

カナダ会社債権者整理法 (CCAA) における計画外事業譲渡の許可要件

工 藤 敏 隆

- I はじめに
- II カナダ倒産法における再建型手続の概要
- III CCAA 整理手続における計画外事業譲渡の適法性
- IV CCAA 整理手続における計画外事業譲渡の許可要件
- V 逆財産帰属命令 (RVO)
- VI おわりに

I はじめに

米国とカナダは、いずれも国土の大部分がかつてイギリスの植民地であった歴史を有し、連邦法、および大多数の州法は英米法系に属する¹⁾。とはいえ、1776 年に独立を果たした米国と、その後もイギリスに留まり、1867 年の自治権獲得を経て 1931 年にコモンウェルス諸国の 1 つとなったカナダとの間には、様々な法制度の違いがある。倒産法も両国の制度に顕著な相違がある分野の 1 つであり、免責制度や再建型手続など、債務者救済を主眼とした制度を先駆けて創設した米国法に対し、カナダ法²⁾は米国法からの影響を受けつつも、イギリス法との類似点が現在でも随所に垣間見られる。

近時は、M&A 市場の発展に伴い、再建型手続を申し立てた債務者が、再建計画による自主再建ではなく、事業譲渡による事業再生を図る手法が、主

1) 州法では米国ルイジアナ州と、カナダのケベック州が大陸法圏に属する。

要国の多くで見られる。特に米国においては、連邦倒産法第 11 章手続係属中の債務者による事業譲渡は「363 セール」(363 sale) の呼称を得て広く用いられているが、裁判所がこれを許可する実体的要件は法文に規定されておらず、判例法に委ねられている。

かつて筆者は、米国法の 363 セールの許可要件に関する議論を紹介する論稿を上梓したが³⁾、本稿では、カナダの倒産法における計画外事業譲渡の許可要件に関する議論状況を紹介し、多角的な比較法的考察に裨益することとしたい。後記Ⅱで述べるように、カナダには複数の再建型倒産処理手続が存在するが、本稿では、比較的大規模な企業の再建手段として広く用いられている、会社債権者整理法（CCAA）に基づく手続が開始された債務者が、再建計画認可前に行う事業譲渡について扱う。

以下では、カナダ倒産法における再建型手続の概要を俯瞰した上で（Ⅱ）、CCAA が規定する整理手続における計画外事業譲渡の適法性（Ⅲ）、および計画外事業譲渡の許可要件（Ⅳ）について詳しく見る。さらに、最近出現した逆財産帰属命令（RVO）と呼ばれる手法を概観し（Ⅴ）、最後に米国法および日本法との若干の比較法的考察を行う（Ⅵ）。

-
- 2) カナダの倒産法一般を概観した邦語文献として、神吉康二「カナダ倒産法制の概要」NBL 1004 号 44 頁（2013 年）がある。また、カナダの倒産法を部分的に採り上げた邦語文献として、小山泰史「カナダ法における「制定法上のみなし信託」(statutory deemed trust) と その展開—民事再生型事業再建手続における ABL 担保権者との競合」信託研究奨励金論集 34 号 43 頁（2013 年）、同「カナダ法における「制定法上のみなし信託」・再論—Re Indalex Inc. 事件最高裁判決以降の新たな展開—」同 42 号 128 頁（2021 年）、藤林大地「カナダにおける株主の損害賠償請求権等の会社倒産時の劣後化」同法 67 巻 2 号 863 頁（2015 年）、木村健登「倒産局面における取締役の責任リスクとその軽減について(1)―(3・完)」中央学院大学法学論叢 35 巻 2 号、36 巻 1 号（2022 年）、36 巻 2 号（2023 年）がある。
 - 3) 拙稿「アメリカ合衆国連邦倒産法における計画外事業譲渡（363 sale）の許可要件について(1)(2・完)」法研 92 巻 5 号 1 頁、同 6 号 1 頁（2019 年）。

II カナダ倒産法における再建型手続の概要

1 カナダ倒産法の全体像

連邦制国家であるカナダにおいては、憲法⁴⁾の規定により、「破産および支払不能 (bankruptcy and insolvency)」に関する立法権は連邦議会に専属する (1982 年憲法 91 条 21 号)。倒産に関する制定法として現在施行されているのは、破産および支払不能法 (Bankruptcy and Insolvency Act) (以下「BIA」という)⁵⁾、会社債権者整理法 (Companies' Creditors Arrangement Act) (以下「CCAA」という)⁶⁾、解散および再編法 (Winding-up and Restructuring Act) (以下「WURA」という)⁷⁾、農場負債調停法 (Farm Debt Mediation Act)⁸⁾である。

代表的な再建型手続は、CCAA が規定する和解または整理 (compromise or arrangement) 手続 (以下「CCAA 整理手続」という) である。他方で、BIA は清算型手続である破産 (bankruptcy) や、支払不能状態にある債務者についての担保権実行手続であるレシーバーシップ (receivership) だけでなく、再建型手続である債務者提案手続、および消費者提案手続も規定する。また、カナダ事業法人法 (Canada Business Corporations Act) (以下「CBCA」という)⁹⁾は、連邦法上の会社について規律する連邦法¹⁰⁾であるが、会社の清

4) 現行憲法は、1982 年憲法 (Constitution Act, 1982, being Schedule B to the Canada Act, 1982 (UK), c 11) と、同法により英領北アメリカ法 (British North America Act, 1867 (UK), 30 & 31 Vict, c 3) から改称された 1867 年憲法 (Constitution Act, 1867 (UK), 30 & 31 Vict, c 3, reprinted in RSC 1985, App II, No 5) により構成される。

5) Bankruptcy and Insolvency Act, RSC 1985, c B-3.

6) Companies' Creditors Arrangement Act, RSC 1985, c C-36.

7) Winding-up and Restructuring Act, RSC 1985, c W-11.

8) Farm Debt Mediation Act, SC 1997, c. 21.

9) Canada Business Corporations Act, R.S.C. 1985, c. C-44.

10) CBCA は、カナダ全土で事業を行うことができる会社について規律するが、各州も自州内で事業を行う会社についての会社法を有する。

算や再建にも利用可能な整理（arrangement）手続（以下「CBCA 整理手続」という）を規定する。他方で、特定の業種のみを対象とする手続として、WURA は主に金融機関を対象とする清算型手続および再建型手続を、また農場負債調停法は、倒産状態に陥った農業者と債権者の間の債務弁済に関する調停手続を規定する。

以下では、一般の事業会社が再建に利用できる CCAA 整理手続、BIA が規定する債務者提案手続、および CBCA 整理手続について概観する。

2 CCAA 整理手続の概要

以下引用する条文は、別途断りのない限り CCAA の条文である。

(1) 債務者の適格

適格を有する債務者会社（debtor company）は、500 万カナダドル（CAD）以上の債務を負う¹¹⁾、破産手続が開始され、または倒産（支払不能または債務超過）状態にある、連邦法もしくは州法で設立された、またはカナダに財産を有しもしくは事業を行う会社等の法人である（2条(1)、3条(1)）。ただし、銀行、認可外国銀行、保険会社、信託会社、貸付会社は適格を有さず、WURA の対象となる。

(2) 手続の開始

手続開始の申立てには、債務者の資金繰り予測や財務諸表の添付を要する（10条(1)(2)）。債権者による手続開始の申立ても適法とされるが¹²⁾、実際はほとんどの事件が債務者の申立てによる¹³⁾。管轄は、債務者の本社所在地または主たる事業地が存在する州の上位裁判所（第一審の一般管轄を有する裁

11) 債務額は、関連会社の債務を合算することができ、この場合関連会社も CCAA の適格を有する（CCAA3条(1)）。ここでの関連会社とは、親子関係にある会社、債務者会社と親会社又は支配する者が同じ会社であり、同じ会社の関連会社である2つの会社は、相互に関連会社とみなされる（同条(2)）。

12) *Stelco Inc. (Re)*, 2004 CanLII 24933 at para 8 (Ont SCJ) (as dicta).

判所) が有する (9 条(1))。

手続開始の申立てを受けた裁判所は、10 日を超えない期間を設定して、債務者に対する訴訟や強制執行を停止および禁止する命令を発することができる (11.02 条(1))。加えて、裁判所は、利害関係人の申立てにより、CCAA の規定の制約に服しつつ、具体的状況において適切と認める命令を発する一般的権限を有するが (11 条)、債務者会社の通常の過程における事業継続に必要な範囲に限定される (11.001 条)。

手続開始時に裁判所が発出するこれらの命令は、当初命令 (initial order) と呼ばれ、多くの裁判所は典型的事案を想定した書式例を公開している¹⁴⁾。それらの書式例では、訴訟および執行手続の停止・禁止命令や監督委員 (monitor) の選任だけでなく、手続開始前に生じた債務の弁済禁止、債権者による裁判上および裁判外のあらゆる回収行為の停止・禁止、債務者の事業継続の許可や、通常の事業の過程により生じた債務の弁済許可、DIP ファイナンス (つなぎ融資) (interim financing)¹⁵⁾ の許可等が内容に含まれている¹⁶⁾。

当初命令が事案に応じ適切であることの立証責任は申立人が負う (11.02 条(3)(a))。裁判所は、当初命令の有効期間経過後も、債務者の申立てにより停止・禁止命令を発することができるが、申立人は前記の適切性に加えて、

13) Roderick J Wood, *Bankruptcy and Insolvency Law*, 2nd ed. (Toronto, ON: Irwin Law, 2015) at 359.

14) See e.g. Court of King's Bench of Alberta, *CCAA Initial Order Template* (last visited 21 January 2026), online: <albertacourts.ca/kb/areas-of-law/commercial/templates-and-forms>.

15) 裁判所は債務者会社の申立てにより、DIP ファイナンスのための担保権設定を命じることができる (11.2 条)。

16) 当初命令には、命令により影響を受ける者に対し、命令の変更や取消の申立権を認めるカムバック条項 (come back clause) が設けられることが多い (See Court of King's Bench of Alberta, *supra* note 14 at para 50)。カムバック条項は、最初の命令は、迅速性を重視し債権者の意見聴取を十分に経ないまま発されることに鑑み、裁判所に再度の考案を求めることを可能とする条項であり、命令を維持すべき理由を証明する責任は、当該命令を申請した者が負う (Wood, *supra* note 13 at 435)。

申立ての誠実性と勤勉性を立証することを要する（同条(2)(3)(b)）。停止命令の期間や回数に制限はない。また、裁判所は11条により認められた一般的裁量に基づき、命令の取消や変更をすることができる¹⁷⁾。

(3) 債務者財産の管理

債務者は手続開始後も財産管理処分権を維持し、裁判所が選任する監督委員¹⁸⁾による監督（11.7条(1)、23条）の下で、事業を継続しながら整理計画（plan of arrangement）案を作成する。監督委員に付与する権限の範囲は裁判所の裁量に委ねられており、債務者の役員の信用が失墜しているような事案では、裁判所が監督委員に事業運営や財産処分の権限を付与すること（そのような監督委員は“super monitor”と称される）や¹⁹⁾、監督委員とは別に CRO（chief restructuring officer）を選任することがある²⁰⁾。通常の事業の過程外の財産処分に関する現行法の規定（36条）については、後記Ⅲ2で詳述する。

CCAA 整理手続の対象となる債権は、手続開始日以前に生じた（19条(1)(a)(i)）、または手続開始前の事由により計画認可前に生じた（同条(1)(b)）、現在および将来の債権である²¹⁾。存在や金額に争いのある債権については、債務者または債権者の申立てに基づき、裁判所が簡易な手続により決定する（20条(1)(a)(iii)）。

17) BIA には停止命令の取消しに関する規定（BIA69.4条）があり、CCAA における停止命令の取消しや変更に関する裁判例は、同規定と類似のアプローチを用いている（Wood, *supra* note 13, at 372）。

18) 監督委員は、BIA における管財人（trustee）の被選任適格を有する者から選任される（CCAA11.7条、BIA2条）。実務上は、倒産処理に通暁した法人としての会計事務所が選任されることが多い。

19) Wood, *supra* note 13 at 429.

20) Wood, *supra* note 13 at 423. 債務者の役員の経営が失当であったとして CRO を選任した事例として、*Arrangement relatif à Groupe SMI inc./SMI Group Inc.*, 2018 QCCS 4372 at para 32 がある。

21) BIA の債務者提案から、同手続において検査官（inspector）の同意を得て CCAA に移行した場合は、BIA が規定する破産事由（bankruptcy event）発生前の債権となる（CCAA19条(1)(a)(ii)）。

債務者は、自らが当事者である契約につき、監督委員の承認を得た上で相手方に所定の方式で通知をすることにより、放棄または解除 (disclaimer or resiliation) をすることができる (CCAA32 条(1))。この通知を受けた相手方は、通知を受領した日から 15 日以内に、裁判所に対し当該契約が放棄や解除されない旨の命令を求めることができる (同条(2))。また、監督委員の承認を得られなかった債務者は、裁判所の命令による放棄または解除を申し立てることができる (同条(3))。

(4) 整理計画の承認・認可

整理計画案を提出する資格について条文上は制限がない。通常の事案では、当初命令により債務者のみが提出できるとされる例 (exclusive order と呼ばれる) が多いが²²⁾、そのように命じられた事案でも特別な事情がある場合は、裁判所が債権者による計画案提出を許可することがある²³⁾。

計画は権利変更の対象とする債権者を選択することができ、担保権者を対象とするか否かも計画案作成者の選択による (4 条、5 条)。計画案に対する投票は、計画による権利変更の対象となる債権者のみで行われる。計画案の承認の要件は、債権者集会に出席した債権者の過半数の賛成、かつ総債権額の 3 分の 2 の額以上の賛成である。裁判所は、債権者の承認を得た計画案の適法性を審査した上で認可を行う (6 条(1))。

判例は、計画認可の一般的な基準として以下の考慮要素を挙げる。①すべての法定要件に厳格に準拠すること、②提出されたすべての資料および実施されたすべての手続を調査し、CCAA によって承認されていない行為が行われ、または行われたと主張されていないか精査すること、③計画は公正かつ合理的 (fair and reasonable) であること²⁴⁾。

裁判所が認可した計画は、債務者と債権者の間で拘束力を有する。債権者

22) See Court of King's Bench of Alberta, *supra* note 14 at para 10.

23) Wood, *supra* note 13 at 467.

24) *Northland Properties Ltd. (Re)*, 73 C.B.R. (N.S.) 175 (BCSC), para 24, [1988] B.C.J. No. 3107.

