・251条1項2号)。この要件は、満たされるのが通常である。というのは、会社の倒産においては、株式は大抵の場合その価値を完全に失うからである。株主の地位が例外的に悪化することになる場合には、当該倒産計画は、倒産法251条3項により、適正な補償を予定するものでなければならない。

倒産計画に必要な裁判所の承認を争うために、株主は、管轄権のある倒産裁判所に対し、当該計画に対する承認を行わないよう申し立てることができる。申立てが棄却された場合は、倒産法253条により地方裁判所に抗告することができる。倒産計画手続において株主に与えられているこれらの法的保護の選択肢は、最終的には株式法上与えられている総会決議の瑕疵を争う権利という比較的強力な法的救済に代替するものである。このことは、株式法上の決議取消しの訴えにおいて観察されたDES取引自体を遅延(II. 2. b. を見よ)させず、あるいは遅延させるとしてもわずかしか遅延させない結果をもたらすであろう。

この規律は、すなわちリストラクチャリングの実務において企業再建に対する過度の妨害であると一般にみなされていた株式法上の拒否権行使の可能性を排除するという立法者の断固たる問題意識に対応するものである。これにより、国際的に比較した場合、競争上とくにドイツに不利とされてきた問題点が排除されることになろう。

(4) 債権者の意思に反するDESは行い得ないこと

倒産におけるDESを債権者の意思に反して行うことができないことは、従前どおりである。債権を株式に転換するためには、倒産計画手続において該当する各債権者グループの同意をも必要とし、それらの者の意思に反してDESを行うことはできない(倒産法225a条2項2文)。すなわち、倒産法は、債権者の下での多数決原理を予定していないのである。

このこととは無関係に、債務証券法(これについてはII. 3. b. 参照)の規定による単

純決議に基づいて、社債権について集団的な拘束を課す可能性は残されている。この場合には、関係する各社債権者グループの個々の同意に係る意思表示に代えて、債務証券法の定めに従い書面化された普通決議を添付すれば足りる。

bb) 倒産計画における新株引受権の排除

D E Sに必要な現物出資による資本増加に加えて、倒産計画においては、破産法 2 2 5 a 条 2 項 3 文の規定により、旧株主の新株引受権を一少なくとも部分的に一排除することが予定されている。交換に応じてよい既存の債権者に対し、引受けられるべき新株を提供できるようにするためである（II. 2. c. 参照）。

もっとも、会社の再建のために、それに先立ち資本減少を行い資本の額を「ゼロ」にするのが通常である。というのは、旧株主の持分は、会社の倒産の場合には、清算価値を基礎に計算すると、完全に無価値であることが一般的だからである。

これに関連する問題は、資本減少に関連付けて新株引受権を（ほとんど）全面的に排除することが許されるかどうかである。これらの 2 つの措置を結び付けると、旧株主が補償を受けることなく会社から退出しなければならないという結果をもたらすであろう。

(1) 「倒産法上のスクイーズ・アウト」の可能性？

減資に伴う新株引受権の全面的な排除を許容することは、旧株主が当該企業の継続価値に参加することをまったく否定することになるから、一見すると疑わしい。このことは、債権者が D E S と結び付いた資本減少を旧株主の意思に反しても行い得る現状の下では（II. 4. a.aa.）、一層妥当する。倒産計画手続は、ときとして完全なスクーズ・アウトを伴う非友好的な企業買収を実行するための有効な手段になるであろう。

上述したシナリオが、E S U G 制定後に実際に生じたのが、木材加工を業とする上場会社の *Pfleiderer* 株式会社のケースであった。倒産計画に予定された新たな投資家による再建計画によると、旧株主をほぼ完全に排除し、しかもなんら補償をすることなく排除する結果となるものであった。管轄の倒産裁判所は、株主の一致した反対にもかかわらず、旧株主の法的地位は倒産においては生じ得る残余財産価値の価額にまで縮減されると指摘した上で、当該計画を承認した。それゆえ、憲法上要請されている所有権保護の違反は、この場合認められないとした（AG Düsseldorf v. 18.10.2012 – 501 IN 84/12.同判決につき、*Decher/Voland* ZIP 2013, 103 参照）。

文献では、旧株主の法的地位を完全に剥奪し、倒産計画において全面的に新株引受権を排除することは原則として許されないとする批判的な見解がある。基本法 1 4 条に基づく憲法上の所有権保護を教授する法的地位にあたらぬ非財産権的な社員権に基づく要素に鑑みるならば、少なくとも、再建のための自己の出損を通じて達成された再建の成果に参加することができる機会を旧株主に保証すべきであるという規範が認められるというのである。

しかしながら、この考え方には、結論としていえば、あまり説得力がないように思われ

る。DESにより目指される再建のための拋出を債権者が行うかどうかは、通常は、当該出資者が重大または支配的な株主たる地位を獲得し得るかどうかにかかっている。それ以外の現実的な選択肢がない限り、再建は、このような債権者の協力次第であるといえ、株式法上の一般原則に基づき、新株引受権の全面的な排除は実質的に正当化されるであろう（II. 2. c. を見よ）。ESUGの立法者の考え方は、債権者の地位の持続的強化にあつたのであるから、上述した基準は、なおさら倒産計画手続にも直ちに妥当するであろう。

