

M&A ニューズレター

2020年
4月8日号

新型コロナウイルス感染症(COVID-19)を踏まえた M&A 実務における留意点(I)

執筆者:大井 悠紀、根本 剛史

※本ニュースレターは 2020 年 4 月 7 日までに入手した情報に基づいて執筆しております。

1. はじめに

新型コロナウイルス感染症(COVID-19/Coronavirus)により、世界的に企業の事業遂行に甚大な影響が出ており、また、その影響がどれだけ拡大し、いつまで続くのかを見通すのは難しい状況です。4 月 7 日に 7 都道府県を対象に緊急事態宣言が発令され、外出自粛や営業休止の要請等により企業の事業遂行に更なる影響が及ぶことが想定されますが、新型コロナウイルス感染症の影響は、我が国の M&A 実務にも随所に及びつつあります。

既に契約を締結済でクロージング実施未了の M&A 取引については、契約締結時に想定していなかった事態が発生しており、契約当事者の予想を超えて対象会社の財務状態や業績が悪化している場合も多いため、クロージング実施に向けてどのような対応をすべきか検討が必要です。新型コロナウイルス感染症の影響を理由に、M&A 取引を中止したり延期する事例も実際に出始めています。たとえば、海外では、新型コロナウイルス感染症による世界経済および金融市場の混乱や当局の審査の遅延等を理由に、ファイザーが 3 月 26 日にマイランとの事業統合の延期を公表し、また、ゼロックスが 3 月 31 日に HP に対する買収の撤回を公表しました。国内でも同様に神戸製鋼所が 3 月 31 日に子会社株式の譲渡の延期を公表し、古河電気工業も同日に子会社株式の譲渡の延期を公表しました。

これから契約を締結しようとしている M&A 取引については、新型コロナウイルス感染症のリスクをどのように配分するかについて売主・買主間で合意ができなければ、そもそも契約締結に至ることは難しいと考えられます。買主としては、通常時であれば、必要なデューディリジェンスを実施しリスクを把握した上で、そのリスクを売主との間で適正に配分するべく交渉することになります。もっとも、リモートワーク等によりデューディリジェンスの実施に制約が生じていることや、新型コロナウイルス感染症による影響が日々拡大している中で、対象会社の事業にどの程度の影響が生じるか、その影響がいつまで継続するかを合理的に予測することは難しく、売主・買主間でリスク配分について適正に合意することは容易ではない状況であると考えられます。

本ニュースレターは法的助言を目的とするものではなく、個別の案件については当該案件の個別の状況に応じ、日本法または現地法弁護士の適切な助言を求めて頂く必要があります。また、本稿に記載の見解は執筆担当者の個人的見解であり、当事務所または当事務所のクライアントの見解ではありません。

本ニュースレターに関する一般的なお問い合わせは、下記までご連絡ください。

西村あさひ法律事務所 広報室 (Tel: 03-6250-6201 E-mail: newsletter@jurists.co.jp)

M&A 取引の全般的な傾向としては、財務的な危機に陥る企業が増え、ディストレス型の M&A 取引が増加すると思われます。また、このような状況下で資本リスクを可及的に回避するために、100%買収ではなく部分買収したり、パートナーシップや業務提携等の資本を保有しない形での取引を模索する等、M&A 取引の態様についても通常時と異なる検討が必要になる場合もあると思われます。

以下では、新型コロナウイルス感染症の影響を踏まえた、我が国の M&A 取引における主な留意点について説明します。

2. MAC 条項

(1) MAC 条項の概要

M&A 取引契約において、対象会社の事業等に重大な悪影響(Material Adverse Effect ないし Material Adverse Change)を及ぼす事由(以下「MAC 事由」といいます。)¹が発生した場合に、買主が取引から離脱する権利を定めた条項(以下「MAC 条項」といいます。)が規定される例が少なくありません。MAC 条項は、(i)契約締結日以降に MAC 事由が発生していないことを取引実行義務の前提条件とする、(ii)最新の財務諸表の作成基準日後に MAC 事由が発生していないことを表明保証条項とした上で、当該表明保証が真実かつ正確であることを取引実行義務の前提条件とする、(iii)MAC 事由の発生を契約の解除事由とするといった形で M&A 取引契約に規定されることがあります。MAC 条項は、契約締結時からクロージングまでの間に予想外の事態が生じて対象会社の価値が減少するリスクを売主・買主間で配分する機能を有します。

具体的には、「対象会社の事業、資産、負債、財産状態、経営成績、キャッシュフローまたは将来の収益計画に重大な悪影響を及ぼすまたは合理的に及ぼし得る事由が発生していないこと」といった抽象的な規定を定めることも多くみられます²。