の組分け（22条）を行った場合、債権者による承認は組ごとに行われるが、クラムダウンの制度はないため、一部の組の債権者のみ承認される事態が起こり得る。このように一部の組のみが承認した計画の効力について条文は明記していない。判例は、このような計画が認可された場合、承認した組の債権者と債務者の間でのみ効力を有し、承認しなかった組の債権者には効力が及ばない以上、不承認の組の債権者に対する「不公正」は存在しないから、裁判所は計画を認可できるとする²⁵⁾。ただし学説は、承認が得られなかった組の債権がそのままの状態に残ることが、承認された組の計画の実現を危うくする場合には、裁判所は不認可にすべき旨を指摘するものがある²⁶⁾。

CCAA 整理手続における裁判所の命令や決定に不服を有する者は、原裁判をした裁判官、または上訴審の管轄を有する裁判所または同裁判所に属する裁判官の許可、および担保等の条件を充足することにより、上訴をすることができる（13条）。上訴審の管轄は、原裁判をした裁判所が属する州の最上級審裁判所が有する（14条(1)）。

(5) 手続の終了

計画が不認可とされた場合や、債権者に対する停止命令が取り消された場合、債権者の債務者に対する回収行為が可能になるため、通常であれば、債務者につき破産やレシーバーシップの開始に至ることになる。また、CCAAはBIAのように、実現可能性のある計画案提出の見込みがないことや、債権者に対する重大な不利益（material prejudice）を理由とする手続終了を定めた規定（BIA50.4条(11)(c)(d)）を有しないが、これらは裁判所が裁量により手続終了の決定をする際の考慮要素になり得ると解されている²⁷⁾。

25) *Olympia & York Developments Ltd. (Re)*, 12 O.R. (3d) 500, [1993] O.J. 545 (Ont. Gen. Div.). なお、同判決は、当該事案の計画案の条項に一部承認の場合の効力が明示されていたことも、補足的理由として述べている。

26) Wood, *supra* note 13 at 472.

3 BIA 債務者提案手続の概要

BIA は再建型手続として、個人および法人一般を対象とする債務者提案 (General Scheme for Proposals) (BIA50 条から 66.1 条)、並びに個人消費者を対象とする消費者提案 (Consumer Proposals) も規定する (同 66.11 条から 66.2 条)。以下では債務者提案の手続 (以下「BIA 債務者提案手続」という) を概観する。以下引用する条文は、別途断りのない限り BIA の条文である。

(1) 債務者の適格

破産手続開始決定を受けたか、または倒産状態にある個人、組合、法人や法人格なき団体等である債務者は、利用適格を有する (50 条(1)、2 条)。法人等は連邦法もしくは州法で設立され、またはカナダにおいて事業遂行を許諾されているか、事務所もしくは財産を有するものが対象となる。ただし、WURA の対象となる金融機関は適格を有しない。

(2) 手続の開始

BIA 債務者提案手続の申立ては、債務者、債務者財産のレシーバー、清算人および破産管財人がすることができる (50 条(1))。この申立ては、①再建計画案である債務者提案、および財産状況報告書を、倒産状態の債務者は債務者提案手続における管財人 (提案管財人)、破産手続開始決定を受けた債務者は破産管財人に提出する方法 (50 条(2))、または②債務者提案を準備中である意思を示す書面 (NOI: notice of intention)、提案管財人就任に同意した者の氏名および住所、および 250CAD 以上の債権を有する知れたる債権者の名簿を、債務者を管轄する区域の管財官 (official receiver) に提出する方法 (50.4 条(1)) による。②は破産手続が開始されていない倒産状態の債務

27) Wood, *supra* note 13 at 379. ただし、倒産手続は性質上不利益のバランシングに関わるものであり、CCAA は一部の債権者に不利益を生じさせるとしても、再建手続の継続について BIA よりも柔軟性が与えられている旨の指摘がある (See *Skydome Corp. (Re)*, 1998 CarswellOnt 5914 at para 11, 16 CBR (4th) 125 (Ont. Gen. Div. [Commercial List])).

者のみが可能であるが、通常は、債務者提案の内容を債権者と交渉する時間を必要とすることから、多くの事案では②の方法による²⁸⁾。

手続の開始により、債務者の財産に対する強制執行等の手続は自動的に停止される（69条(1)、69.1条(1)）。ただし、担保権については、NOIが提出される前に担保権者が実行のために目的物の占有を取得していた場合、担保権者が担保権実行意思の通知をNOI提出の10日以上前に行っていた場合、債務者が担保権実行意思の通知を受領した後に実行につき同意していた場合には、自動的停止の対象とならない（69条(2)、69.1条(2)）。停止命令により影響を受ける者が、命令の継続により実質的に害されるおそれがあること、または命令の取消しが衡平であることを証明した場合、裁判所は当該申立人に対しては停止命令が失効する旨を宣言することができる（69.4条）。

停止期間は、NOIの提出により手続が開始された場合は、債務者が提案を提出すべき期間でもある。停止期間は原則として手続開始から30日間であるが（50.4条(8)）、各延長期間は45日を上限とし、合計最長5か月の延長が可能である（同条(9)）。提案が提出された時点から第2の自動的停止の効力が生じ、提案管財人の任務終了、または債務者の破産手続開始まで継続する（69.1条(1)(a)）。

(3) 債務者財産の管理

NOIを提出した債務者は、手続が開始された後も財産の管理処分権を維持するが、破産監督局（Superintendent of Bankruptcy）により免許を付与された者の中から提案管財人を選任することを要する（50.4条(1)）。債務者はNOI提出後10日以内に、管財官に、①債務者が作成し、債務者と提案管財人が署名した、毎月の資金繰り計画に関する報告書、②前記①の報告書の合理性につき提案管財人が作成・署名した報告書、③前記①の報告書につき債務者が作成・署名した、所定の書式による表明を含む報告書を提出しなければならない（同条(2)）²⁹⁾。提案管財人は、債務者の事業および財務状況を監

28) Wood, *supra* note 13 at 361.

督するための調査を行い、報告書を債権者および管財官に提出しなければならない (50 条(10))。

債務者が当事者である契約について、債務者は提案管財人の承認を得た上で相手方に所定の方式で通知をすることにより、放棄または解除することができる (65.11 条)。この一般原則は CCAA と同様であるが、BIA 債務者提案手続においては、債務者が商業的不動産賃貸借の賃借人である場合の特則が存在する。賃貸人が賃借権の放棄について争った場合、債務者は、放棄なくして実現可能な提案を作成できない旨を裁判所に対し立証しなければ、放棄が認められない (65.2 条(1)(2)(3))。

通常の事業の過程外の財産処分についての規律は、CCAA36 条とおおむね同様であるが (65.13 条)、BIA 債務者提案手続において債務者が個人である場合、事業用財産にのみ適用がある点が異なる (同条(2))。

(4) 提案の承認・認可

債務者は提案管財人による助言や補助を得た上で、提案を作成する (50.5 条)。債権者が提案を提出することはできない (50.1 条)。作成された提案は、提案管財人によって管財官に提出される (62 条(1))。提案管財人は提案提出時に、債務者の毎月の資金繰り計画書を提出しなければならない (同条(6))。

提案³⁰⁾は、無担保債権者については全員に対し行われる必要があるが、担保権者については、債務者が提案の対象とするか否かを選択できる (50 条(1.2))。ただし、同じ組に属する担保権者については、全員を対象とする必要がある (同条(1.3))。提案の対象とされなかった担保権者の権利は、提案が認可されても影響を受けない。

29) 期間内にこれが提出されなかった場合、破産譲渡を行ったものとみなされ破産手続に移行する (50.4 条(8))。

30) 債務者提案は、事案に応じて composition、期限の猶予 (extension of time)、整理計画 (scheme of arrangement) を内容に含み得るが (2 条)、手続上はこれらの概念を区別する実益はない (Vern W DaRe & John D Honsberger, *Honsberger's Bankruptcy in Canada*, 5th ed (Toronto: Thomson Reuters, 2017) at 176.

対象となる債権は、債務者が手続開始時に負担する現在および将来の債務および責任である（66条(1)、121条(1)）。債権者集会で投票の権利を有するのは自らの債権を証明した債権者である（66条(1)、124条）。争いのある債権については提案管財人が決定し、不服のある債権者が決定から30日以内に裁判所に提訴しなかった場合、債権は確定する（66条(1)、135条）。

提案の承認要件は、債権者集会における、出席債権者の過半数かつ総債権額の3分の2以上の多数であり、組分けが行われた場合は組ごとに承認を得る必要がある（54条(1)(2)）。承認された提案は、提案管財人の申立てにより裁判所の認可決定（58条、59条）を受けることにより、債権者に対する拘束力が生じる（62条(2)）。破産手続開始決定を受けていた債務者は、認可決定により財産管理処分権を回復する（61条(1)）。

裁判所の命令や決定に対しては、上訴審を管轄する裁判所の許可を得て上訴することができるが、上訴に係る財産の価値が10,000CADを超える場合など一定の重要な事案については、許可を得なくとも上訴が可能である（193条）。

(5) 手続の終了

提案期間内に提案を提出しなかった場合、債務者は破産譲渡をしたものとみなされ、破産手続に移行する（50.4条(8)）。

裁判所は、停止期間の終了前であっても、提案管財人、仮レシーバーまたは債権者の申立てにより、①債務者の勤勉性の欠如、②債務者の不誠実、③実現可能な提案が提出される見込みがないこと、④債権者に対する重大な不利益を認定した場合、手続を終了させることができる（50.4条(11)）。

債務者提案につき債権者の承認が得られなかった場合は、自動的に破産手続に移行する（57条、61条(2)）。

4 CBCA 整理手続の概要

以下引用する条文は、別途断りのない限り CBCA の条文である。

(1) CBCA 整理手続を倒産処理に用いることの適法性

CBCA は、会社の基本的事項の変更に関する章 (Chapter XV Fundamental Changes) において、整理手続 (arrangement) を規定する³¹⁾。192 条(1)は、整理手続により可能な行為を列挙しており、それらには定款の変更、合併、会社分割、株式交換、株式移転などに加え、事業の全部または実質的全部の譲渡 (同(e))、会社が発行した証券と、財物、金銭、証券 (自社だけでなく他社のものも含む) との交換 (同(f))、会社の清算および解散 (同(g)) も含まれる。

整理手続に関する規定は CBCA の 1978 年改正により設けられたが、会社に対する証券上の債権の変更には用いられる事例が 2000 年代後半から散見されるようになり³²⁾、最高裁判例も整理手続による社債権者の権利の変更を適法とした³³⁾。ただし、192 条(1)(f)を根拠とする会社債権者の権利の変更は、条文の文言上証券上の債権に限定され、取引債権者や偶発債務の債権者は対象にならない³⁴⁾。

CBCA 整理手続の申立ては、倒産状態 (支払不能または債務超過状態) にな

31) 整理手続に関する規定は、CBCA の 1978 年改正 (An Act to amend the Canada Business Corporations Act, S.C. 1978-79, c. 9, s. 61) により設けられた (当時は 185.1 条)。同改正の経緯について、Simon B Scott, Timothy O Buckley & Andrew Harrison, “The Arrangements Procedure under Section 192 of the Canada Business Corporations Act and the Reorganization of Dome Petroleum Limited” (1990) 16:3 Can Bus LJ 296 at 297.

32) Milly Chow & Marc Flynn, “Alternative Restructurings: Strategies, Challenges and Pitfalls” (2011) 26:2 Natl Creditor Debtor Rev 13 at 17.

33) *BCE Inc. v. 1976 Debentureholders*, 2008 SCC 69 at paras 115-120.

34) イノベーション・科学・経済開発省 (Innovation, Science and Economic Development Canada) が公表する、取締役に向けた CBCA192 条に関する指針 (以下「CBCA192 条指針」という) を参照 (See Innovation, Science and Economic Development Canada, Policy on arrangements - *Canada Business Corporations Act, Section 192 § 2.05* online: <[ised-isde.canada.ca/site/corporations-canada/en/business-corporations/policy-arrangements-canada-business-corporations-act-section-192#Scope](https://www.ised-isde.canada.ca/site/corporations-canada/en/business-corporations/policy-arrangements-canada-business-corporations-act-section-192#Scope)>))。

い債務者会社が、同手続により企図する行為を CBCA の他の規定に基づいて行うことが実際のでない場合に行うことができる（192 条(2)(3)）。倒産状態にある場合を除外する要件は、一見すると整理手続による倒産処理を禁じているかに見えるが、実際は解釈により大幅に緩和されている。

判例は、少なくとも申立会社の 1 社が倒産状態ではない場合³⁵⁾、または申立会社が CBCA 整理手続により倒産状態を脱することが見込まれる場合、暫定命令段階では要件は充足されるとする³⁶⁾。他方で、最終命令の段階では、判例により、CBCA 整理手続によって生じる法的主体が倒産状態でないことを要する³⁷⁾。

一方、整理手続以外の手続によることが実際のでないことの要件について、判例は CBCA 整理手続が他の手続よりも効率的であれば充足されると解している³⁸⁾。

(2) 債務者の適格

CBCA は同法により設立された会社にのみ適用される（2 条(1)、3 条(1)）。同法により設立された会社は CBCA 整理手続の利用適格を有しない。

(3) 手続の開始

CBCA 整理手続は、様々な組織再編を想定した柔軟な手続と解されており³⁹⁾、再建型倒産手続において典型的な停止命令⁴⁰⁾に関する明文規定は存

35) 実務では、債務者会社がいわゆるペーパー・カンパニー（shell company）と共同で申し立てることで、この要件を充足することが多いとされる。See Sean Zweig & Preet K Bell, “The Expanded Use of the CBCA in Debt Restructurings” (2018) Ann Rev Insolv L 1181 at 1189.

36) *St. Lawrence & Hudson Railway Co. (Re)*, 1998 CarswellOnt 3867 at para 15, [1998] O.J. No. 3934 (Ont. Gen. Div.); *Essar Steel Canada Inc. (Re)*, 2014 ONSC 4285 at paras 38-39; *Concordia International Corp. (Re)*, 2017 ONSC 6357 at para 34.

37) *9171665 Canada Ltd (Re)*, 2015 ABQB 63 at paras 20-27.

38) *8440522 Canada Inc. (Re)*, 2013 ONSC 2509 at para 41; *Concordia*, *supra* note 36 at para 43.

在しないが、裁判所の裁量により発令することは可能である。

債務者の適格および申立ての誠実性⁴¹⁾を認めた場合、裁判所は暫定命令 (interim order) を発し、債権者および株主による集会 (招集や可決要件など) や、最終命令の聴聞に関する定めを発出することができる (192 条(4))⁴²⁾。整理の実現を確保するための迅速な措置を要する事案では、裁判所は暫定命令に先立ち、仮暫定命令 (preliminary interim order) を発出することもできる⁴³⁾。

暫定命令の申立てにつき、申立人は取締役に対し通知することを要し、取締役には聴聞期日で意見を申述する機会が与えられる (192 条(5))。

(4) 整理計画の承認・認可

整理計画案について、条文上は債権者や株主の同意は必要とされていないが、ほとんどの事案では集会を開催し、影響を受ける債権者や株主による投票を行っている⁴⁴⁾。また、CBCA192 条指針は、独立の財務アドバイザーにより作成された公正意見が、整理の対象となるすべての証券保有者に提供されることにより、計画案が証券保有者に有利である理由を説明することを推奨している⁴⁵⁾。

39) *Fairmont Hotels & Resorts Inc. (Re)*, [2006] O.J. No. 5591 at para 1, 160 A.C.W.S. (3d) 215 (Ont SCJ); *Concordia*, *supra* note 36 at para 27.

40) 証券上の債権以外の債権は整理手続の対象とすることはできないが、停止命令の対象とすることは許容される (See e.g. *45133541 Canada Inc (Re)*, 2009 QCCS 6444 at paras 16-19. この事案では、CCAA 整理手続の最初の命令において典型的に見られる、債務者会社の債務不履行責任 (default) を免じる条項 (no-default clause) も発令された。)

41) *8440522*, *supra* note 38 at paras 47-48. (申立てにつき正当な事業上の目的があること (valid business purpose) を示すことにより充足されるとする。)

42) *ISED Canada*, *supra* note 34 at §§ 3.01-3.13.

