

「日比谷中田 M&A ニュースレター Vol. 14 (2020年8月号)」をお送りします。

---- 目次 ----

1. お知らせ
2. 当事務所の最近の関与案件
3. 最新トピック「COVID-19 Pandemic 下における海外 M&A の契約実務 (文責 寺田知洋)」

1. お知らせ

■ 当事務所の弁護士によるセミナー情報をご案内します。

- ◆ テーマ：「海外 M&A・JV の競争法対応の実務～情報交換、競争法届出、ガン・ジャンピング、競業避止義務～」
 - 主催：金融財務研究会
 - 講師：井上俊介 弁護士
 - 日時：2020年8月28日（金）午後1時00分～午後4時00分
*本セミナーはオンライン会議システム「Zoom」で開催します
https://www.kinyu.co.jp/seminar_detail/?sc=k201601

- ◆ テーマ：「表明保証保険の最新実務－海外 M&A での発展と国内 M&A への利用開始－」
 - 主催：日比谷中田法律事務所
 - 講師：中田順夫 弁護士、関口尊成 弁護士
 - 日時：2020年9月1日（火）午後2時00分～午後3時15分
*本セミナーはオンライン会議システム「Zoom」で開催します
ご参加を希望される場合には、
https://zoom.us/webinar/register/WN_u1e15KmeShWA1vc3x9PJzA
までお申し込みください。
お申し込みいただきました参加者には後日 Zoom の招待 URL をお送りいたします。
なお、お申込み多数の場合には、抽選等により主催者にて参加受付者を決定しますので、ご理解いただけますと幸いです。

- ◆ テーマ：「コロナ時代に対応した「M&A 契約」入門～株式譲渡契約の読み方と修正テクニック～」
 - 主催：企業研究会
 - 講師：井上俊介 弁護士
 - 日時：2020年9月17日（木）午後1時30分～午後4時30分
 - 会場：企業研究会 セミナールーム
(東京都千代田区麹町 5-7-2 MFPR 麹町ビル 2 階)
<https://form.bri.or.jp/public/seminar/view/5635>

- ◆ テーマ：「事業会社による国内・海外でのベンチャー出資の実務～コロナ禍による影響も念頭に解説～」
 - 主催：企業研究会
 - 講師：関口尊成 弁護士
 - 日時：2020年9月18日（金）午後2時00分～午後5時00分
 - 会場：企業研究会 セミナールーム
(東京都千代田区麹町 5-7-2 MFPR 麹町ビル 2 階)
<https://form.bri.or.jp/public/seminar/view/5667>

- ◆ テーマ：「ドイツ上場会社 MOBOTIX 社買収の経験 —①案件中に遭遇した問題・課題とその対応策、②クロージング後に遭遇した問題・課題とその対応策と③新技術・新ビジネス獲得型の海外 M&A を成功に導く秘訣について」*日本取締役協会の会員企業のみ参加申込可能
 - 主催：日本取締役協会
 - スピーカー：コニカミノルタ株式会社 常務執行役員 市村雄二 氏
コーディネーター：中田順夫 弁護士
 - 日時：2020 年 10 月 2 日（金）午後 3 時 00 分～午後 4 時 30 分
 - 会場：日本取締役協会ボードルーム
（東京都港区浜松町 2-4-1 世界貿易センタービル 6 階 JR 浜松町駅直結）
もしくは webinar 開催

- ◆ テーマ：「海外企業買収後の PMI (Post Merger Integration) の実務、工夫とノウハウ、経営者としての注意点」*日本取締役協会の会員企業のみ参加申込可能
 - 主催：日本取締役協会
 - スピーカー：フロンティア・マネジメント株式会社 ファイナンシャル・アドバイザー
第 1 部 Pre & Post M&A 戦略グループリーダー／シニア・ディレクター 山内俊毅 氏
コーディネーター：中田順夫 弁護士
企画担当：水落一隆 弁護士
 - 日時：2020 年 11 月 5 日（木）午後 3 時 00 分～午後 4 時 30 分
 - 会場：日本取締役協会ボードルーム
（東京都港区浜松町 2-4-1 世界貿易センタービル 6 階 JR 浜松町駅直結）
もしくは webinar 開催