その上で、MAC 条項の除外事由として、たとえば、政治的・経済的・財務的な市場環境の一般的变化、業界全体の変化、法律または会計基準の変更、戦争またはテロの勃発、当該取引の公表による変化等を規定することが多くみられます。

さらに、これらの除外事由の例外(すなわち、除外されずに MAC 事由に該当することとなるもの)として、対象会社の属する業界の水準や金融市場の変動に比して対象会社に不均衡に影響を与える(disproportionately affect)ものを除く(すなわち、当該事象に起因して対象会社が業界水準や金融市場の変動に比して特に大きな悪影響を受けた場合には MAC 事由に該当する)という規定が定められることもあります。

(2) 既に契約を締結済でクロージング実施未了の M&A 取引における検討事項

既に契約が締結されておりクロージング実施未了の状況にある M&A 取引においては、新型コロナウイルス感染症による影響により、MAC 条項に該当するか否かを慎重に検討する必要もあると考えられます。

(a) MAC 条項に関する裁判例

MAC 条項に関する議論が進んでいる米国では、2018 年 12 月 7 日にデラウェア州最高裁が M&A 取引における MAC 条項の該当性を初めて認めたものの³、一般的に、裁判実務において MAC 条項の行使について厳しい判断がなされています。

日本では、東京地判平成 22 年 3 月 8 日(判例時報 2089 号 143 頁)は、非公開会社の発行済株式の全てを譲渡する契約に、「平成 19 年 9 月 30 日以後、対象会社の財政状態に悪影響を及ぼす重要な事実が生じていないこと」という表明保証条項(MAC 条項)が規定されていた事案において、表明保証条項に違反しない判断として MAC 条項の該当性を否定し、クロージング後の契

¹ 本項では MAE と MAC とを厳密に区別せずに、「MAC」と記載します。

² このうち、「将来の収益計画」といった将来予測を含めるかや「合理的に及ぼし得る」というような概念の拡大部分を規定するか否かについては、交渉になることが少なくありません。

³ Akorn, Inc. v. Fresenius Kabi AG, C.A. No. 2018-0300-JTL, 2018 WL 427137 (Del. 2018)。

約解除の主張を認めませんでした。具体的には、(i)対象会社の平成20年9月期の営業利益が、譲渡対価算定の基礎とされた事業計画よりも大幅に下回った点について、①平成20年9月期の営業利益は平成19年9月期の営業利益と比較して減少していないこと、②事業計画における平成20年9月期の営業利益の数値はあくまで予測ないし計画にすぎないものであることを理由として、表明保証条項に違反しないと判断し、また、(ii)対象会社が所有する土地の価格の下落について、「社会的な不動産市況の下落のような、対象会社…の資産に固定に生じるものではない一般的普遍的な事象」についてはMAC事由の対象外であると判断しました。

(b) MAC条項の該当性

MAC条項に該当するか否かについては、契約書に定められた具体的な文言を踏まえたケースバイケースの判断になりますが、新型コロナウイルス感染症により、対象会社の財務状態、経営状態にどのような悪影響が及んでいるか、また、今後及び見込みであるかを慎重に検討する必要があります。MAC条項が「将来の収益計画」といった将来予測も対象にしている場合には、よりMAC事由に該当すると判断され易くなるのではないかと考えられます。

MAC条項の除外事由の該当性については、たとえば、「伝染病、感染症、疫病または流行病の発生」といった事項を除外事由として明記していた場合には、これらに該当する(したがって、MAC条項に該当しない)と判断される可能性が高まると考えられますが、新型コロナウイルス感染症の問題が発生する前に、そのような除外事由を明記していた事例は少ないと考えられます⁴。また、このような除外事由として規定していない場合でも、経済的な状況の変化、業界全体の状況の変化、金融市場の悪化等を除外事由として規定しているときには、これらに該当すると判断される可能性もあると考えられます⁵。前掲・東京地判平成22年3月8日が、契約上にMAC条項の除外事由が明示的に定められていない事案において、社会的な不動産市況の下落のような一般的普遍的な事象はMAC条項の対象外であると判断したことを踏まえると、MAC条項の除外事由が明示的に定められていない場合であっても、新型コロナウイルス感染症による影響は対象会社に固有に生じるものではない一般的普遍的な事象であり、売主がリスクを負うべきものではないとして、MAC条項に該当しないと判断されることも考えられます。