43) See e.g. *Essar Steel Canada Inc. (Re)*, 2014 ONSC 4285 at paras 46-51; *Concordia*, *supra* note 36 at paras 46-51; *45133541*, *supra* note 40 at paras 109-123.

44) Sean Zweig & Preet K Bell, "The Expanded Use of the CBCA in Debt Restructuring" (2018) 27 Ann Rev Insolv L 1191 at 1215.

集会における承認を経た後、債務者は裁判所に最終命令（final order）の申立てをする。暫定命令と同様に、取締役に対する通知と聴聞の機会の付与を要する。整理計画の認可要件として、判例は、①条文上の要件を充足すること、②計画案が誠実に提案されたこと、および③内容が公正かつ合理的であること（fair and reasonable）を挙げる⁴⁶⁾。このうち③は、計画案が正当な事業上の目的（valid business purpose）を有すること、および権利に影響を受ける者の異議を公正で均衡ある方法で解決するものかの検討を要する⁴⁷⁾。また、CBCA192条指針は、取締役は、清算価値評価の経験のある、独立の会計士または財務アドバイザーの報告書を債権者に提示し、会社が清算されるよりも、整理計画が各組の債権者にとって有利であることを示すべきとする⁴⁸⁾。

5 小 括

(1) CCAA 整理手続と BIA 債務者提案手続の比較

CCAA 整理手続を利用できる債務者は、一定額以上の負債を有する会社に限定される。これに対し、BIA 債務者提案は債務者適格に制限がない。一般に、負債総額が多額で複雑な案件については、BIA 債務者提案手続より CCAA 整理手続が適するとされる⁴⁹⁾。

より仔細に見ると、BIA 債務者提案手続における停止命令は手続開始から6か月を超える延長は認められていない。また、債権者が提案を承認しなかった場合、直ちに破産に移行する。これに対し、CCAA 整理手続においては、停止期間の延長につき条文上の制限はなく、整理計画が債権者に承認されなかった場合でも、停止命令の延長を申し立てた上で、修正した整理計

45) ISED Canada, *supra* note 34 at § 4.04.

46) *Trizec Corp. (Re)*, [1994] 10 W.W.R. 127 at para 13, 21 Alta.L.R. (3d) 435 (ABQB).

47) *BCE*, *supra* note 33, para 143.

48) ISED Canada, *supra* note 34 at §§ 4.04-4.05.

49) Wood, *supra* note 13 at 377; Anthony J Duggan et al, *Canadian Bankruptcy and Insolvency Law: Cases, Text and Materials*, 3rd ed (Toronto: Emond Montgomery, 2015) 611-612.

画案を提出する余地が残されている⁵⁰⁾。

最高裁判例は、CCAA 整理手続は BIA 債務者提案手続に比べ、より柔軟で裁判所の裁量の余地が大きく、複雑な再建に対応しやすい点が長所であるとして⁵¹⁾、裁量の行使は CCAA の目的である債務者の救済に資する形で行われなければならないが、債務者や債権者だけでなく、従業員、取締役、株主、債務者の取引先、さらに事案によっては公共の利益も考慮要因となることを認めている⁵²⁾。他方で、長所は裏返せば短所でもあり、CCAA 整理手続は手続の予測可能性に乏しいとされてきた。しかし、CCAA は数次にわたる改正を経て条文数が増えたことや、CCAA と同様の裁判所の裁量が BIA にも規定されるようになったことから、柔軟性の差異は以前に比べると小さくなった。

なお、2024 年の統計によれば、同年における会社による BIA 債務者提案手続の申立ては 758 件⁵³⁾、CCAA 整理手続の申立ては 74 件である⁵⁴⁾。

(2) CCAA 整理手続と CBCA 整理手続の比較

CBCA 整理手続は、平常時の会社の組織変更を主眼とする手続であり、事業リストラクチャリングよりも財務リストラクチャリングに利用されてきた⁵⁵⁾。BIA 債務者提案はもちろん、CCAA 整理手続に比べても条文は少な

50) Alfonso Nocilla, "Is Corporate Rescue Working in Canada?" (2013) 53 Can Bus LJ 382 at 400.

51) Century Services Inc. v. Canada (Attorney General), 2010 SCC 60 at para 14.

52) *Ibid* at paras 59-60.

53) Office of the Superintendent of Bankruptcy, "Insolvency statistics in Canada - Fourth quarter of 2024", Table 3A (last visited 21 January 2026), online: <<https://ised-isde.canada.ca/site/office-superintendent-bankruptcy/en/statistics-and-research/insolvency-statistics-canada-fourth-quarter-2024>>.

54) Office of the Superintendent of Bankruptcy, "Insolvency statistics in Canada - 2024", Insolvency Overview (last visited 21 January 2026), online: <<https://ised-isde.canada.ca/site/office-superintendent-bankruptcy/en/statistics-and-research/insolvency-statistics-canada-2024>>.

55) Zweig & Bell, *supra* note 44 at 1193.

く、裁判所の裁量は広範に及ぶ。

CBCA 整理手続の長所は、①費用の低廉性と時間の効率性、②経営陣が維持されること、③倒産手続開始に起因し債務不履行に陥ることを避けられること、④裁判所の監督コストの軽減、⑤倒産の烙印付けによる資産価値低下、信用取引コスト増加や株価下落の防止であるとされる⁵⁶⁾。短所としては、①対象債権が証券上の債権に限定されており、不採算事業や剰員整理を伴う業務リストラクチャリングには使い辛いこと、②スーパープライオリティを付与する条文上の根拠がないため、DIP ファイナンスを得るのに困難を伴うこと、③適格を有する債務者は、連邦法である CBCA により設立された会社に限定されること、④ CCAA 整理手続のように包括的かつ強力な停止命令が得られないおそれがあること、⑤債務者の救済や公共の利益の観点による柔軟性は、CCAA 整理手続ほどには期待できないことが挙げられている⁵⁷⁾。

Ⅲ CCAA 整理手続における計画外事業譲渡の適法性

1 2009 年改正施行前の状況

(1) 議論状況

1980 年代以降、CCAA は数次の改正を経ているが、2007 年に成立し 2009 年に施行された改正⁵⁸⁾（以下、この改正を「2009 年改正」という）は比較的大規模なものであった。2009 年改正により、通常の事業の過程外における

56) Martin McGregor & Paul Casey, “CBCA Section 192 Restructurings: A Streamlined Restructuring Tool or a Statutory Loophole?” (2013) 20 Ann Rev Insolv L 686 at 691; Zweig & Bell, *supra* note 44 at 1194.

57) Chow & Flynn, *supra* note 32 at 20-24.

58) *An Act to amend the Bankruptcy and Insolvency Act, the Companies’ Creditors Arrangement Act, the Wage Earner Protection Program Act and chapter 47 of the Statutes of Canada*, SC 2007, c 36. (改正法の成立は 2007 年であったが、施行が 2009 年 9 月であったため、一般に 2009 Amendment と呼ばれている。)

財産売却を規律する 36 条が設けられる前は、CCAA 整理手続係属中の債務者が、整理計画の認可を経ずに主要な事業を継続企業として譲渡することの可否につき争いがあった。

(a) 肯定例

カナダ経済の中心であるトロント市を擁するオンタリオ州⁵⁹⁾や、同州に隣接するケベック州⁶⁰⁾やマニトバ州⁶¹⁾においては、計画認可前の事業譲渡を適法とする判例が見られた。代表的な判例として、Canadian Red Cross Society 事件判決 (オンタリオ州司法裁判所一般管轄部、1998 年)⁶²⁾は、債務者であるカナダ赤十字社の事業の一部である輸血血液の供給事業を、新設される政府機関に譲渡するプロジェクトの一環として、CCAA 整理手続係属中の債務者が事業譲渡の許可申立てをしたのに対し、債権者の一部⁶³⁾が、譲渡価格が適正価格より低いことに加え、裁判所が整理計画案の投票を経る前に事業譲渡を許可することは違法である旨を主張した。判旨は、① CCAA

59) *Lehndorff General Partner Ltd. (Re)*, 1993 CarswellOnt 183 at para 6, 17 C.B.R. (3d) 24 (Ont. Gen. Div.).

60) *Dans l'affaire du plan d'arrangement avec les créanciers de Les Boutiques San Francisco incorporées et Les Ailes de la mode incorporées, Dans l'affaire du plan d'arrangement avec les créanciers de Les Boutiques San Francisco incorporées et Les Ailes de la mode incorporées*, 2004 CanLII 480 at para 43 (Que. SC); *Railpower Technologies Corp. (Arrangement relatif à)*, 2009 QCCS 2885 at paras 105-114.

ただし、ケベック州裁判所は、CCAA 整理手続申立時に、整理計画案の添付を必須とする運用を行っており、整理計画案の添付を欠く申立ては却下されていた。See *Les Boutiques San Francisco incorporées et Richter & Associés inc.*, 2003 CanLII 36955 at paras 19-20 (QCCS). See also Shelley C Fitzpatrick, "Liquidating CCAs: Discretion Gone Awry?", 2008 Ann Rev Insolv L 79 at 113.

61) *Winnipeg Motor Express Inc. (Re)*, 2008 MBQB 297 at paras 41, 44.

62) *Canadian Red Cross Society (Re)*, (1998), 1998 CanLII 14907 (Ont. Gen. Div.).

63) 異議を述べた債権者は、1980 年代から 90 年代にかけて債務者が供給した血液が汚染されていたことによる、C 型肝炎等の健康被害の損害賠償請求権を有する「輸血債権者」(transfusion claimants) の一部のグループであった。

整理手続は、債権者が整理計画案を提出し投票に付する権利を保障するものではないこと、② CCAA の目的に合致する範囲内で、裁判所が具体的状況に依じて必要な命令を発することは許容されていること、③当該事案において現実的な代替案はなく、仮に清算や破産を行った場合には、対象財産の価値は譲渡代金の半分以下になるであろうことを理由に、本件事業譲渡は許容されたとした。その上で、事業譲渡の許可を検討する際に裁判所が考慮すべき事項は、レシーバーシップの事案において Royal Bank of Canada 対 Soundair Corp. 事件判決（以下「Soundair 判決」という）（後記Ⅳ 1 (1)参照）が示した考慮要素が参考になるとした⁶⁴⁾。

(b) 否定例

西部のアルバータ州⁶⁵⁾やブリティッシュ・コロンビア州⁶⁶⁾では、CCAA 整理手続における計画外事業譲渡の適法性に疑問を呈する判例が見られた。代表的な判例として、Royal Bank of Canada 対 Fracmaster Ltd. 事件判決（アルバータ州控訴裁判所、1999 年）⁶⁷⁾は、CCAA 整理手続における財産の譲渡は、債権者一般の最善の利益に適うこと、および財産譲渡後も事業を継続する法的主体が存在することを要すると解した上で⁶⁸⁾、債務者会社の総財産を別の法的主体に売却し、債権者や株主が継続的に関与しない場合には後

64) *Canadian Red Cross*, *supra* note 62 at paras 42-47.

65) 同州においても、*Canadian Red Cross* 事件判決を引用し、債務者の資産の売却を内容に含む和解契約を、計画認可前に許可した裁判例があるが、債権が全額弁済される可能性が高い事案における判断であることが留保されている（*Calpine Canada Energy Ltd. (Re)*, 2007 ABQB 504 at para 76）。

66) *Cliffs Over Maple Bay Investments Ltd. v. Fisgard Capital Corp.*, 2008 BCCA 327 at para 32 は傍論として、債務者が整理計画によらずに売却や清算を行い、その対価を債権者に分配することを企図する場合に、停止命令の延長を許可することには疑問があるとする。

67) *Royal Bank of Canada v. Fracmaster Ltd.*, 1999 ABCA 178.

68) 判旨は、前記 *Canadian Red Cross* 事件を、債務者の全事業の事案ではなく、債務者が存続し残りの事業を継続する事案についての先例として引用する。

者の要件を充足しないこと、および、債権者や株主との間の再建計画によらずに債務者会社の財産の清算を行うことは、CCAA の目的に反するとして⁶⁹⁾、債務者会社による CCAA 整理手続内での事業譲渡申立てを許可せず、担保権者によるレシーバー選任申立てに基づき⁷⁰⁾、入札を経て落札した者への事業譲渡⁷¹⁾を許可した第一審判決の結論を維持した⁷²⁾。

(2) CCAA 整理手続による再建および清算の実施状況

Alfonso Nichola の研究によれば、2002 年から 2008 年の期間に終結したカナダ全国における CCAA 整理手続のうち、破産およびレシーバーは約 28%、計画による自主再建は約 37%、計画外事業譲渡は約 24%、清算を内容とする計画は約 11%であった⁷³⁾。2009 年改正前においても、計画外事業譲渡は既に多くの事案で行われていたことが看取される。

2 2009 年改正による 36 条の新設

(1) 立法の経緯

2009 年改正による 36 条新設の背景として、カナダ連邦議会上院銀行・通商・商業常任委員会が 2003 年 11 月に上院に提出した、BIA および CCAA のレビュー報告書は、BIA と CCAA を改正し、裁判所の事前の承認を条件として、債務者が通常の事業の過程外で資産の全部または一部を売却すること、および全事業を譲渡することを可能とすべき旨の立法的提言を行っていた。

69) *RBC, supra* note 67 at para 16.

70) 担保権者は、レシーバーが既に決定されていた買受人に譲渡することの許可を申し立てていたが、原審裁判所はレシーバーの選任を認めるも、売却手続および売却先については別途裁判所の許可を要するとして認めなかった (*Ibid* at paras 6-7)。

71) 判旨は、レシーバーシップにおける事業譲渡の許可基準として、Soundair 判決を引用する (*Ibid* at para 32)。

72) *Ibid* at para 38.

73) Nocilla, *supra* note 50 at 389, Table2.

この提言は、カナダ倒産法研究所（Insolvency Institute of Canada）とカナダ倒産・事業再生専門家協会（Canadian Association of Insolvency and Restructuring Professionals）によって組織された、企業倒産法改正に関する合同タスクフォースによる「事業再生の成功には、既存債権者の譲歩を引き出すだけでは不十分であり、財務リストラクチャリングだけでなく、事業リストラクチャリングも必要となる。……債務者は、新たな資本を調達するため、あるいは財務的に健全な事業を維持しつつ財務的に不健全な事業から撤退するために、事業の売却や廃業が必要となる場合がある。状況によっては、債務者の継続事業を新たな所有者に売却する方が、債務者の組織再編を図るよりも、倒産制度の経済的および社会的目標を達成できる場合がある。」との報告に基づくものであった⁷⁴⁾。

(2) 36条の規定内容

CCAA 整理手続係属中の債務者は、裁判所の許可がない限り、通常の事業の過程外での財産の売却等の処分をしてはならない。連邦法および州法による株主の承認要件を充足しない場合でも、裁判所は売却または処分を許可することができる（36条(1)）。売却の許可申立てをする債務者は、申立てに係る売却や処分により影響を受ける担保権者に対し通知をしなければならない（同条(2)）。

許可を与えるか否かを決定する際に、裁判所は特に以下の点を考慮しなければならない（同条(3)）。

- (a) 売却または処分に至るプロセスが状況において合理的であったか否か
- (b) 売却または処分に至るプロセスを監督委員が承認したか否か

74) Senate of Canada, Standing Senate Committee on Banking, Trade and Commerce, *Debtors and Creditors Sharing the Burden: A Review of the Bankruptcy and Insolvency Act and the Companies' Creditors Arrangement Act* (Nov. 2003) (Chair: Richard H Kroft) at 146-48, online: <sencanada.ca/content/sen/committee/372/bank/rep/bankruptcy-e.pdf>.