2. 当事務所の最近の関与案件

- トヨタファイナンシャルサービス株式会社による三井物産株式会社とのブラジルにおける KINTO Brasil Serviços de Mobilidade Ltda.の設立について、井上俊介弁護士がトヨタファイナンシャルサービス株式会社のカウンセラーを務めました。
<https://www.tfsc.jp/news/2020/200703.pdf>
- トヨタファイナンシャルサービス株式会社によるオンライン決済プラットフォーム Omise ペイメントなどを運営する Synqa Pte. Ltd.に対する出資について、井上俊介、太田香の各弁護士がトヨタファイナンシャルサービス株式会社のカウンセラーを務めました。
<https://www.synqa.co/synqa-parent-company-of-omise-and-omg-network-raises-80-million-in-series-c-funding-led-by-scb-10x-and-sparx-group/>

現在継続中の M&A/JV 案件として、アメリカ 1 件、ドイツ 2 件、イタリア 1 件、トルコ 2 件、イスラエル 1 件、中国 1 件、インドネシア 1 件、シンガポール 3 件、ベトナム 1 件、コロンビア 1 件、グローバル 2 件、国内 7 件など、多数進行中です。

3. 最新トピック「COVID-19 Pandemic 下における海外 M&A の契約実務（文責 寺田知洋）」

1. はじめに

2020 年も下半期に入りましたが、依然として世界中で COVID-19 に起因する経済への深刻な影響が続いています。M&A 市場も例外ではなく、新規案件数は減少傾向にあります。その中であって、海外子会社の売却の要請や、業績が落ち込み割安となっている海外企業を買収する意欲のある日本企業も見受けられ、それらの日本企業は、COVID-19 影響下で M&A の契約交渉に臨まれることとなります。今回は、COVID-19 の影響を受けやすい契約条項の典型例である MAC/MAE 及び Interim Operations について、売主側及び買主側からのマークアップ例を記載するとともにその趣旨を解説し、最後に、COVID-19 下での表明保証保険の最新動向をお伝えします。以下は米国の議論が中心になりますが、これらのマーク

アップの背景にある考え方を理解しておくことは、日本国内の M&A の契約交渉においても武器になると考えております。

なお、以下の修正案について、マークアップ形式のものは当事務所の HP からご覧頂けます。

2. MAC/MAE

(1) 概要

一般に、MAC/MAE 条項は、クロージングの前提条件の一つとして記載され、非公開会社の株式譲渡では、大要「M&A 契約のサイニングからクロージングまでの間に、対象会社の資産、事業、財務状態、収益の見通し等への重大な悪影響が発生していないこと」といった文言が用いられます。買主側からすれば、クロージング時点での対象会社の事業価値がサイニング時のそれからかけ離れてしまうと、買収対価に見合った価値の対象会社株式を取得できなくなることから、それを防止する意味があります。「重大な悪影響」に相当する英語 (Material Adverse Effect (Change)) にちなんで、本条項が MAC/MAE 条項と呼ばれるわけです。買主側は、より広範な事象を捕捉する文言を用いることを好み、売主側はそれを制限しようとしします。

(2) 買主側の提案

MAC の定義の買主側ドラフトの一例は、以下の通りです。

“Material Adverse Change” means any event, change, development, or occurrence that, individually or together with any other event, change, development, or occurrence, is or could reasonably be expected to be materially adverse to (a) the Seller and the Target (taken as a whole), or their conditions (financial or otherwise), assets, results of operations, or prospects; or (b) the Seller’s ability to consummate and perform the Transactions.¹

(3) 売主側による修正案 これに対して、売主側のマークアップの一例は、以下の通りです。

“Material Adverse Change” means any event, change, development, or occurrence that, individually or together with any other event, change, development, or occurrence, hasis- or weould reasonably be expected to have abe-materially adverse effect onto-(a) Seller and the Target -(taken as a whole), or its/their financial conditions (financial or otherwise), assets, results of operations, or prospects; or (b) Seller’s ability to consummate and perform the Transactions; provided, however, that no event, change, development, or occurrence resulting from, arising out of or relating to any of the following shall be deemed to constitute, or shall be taken into account in determining whether a Material Adverse Change has occurred, or would reasonably be expected to occur: ...

any epidemic, pandemic, disease outbreak (including COVID-19) or other health crisis or public health event, or the worsening of any of the foregoing...