新型コロナウイルス感染症による影響で、契約締結時よりも対象会社の価値が大きく低下している場合等に、買主は、MAC条項の適用による取引からの離脱を示唆して、譲渡価格の再交渉を売主に対して求めることが考えられます。売主としても、MAC条項が適用される可能性が完全に否定できない場合には、買主が取引から離脱することを回避するために、事実上、譲渡価格の再交渉に応じざるを得ない状況も生じます。

(3) 今後契約を締結するM&A取引における検討事項

売主の立場からすると、新型コロナウイルス感染症による影響は売主が対処できる性質のリスクではなく、それを理由としたM&A取引契約からの離脱の権利を買主に与えるべきではないとして、新型コロナウイルス感染症を含む伝染病、感染症等をMAC条項の除外事由として規定することを求めることが考えられます⁶。米国では、新型コロナウイルス感染症の問題が表面化

⁴ 日本よりもMAC条項の除外事由を詳細に規定することが多い米国でも、2003年から2018年間のMAC条項を含む1128件の契約において、伝染病(pandemic)またはそれに類する除外事由を定めていた事例は、8.3%のみとのことです(Matthew Jennejohn=Julian Nyarko=Eric Talley「Coronavirus Is Becoming a “Majeure” Headache for Pending Corporate Deals」THE CLS BLUE SKY BLOG(2020年3月19日))。

⁵ 2018年および2019年第一四半期に米国で公開会社(public companies)が非公開会社(private targets)を買収した151案件において、97%がMAC条項の除外事由を規定しており、そのうち、経済的な状況の変化(economic conditions)は98%、業界全体の状況の変化(industry conditions)は86%、金融市場の悪化(financial market downturn)は84%の事案で除外事由として明記されていたとのことです(American Bar Association Business Law Section「PRIVATE TARGET M&A DEAL POINTS STUDY(INCLUDING TRANSACTIONS FROM 2018 AND Q1 2019)」30頁)。

⁶ MAC条項の該当性の判断を明確にするために、そもそも何をもって「重大な悪影響」であるとするのかを金額基準等の客観的な指標をもって規定することも考えられます。もっとも、MAC事由に該当し得る事象も、それにより生じ得る影響も様々ですし、また、限られた時間の中で契約交渉を行わなければならない事案が多いことも踏まえると、「重大な悪影響」に関する金額基準等の客観的な指標を契約当事者間で合意することは実務上容易ではありません。米国でも、前掲脚注5の151案件のうち、「重大な悪影響」(material adverse effect)の該当性について金額基準を定めていたのは2%のみとのことです(前掲・PRIVATE TARGET M&A DEAL POINTS STUDY 28頁)。

して以降、MAC 条項の除外事由として、伝染病(pandemic)、epidemic(流行病)等を明記する事例が急増しており⁷、さらに、新型コロナウイルス感染症自体を除外事由として明記している事例も出てきています⁸。

他方で、買主の立場としては、現時点では予測しきれない新型コロナウイルス感染症がクロージングまでの間に対象会社に及ぼす悪影響のリスクを重大な場合には回避するとの観点からも、MAC 条項をなるべく広く規定することを求めることが考えられます。具体的には、(i)MAC 条項によって広くリスクをカバーできるように、「将来の収益計画」といった将来予測や「重大な悪影響を合理的に及ぼし得る事由」といった概念の拡大部分を MAC 事由に規定する⁹、(ii)MAC 条項の除外事由をできる限り限定する、(iii)MAC 条項の除外事由の例外として、対象会社の属する業界の水準や金融市場の変動に比して対象会社に不均衡に影響を与える場合には MAC 条項に該当する旨を規定することが考えられます¹⁰。

もともと、これから契約を締結しようとする M&A 取引においては、新型コロナウイルス感染症により対象会社に悪影響が生じる可能性があること自体は既に売主・買主の双方とも把握している場合が多いと考えられます。また、MAC 条項に関する裁判例が少なく、仮に裁判になった場合の予測可能性が乏しいことも踏まえると、新型コロナウイルス感染症のリスクを売主・買主間でどのように配分するかについては、可能な限り具体的に合意しておくのが望ましいと考えられます。具体的には、新型コロナウイルス感染症のリスクの契約上の取扱いを抽象的な MAC 条項のみに委ねるだけではなく、客観的基準を定めた取引実行義務の前提条件を別途規定する、表明保証の内容についてもより具体的に懸念される事象に即したものを規定する、価格調整条項に一定の客観的基準を盛り込むといった対応が考えられます¹¹。たとえば、(a)特定の重要な顧客に対する売上高が●%以上減少していないこと、(b)特定の重要なサービスの利用者が●%以上減少していないこと等を取引実行義務の前提条件として規定することも考えられます。また、新型コロナウイルス感染症により対象会社に具体的に生じることが懸念される事象が契約書締結時点およびクロージング時点で生じていないことといった表明保証条項であったり、売主・買主の現時点での予測を大幅に超えて悪影響が出た場合には予め合意した一定の計算式に従い売買価格を調整するといった条項を設けることも考えられます。