- (c) 監督委員が、売却または処分が、破産に基づく売却または処分よりも債権者にとって有益である旨の報告書を裁判所に提出したか否か
- (d) 債権者はどの程度意見を求められたか
- (e) 売却または処分が債権者やその他の利害関係人に及ぼす影響
- (f) 売却または処分の対価が、対象財産の市場価値を考慮した上で、合理的かつ公正であるか

売却または処分が内部関係者、すなわち①債務者の取締役やオフィサー、②債務者を直接または間接に事実上支配またはしていた者、または③前二者の内部関係者である場合、裁判所は 36 条(3)の要素を考慮した上でさらに、(a)内部関係者以外に対する売却またはその他の方法で処分するために誠実に努力したこと、(b)受領すべき対価が、提案された売却または処分に至るプロセスに従ってなされた他の申出の下で受領し得る対価よりも優れていることに納得した場合に限り、許可を与えることができる(36 条(4)(5))。

裁判所は、対象財産を担保権等の制限から解放された状態で売却または処分することを許可できる。この許可をする場合は、その命令によって影響を受ける担保権等の権利を有する者のために、債務者の他の財産、または売却または処分の収益を、影響を受ける権利者に取得させることも命じなければならない(同条(6))。

裁判所は、会社がすべての未払賃金および未払年金拠出金の支払いを行うことが可能であり、かつ行う意思があると裁判所が納得した場合に限り、許可を与えることができる(同条(7))。

債務者が、CCAA 整理手続に関する命令の時点において、知的財産権の使用権を他者に供与する合意の当事者である場合、36 条(6)に基づき許可された売却または処分がその対象に当該知的財産権使用権を含んでいても、他者が供与を受けている知的財産権の使用権に影響を及ぼさない(同条(8))。

3 清算型 CCAA をめぐる議論

(1) 清算型 CCAA の意義

清算型 CCAA (liquidating CCAA) は、実務上および講学上生成された概念であり、整理計画による債務者の存続を企図しない CCAA 整理手続を指す。清算型 CCAA の外延は論者により異なるが、計画認可を経ずに債務者の全事業または重要な事業を継続企業 (going concern) として譲渡を行う事案は代表的類型であり、これを含むことは共通認識とされている⁷⁵⁾。他方で、清算の計画 (liquidating plan) の認可を経る事案を含めるか否かや⁷⁶⁾、計画認可を経ずに事業を終了し、集合財産や個別財産に分割して売却を行う事案を含めるか⁷⁷⁾は論者により分かれる。以下本稿において「清算型 CCAA」は、特に断りのない限り、前記の代表的類型を意味する概念として用いる。

(2) 議論状況

2009 年改正後は、CCAA 整理手続における計画認可前の事業譲渡の適法性は 36 条により明示的に許容されているが、清算型 CCAA の適否は明示的に言及されていない⁷⁸⁾。加えて、Century Services Inc. 対 Canada (Attorney General) 事件判決（最高裁判所、2010 年）は、2009 年改正前の事案において、CCAA の立法目的につき、「債務者が事業を継続することを許容し、可能な場合には清算による社会的経済的コストを避けること」⁷⁹⁾と判示し、これが債務者の自主再建を前提とするようにも読めることから、2009

75) Wood, *supra* note 13 at 14; Luc Morin & Arad Mojtahedi, “In Search of a Purpose: The Rise of Super Monitors & Creditor-Driven CCAAs”, 2019 Ann Rev Insolv L 617 at 630.

76) Nocilla, *supra* note 50 at 385 は、計画認可を経る事案も含める。

77) 債務者の事業を終了させて、複数の集合財産、あるいは個別財産に分割して売却される事案についても、清算型 CCAA に含める論者もある (Fitzpatrick, *supra* note 60 at 87-88)。

78) Nocilla, *supra* note 50 at 395.

79) *Century Services Inc. v. Canada (Attorney General)*, 2010 SCC 60 at para 15.

年改正後も、清算型 CCAA の可否や当否をめぐる議論は依然として続いた⁸⁰⁾。

清算型 CCAA の中でも特に問題視されたのは、担保権者の主導による事案である⁸¹⁾。これは、担保権者は BIA が規定するレシーバーシップにより、レシーバーによる事業譲渡の対価を被担保債権に充当することが可能であり (BIA243 条(1))、それにもかかわらず清算型 CCAA を利用することは、CCAA の立法目的に反するという問題意識に基づく。具体的論点としては、①債権者による CCAA 整理手続の申立ての可否、②事業運営や財産管理処分権限を監督委員に付与することの可否、③債権者による整理計画案提出の可否、④処分対価を債権者に分配する際の優先順位、⑤処分対価の分配を CCAA 整理計画で行う必要の有無がある。

①については CCAA の明文による制限はなく、前記 II 2(2)のとおり適法と解されている。債務者の申立てと競合する事案について、裁判例は、裁判所は両申立ての方針を比較し、CCAA の立法趣旨により合致する申立てを採用している⁸²⁾。

80) 2009 年改正施行前後の時期における論稿として、以下のものがある。Fitzpatrick, *supra* note 60; Bill Kaplan, "Liquidating CCAA: Discretion Gone Awry?", 2008 Ann Rev Insolv L 79; Robert Blair, "The CCAA Over 30 Years: From Chrysalis to Butterfly or Chrysalis to Gadfly? Some Thoughts from an Appellate Perspective", 2010 Ann Rev Insolv L 557.

81) ただし、計画認可前の財産売却が債権者の利益を害するとの観点からの批判も見られる。Karma Dolkar, "Re-thinking Rescue: A Critical Examination of CCAA Liquidating Plans" (2011) 27 Banking & Finance LR 111 at 118 は、①計画が認可されなかった場合、停止命令が失効し担保権の実行が可能になるが、計画認可前の売却によって実行権が譲歩を迫られること、②破産において売掛債権者は取戻権を有するが (BIA81.1 条)、CCAA ではそのような権利は認められていないこと等を指摘する。

82) 債務者の申立てを採用した例として、*Crystalex International Corp (Re)*, 2011 ONSC 7701 at paras 26-29, *affirmed* 2012 ONCA 404. 債権者の申立てを採用した例として、*Groupe SMI inc., et al.* (24 August 2018), Montreal, Que SC 500-11-055122-184, Joint Application for an Initial Order, and Initial Order, online: <www.insolvencies.deloitte.ca/en-ca/Pages/SM-Group.aspx>.

②については、監督委員に事業運営や財産管理处分の権限を付与した裁判例は多く見られるが⁸³⁾、監督委員の中立性に対する信頼を損なうおそれがあるとして、立法や運用による改善を提案する論者がある⁸⁴⁾。

③については、計画案を提出できる資格について条文上の制限はなく、債権者が提出した計画が認可に至った裁判例も存在する⁸⁵⁾。

④については、CCAA には配当に関する規定が存在しないところ、Sun Indalex Finance, LLC 対 United Steelworkers 事件判決（最高裁判所、2013 年）は、計画外事業譲渡の対価の分配につき、連邦法の優越（paramountcy）を理由に、破産手続における配当の優先順位を定めた BIA の規定が適用される⁸⁶⁾として、平常時に適用される州法上の優先順位によるとする主張を退けた⁸⁶⁾。

⑤については、前記 Sun Indalex Finance, LLC 対 United Steelworkers 事件判決の事案での分配は整理計画によらないものであったが、同判決では争点とされていなかった。実態としては整理計画によらない分配は許容されている。

(3) 小 括

CCAA の目的と清算型 CCAA との関係については、Sanjel Corp. 事件判決（アルバータ州女王座裁判所、2016 年）は、CCAA 36 条が清算型 CCAA も

83) Morin & Mojtahedi, *supra* note 75 at 650-653 において、監督委員に、BIA のレシーバーと同等の権限を付与した公刊物未掲載の裁判例が紹介されている。

84) See e.g. Vern W DaRe & Alfonso Nocilla, “Bestriding the Narrow World: Is It Time to Bifurcate the Role of the CCAA Monitor?”, 2020 Ann Rev Insolv L 224 at 247-248, 2020 CanLIIDocs 3603, online: <<https://canlii.ca/t/t1ws>>. (CCAA を改正し、債務者の事業運営への積極的関与は 2 人目の監督委員が担うべきとする。)

85) See e.g. *Anvil Range Mining Corp. (Re)*, 2001 CanLII 28449/2001 at paras 7, 9, 21 (Ont SCJ [Commercial List]) (仮レシーバーが提出した清算を内容とする計画案を認可した。); *1078385 Ontario Ltd. (Re)*, 2004 CanLII 55041 at paras 28-29, 16 C.B.R. (5th) 152 (Ont CA). (担保権者が提出した整理計画案が認可された。)

86) *Sun Indalex Finance, LLC v. United Steelworkers*, 2013 SCC 6 at paras 54-60.

許容する趣旨である旨を判示した（詳しくは後記Ⅳ 4(1)参照）。実務上は、債権者主導による清算型 CCAA は、それ自体が直ちに事業譲渡や売却手続の適正に疑念を生じさせるものではなく、一連のプロセスの適正を考慮する際の事情として考慮されるにとどまっている。

2009 年改正後は、以前にも増して清算型 CCAA が事業再生手法として定着している。Maria Konyukhova & Nicholas Avis の研究によれば、2009 年 10 月 1 日から 2021 年 5 月 1 日までの期間における CCAA 整理手続の帰結のうち、清算型 CCAA および計画外での個別売却による清算は約 37%、整理計画認可は約 30%、レシーバーシップは約 7%、破産は約 2%であった⁸⁷⁾。

4 プレパッケージ型 CCAA をめぐる議論

(1) プレパッケージ型 CCAA の意義

プレパッケージ型 CCAA (pre-packaged CCAA; pre-pack CCAA) は、広義では、CCAA 整理手続開始前に、資産売却や整理計画の準備作業の大部分が行われ、債権者の多数の支持を予め得た上で行われる CCAA 整理手続を指す⁸⁸⁾。狭義では、そのような手続開始前の準備に基づいて、手続開始後に清算型 CCAA が行われる事案を指し、プレパッケージ型売却 (pre-packaged sale; pre-pack sale) とも呼称される。以下本稿において「プレパッケージ型 CCAA」は広義の意味で用いる。

(2) 議論状況

プレパッケージ型 CCAA の長所は、債務者の財産価値を維持し、債権者により多くの弁済を実現し、ステークホルダーの利益を最大化できることとされる。財産価値の維持は、手続の開始から終了までに要する時間を短縮す

87) Maria Konyukhova and Nicholas Avis, Trends in CCAA Proceedings: A Quantitative Review of a Decade of Data, 2021 Ann Rev Insolv L 509 at 516.

88) Tushara Weerasooriya et al, "Pre-Packs under the Companies' Creditors Arrangement Act: Has the Push for Efficiency Undermined Fairness?", 2016 Ann Rev Insolv L 347 at 351.

ることにより手続費用を少なくできることと、倒産手続開始時に方針が内定していることにより、倒産手続開始による信用力低下や、取引先離れによる事業価値低下を最小限にとどめることが含まれる⁸⁹⁾。一方、短所としては、手続開始前の方針決定は、手続開始後の財産処分や整理計画認可のように裁判所や監督委員の承認を経ておらず透明性を欠くこと、および、不透明性が利害関係人の異議を誘発し、長所である手続の迅速を減殺するおそれが挙げられている⁹⁰⁾。

(3) 小 括

CCAA には、プレパッケージ型に関する明文規定はなく、裁判所が計画外事業譲渡や整理計画の認可を審査するに際し、手続開始前の交渉や準備に基づくことをどう評価するかの問題に帰着する。この点につき詳しくは後記 IV 4 において論じる。

なお、プレパッケージ型 CCAA から派生し、前記 3(2)の担保権者の主導による CCAA も関係する問題として、CCAA 整理手続開始前に債務者の財務アドバイザー等として関与した者を、手続開始後に監督委員に選任することの可否があり、裁判例には肯定例⁹¹⁾と否定例⁹²⁾がある。

89) *Ibid* at 353; Matthew Nied & Natalie Levine, “Pre-Packaged Sales Transactions under the CCAA: Where Are These Packages From, What Do They Look Like and Where Are They Going?”, 2016 Ann Rev Insolv L 89 at 115-117.

90) Nied & Levine, *supra* note 89 at 118-120.

91) *Mountain Equipment Co-Operative (Re)*, 2020 BCSC 1586 at paras 93-94 は、監督委員の交代により生ずる費用と時間の問題に加え、手続開始前の売却プロセスに関与していたことは単なる「考慮事項」にすぎず「支配的なものではない」ことを理由に、監督委員の交代はしなかった。

92) *Nelson Education Ltd. (Re)*, 2015 ONSC 5557 at para 34 は、最初の命令で選任された監督委員に対する債権者からの異議申立てを受けて、事前の方針決定に財務アドバイザーとして関与していたことによる中立性の問題を指摘し、別の監督委員を選任した。

IV CCAA 整理手続における計画外事業譲渡の許可要件

1 事業譲渡の許可要件

BIA が規定するレシーバーシップにおいては、裁判所が選任したレシーバーは、債務者の事業に関する全財産を占有管理し、事業を継続する権限を有するが (BIA243 条(1)(a)(b))、通常の事業の過程外での債務者財産の処分は、販促活動から売却に至る過程を裁判所の監督の下で行う必要がある (同条(c))⁹³⁾。担保権者と債務者の契約に基づき私的に選任されたレシーバーも同様の権限を有し (同条(2)(b)(i))、裁判所の監督に服する。

下記(1)の Soundiar 判決は、レシーバーによる事業譲渡の許可申立てにつき裁判所が考慮すべき要素を明らかにした。同判決は CCAA 整理手続や BIA 債務者提案手続における計画外事業譲渡の事案において、しばしば引用されるリーディング・ケースである。

- (1) Royal Bank of Canada 対 Soundair Corp. 事件判決 (オンタリオ州控訴裁判所、1991 年)⁹⁴⁾

【事案】

債務者 Soundair Corp. は、1980 年代後半から経済的苦境に陥っており、債務者に対し多額の担保権付債権を有する者として、Royal Bank of Canada (以下「RBC」という) と、Canadian Pension Capital Ltd. および Canadian Insurers Capital Corp. (以下併せて「CCFL」という) がいた。債務者を清算した場合には、担保権者には 5000 万ドルを超える不足額が発生すると予想されていた。

1990 年 4 月、裁判所は、RBC の申立てにより、債務者の総財産につきレシーバーシップを開始し、Ernst & Young Inc. をレシーバーに選任した。レシーバーは選任に付帯する命令により、債務者の事業の 1 つである

93) Wood, *supra* note 13 at 538-539.

94) *Royal Bank of Canada v. Soundair Corp.*, 1991 CanLII 2727 (Ont CA).