このような価値判断は憲法上もなんら問題ない。というのは、倒産における株主の社員としての法的地位は、清算価値に対する参加—多くの場合はその劣後性ゆえに単に理論上のものにすぎないが—に集約されるからである。このことは、会社の利益追求目的は倒産手続の開始に伴い清算目的に転化することが法律上定められていることから（株式法262条1項3号）、すでに明白である。

その他にも、旧株主にはさらに、固有かつ倒産原因を排除する効果をもつ再建構想を提出することにより、開始された清算手続を直ちに終了させることができる余地がある。それにより、倒産法上の根拠を有する債権者の強力な地位は消滅するのである。

（2）多数派社員と少数派社員の関係における濫用の可能性

多数派社員と少数派社員との間に対立がある場合には、倒産計画手続を手段として用いることにより大きな懸念が生じ得る。多数派社員には、ESUGにより創設された再建手段によって、会社法上認められているよりも少数派社員の犠牲において自己の地位を強化するチャンスが与えられたからである。とりわけ、多数派社員が当該会社の重要な債権者でもある場合には、このことは妥当する。

この種のシナリオは、近時、老舗の出版社である **Suhrkamp** 社で見られた。同社は法的には **GmbH & Co. KG** という法形態をとっており、数年来、一方で多数派社員と業務執行者との対立、他方で多数派社員と1名しかいない少数派社員との対立に悩まされてきた。2013年の春、同社について、支払不能のおそれに基づき倒産手続が開始された。それについてのきわどい話が次のとおりである。多数派社員は流動性の枯渇およびそれに伴う倒産法18条にいう「支払不能のおそれ」に基づく倒産原因を故意に招来し、自己の利益配当請求権を後順位に落とすことを拒否した。倒産手続において当該会社を株式会社形態に転換し、それにより気に入らない少数派社員からその力を削ぐことがその目的であった、というストーリーである。

このシナリオの下で、倒産の場合には、債権者の地位を強化するために新株引受権を無視した資本増加のような会社法上の組織に係る措置に関する決定手続が倒産手続の中で完結して行うことができるというESUGの解決の負の側面が明らかになった。会社法の遮断はとりわけ少数派社員にとって打撃となる。

これに対し、多数派社員にとっては、業務執行に対する自己の影響力を通じて倒産計画の確定プロセスにおいても間接的に影響力を行使することが、とくに次に述べる2つの状況の下で可能である。第1の局面は、いわゆる「プレパッケージ・プラン」としてすでに

述べたケース、すなわち社員が倒産裁判所に倒産手続開始の申立てをする際に計画を提出する場合である。第2の局面は、倒産法270条以下の規定による「傘の保護手続

(Schutzschirmverfahren)」の下で債務者が自己管理(Eigenverwaltung)を行う場合である。この手続の下では、管理権限は倒産管財人ではなく会社機関に大幅に割当てられるため、多数派社員は倒産手続開始後もなお倒産計画の策定の際に影響力を行使できるのである。

いずれの状況の下でも、少数派社員は債権者に対してなんらかの支援を期待してはならない。どのような場合であれ、通常は、そして債権者が自ら当該企業を買収しようとする意図していない限り、多数派社員が成功を約束している再建構想に債権者が反対することはなく、これらの計画は少数派に犠牲を強いる可能性が高いのである。

したがって、倒産裁判所は、とくに、倒産計画手続において少数派社員に不利な戦略を多数派社員がとっている可能性がある場合には、それに立ち向かわねばならない。そのために、倒産裁判所は、倒産計画の確定が会社法上の諸原則とりわけここでは社員相互間の誠実義務に合致するものであるかどうかには留意しなければならない。たとえESUGが会社法上の意思決定メカニズムおよびこれと結び付いた少数社員権を倒産計画手続制度をもって代替したものであったとしても、倒産計画は依然として会社法上実質的に許容される措置のみを予定することができるのである(倒産法225a条3項)。それゆえ、社員の下で明らかに誠実義務に違反する行為は、倒産計画手続においても許容されない。倒産裁判所もまた、倒産計画を承認する際に、このことに拘束され、その限りにおいて倒産裁判所には裁量の余地はない。

cc) 差額支払責任の排除

最後に、交換に応じようとする債権者のリスク、すなわち抛出された債権が事後的に過剰評価されていたことが判明した場合に株式法上の資本抛出原則に基づき差額支払責任を負わなければならないというリスクについていえば、ESUGは、DESの会社法上の枠組みをも修正した。債権者に予測の安定性を与えるために、立法者は、この点について、倒産法254条4項において、倒産計画手続におけるDESの際に差額支払責任を全面的に排除するとの決断をした。すなわち、債権者は、たとえば再建が失敗した場合において事後的に抛出した債権の評価が高すぎたことが判明したとしても、責任を負わない。この責任排除は、倒産債務者のリストラクチャリングのために行われるDESに会社債権者が参加する意欲を高めることになろう。