なお、裁判例上、MAC 条項の適用が認められにくいことを踏まえると、買主としては、リバース・ブレイクアップ・フィー条項を規定して、クロージングまでの間に対象会社の事業に予測を超えるような事態が発生した場合に、リバース・ブレイクアップ・フィーを支払ってでも取引から離脱できる権利をいわば保険として確保しておくことも検討に値すると考えられます¹²。

3. 企業結合審査(統合クリアランスの取得)

各国競争当局における企業結合審査の実務でも、特に海外当局で新型コロナウイルス感染症の影響が出ています。

⁷ 2020年2月1日から3月20日までの100万米ドル以上のM&A取引16件中12件において、伝染病(pandemic)、流行病(epidemic)等がMAC条項の除外事由として規定されているとのことです(CRAVATH, SWAINE & MOORE LLP「COVID-19: Impact on M&A and Shareholder Activism」6頁)。

⁸ 2020年2月20日に公表されたMorgan StanleyとE Tradeとの契約では、「epidemic, pandemic of disease outbreak (including COVID-19 virus)」が、同年3月9日に公表されたAonとWills Towers Watsonとの契約では、「global health conditions (including any epidemic, pandemic, or disease outbreak (including COVID-19 virus))」が、それぞれMAC条項の除外事由として規定されています。

⁹ 米国では、前掲脚注5の151案件のうち、「将来の収益計画」を規定していたのは10%、「重大な悪影響を合理的に及ぼし得る事由」を規定していたのは97%とのことです(前掲・PRIVATE TARGET M&A DEAL POINTS STUDY 24頁~25頁)。

¹⁰ 米国では、前掲脚注5の151案件のうち93%が、除外事由の例外として、対象会社に不均衡に影響を与える場合にはMAC条項に該当する旨を規定していたとのことです(前掲・PRIVATE TARGET M&A DEAL POINTS STUDY 31頁)。

¹¹ 米国の裁判例ではありますが、In re IBP, Inc. Shareholders Litigation, 789 A.2d. 14 (Del. Ch. 2001)は、MAC条項の適用範囲は買主が認識していない事実によるものに限定される旨を判示しています。日本の裁判所でも同様の判断がなされる可能性があることを踏まえると、新型コロナウイルス感染症という基礎となる事実を契約締結時に認識している以上、新型コロナウイルス感染症のリスクに関して、客観的基準を定めた取引実行義務の前提条件を別途規定する等の対応が望ましいと考えられます。

¹² 米国では、2007年から2008年の金融危機の際に裁判所がMAC条項の適用を認めなかったことを受けて、その後、リバース・ブレイクアップ・フィー条項を規定することが増えたとの指摘がなされています(Afra Afsharipour, Transforming the Allocation of Deal Risk Through Reverse Termination Fees, 63 VANDERBILT LAW REVIEW 1161, 1190-93, 1199-1206 (2010))。

米国では、DOJ(Department of Justice)およびFTC(Federal Trade Commission)が、新型コロナウイルス感染症の影響で審査の早期終了制度(early termination of the HSR Act's waiting periods)の運用を一時期停止していましたが、3月30日から同制度の運用を再開しました¹³。もっとも、平時に比べて早期終了制度の適用は限定的になると公表されており、また、現時点ではスタッフがリモートワークで対応していることから、通常よりも審査に時間がかかることが予測されます。

EUでは、EC(European Commission)は、リモートワークでの対応であること、新型コロナウイルス感染症の影響で関係者(顧客、競争事業者、取引先等)からの情報取得(market feedback)が困難であること等の状況から、届出(merger notifications)の提出を可能な限り遅らせることを推奨しています¹⁴。

上記のとおり、米国およびEUでは、通常より時間がかかっているものの企業結合審査の手続が行われていますが、企業結合審査に甚大な影響が生じている法域も存在します。たとえば、インドでは、インド全土でのロックダウンに伴い、CCI(Competition Commission of India)は、4月14日までは届出や事前相談を原則として停止する等の対応をとっており、大幅にスケールダウンした運用がなされています¹⁵。