エア・トロントの事業を継続した上で売却することが義務付けられた。また、債務者とエア・カナダの密接な協力関係を考慮し、レシーバーはエア・カナダを第1の買受人候補として交渉するものとされたが、レシーバーはエア・カナダが提示した条件に応じられないとして、交渉を一旦終了した。

その後、レシーバーは、エア・トロントの事業につき、エア・カナダ以外の唯一現実的な買受人候補であったカナディアン航空との交渉を開始し、同社の子会社である OEL (Ontario Express Ltd.) と Frontier Airlines Ltd. から買受申出を受けた（以下「OEL 提案」という）。他方で、エア・カナダと CCFL は、エア・トロントの買収を断念しておらず、受皿会社として設立した 922246 Ontario Ltd. により買受申出をした（以下「922 提案」という）。しかし、922 提案にも受け入れられない条件が含まれていたため、レシーバーは同提案を拒絶し、1991 年 3 月に OEL 提案を受諾した。その後、CCFL は再度の買収提案の提示を裁判所から認められたので、受け入れられなかった条件を削除したのみで前回とほぼ同一内容の買受申出をした。

裁判所は、OEL 提案による事業譲渡を許可し、922 提案を却下した。これに対し CCFL が上訴した。

【判旨】

航空会社の継続企業としての売却は非常に複雑なプロセスであり、レシーバーはビジネスに関する専門知識を活用して売却する付託を受けていることから、裁判所はレシーバーの行動や意見に高度の信頼を置かなければならず、レシーバーが熟慮の末に下した経営判断を、裁判所が後知恵で再評価することには慎重であるべきであり、レシーバーの行動は、裁判所の具体的な委任事項に照らして審査されるべきとした。その上で、本件事業譲渡を審査するに際しては、レシーバーによる債務者不動産の売却の事案で先行判例⁹⁵⁾が示した下記の諸点を考慮すべきとした⁹⁶⁾。

- ① レシーバーが最善の価格を得るために十分に努力し慎重に行動したか

- ② すべての利害関係人の利益
- ③ 買受申出を得たプロセスの実効性と廉潔性
- ④ プロセスの過程における不公正の有無

裁判所は OEL 提案について以下のとおり認定し、上訴を棄却した。

①について

売却の実現可能性は、全国規模の航空会社であるエア・カナダとカナディアン航空以外に対しては極めて低いことを考慮すると、エア・カナダがさらなる提案をしないと述べ売買交渉をこれ以上行う意思がない旨の印象を与えた場合、レシーバーが合理的に行える唯一の手段は、OEL 提案をしたカナディアン航空と交渉することだった。レシーバーは OEL 提案、および受諾不可能な条件を含む 922 提案につきリスクおよび長所短所を比較検討の上、OEL 提案がエア・トロントの事業価値の最大化を実現する旨を報告した。裁判所はレシーバーが評価を誤っていたとは考えていない⁹⁷⁾。

②について

本件では、債権者および債務者だけでなく、買受人も含むすべての利害関係人の利益がレシーバーと裁判所により適切に考慮された⁹⁸⁾。

③について

レシーバーが特定の財産につき裁判所の許可を条件として売却契約を結ぶという決定は、当時の状況下では妥当かつ健全であり、後に高額の入札があったという理由だけで無効にすべきではない。そのような行動は商取引に耐え難い混乱を生じさせるものであり、入札だけでなく相対取引の交渉過程でも同様である。買受希望者が誠意を持って行動し、レシーバーと

95) *Crown Trust Co. v. Rosenberg*, 60 O.R. (2d) 87 at 92-94, 1986 CarswellOnt 235 (Ont HCJ).

96) *Soundair*, *supra* note 94 at paras 14, 16.

97) *Ibid* at paras 17-38.

98) *Ibid* at paras 39-41.

真摯に交渉して契約締結に至ったのであれば、裁判所がレシーバーの商業的判断に安易に介入すべきではない⁹⁹⁾。

④について

不公正な印象を与える可能性がある唯一の点は、レシーバーが目論見書（offering memorandum）を OEL 以外に開示しなかったことである。1991 年 2 月 11 日に目論見書が完成し、同日にレシーバーは OEL と交渉する意向表明書（letter of intent）に署名したが、それには有効期間中、レシーバーは他者と交渉しない旨の条項が含まれていた。それ以前の 1990 年の春から夏にかけて、エア・カナダがレシーバーと交渉した際にも、エア・カナダの求めに応じて、レシーバーは目論見書をエア・カナダにのみ開示していた。レシーバーが目論見書を公開しなかったことが、エア・カナダに対し不公平であったとは認められない¹⁰⁰⁾。

(2) Soundair 判決と CCAA36 条の関係

2009 年改正前においても、CCAA における計画外事業譲渡を適法とする判例（一例として、前記Ⅲ 1(1)の Canadian Red Cross Society 事件判決）は、Soundair 判決が示した考慮要素に基づいて、事業譲渡の許否の判断を行っていた。

Soundair 判決と 2009 年改正後の CCAA36 条との関係について、White Birch Paper Holding Co. 事件判決（ケベック州モンリオール地区上位裁判所、2010 年）¹⁰¹⁾は、36 条が列挙する要素は限定的なものではなく、またすべての要素が充足される必要はないこと、および、裁判所は取引全体を考慮し、適切、公正、妥当か否かを決する必要がある、36 条に明示されていない理由により許可または却下することも妨げられないこと、36 条と Soundair 判決の考慮要素は大部分において重なり合っている旨を判示した¹⁰²⁾。

99) *Ibid* at paras 42-48.

100) *Ibid* at paras 49-60.

101) *White Birch Paper Holding Company (Arrangement relatif à)*, 2010 QCCS 4915.

102) *Ibid* at paras 48-50.

2 売却手続の事前許可

CCAA 整理手続で計画外事業譲渡が行われる場合、米国の 363 セールにおけるプラクティスの影響により、入札手続を経ることが多い¹⁰³⁾。そのような事案では、最終的な売却の許可申立てとは別に、売却手続について事前に許可申立てが行われるため、その許可要件も問題になる。

(1) Nortel Networks Corp. 事件判決 (オンタリオ州上位裁判所、2009 年)¹⁰⁴⁾ (以下「Nortel 判決」という)

【事案】

カナダを本拠とする世界的な通信機器製造業者である Nortel Networks とグループ会社 (以下併せて「Nortel」という) は、2009 年 1 月にカナダでは CCAA 整理手続を、米国では連邦倒産法第 11 章手続を申し立て、その他イギリス等でも倒産手続の申立てをした。本件は、2009 年改正施行前の CCAA 整理手続の事案である。

Nortel は CDMA 事業および LTE 事業 (以下併せて「本件事業」という) の売却を、ストーキング・ホース・ビッド (stalking horse bid) (入札前に、一定の価格以上での買受を約束する仮の買受人候補者である「ストーキング・ホース」を選定した上で行う入札方法)¹⁰⁵⁾ により行うことを、買受人候補者

103) Wood, *supra* note 13 at 414.

104) *Nortel Networks Corp. (Re)*, 2009 CanLII 39492 (Ont SC [Comm List]).

105) カナダ倒産法におけるストーキング・ホース・ビッドは、アメリカ倒産法のプラクティスに由来する (アメリカ法に関する邦語資料として、棚橋洋平「再建型倒産手続におけるスポンサー保護条項の処遇(1)-(4・完)―アメリカにおけるストーキング・ホース保護条項からの示唆―」早稲田大学大学院法研論集 149 号 179 頁、150 号 293 頁、151 号 283 頁 (2014 年)、153 号 195 頁 (2015 年))。カナダにおける状況については以下を参照。Jessica L Cameron et al, “Saddle Up: The Rise of Stalking Horse Credit Bids in Canadian Insolvency Proceedings”, (2023) 21 Ann Rev Insolv L, 2023 CanLIIDocs 3089, online: <<https://canlii.ca/t/7n8f4>>; Christopher Yung, “Hunting for Break Fees with My Stalking Horse”, (2024) 22 Ann Rev Insolv L, 2024 CanLIIDocs 3048, online: <<https://canlii.ca/t/7njwz>>.

である Nokia Siemens Networks B.V. と合意し、裁判所に対し売却手続の許可申立てをした。監督委員は、売却方法について、一般債権者や社債権者が概ね支持していることや、本件事業の買収に関心を持つ者は多くないと予想されること等を理由に、Nortel の方針を支持する旨を裁判所に報告していた。

【判旨】

整理計画によらない事業譲渡の可否については、CCAA は同法の目的を達するため広範かつ緩やかに解すべき柔軟性を有すること¹⁰⁶⁾、当時の CCAA 11 条(4)が停止命令の対象や条件につき裁量を付与しており、判例も裁判所が CCAA の条文の隙間を埋める内在的権限を有する旨承認していること¹⁰⁷⁾を理由に肯定した。

その上で、売却手続の許可に際し、裁判所は以下の要素を考慮すべきとした¹⁰⁸⁾。

- ① 現時点で取引が正当化されるか
- ② 売却は、経済的コミュニティ全体の利益に合致するか
- ③ 債権者の中に、事業の売却に反対する真正な理由を有する者がいるか
- ④ より良い実現可能な代替案はあるか

CCAA において考慮すべき重要な要素は、継続企業として事業継続する可能性であり、本件では、① Nortel は事業再編に何か月も勤勉に取り組み、CCAA による自主再建は奏功しないとの経営判断に至ったこと、②対象事業の価値は時間とともに低下する可能性が高く、現時点で売却が実行されない限り、事業の長期的存続が危ぶまれること、③入札手続は可能な限り高い価値を得ることを保証するものであること、④本件売却により継続企業として事業を継続し、少なくとも 2,500 名の雇用が守られるこ

106) *Nortel*, *supra* note 104 paras 28, 47.

107) *Ibid* at para 30.

108) *Ibid* at para 49.

となど、Nortel および利害関係人の最善の利益をもたらすことが認定できるとして、売却手続を許可した¹⁰⁹⁾。

(2) Nortel 判決と CCAA36 条の関係

Nortel 判決と 2009 年改正後の CCAA36 条の関係について、Nortel 判決と同じ裁判官が担当した Brainhunter Inc. 事件判決（オンタリオ州上位裁判所、2009 年）¹¹⁰⁾ は、① Nortel 判決が示した考慮要素は売却手続の許可に適用されること、② 36 条は売却自体の許可に適用されること、③ Nortel 判決が示した考慮要素を適用するに際しては、36 条も間接的に考慮されることを判示した¹¹¹⁾。

Nortel 判決は、ストーキング・ホース・ビッドによる売却手続の許可申立てがされた事案であったが、そのような事案に特化した考慮要素を示したのが、後記の Freshlocal 判決である。

(3) Freshlocal Solutions Inc. 事件判決（ブリティッシュ・コロンビア州上位裁判所、2022 年）¹¹²⁾ (以下「Freshlocal 判決」という)

【事案】

債務者 Freshlocal Solutions Inc. は、有機栽培食品の販売を営む企業グループであり、CCAA 整理手続が開始されていたが、2022 年 7 月に、販売および投資勧誘プロセス（SISP: Sale and Investment Solicitation Process）、財務アドバイザーの任用、投資会社である TEC をストーキング・ホースとするストーキング・ホース契約、および一時停止期間の延長の許可を裁判所に申し立てた。このうちストーキング・ホース契約は、TEC が RVO（後記 V 参照）により、債務者の負債を切り離した上で株式移転を受けるものであった。許可申立てに対し、無担保債権者である転換社債権者、お

109) *Ibid* at paras 51, 54-55.

110) *Brainhunter Inc. (Re)*, 2009 CanLII 72333 (ONSC).

111) *Ibid* at paras 15-17.

112) *Freshlocal Solutions Inc. (Re)*, 2022 BCSC 1616.

よび担保権者の1人である EDC が異議を述べた。

【判旨】

Nortel 判決や前記(2)の Brainhunter Inc. 事件判決を引用した上で、本件については以下の諸点を検討し、ストーキング・ホース契約を許可しなかった。

① ストーキング・ホース契約締結の経緯

本件のストーキング・ホース契約は、競争的プロセスを経て成立したものではなく、購入価格や、ブレイクアップ・フィーの算出根拠は不透明である¹¹³⁾。

② ストーキング・ホース契約による安定化効果

債務者は、顧客、供給業者、従業員を含む多くの利害関係人にもたらす安定性につき、監督委員の支持も得ていたと主張するが、ストーキング・ホース契約を支持し、あるいは不許可を懸念する具体的な利害関係人が明示されていない¹¹⁴⁾。

③ ストーキング・ホース契約の時機

ストーキング・ホース契約の交渉および締結は、通常は販促活動に先立って行われ、他の入札希望者は、ストーキング・ホースが既に行ったデュー・ディリジェンスや交渉に一定程度依拠することができる。しかし本件では、入札希望者がすでに販売プロセスに参加しており、ストーキング・ホース契約から得られる利益はほとんどない¹¹⁵⁾。

④ ストーキング・ホース契約を支持する者と、反対する者

債務者は、ストーキング・ホース契約を締結することが、TEC との基本合意により義務付けられていたと考えており、債務者による支持は殊更に尊重すべき要素ではない。

これに対し、異議を述べている債権者らは、ストーキング・ホース契約

113) *Ibid* at paras 36-45.

114) *Ibid* at paras 46-48.

115) *Ibid* at paras 49-55.

に関連して設定される担保権に基づき支払われる金銭によって、直接的かつ重大な影響を受けることに加え、SISP の強化によって最も利益を受ける立場にある。ストーキング・ホース契約が許可された場合の影響を最も強く受ける債権者らの意見は重視されるべきである¹¹⁶⁾。

⑤ ストーキング・ホース契約の真のコスト

TEC は、ストーキング・ホース契約におけるブレイクアップ・フィーや費用補償について、TEC が債務者に提供する DIP ファイナンスが著しく低利であるため、その差損を埋めるものと主張する。しかし、DIP ファイナンスはそれ自体の条件で許可されたものであり、ストーキング・ホース契約による事後的補填を持ち出すことは、当初の許可申立てと矛盾する。

ブレイクアップ・フィーや費用補償は、通常は、ストーキング・ホース以外の者が落札した場合にストーキング・ホースが負担した費用を補填するためのものである。しかし、本件では、TEC が落札した場合の購入価格にも費用償還が含まれており、これは異例である。

また、ストーキング・ホース契約には、第三者の同意が得られないなどの理由でクロージングが完了しなかった場合でも、費用償還義務や、将来の再売却によるブレイクアップ・フィーが発生するという内容の条項があるが、これは債務者が制御できない事態でもペナルティを生じさせるものであり、正当化できない¹¹⁷⁾。

⑥ 代替案の有無

SISP を通じて、TEC がストーキング・ホース契約で提示している条件を上回る申出がされる保証はないが、関心を示し秘密保持契約を締結した者が複数いることは、市場の存在を示唆しており、SISP を受けて買受申出がされることが見込まれる。

SISP によってより良い条件の申出がされなかった場合、その影響を最

116) *Ibid* at paras 56-60.

117) *Ibid* at paras 61-72.