会社法の観点からは、このことはドイツにおける資本抛出に係る規律の基本原則すなわち現物出資の給付における金銭てん補原則のブレーク・スルーを意味する。同法は、再建をしようとする投資家の保護のために、表示された基本資本の額が抛出された債権の価額が不足しているため現実の財産価値によって完全にはカバーされないことを甘受したのである。

倒産裁判所および登記裁判所は、拠出された債権の減価された価値評価が方法論的に適正であることを確保するとともに、債権者の潜在的なプレッシャーの下で債権者に寛大な評価基準が採用されることを防止しなければならない。裁判所は、方法論的に適正な評価基準が適切に適用されているかどうかを審査しなければならないのである。過大評価があれば、倒産裁判所は当該倒産計画を承認してはならない。登記裁判所は、商業登記所における資本増加の登記申請を却下しなければならない。

c) 小括

企業のリストラクチャリングのために法的枠組みとして、倒産法は、ESUGによってその評価をかなり高めた。持分権者の法的地位をも倒産計画手続に拘束力をもって取り込む新たな可能性がもたらされたことは、従前の法と比較するとパラダイムの転換である。株式法上の規制枠組みを大幅にブレイク・スルーして、DESのような取引が旧株主の意思に反してさえも行い得るようになった。それにもかかわらず、ESUGにより導入された企業のリストラクチャリングの緩和は、原則として歓迎すべきことである。もっとも、多数派社員が少数派株主を会社法上認められている少数派保護に基づく権利を排除することを目的として、倒産法上認められている措置を利用することが憂慮されるように思われる。倒産法上の規制の解釈およびその取扱いに際しては、会社法上の少数派保護の実質基準を維持することによってこの問題に対処しなければならない。

III 社債の交換によるDDS

最後にDDSについて簡単に触れる。ここで興味深いのは、とくに社債交換プログラムである。そこで、以下では、社債交換プログラムに焦点を絞って述べる。

始めに確認しておくべきことは、社債券の発行およびそれとともに行われる社債券のリストラクチャリングは、会社法の観点からみるとDESに比べれば法的問題点ははるかに少ないということである。とくに、社債交換プログラムにおいては、株主総会の権限が問題になることは原則としてない。法的および実務上の問題は、主として、そしてDES取引が行われる際に困難な問題が生じたのとまったく同様に社債権を取り込む場合にはその限りにおいて（この点についてはII. 3. a.参照）、社債権者の側に問題が生じるのである。

1 問題提起

社債の交換すなわち発行済みの社債を債務者により有利な条件を有する新たな社債をもって償還することは、通常は交換の公開申込みという形で主導される。その手続は、典型的には匿名性が確保されている社債権を前提にすることができるものであるが、それに応じないこともできるというものである。ここから、有名な問題が生じる。すなわち、交換の申込みを行う意欲は、数名の社債権者ではなく少なくとも大部分の社債権者が交換プロ

グラムに参加することと結び付くことが多い。さもなければ、数名の社債権者の個別の非良心的な行動が、最終的には再建構想全体の挫折をもたらし得るからである（Ⅱ． 3． a. 参照）。

資本市場におけるさらに特殊な問題は、一部についてのみ社債の交換が行われることにより流動性したがってもともと発行されていた有価証券の流通可能性が害される可能性があり、新たに発行される社債もまた流動性が乏しくなるということである。したがって、総額について新たな債券を発行するリストラクチャリングを一体的に行うことがきわめて重要なのである。

2 2009年債務証券法による社債の交換

このような背景の下、社債の交換についても、Ⅱ． 3． b.においてすでに述べた2009年債務証券法による法的な道具立て、とりわけ多数決による社債権者の集団的意思決定が可能になったこと立ち返るのが自然であろう。債務証券法は、一貫しており、5条3項5号において、債務証券を他の有価証券と交換することが多数決による決議の目的となり得ることを明示している。DESに関する決議と同様に、債務証券法5条3項5号により、社債条件の重大な変更となることから、社債の交換を有効に決議するためには、議決権の75%以上の特別決議を要する。その他の点についても、社債権のDESと関連してⅡ． 3． b.において述べた改正債務証券法による団体性および債権者の共同代理についての説明が妥当する。

3 倒産計画手続におけるDDS

倒産の場合は、社債の交換は、策定され、かつ、債権者を法的に拘束する倒産計画の一部として確定される。そこでは、同種の社債の全社債権者につき、同一の交換条件が適用されなければならない点に注意すべきである（債務証券法19条4項）。倒産計画に係る議決権行使は、倒産法上の規律に従って行われる。これにより、とりわけ、決議は普通決議で足り（Ⅱ． 4． b.参照）、債務証券法による4分の3以上の特別決議の要件が排除される結果をもたらす。

4 小括

要するに、新しい債務証券法および倒産計画手続に係る規制は、リストラクチャリングのための措置として集団的に社債の交換を実行する可能性を大幅に高めたことを確認しておかねばならない。各社債権者の個別の同意に依拠していた社債交換の公開申込みは、それによって不要となる。これに伴う債権者の法的地位に対する介入は、適正な再建構想が最終的には債務者の財政的安定化に対する社債権者の共通の利益となる場合には、正当化される。