これに対して、日本の公正取引委員会による企業結合審査については、現時点では手続・運用の変更について特段の公表はなされていません。もっとも、新型コロナウイルス感染症による今後の事態の悪化によっては、海外諸国と同様に手続・運用の変更がなされる可能性が否定できないことから、事前に公正取引委員会と連携を取って最新の状況を確認しながら対応を進めることが肝要です。

4. Long Stop Date

M&A取引契約では、クロー징が一定の期限(Long Stop Date)までに実施されない場合を、契約の解除事由として規定するケースが多くみられます。通常、各国競争法上の企業結合審査のクリアランス取得等に要する期間を合理的に見込んでLong Stop Dateを設定することになりますが、上記3.のとおり、現時点では企業結合審査の遅延等が生じています。また、今後の状況によっては、当局のオフィス閉鎖等によりその他の許認可の取得が遅れたり、Change of Control条項がある契約の相手方の同意取得が遅れる等の事態が生じる可能性もあります。そのため、新型コロナウイルス感染症による影響を踏まえて、既に契約を締結済のM&A取引のLong Stop Dateを延長する必要があるかを検討する必要もあり得ます¹⁶。

また、今後締結するM&A取引契約については、競争当局のクリアランスの取得に従来よりも長期間を要する可能性が高いことを前提に、ある程度余裕をもったLong Stop Dateの設定を検討することとなると考えられます。

以上

¹³ https://www.ftc.gov/news-events/blogs/competition-matters/2020/03/resuming-early-termination-hsr-reviews?utm_source=govdelivery

¹⁴ https://ec.europa.eu/competition/mergers/information_en.html

¹⁵ https://www.cci.gov.in/sites/default/files/whats_newdocument/scan1.pdf
https://www.cci.gov.in/sites/default/files/whats_newdocument/30thcircular.pdf

¹⁶ Long Stop Date自体の延長ではないものの、ファイザーとマイランとの事業統合では、3月26日に新型コロナウイルス感染症の影響による当局の審査手続の遅延を理由に取引実行の延期を公表しました。



おおい ゆうき
大井 悠紀

西村あさひ法律事務所 パートナー弁護士
y_oi@jurists.co.jp

2002年弁護士登録。2008年コロンビア大学ロースクール卒業(LL.M.)、2010年ノースウエスタン大学ケロッグ経営大学院卒業(MBA)。2012-2013年東京大学法学部、2014年-東京大学法科大学院非常勤講師。
クロスボーダー・国内を問わず様々なM&A案件を主に担当。コーポレートガバナンスその他の企業法務、国際カルテル対応等の危機管理案件、訴訟案件等も担当。



ねもと たけし
根本 剛史

西村あさひ法律事務所 パートナー弁護士
t_nemoto@jurists.co.jp

2005年弁護士登録。2014年 University of Virginia School of Law 卒業(LL.M.)、2014-2015年 Debevoise & Plimpton LLP (New York)勤務。2016-2017年一橋大学大学院国際企業戦略研究科非常勤講師、2020年一橋大学法科大学院非常勤講師。Outstanding Ally: Chambers D&I Awards Asia-Pacific 2020 受賞。
M&Aを中心に、コーポレート分野全般を手掛けている。特に、経営統合案件や創業家株主のいる会社の諸問題に精通している。その他にも、コーポレートガバナンス体制の構築、株主総会対応、知的財産法、企業間紛争等に携わっている。

当事務所は、M&A分野における日本のリーディングファームとして、多様な業種の事業会社および投資ファンド等による、様々な手法を用いた企業買収、グループ内事業再編、事業再生型M&A、ゴーイング・プライベート、MBO、その他あらゆる種類のM&A案件を取り扱っております。また、クロス・ボーダー案件についても、アウトバウンド・インバウンド案件双方について、欧米に限らず、近年増加しているアジア諸国のM&A案件を含め、多数の案件に関与しております。当事務所は、M&A分野に関する最先端の知識ならびに豊富な経験およびノウハウに基づき、また、必要に応じて、他の分野および実務の動向に精通した当事務所の多数の弁護士・外国法事務弁護士等と協働することにより、迅速かつ確かなリーガルサービスを提供しております。

本ニュースレターは、クライアントの皆様のニーズに即応すべく、M&A分野に関する最新の情報を発信することを目的として発行しているものです。西村あさひ法律事務所では、他にもアジア・中国・ビジネス・金融・事業再生等のテーマで弁護士等が時宜に合ったトピックを解説したニュースレターを執筆し、随時発行しております。バックナンバーは<<https://www.jurists.co.jp/ja/newsletters>>に掲載しておりますので、併せてご覧ください。