も直接的に被るのは、異議申立てをしている債権者であり、彼らの反対には重みがある¹¹⁸⁾。

3 売却自体の許可

- (1) AbitibiBowater inc. 事件判決（ケベック州モントリオール地区上位裁判所、2010 年）¹¹⁹⁾（以下「AbitibiBowater 判決」という）

【事案】

2009 年改正施行前の CCAA 整理手続の事案である。製紙業等を営んでいた債務者 AbitibiBowater inc.¹²⁰⁾につき CCAA 整理手続が開始され、債務者は紙市場の状況や、維持管理費用、将来生じ得る環境汚染除去費用を考慮して、操業をしていない 4 カ所のパルプや紙の製造工場（土地、建物、機械設備）を売却することとした。債務者は入札を経て、落札者である American Iron & Metal LP (AIM) への売却許可を裁判所に申請した。これに対し、落札に至らなかった入札者の 1 人である Arctic Beluga が異議を申し立て、自身の入札額は落札者の額を上回っており、売却手続は公正でないと主張した。

【判旨】

Soundair 判決が示した考慮要素は、CCAA 整理手続における財産売却にも適用されることを前提に¹²¹⁾、以下の理由により、裁判所は、監督委員が販促活動および売却手続が適切との意見を述べていたことを尊重すべきとした。

118) *Ibid* at paras 73-76.

119) *AbitibiBowater inc. (Arrangement relatif à)*, 2010 QCCS 1742.

120) 本件債務者の CCAA 整理手続に関しては、ニューファンドランド・ラブラドール州が立法により収容した債務者の別の工場設備についての連邦環境保護法上の権利が、CCAA 整理手続の対象となる債権に該当するかが争われ、カナダ最高裁は債権に該当することを認めた (*Newfoundland and Labrador v. AbitibiBowater Inc.*, 2012 SCC 67)。

121) *AbitibiBowater*, *supra* note 119 at paras 34-35.

債務者と監督委員が適切に行った商業上および経営上の判断に後知恵で介入することは、裁判所の任務ではない。販促活動、販売手が公正、妥当、透明かつ効率的に行われた財産売却において、裁判所が経営判断に安易に介入することはない。また、監督委員の評価に対する裁判所の介入は、監督委員が適切に職務を遂行しなかったという明白な証拠がある場合にのみ行うべきである¹²²⁾。

これを前提に、Arctic Beluga による入札は、将来工場を解体する際の有害物質除去責任を負わないことや、売買代金を確実に調達できない可能性などの条件が付されたものであり、代金額は Arctic Beluga よりも低額ではあったが、このような条件が付されていない AIM を落札者としたことは妥当であるとした¹²³⁾。

(2) AbitibiBowater 判決と 36 条との関係

Bloom Lake g.p.l. 事件判決（ケベック州モンリオール地区上位裁判所、2015 年）¹²⁴⁾ は、CCAA36 条(3)が列挙する要素は累積的でも網羅的でもなく、計画認可前の財産売却については、Soundair 判決の考慮要素に加え、AbitibiBowater 判決が挙げる、債務者および監督委員による経営判断の尊重も考慮すべきとした¹²⁵⁾。

4 プレパッケージ型売却の許可

(1) Sanjel Corp. 事件判決（アルバータ州女王座裁判所、2016 年）¹²⁶⁾（以下「Sanjel 判決」という）

【事案】

122) *Ibid* at paras 70-72.

123) *Ibid* at paras 73-75.

124) *Bloom Lake g.p.l. (Arrangement relatif à)*, 2015 QCCS 1920, online: <<https://canlii.ca/t/ghg4d>>.

125) *Ibid* at paras 26-28.

126) *Sanjel Corp. (Re)*, 2016 ABQB 257.

Sanjel Corp. は関連会社とともにカナダ、米国およびサウジアラビアの石油・ガス産業にサービスを提供していたが、世界的な石油・ガス価格の下落による影響で資金繰りが悪化し、協調融資銀行団との与信設定契約の不履行に陥っていた。Sanjel Corp. は、社債権者団から、利息の支払を条件に既存債務の猶予や新規与信の申出も受けていたが、利息支払の資金繰り困難を理由に合意に至らなかった。

Sanjel Corp. は事業の維持継続を図るため、協調融資銀行団との合意を経た上で、2016 年 1 月から SISP を実施した。これに対し複数の者から再建案が提示され、最高価額入札者と Sanjel Corp. の間で交渉が行われる一方で、社債権者団の受託者からも再建案の提示が行われていた。SISP には、後に CCAA 整理手続が行われる場合の監督委員候補者として、Price Waterhouse Coopers (PWC) が関与していた。

2016 年 4 月 3 日に、Sanjel Corp. および関連会社（以下併せて「Sanjel」という）は、STEP Energy Services との事業譲渡契約、および Liberty との事業譲渡契約を締結し、同月 4 日に裁判所に CCAA 整理手続の申立てをした。整理手続が開始され、PWC が監督委員に選任された後、Sanjel は裁判所に前記事業譲渡契約の許可申立てをした。これに対し、社債権者団の受託者は、事業譲渡代金は担保権者の債権全額を支払うには不十分であり、社債権者には何ら利益がないこと等を理由に異議を述べた。

【判旨】

裁判所は、CCAA36 条(3)、Soundair 判決、および AbitibiBowater 判決が示した考慮要素が適用されることを前提に¹²⁷⁾、本件の監督委員は、2016 年 2 月以前は SISP に直接関与していなかったが、それ以降の調査に基づき、SISP は公正かつ合理的に運営され、最善の価格を得るために十分な努力がされたとの意見を述べていることが認められるとして、以下の理由により事業譲渡を許可した¹²⁸⁾。

127) *Ibid* at paras 54-57.

128) *Ibid* at para 112.

① 清算型 CCAA の可否について

36 条制定の前後を問わず、裁判所は、債務者の全事業を譲渡することが、CCAA の広範な救済目的と柔軟性に合致する場合があることを認めている。2009 年改正法は、CCAA 整理手続を債務者会社の事業の清算に利用できるかについて明確に言及しなかった。しかしながら、36 条が制定され、CCAA 整理手続による保護を受けている間に、債務者が通常の事業の過程外で財産を売却する手続が確立されたことは、CCAA は債務者会社の事業縮小または清算の手段となり得るという考え方に合致する。

Sanjel が直面する状況に対し CCAA が提供し得るのは、資金流動性や主要な従業員を確保しながら事業を継続し、継続企業として売却することであり、監督委員の調査結果も、清算は許可申立てに係る事業譲渡に比べて良い結果にならないとしている¹²⁹⁾。

② 本件事業譲渡は不備のある SISP に起因する旨の主張について

本件事業譲渡はプレパッケージ型であるが、36 条の要件を充足するかを、Soundair 判決にも照らし検討しなければならない。申立前の SISP は、裁判所や、裁判所の成員としての義務を負う監督委員による監督がないため、公正かつ効果的な方法で実施されたことの立証が困難となり、利害関係人や落札できなかった入札者から異議申立てを受けやすくなるが、結局は SISP の内容が精査されることになる¹³⁰⁾。

本件の SISP の日程は短いものであったが、経済情勢と Sanjel の財務状況の急速な悪化を考慮すれば不合理とはいえず、SISP は適切かつ合理的に運営され、プロセスの競争性は堅持されていた。債務者は市場を徹底的に調査し、他のすべての実行可能または合理的なオプションが検討され、譲渡対価は合理的かつ公正であった。社債権者との交渉が不十分であったことや、社債権者が入札情報へのアクセスを不当に拒否されたことは認められない¹³¹⁾。

129) *Ibid* at paras 63-67.

130) *Ibid* at paras 70-71.

(2) 先行判例と Sanjel 判決の関係

Sanjel 判決は、プレパッケージ型売却による事業譲渡についても、通常の計画外事業譲渡と同様に、Soundair 判決および CCAA36 条(3)の考慮要素により判断すべきこと、並びに AbitibiBowater 判決が判示したように、債務者の経営判断、および就任前の事象についての事後的評価ではあるが、監督委員の意見を尊重すべきことが妥当するとした¹³²⁾。

5 小 括

入札などの売却手続の許可に際し考慮すべき要素として、Nortel 判決は、①現時点で取引が正当化されるか、②売却は経済的コミュニティ全体の利益に合致するか、③債権者の中に売却に反対する真正な理由を有する者がいるか、④より良い実現可能な代替案はあるか、を挙げた。これらを考慮する際には、CCAA36 条(3)が列挙する要素も間接的に考慮される。ストーキング・ホース・ビッドについては、Freshlocal 判決がより詳細な考慮要素を示している。

売却自体については、CCAA36 条(3)が列挙する考慮要素は累積的でも網羅的でもなく、Soundair 判決が示した①売主が最善の価格を得るために十分に努力し慎重に行動したか、②すべての利害関係人の利益、③買受申出を得たプロセスの実効性と廉潔性、④プロセスの過程における不公正の有無に加えて、AbitibiBowater 判決が示した、債務者の経営判断および監督委員の意見の尊重という視点も考慮される。なお、プレパッケージ型売却の事案についても考慮されるべき要素は同様である。

このように、CCAA 整理手続における計画外事業譲渡の許可要件は、条文や判例が例示する具体的考慮要素をベースとした総合考慮型の要件といえることができる。

131) *Ibid* at paras 75-111.

132) See also *Nelson*, *supra* note 92 at paras 38-39.

V 逆財産帰属命令 (RVO)

1 概 要

逆財産帰属命令 (Reverse Vesting Order) (以下「RVO」という) は、被取得会社 (Existing Co) の株式を買主が取得するに際し、買主が承継を望まない被取得会社の財産や債務を、予め別会社 (Residual Co; Excluded Co) に移転させた上で行う組織再編手法である¹³³⁾。

CCAA 整理手続における計画外事業譲渡において、対象財産の権原 (title) を債務や負担を消除した上で買主に移転させる場合、裁判所は財産帰属命令 (vesting order) を発出する¹³⁴⁾。これに対し RVO は、買主が承継を希望する債務や財産を被取得会社にとどめ、不要な債務や財産を別会社に移転させる点において「逆」である。また、買主が被取得会社の債務や財産のうち承継を希望するものを取捨選択可能な点が、通常の株式取得による買収とは異なる。加えて、RVO によって、被取得会社である債務者が事業を継続する点は自主再建に類似するが、不要な財産や債務を別会社に移転する

133) CCAA 整理手続における RVO に関する文献として、以下を参照。Bradley Wiffen, “Reverse Vesting Transactions: An Innovative Approach to Restructuring”, 2020 Ann Rev Insolv L 167, 2020 CanLIIDocs 3600; Michelle Pickett & Linc Rogers, “The Business Side of Reverse Vesting Orders”, 2021 Ann Rev Insolv L 415, 2021 CanLIIDocs 13555; Candace Formosa, “Dampening the Effect of Redwater Through a Reverse Vesting Order”, 2021 Ann Rev Insolv L 697, 2021 CanLIIDocs 13562; Janis Sarra, “Reverse Vesting Orders - Developing Principles and Guardrails to Inform Judicial Decisions”, 2022 CanLIIDocs 431; Victor Olusegun, “The Journey of Reverse Vesting Orders from “Extraordinary” to Ordinary: Is it Time for Parliamentary Intervention?”, 2024 Ann Rev Insolv L 390, 2024 CanLIIDocs 3053; Alfonso Nocilla, “Crossing the Event Horizon: Reverse Vesting Orders under the Companies’ Creditors Arrangement Act” (2024) 68:2 CBLJ 173; Maziar Peihani, “Rethinking the Case for Reverse Vesting Orders in Canadian Insolvency Law” (19 August 2025), UBC Law Review (forthcoming) [Peihani, “Rethinking”], online: <ssrn.com/abstract=5397828>.

134) Wiffen, *supra* note 133 at 170; Pickett & Rogers, *supra* note 133 at 444.

ことにより倒産状態を脱するので、債務者について CCAA 整理手続は続行されない¹³⁵⁾。

RVO による事業再生が適する事案として、①債務者の事業に対する許認可を事業とともに譲渡することが困難な場合、②事業上重要な契約を買主に移転することが困難な場合、③他の方法では得られない税務上のメリット¹³⁶⁾を享受できる場合が挙げられている¹³⁷⁾。

2 RVO を許可した裁判例

CCAA 整理手続において、裁判所が計画外の RVO を許可した事例は 2015 年頃から存在するが¹³⁸⁾、RVO の適法性につき具体的な理由を付して判断がされた初めての裁判例は、2020 年の Nemaska Lithium 第一審判決（後記(1)）と見られる¹³⁹⁾。その後、2022 年の Harte Gold 判決（後記(3)）は、裁判所が RVO の許可を判断する際に考慮すべき要素を明示した。他方で、BIA 債務者提案¹⁴⁰⁾やレシーバーシップ¹⁴¹⁾においても、RVO を許可した裁判例が現れている。

135) RVO の多くは計画認可前に行われるが、整理計画により行われる例もある。See e.g. *Re Tribalscale Inc* (11 January 2021), Toronto CV-20-00645116-00CL (Ont SCJ) Sanction Order, online: <mnnpdebt.ca/en/corporate/corporate-engagements/tribalscale-inc>.

136) RVO は、事業継続に必要な資産と、債務者が従前計上していた税務上の欠損金を同一の法人で維持することを可能にする。

137) *Just Energy Group Inc. et. al. v Morgan Stanley Capital Group Inc. et al.*, 2022 ONSC 6354 at para 34.

138) *Re Plasco Energy Group Inc* (17 July 2015), Toronto CV-15-10869-00CL (Ont Sup Ct [Comm List]) Settlement Approval Order, online: <documentcentre.ey.com/api/Document/download?docId=19917&language=EN>.

139) 同時期に RVO が行われた事例として、*Quest University Canada (Re)*, 2020 BCSC 1845, *affirmed* 2020 BCCA 364 があるが、RVO 一般の適法性は争点となっていない。

- (1) Nemaska Lithium inc. 事件第一審判決 (ケベック州モントリオール地区上位裁判所、2020 年)¹⁴²⁾ (以下「Nemaska Lithium 第一審判決」という)

【事案】

CCAA 整理手続が係属中の債務者 Nemaska Lithium inc. および関連会社は、裁判所の許可を受けて SISP を行ったところ、Pallinguhurst ほか複数の投資会社 (以下併せて「Pallinguhurst」という) が協調して RVO による買受を申し出た。債務者が RVO につき CCAA36 条(3)に基づく許可申立てをしたのに対し、債権者で株主でもある投資家の 1 人が異議を述べた。

【判旨】

本件申立てにつき CCAA36 条(3)、および Soundair 判決の考慮要素を検討しなければならないとした上で、CCAA は、倒産状態に陥った会社の再建を促進するため、裁判所に適切な命令を発する柔軟性を付与しており、CCAA の基本的な目的を達成でき、関係者の利益になるのであれば、

140) See e.g. *Re Junction Craft Brewing Inc.* (17 December 2021), Toronto 31-2774500 (Ont SC [Comm List]) Approval and Vesting Order at para 5, online: <richter.ca.tor1.digitaloceanspaces.com/wp-content/uploads/2021/10/13-junction_approval-and-vesting-order_december-17-2021.pdf>; *Proposition de Brunswick Health Group Inc.*, 2023 QCCS 4643 at paras 48-52.