修正の意図は以下の通りです。

- ① 英語の形式面 : materially adverse to から material adverse effect on への変更及び could から would への変更。副詞・形容詞形から形容詞・名詞形に変更すること、及び助動詞の変更により、「重大な悪影響」自体の限定を意図しています。これは英文契約に特有です。
- ② 「重大な悪影響」の対象の限定 :

¹ ABA Model Asset Purchase Agreement, Second Edition (Pre-Publication Draft)に記載の条項を元に、適宜加筆を加えています。

A) 売主 (Seller) は除く

本来、対象会社の株式譲渡による M&A では、対象会社の財務状況等が株式価値に反映させており、売主の財務状況等は関係ありませんので、(a)において「売主」は削除しています。

B) 重大な悪影響の判断項目を「財務状況」(financial conditions)に限定

買主側ドラフトによれば、財務状況以外の経営状況の変更等も「重大な悪影響」の判断要素に加えられていましたが、これでは、対象となる指標が不明確なため、修正を施しています。

C) 「資産」(assets)及び「(収益の)見込み」(prospects)を除く

前者は、対象会社の資産には、COVID-19 を含む影響等で価値が目減りする資産が含まれている可能性があり、それを除外する趣旨です。後者は、将来の見込みは売主のコントロール外であり、それを除外する趣旨です。

③ Force Majeure (不可抗力) の例外の追加

一般に、MAC/MAE の例外として、Force Majeure の事象が規定されることが見受けられます。上記の修正は、COVID-19 の個別列記を含む Force Majeure の包括的な例外を設けることを意図したものです。もっとも、米国における直近の調査²では、リーマンショック時を含む 2003 年から 2018 年までに公表された M&A に含まれる 1128 の MAC/MAE 条項のうち、60.1%が pandemic を捕捉できるような Force Majeure の除外規定を有さず、31.6%が Force Majeure の除外規定をキャッチオール³の形で有するが pandemic に対応する個別除外規定を有さず、8.3%が pandemic に対応する個別除外規定を有しているとのことであり、MAC/MAE に個別の除外規定を入れるという契約交渉は、ごく最近、特に COVID-19 を受けて増加傾向にあるといえます。

(4) 買主側による再修正案

これに対して、買主側からのカウンターマークアップの一例は、以下の通りです。

[上記の売主側の修正案の最後尾に続ける形で]

Except in each case to the extent such event, change, development, or occurrence has a material disproportionate effect on the Target as compared to other participants in the industry in which the business of the Target operates (in which case only the incremental material and disproportionate impact may be taken into account in determining whether there is, or would reasonably be expected to be, a Material Adverse Change) [下線部分は説明目的で付しています。]

この趣旨は、一般的に、Force Majeure は業界横断的又は業界を超えた事象であるところ、対象会社の位置する業界において、対象会社に限って「重大な悪影響」が出た場合には、それは対象会社に特有の事象なので、Force Majeure からは除かれることを明確化したというものです³。そして、本修正では、COVID-19 等による「重大な悪影響」が対象会社だけに特有の事象なのか否かを判断するために、対象会社の位置する業界の他の会社への影響と比較することを予定していますが、その比較対象の選定指標

² 2020年3月19日に発表された、Brigham Young University Law School の Matthew Jennejohn 教授、Stanford Law School の Julian Nyarko 教授、Columbia Law School の Eric Talley の教授の共同調査による
(<https://clsbluesky.law.columbia.edu/2020/03/19/coronavirus-is-becoming-a-majeure-headache-for-pending-corporate-deals/>)

³ この disproportionate の考え方は米国実務ではよく見られるものの、日本の M&A 実務で一般的な概念ではないと思われれます。なお、この考え方は、サイニング後クローリング前に対象会社の業績が悪化したことが MAC 条項に基づくクローリング拒絶事由になるかが米国において初めて、しかも Delaware 州の裁判所において争われた Akorn 事件 (Akorn v. Fresenius (Del. 2018)) の意見にも表れています。

は明示されていません。この点について、比較対象の会社の選定指標として、地理的範囲、事業規模、類似の事業環境等を明記する形での修正案やマークアップもありますが、場合によっては、買主側に不利にも働きますので、買主側としては、そのような指標を示さないという判断もありえます。

(5) その他のクローリング前提条件の例

MAC/MAE 条項はある程度包括的、一般的なものになりがちで、契約交渉においても、空中戦のような様相を呈します。そのため、買主側としては、MAC/MAE 条項に加えて又はそれに代えて、以下のような指標をクローリング前提条件に盛り込むことも考えられます。また、これらの指標は、個別的な提案であるため、売主側としても受け入れやすいものです。

- 対象会社が、クローリング前の一定期間において、特定の財務指標を達成していること
- 対象会社が、特定の事業又は建物（工場等を含む）を閉鎖していないこと
- クローリングにおいて、対象会社と契約を締結している特定の顧客や契約相手が失われていないこと又はそれらの者との間に問題が生じていないこと

3. サイニング後クローリングまでの対象会社の運営に関する義務（Interim Operation）

(1) 買主側の提案

一般に、買主側としては、サイニング後クローリングまでの間に対象会社の通常の業務が維持される必要があります。つまり、対象会社が「通常の業務」を超えて新たな事業を展開したり、対象会社の事業が縮小されることを防ぐ必要があります。さらに、買主側は対象会社に、現在の組織体及び取引関係を維持するよう最善を尽くしてほしいという要請を持っています。そこで、以下の条項⁴が買主から提案されることがあります。

Operation of the Business.

From and after the date hereof to and including the Closing Date, the Seller will cause the Target to:

- (a) conduct its business only in the Ordinary Course of Business consistent with past practice;
- (b) use its best efforts to preserve intact its current business organization, keep available the services of its officers, employees, and agents, and maintain its relations and good-will with suppliers, distributors, customers, landlords, creditors, employees, contractors, agents, and others having business relationship with the Target;...

Ordinary Course of Business means an action taken by a Person that:

- (a) is consistent in nature, scope, and magnitude with the past practices of such Person and is taken in the ordinary course of the normal, day-to-day operations of such Person; and
- (b) does not require authorization by the board of directors of such Person (or by any Person or group of Persons exercising similar authority) and does not require any other separate or special authorization of any nature.

(2) 売主側によるマークアップ

⁴ ABA Model Asset Purchase Agreement, Second Edition (Pre-Publication Draft)に記載の条項を元に、適宜加筆を加えています。

売主側は、COVID-19 下において、COVID-19 の発生前と同じ業務を継続することは難しいことから、過去の業務と一貫した業務 (consistent with past practice) を行う義務を負うことは難しいと考え、また、義務の内容も、商業的に合理的な義務 (commercially reasonable efforts) に限定したいと考えることが通常です。さらに、COVID-19 に対応するための業務は、日々の業務とは異なりますが、通常の業務の範囲外ではないことを明確化しておくために、除外事項又はディスクロージャーレターの形で記載が追加されることがあります。なお、COVID-19 の下では、通常の場合よりも、許認可関係の移転手続に時間を要することが多く、サイニングからクロージングまでの期間が長期に及ぶことが多いので、その場合に買主側から義務違反を主張されるリスクを避けるため、売主側は以下の修正案について、強気の交渉態度で臨んでくる傾向にあります。

Operation of the Business.

From and after the date hereof to and including the Closing Date, the Seller will cause the Target to:

- (a) ~~use commercially reasonable efforts to~~ conduct its business only in the Ordinary Course of Business ~~consistent with past practice;~~
- (b) use its ~~commercially reasonable~~~~best~~ efforts to preserve intact its current business organization, keep available the services of its officers, employees, and agents, and maintain its relations and good-will with suppliers, distributors, customers, landlords, creditors, employees, contractors, agents, and others having business relationship with the Target;...

~~Except for (i) the cases or conducts as required to comply with any quarantine, "shelter in place", "stay at home", workforce reduction, social distancing, shut down, closure, sequester or any other Law, Order, directive, guidelines or recommendations by any Governmental Entity in connection with or in response to COVID-19 ("COVID-19 Measures") and (ii) any action taken or not taken by the Target or the Seller in good faith to respond to the actual or anticipated effect on the business caused by or reasonably expected to be caused by COVID-19 or the COVID-19 Measures.~~

Ordinary Course of Business means an action taken by a Person that:

~~is consistent in nature, scope, and magnitude with the past practices of such Person and is taken in the ordinary course of the normal, day-to-day operations of such Person; and~~

~~does not require authorization by the board of directors of such Person (or by any Person or group of Persons exercising similar authority) and does not require any other separate or special authorization of any nature.~~