141) See e.g. *Re Vert Infrastructure Ltd.* (8 June 2021), Toronto CV-20-00642256-00CL (Ont SC [Comm List]) Approval and Vesting Order re Emprise Transaction at para 4, online: <www.ksvadvisory.com/experience/case/vert-infrastructure-ltd-(formerly-crop-infrastructure-corp)->; *Forage Subordinated Debt LP v Enterra Feed Corporation* (10 May 2023), Calgary 2201 012953 (Alta KB) at paras 29-46, online: <mcusercontent.com/a3e2039936cbf8a31bda45ab3/files/56d0fe7c-c21f-92ea-8c6bb5d407dad83d/Forage_Subordinated_Debt_LP_v._Enterra_Feed_Corporation.pdf?utm_source=insolvencyinsider.ca&utm_medium=referral&utm_campaign=approving-an-rvo-in-a-receivership>; *Peakhill Capital Inc. v Southview Gardens Limited Partnership*, 2023 BCSC 1476 at paras 31-57 [Peakhill]; *British Columbia v Peakhill Capital Inc.*, 2024 BCCA 246 at paras 6-15 [Peakhill CA].

142) *Arrangement relatif à Nemaska Lithium inc.*, 2020 QCCS 3218.

革新的な手法も支持されなければならないとした¹⁴³⁾。

本件の入札に至るまでの手続が、透明かつ公正な方法で実施されたとする監督委員の報告書を否定するに足る証拠はなく、CCAA36条(3)の考慮要素は充足されているとした¹⁴⁴⁾。本件では多岐に渡る異議理由が主張されたが、特に重要な3点に対する判断の要旨は以下のとおりである。

① 裁判所は財産の売却や処分以外を内容とする財産帰属命令を発令する権限を有しないとの点

CCAA36条(1)は、売買以外の様々な方法による処分も対象としており、典型的な取引形態によらない方法も、好ましい結果をもたらすのであれば禁じられない。CCAA11条に基づき、裁判所が具体的状況に応じ適切な命令を発する裁量を有することは9354-9186 Québec inc. 対 Callidus Capital Corp. 事件判決（最高裁判所、2020年）¹⁴⁵⁾も認めている。本件のRVOは、事業運営に不可欠な許認可、ライセンスや契約を維持し、税制上の優遇措置を利用することで、買受人からより高い対価を得て債権者により多くの配当を行うことを可能にする¹⁴⁶⁾。

② RVOは、債務者会社が計画認可手続によらずにCCAA整理手続から離脱することを可能にするものであり許されないとの点

RVOは、取引の段階や構成要素を分解するのではなく、全体像を俯瞰して分析する必要がある。そうしなければ、現代の複雑化するビジネスや社会問題に対する革新的な解決策を、不適切に制限することになる。

SISPに唯一応じた本件申出を拒絶した場合、より好条件の申出が後にされる保証はなく、債権者や従業員等の利害関係人にとって最悪の結果である破産を招来するおそれがある。本件RVOは、裁判所がCCAA36条(3)に列挙された要素などを考慮した上で許可されれば十分であり、債権

143) *Ibid* at paras 49-53.

144) *Ibid* at paras 64-65.

145) 9534-9186 Québec inc. v. Callidus Capital Corp., 2020 CSC 10 at para 67 (citing *Century Services Inc. v. Canada (Attorney General)*, 2010 SCC 60 at para 68).

146) *Nemaska*, *supra* note 142 at paras 71-79.

者による投票の対象となる整理計画には該当しない¹⁴⁷⁾。

③ 本件の RVO は買受や投資の申出ではないから、SISP に対する許可の範囲外であるとの点

本件の SISP に対する許可は、債務者と監督委員が具体的状況に応じて条件を変更し、本件のようなハイブリッド取引の申出を受理することが可能な柔軟性を有していた¹⁴⁸⁾。

(2) Nemaska Lithium inc. 事件上訴不許可決定 (ケベック州控訴裁判所モントリオール支部、2020 年)¹⁴⁹⁾ (以下「Nemaska Lithium 上訴不許可決定」という)

【事案】

前記(1)判決につき、債務者の一般債権者や株主の一部が上訴許可申立てをした。

【決定要旨】

要旨以下の理由で上訴許可申立てを却下した。

判例¹⁵⁰⁾により、上訴許可申立人は①上訴の争点が実務上重要であること、②その争点が当該訴訟または手続にとって重要であること、③上訴に一応の正当な理由 (prima facie meritorious) があること、および④上訴が手続の進行を不当に妨げないことを示さなければならない。CCAA 整理手続を主宰する裁判官に付与された権限の性質に鑑み、上訴許可は補充的に与えられるべきである¹⁵¹⁾。

上訴許可申立てにおける主張のうち、本件の RVO は債権者の事前承認が必要な整理計画に該当するか否かの理論的重要性は首肯されるが、一般

147) *Ibid* at paras 80-86.

148) *Ibid* at paras 87-90.

149) *Arrangement relatif à Nemaska Lithium inc.*, 2020 QCCA 1488.

150) *Bridging Finance inc vs. Béton Brunet 2001 inc.*, 2017 QCCA 138 at paras 14-15; *Statoil Canada Ltd. (Arrangement relatif à)*, 2012 QCCA 665 at para 4.

151) *Ibid* at paras 31-32.

債権者である上訴人の債権額は、一般債権総額の4%にすぎない。上訴を許可することにより RVO のクロージングが妨げられ、債権者、従業員、取引先等の利害関係人が損失を被る可能性があり、監督委員によれば、RVO によって実現する一般債権者への配当よりも高い配当率を他の方法で実現できる可能性は低い。よって、上訴が単に戦略的なものや、実益を欠く理論的問題ではないことを確信するには至らなかった¹⁵²⁾。

(3) Harte Gold Corp.(Re) 事件判決（オンタリオ州上位裁判所、2022 年）¹⁵³⁾（以下「Harte Gold 判決」という）

【事案】

債務者 Harte Gold Corp. は、オンタリオ州北部に所在する金鉱山を運営する会社であり、鉱山事業の継続に必要な多数の免許および認可、ならびに複数の所有権や賃借権等の権利で構成される鉱区権益を保有していた。債務者は 2019 年頃から資金流動性問題が深刻化し、2020 年には主要な担保権者である BNP パリバから債務支払いの延期と担保権実行猶予の同意を得ることを余儀なくされた。さらに債務者は、事業売却による新規資本獲得を試みたが、正式な買受申出を受けるには至らず、CCAA 整理手続を申し立てた。

債務者の主要な担保権者には、Silver Lake Resources Ltd.（以下「Silver Lake」という）が所有する 833 番会社（BNP パリバから、CCAA 整理手続開始前に債権および担保権を譲り受けた者）と、金の販売契約の相手方である Appian グループ（以下「Appian」という）の一部である AHG Jersey Ltd. がいた。

債務者は、Silver Lake と Appian からクレジット・ビッドによる購入提案を受けていたが、改めてストーキング・ホース・ビッドによる SISF を実施した。Appian も入札したが、最終的にストーキング・ホースであ

152) *Ibid* at paras 36-43.

153) *Harte Gold Corp. (Re)*, 2022 ONSC 653.

った Silver Lake が落札した。債務者は、Silver Lake が RVO により買収することの許可等を求めた。

【判旨】

要旨以下の理由により、本件 RVO を許可した。

RVO の構造は、CCAA36 条(1)が規定する「通常の事業の過程外での財産の売却等の処分」には該当しない。しかし、9354-9186 Québec inc. 対 Callidus Capital Corp. 事件判決（最高裁判所、2020 年）¹⁵⁴⁾を含む最近の判例は、CCAA の目的と趣旨に従って、裁判所が CCAA 11 条に基づく裁量を行使可能であることを認めており、同条を RVO を許可する根拠とすることは認められる。CCAA 36 条は単独では RVO を許可する根拠とはならないが、同条(3)の分析枠組みは、必要な修正を加えた上で RVO に適用されるべきである。

RVO は明文の根拠がない非典型的な方法であり、先行判例も多くの指針を提供していない。RVO は買受人の便宜に適い有益であるだけでは足りず、CCAA の目的や制限を考慮して、すべての関係者に公正かつ合理的かを精査する必要がある。具体的には以下の点である。①当該事案において RVO が必要な理由、② RVO が他の実行可能な代替的方法より好ましい経済的結果をもたらすか、③ RVO により、他の実行可能な代替的方法よりも不利益を受ける利害関係人が存在するか、④支払われる対価は、RVO により維持される免許や許認可（またはその他の無形資産）の重要性および価値を反映しているか。

上記①から④を念頭に置いた上で CCAA36 条(3)が列挙する要素につき検討するが、RVO 特有の懸念事項がある場合はそれらも考慮する¹⁵⁵⁾。

① 許可申立てに係る処分に至るプロセスの合理性

申立前に戦略的精査を経た後、手続開始後に裁判所が承認した SISF の間、債務者の事業や財産につき世界的規模で販促活動が行われた。監督委

154) *Callidus*, *supra* note 145.

155) *Harte Gold*, *supra* note 153 at paras 36-39.

員は販促活動が合理的に行われ、合理的に可能な最善の結果を得たと評価した¹⁵⁶⁾。

② 破産手続における売却との比較

監督委員は、RVO は債権者および利害関係人にとって、破産手続における売却よりも利益をもたらす旨の意見を述べた。破産手続開始は事業継続に必要な免許や許認可等の障害になるし、破産手続において事業譲渡を行うとしても、売却の遷延による費用の増大等により、買受人が現在より有利な条件で購入するとは限らない¹⁵⁷⁾。

③ 債権者からの意見聴取

主要な担保権者は、BNP パリバから債権を譲り受けた Silver Lake と Appian であるが、BNP パリバは事前精査の段階で債務者と協議をしており、Appian も SISP に関与していた。また、一般債権者から意見聴取した証拠はないが、担保権者と一般債権者に全額弁済される予定であることからすれば、致命的ではない¹⁵⁸⁾。

④ 許可申立てに係る取引の債権者や他の関係者に対する影響

本件 RVO は、債権者および利害関係人一般に以下の利益をもたらす。

① ほぼすべての担保権者および一般債権者への全額弁済、② 債務者の従業員のうち経営陣 4 名を除くすべての雇用の継続、③ 供給業者との取引継続などを内容とするものであり、債権者の反対を阻止するために RVO が利用されている事例ではない。

債務者会社の株式は全額償却されるが、債務超過状態であり、SISP で入札に応じたのは担保権者のみという厳しい現実からすれば、株主が投資を回収できる方法は現実的に存在しない。株主は債務超過の企業に対して経済的利益を持たず、一般債権者に劣後することは、CCAA 6 条(8)、22 条(1)、36 条(1)の趣旨から看取される¹⁵⁹⁾。

156) *Ibid* at paras 40-45.

157) *Ibid* at paras 46-49.

158) *Ibid* at paras 50-54.

159) *Ibid* at paras 55-65.

⑤ 対価の適切性

債務者会社の事業は、CCAA 手続の開始前および係属中、広範囲にわたって販促活動がされた。事前の精査と SISP の結果は、Silver Lake が支払う以上の対価を支払う意思を持つ者が他にいなかったことを示す証拠となる。監督委員も、対価は状況に照らし適切なものと認定している¹⁶⁰⁾。

⑥ 他の考慮事項

債務者には、採掘事業を維持するために必要な 12 の重要な許認可と、探鉱作業に必要な 24 の許認可、その他多くの森林資源許可と消防許可がある。本件 RVO の主な目的と利点は、それらの許認可を維持することである。通常の財産譲渡では、買受人は許認可の譲渡を受けるか、新たな申請をしなければならず、必然的にリスク、遅延、コストを伴う。また、鉱山に関する権利の移転登録や、事業継続に必要な契約の地位の移転に伴う費用や手続も回避できる。

また、購入者は 1,080 万 CAD を上限とする DIP ファイナンスや取引債務の弁済原資の提供に同意しており、債務者が資金を調達し継続企業として事業を継続するには RVO が適していると認められる¹⁶¹⁾。

3 RVO を許可しなかった裁判例

RVO を許可しなかった裁判例も僅かながら存在するが、いずれも RVO 一般の適法性は当事者間に争いがなく、RVO の許否については、CCAA36 条(3)、および Soundair 判決等の先行判例と同様の考慮要素が用いられるべきとした。

CCAA 整理手続における計画外の RVO を許可しなかった裁判例として、CannaPiece Group Inc. 事件判決（オンタリオ州上位裁判所商事部、2023 年）¹⁶²⁾がある。同判決は、ストーキング・ホース・ビッドにおける落札者の

160) *Ibid* at paras 66-69.

161) *Ibid* at paras 70-76.

162) *CannaPiece Group Inc. (Re)*, 2023 ONSC 841.

選定が不当であったこと、および承継対象外とされる第三者の権利の消除につき、売却対象財産上の担保権等を消除する場合の考慮要素¹⁶³⁾を充足しないことを理由とする。

また、BIA 債務者提案において、提案外での RVO を許可しなかった裁判例として、PaySlate Inc. 事件判決（ブリティッシュ・コロンビア州上位裁判所バンクーバー支部、2023 年）¹⁶⁴⁾がある。同判決は、① RVO について一部の債権者に対する通知漏れがあったという手続上の違法、②買受人による従業員削減計画は、RVO が真に継続企業としての事業継続を目的とするものか疑義を呈すること、および③債務者の事業価値評価に疑義があることを理由とする。

4 学 説

実務上は RVO の適法性が承認されている¹⁶⁵⁾のに対し、学説の大勢は以下の諸点を理由に批判的である。

(1) 債権者の議決権を奪うものであること

計画案立案過程での交渉や、計画案に対する債権者による投票は、事業再生による将来価値を得るために、債権者が現在の権利につき妥協するという建設的な交渉の場である。これに対し RVO では、事業再生による事業価値向上による利益は、債権者ではなく、債務者の株式を取得する者が独占する結果となる¹⁶⁶⁾。CCAA 整理計画による権利の変更により不利益を受ける債権者には、整理計画案に対する議決権が保障されているが、RVO はそれを奪うものである¹⁶⁷⁾。換言すると、債権者の支持を得ることなく RVO を成

163) *Third Eye Capital Corp. v. Dianor Resources Inc.*, 2019 ONCA 508 at para 109.
(レシーバシップにおける不動産売却の事案)

164) *PaySlate Inc. (Re)*, 2023 BCSC 608.

165) Wiffen, *supra* note 133, at 214; Pickett & Rogers, *supra* note 133 at 444.

166) Sarra, *supra* note 133 at 17.

167) Peihani, *supra* note 133 at 19.

立させることは、CCAA には規定されていないクラムダウンを認めることに等しい¹⁶⁸⁾。

(2) 株主の権利を奪うものであること

RVO は債務者の株式の移転を伴う組織再編の性質を有しており、債務者財産の処分に関する 36 条は根拠規定とはなり得ない¹⁶⁹⁾。株式と資産は、会社法および会計上異なる位置付けがされているにもかかわらず、RVO を単なる財産処分と構成することは、重要な会社法上の原理を看過するおそれがある¹⁷⁰⁾。株主の権利の消却は、あくまで CCAA 整理計画や BIA 債務者提案の承認を通じてのみ可能なものであり¹⁷¹⁾、RVO はそれらの方法で行われる必要がある¹⁷²⁾。

(3) 担保権者の利益に偏していること

RVO では、株式を取得する者は多くの場合担保権者、または担保権者が支援するスポンサーである。株式移転の対価は債権の優先順位に従って分配されるため、ほとんどの事例で担保権者が有する被担保債権の弁済に充当され¹⁷³⁾、一般債権者は配当を受けられないことが多い。

RVO が債務者財産の価値を最大化するという言説は、創出された価値の恩恵を誰が受けるのかという本質的な問題を隠蔽しているが、多くの場合、債務者経営陣と通じた有力な関係者、殊に担保者である¹⁷⁴⁾。

168) Olusegun, *supra* note 133 at 420.