(3) その他の留意点

その他のクロージング前の義務として、売主から買主に対して、「売主及び買主は、サイニング後クロージング前に、適用ある法令に従い、COVID-19 及び COVID-19 対策法令による影響に対処するためのアクションプランを協議し履践することに協力する」旨の条項が提案されることがあります。通常は、クロージング前の事業運営は売主側の責任で行われるものですが、クロージング後の PMI も見据えて、クロージング後にも適用のあるアクションプランを (クロージング前に) 売主と協力して作成する義務を買主に課すことを意図したものです。

4. R&W 保険の動向 –COVID-19 関連事項の付保範囲からの除外について–

各保険会社は現在 COVID-19 のリスクを加味した保険審査の指針を策定している最中であり、一般に、COVID-19 に関連するリスクは、「既に認識していた」事由として、R&W 保険の付保範囲から除外される傾向にあります。いくつかの保険会社は、サイニング前に存在していた違反 (で買主が認識していない) 事由は保険でカバーされるが、サイニング後クロージング前までに生じた違反は保険ではカバーされないという方針を採用しています。他方で、サイニング後クロージング前に生じた違反であっても、

プレミアムを増額することで付保対象に含めるという運用をしている保険会社もあります。また、付保の対象は保険会社との交渉事項ですので、保険会社との交渉の初期段階から、R&W 保険の取り扱いに慣れた法律事務所を通じて保険会社と交渉されることをお勧めいたします。

5. 終わりに—サイニング後に COVID-19 を起因とする Pandemic が生じたら—

本稿では、2020年7月時点での米国における議論の動向をもとに、契約交渉に臨む場面を念頭に置いて、MAC/MAE、Interim Operation 条項に COVID-19 が及ぼす影響を概観しました。これとは別に、M&A 契約のサイニング後クロージング前に pandemic が発生したとして、契約関係が解消できるかという議論があり、common law の法域（英米法系）を準拠法とする契約か、civil law のそれを準拠法とする契約かで取扱いが大きく異なります。前者では、理論上は、契約書に明確な Force Majeure（不可抗力）の定めがなくとも、Impossibility、Impracticability や Frustration of Purpose という一般法理を持ち出すことにより、契約の履行を拒否できたり、契約内容の修正を求めることが裁判上も裁判外でも可能です。他方で、後者の場合には、日本でいう事情変更の法理のような法理論に依拠するしか契約関係を解消する理論がなく、そのため、事実上は、契約書に手当てがない限り、COVID-19 を理由として契約関係を解消する手段はありません。もっとも、common law 法系の米国でも、M&A 契約のサイニング後クロージング前に MAC 条項の発動により契約関係の解消が認められるかが争点とされた裁判例は1件しかなく（Akorn v. Fresenius (Delaware, 2018)）、結論として契約関係の解消が認められましたが、そのハードルは非常に高いものとして捉えられています。

紙幅の都合上、本稿では2つの条項しか取り上げることができませんでしたが、その他にも、「取引関係を維持する義務」等の条項についても、米国では議論が交わされています。世界中では、COVID-19 と共存していくためのウィズコロナの生活様式が語られております。以上が、海外及び日本の M&A 実務に関わる日本企業において、ウィズコロナの M&A 契約実務の一助になれば幸いです。

以上

日比谷中田法律事務所

■ 本メールは、日比谷中田法律事務所所属の弁護士が名刺交換をさせていただいた方々、もしくは同事務所所属の弁護士が講師を務めたセミナーにお申込みいただいた方々へお送りしております。

■ 配信停止、新規配信のお申し込みはこちら
newsletter@hibiya-nakata.com

■ お問い合わせ先

日比谷中田法律事務所

◆中田 順夫 代表パートナー 弁護士
Tel: 03-5532-3110（直通）
E-mail: nobuo.nakata@hibiya-nakata.com

◆水落 一隆 パートナー 弁護士
Tel: 03-5532-3109（直通）
E-mail: kazutaka.mizuochi@hibiya-nakata.com

〒100-0011

東京都千代田区内幸町 2-2-2 富国生命ビル 22 階
<https://hibiya-nakata.com/>

※本ニュースレターは、クライアントの皆様への一般的な情報提供を目的とするもので、法的アドバイスを提供するものではありません。個別案件については当事務所の弁護士までご相談ください。