169) Nocilla, *supra* note 133 at 206.

170) Peihani, *supra* note 133 at 16-18.

171) Peihani, *supra* note 133 at 20.

172) Nocilla, *supra* note 133 at 204.

173) Pickett & Rogers, *supra* note 133 at 417-418; Peihani, *supra* note 133 at 20-21.

174) Sarra, *supra* note 133 at 19-20; Olusegun, *supra* note 133 at 426; Nocilla, *supra* note 133 at 198-201; Peihani, *supra* note 133 at 21.

(4) 許可基準が不明確であること

仮に RVO 一般の適法性を承認するとしても、許可基準の不明確性ゆえに、先行裁判例による許可は寛容に過ぎる傾向がある。特に、緊急を要し計画認可手続を経る時間がないことや、RVO により債権者が得る利益が清算価値を上回することはほとんどの事案で主張されるが、実際には証明がされていない¹⁷⁵⁾。有害または濫用的な取引を防ぐため、裁判所にはより厳重な監督が求められる¹⁷⁶⁾。さらには、予測可能性や透明性を確保するため、裁判所が RVO を許可できる根拠を明文で規定した上で、その際に考慮すべき要素も明示すべきである¹⁷⁷⁾。

5 小 括

RVO は制定法上の明文規定がない取引形態であるが、経済的苦境にある債務者が事業再生を図る手法として、CCAA 整理手続だけでなく、BIA 債務者提案やレシーバーシップにおいても、裁判所は許可権限を有すると解されている。

CCAA 整理手続において RVO が許可される件数は、2020 年から 2024 年の平均は年 14 件であるが、特に 2023 年は前年比 183% 増、さらに 2024 年は前年比 53% 増となっており、顕著な増加傾向が看取される¹⁷⁸⁾。RVO が広範な事例で許可されている現状につき、学説は批判的であるが、実務上は、計画外事業譲渡に並ぶ、迅速な事業再生手段として定着しつつある。

RVO の許可申請につき裁判所が考慮すべき要素について、判例は、計画外事業譲渡に関し CCAA36 条(3)が例示列挙する考慮要素を援用するが、Harte Gold 判決は、RVO については以下の点も念頭に置くべきとした。① 当該事案において RVO が必要な理由、② RVO が他の実行可能な代替的方法より好ましい経済的結果をもたらすか、③ RVO により、他の実行可能な

175) Sarra, *supra* note 133 at 11-12.

176) Nocilla, *supra* note 133 at 207.

177) Olusegun, *supra* note 133 at 426.

178) Peihani, *supra* note 133 at 4.

代替的方法よりも不利益を受ける利害関係人が存在するか、④債務者の事業に支払われる対価は、RVO により維持される免許や許認可（またはその他の無形資産）の重要性および価値を反映しているか。

VI おわりに

1 米国法および日本法における計画外事業譲渡との比較

(1) 手続的要件

再建型倒産処理手続が係属中の債務者が、再建計画によらずに事業譲渡を行う場合、裁判所の許可を必要とすることは、CCAA 整理手続、米国連邦倒産法第 11 章手続、わが国の民事再生手続に共通するが、細部には以下の差異が見られる。

① 利害関係人からの意見聴取

CCAA 整理手続においては、事業譲渡により影響を受ける担保権者に対する通知は必要的であるが (CCAA 36 条(2))、それ以外の債権者に対する通知や、債権者からの意見聴取は、どの程度行われたが許可の際に考慮要素の 1 つであるにとどまる (CCAA36 条(3)(d))。

この点は、米国連邦倒産法において、利害関係に対する通知と裁判所における審問が必要的であること (同 363 条(b)(1)) や、民事再生法において、再生債権者からの意見聴取および労働組合からの意見聴取が要件とされていること (民事再生法 42 条 2 項・3 項) に比べると、利害関係人特に一般債権者の意見表明の機会の保障は、僅かながら後退している。他方で CCAA 整理手続においては、労働者が有する未払賃金や未払年金拠出金について全額弁済可能であることが、計画外事業譲渡の許可要件の 1 つとされ (CCAA 36 条(7))、労働債権の実質的な保護が図られていることは注目に値する。

② 監督委員の意見

民事再生手続では、再生債務者が財産管理処分権を維持する事案のほぼ全件で監督委員が選任され、通常、事業譲渡は監督委員の同意を要す

る行為に指定される（民事再生法 54 条 1 項・2 項）。一方、CCAA 整理手続においては、監督委員が裁判所に提出した報告書において事業譲渡が清算価値を上回る旨の意見を述べているか否かは、許可の際の考慮要素の 1 つとされている（CCAA36 条(3)(c)）。これらに対し米国連邦倒産法においては、DIP である債務者を常時監督する機関は存在しない。

(2) 実体的要件

米国連邦倒産法では、裁判所が計画外事業譲渡を許可するための実体的要件は条文に規定がなく、判例法に委ねられている。リーディング・ケースである判例は、「正当な事業上の理由」の存在を要すると解しており¹⁷⁹⁾、同判例や後の判例¹⁸⁰⁾がその具体的な考慮要素を例示的に列挙している。これに対し、CCAA 整理手続では、CCAA36 条(3)が具体的考慮要素を例示列挙するが、判例が示した考慮要素も併せて用いられている（前記Ⅳ 2・3 参照）。

他方で、わが国の民事再生法では、「再生債務者の事業の再生のために必要であること」が要件とされている（民事再生法 42 条 1 項）。多数説¹⁸¹⁾によれば、この文言は事業譲渡の必要性（再生債務者の事業の再生のために必要であること）および相当性（譲受人決定のプロセスが公正であり、譲渡代金が相当な金額であること、およびその支払いが確実であること）を意味するが、事業譲渡許可に対する不服申立手続は存在しないため（後記(4)）、考慮要素をさらに具体化した判例は存在しない。

179) *In re Lionel Corp.*, 722 F.2d 1063 at 1071 (2nd Cir. 1983).

180) See e.g., *In re Industrial Valley Refrigeration & Air Conditioning Supplies, Inc.*, 77 B.R. 15 at 21 (Bankr. E.D. Pa. 1987); *In re General Motors Corp.*, 407 B.R. 463 at 490-492 (Bankr. S.D.N.Y. 2009).

181) 才口千晴＝伊藤眞監修『新版注釈民事再生法（上）』26 頁〔三森仁〕（金融財政事情研究会、2010 年）、園尾隆司＝小林秀之編『条解民事再生法』230 頁〔松下淳一〕（弘文堂、第 3 版、2013 年）など。

(3) 担保権等の負担の消除

CCAA 整理手続では、事業譲渡に際し、対象財産上の担保権等の負担を消除することができる場合について限定はないが、消除対象となる権利の権利者に対し、他の財産や処分対価に対する権利による補償を命じなければならない (CCAA36 条(6))。

これに対し、米国連邦倒産法 363 条(b)により計画外事業譲渡を行うに際し、対象財産上に存在する担保権等を消除するには、同条(f)が列挙する要件の一つを充足することを要する。また、消除対象となる権利の権利者の申出により、裁判所は当該権利に対する適切な保護の提供を命じなければならない (同条(e))。363 条(f)が規定する要件の解釈については争いがあるが、倒産において典型的な、被担保債権額が担保目的物の経済的価値を上回る事案 (わが国でいうオーバー・ローン) は、363 条(f) (3)または(5)の少なくともどちらかを充足すると解する裁判例が多数を占める¹⁸²⁾。また、「適切な保護」の典型的方法の 1 つは、対象の権利と「明白に同等のもの」を提供することと規定されている (米国連邦倒産法 361 条)。そうすると、適用場面や、消滅する担保権等に対する補償の内容につき、米国法とカナダ法の間に、実際には大きな差異はないと見られる。

他方で、わが国の倒産法には担保権消滅許可制度が存在するが、破産法、民事再生法、会社更生法それぞれにおいて趣旨や要件等は異なっている。会社更生法では「更生会社の事業の再生のために必要であると認めるとき」を要件とし (会社更生法 104 条 1 項)、民事再生法では「当該財産が再生債務者の事業の継続に欠くことのできないものである」ことを要件とするが (民事再生法 148 条 1 項)、担保権の目的物が計画外事業譲渡の対象財産であり、事業継続に必要なまたは不可欠である場合は、いずれの要件も充足すると解されている¹⁸³⁾。

182) 詳細につき、拙稿「アメリカ合衆国連邦倒産法 363 条(f)による売却対象財産上の担保権の消除 (free and clear) (2・完)」慶應法学 50 号 134-136 頁 (2023 年)。

(4) 不服申立手続

わが国の民事再生手続では、事業譲渡に関する決定に対する不服申立手続は存在しない。

これに対し、米国連邦倒産法¹⁸⁴⁾では、裁判所による事業譲渡許可決定につき不服を有する利害関係人は、上訴により争うことができるが、事業譲渡につき執行停止がされていない場合は、上訴審で許可の取消や修正がされても、誠実な譲受人に対する事業譲渡の有効性は影響を受けない（米国連邦倒産法 363 条(m)）。また、CCAA 整理手続における事業譲渡許可決定に対しても上訴は可能であるが、上訴審裁判所の許可を要する（CCAA13 条）。上訴が許可されるには、争点の重要性や正当な理由等、判例法上の要件の充足を要するため（Nemaska Lithium 上訴不許可決定参照）、原審の判断が基本的に尊重され、上訴が許可され原決定の取消しに至ることは少ない。

2 日本法における RVO の可能性

(1) 計画外事業譲渡との比較

わが国の民事再生手続において、再生債務者は前記 1 (1)の手続により計画外事業譲渡を行うことが可能である。事業譲渡が実行されると、事業は譲受人の下で継続されるのに対し、再生債権すなわち再生手続開始前に生じた債務は再生債務者の下にとどまり、通常、再生債務者に支払われる事業譲渡の対価を原資として一括弁済がされる。

これに対し RVO は、収益性のある事業を再生債務者に維持しつつ、不要な資産や負債のみを別会社に移転するというものであり、「再生債務者の営

183) 会社更生法につき、伊藤眞ほか編『新会社更生法の基本構造と平成 16 年改正』98 頁〔田原睦夫発言〕（有斐閣、2005 年）、伊藤眞『会社更生法・特別清算法』565 頁（有斐閣、2020 年）。民事再生法につき、田原睦夫「担保権消滅請求制度の機能と課題」民事手続法と商事法務 130 頁（2007 年）、鹿子木康編著『民事再生の手引』（商事法務、第 2 版、2017 年）、伊藤眞『破産法・民事再生法』1067 頁（有斐閣、第 6 版、2025 年）。

184) 28 U.S.C.158(a).

業又は事業の全部又は重要な一部の譲渡」(民再 42 条 1 項 1 号)には文理上該当しない。より仔細に見ると、RVO は、①継続する事業に不要な財産や債務を、債務者とは別の法主体に移転すること、②対価は、形式としては債務者の株式につき支払われ、実際には担保権者の被担保債権に優先的に充当されることが事業譲渡とは異なる。①については、事業譲渡を「逆」にしたに過ぎないとも言えるが、②は形式上も実体上も単なる「逆」とは言い難い。よって、RVO につき、民事再生法 42 条を類推適用可能な基礎は存在しないと解される。

加えて、債務を別の法主体に移転することは、免責の債務引受に該当し、債権者と引受人の契約、または債務者と引受人の契約を債権者が承諾することを要する(民法 472 条)。このことは債務者に民事再生手続が開始されても変わりはない。CCAA においては、売却対象財産上の負担の消除の規定(36 条(6))や、内在的権限(11 条参照)を根拠とする、倒産裁判所による実体的法律関係の変更が許容されているのに対し、わが国の倒産裁判所は実体法の規律を明文の根拠なく変更する権限を有するとは解されていない。この点からも RVO を行うことは困難である。

なお、会社更生手続においても、計画外事業譲渡に関する規定(会社更生法 46 条)の適用や類推適用は、民事再生と同様に困難である。また、債務者の株式を担保権者やスポンサーに取得させることは、更生計画や、計画外でのデット・エクイティ・スワップにより可能であるが、不要な財産や債務を別の法主体に移転することは、民事再生手続と同様に法的根拠を欠くため困難という帰結になる。

(2) 会社分割との比較

平常時における株式会社の組織再編の手法の一つに、会社分割がある。会社がその事業に関して有する権利義務の全部又は一部を、分割後他の会社に承継させることを吸収分割といい(会社法 2 条 29 号)、分割により設立する会社に承継することを新設分割という(同条 30 号)。

会社分割により RVO を行う方法として、分割株式会社に収益性ある事業

を残し、吸収分割承継会社または新設分割設立会社に不要な財産や債務を承継させた上で、分割株式会社の株式を担保権者等のスポンサーに譲渡する方法が考えられる。しかし、会社分割後、分割株式会社に対して債務の履行を請求することができない債権者は、会社分割につき異議を述べることができる（会社法 789 条 1 項 2 号、810 条 1 項 2 号）ことから、債権者の異議により頓挫する可能性が高い。

また、別の方法として、収益性ある事業を承継会社に移転し、その余の財産および債務を分割会社に留める方法が考えられるが、これはかねてより議論がある濫用的会社分割に該当し、判例は詐害行為取消権の対象となることを認めていることから¹⁸⁵⁾、事後的に効力が否定される可能性が高い。

(3) 小 括

米国連邦倒産法は、売却等の処分をする債務者財産上の担保権等の負担の消除の規定（365 条(f)）や、管財人や DIP が未履行契約につき、引受けや拒絶だけでなく、第三者への譲渡も可能とする規定（365 条(f)）を有し、わが国に比べると実体関係を変更できる範囲は広いことに加え、第 11 章手続にはクラムダウンの制度がある。しかし、RVO は 363 条や第 11 章手続の基本的枠組みからは逸脱しており、法改正により明文の根拠を設けない限りできないとする旨の指摘が、米国の実務家によりなされている¹⁸⁶⁾。また、CCAA 整理手続で行われた RVO につき、米国連邦倒産法第 15 章による承認の可否が問題となった事案で、債務者会社による株式発行は 363 条の財産処分には該当しないこと、カナダ会社の株式は米国内の財産には該当しないこと等を理由に、承認を拒絶した裁判例がある¹⁸⁷⁾。

結局のところ、カナダ法において RVO を可能にしているのは、倒産事件を主宰する裁判所が有する、実体的法律関係の変更を含む広範な裁量的権限

185) 最判平成 24 年 10 月 12 日民集 66 卷 10 号 3311 頁。

186) Caitlin McIntyre & Olya Antle, “Potential or Problem? The Prospect of Reverse Vesting Under Chapter 11”, ABI Journal, August 2025, online: <<https://www.cooley.com/-/media/cooley/pdf/international-section-08-25-mcintyre-antle.pdf>>.

であるが、わが国の倒産裁判所にはそのような権限は認められていない。RVO は発祥国のカナダでも研究者からの理論的批判が根強く、少なくとも現状のわが国において、立法論としても現実的ではないように思われる。

187) *In re Goli Nutrition Inc*, Case No 24-10438 (JTD) (Bankr D Del, 23 May 2024) (bench ruling on Chapter 15 recognition and § 363 issues), online: <www.govinfo.gov/content/pkg/USCOURTS-deb-1_24-bk-10438/pdf/USCOURTS-deb-1_24-bk-10438-0.pdf>.