

新型コロナウイルス流行時における M&A

M&A 及び取引条件に対する新型コロナウイルスの影響の考察

スティーヴン・B・アムダー、ブライアン・F・マッケンナ

- 新型コロナウイルスにより、企業価値の再評価や価格設定メカニズムの調整、対象企業における新たな暫定措置や危機管理対応の実施を要する場合があります。
- 取引当事者は、新型コロナウイルスによる取引プロセスとスケジュールの混乱を緩和するための措置を講じる必要があります。
- 取引当事者は、MAC 条項を含むリスク配分や、流行が進展するにつれて対象企業のリスクプロファイルがどのように変化するかをよく考える必要があります。

※本稿は、2020年3月12日に出稿された、[M&A in the Time of COVID-19](#) (英文)を、元にしたものです。事実関係についてはその当時に発生した事実に基づくものである点ご注意ください。

2020年3月11日にWHOによってパンデミックと宣言された新型コロナウイルスが世界中で拡大を続けており、企業や取引当事者は、増大するリスク及び不確実性への対処にあたっています。本ニュースレターは、流行の拡大により取引決定プロセス及びスケジュールに生じる構造的かつ実務的な課題を特定するとともに、M&A 関連法務の要である「Material Adverse Change (MAC) 条項」に関する交渉に新型コロナウイルスがどのように影響するかについても分析しています。

初期段階で考慮すべき事項

新型コロナウイルスの流行により、売主及び買主の双方において取引の基本的事項の再考が必要となる場合があります。

企業価値 — 対象企業においてサプライチェーンが混乱したり、異常な在庫レベルに陥っていたり、受取・支払勘定が正常でなくなっているような場合、過去の財務情報は当該対象企業を正確に反映していない可能性があります。財務予測とその仮定を再考しなければいけない可能性があります。

価格設定メカニズム — 契約締結からクロージングまでの期間の価格変動リスクについてどのように割り当てるべきかが問題となります。新型コロナウイルスがどのように進展し、対象企業の事業にどのように影響するか評価することが難しい場合、固定価格やロックド・ボックス方式を選択す

ることは買主にとって合理的でない可能性があります。アーンアウト条項やその他の条件付き対価についても再考すべき場合があります。新型コロナウイルスの流行は取引市場に課題を提示しており、売主や買主に疫学者としての役割を果たすよう求めています(大多数の投資家や事業会社にとって遠くかけ離れた役割です)。

コントロール — 対象企業による新型コロナウイルスの流行への対応に関する重要な決定はどのようになされ、買収契約上のクロー징前までのコベナンツをどのように規定・修正すべきかを検討する必要があります。契約締結からクロー징までの間の事業及び価格変動リスクをどのように割り当てるべきか、という上述の問いへの回答が、当該期間中の重要な決定に対するガバナンスに影響するかどうかを検討すべきです。

デューデリジェンス — 買主はデューデリジェンスの範囲を健康・医療の分野まで拡大する必要がある可能性があります。

ディールプロセス

新型コロナウイルスがリスクの受容性や企業価値・価格設定・ガバナンスといった基本的要素について売主や買主に影響を与えることに加えて、移動制限やオフィスの閉鎖、隔離等を考慮すると、様々な形で取引決定プロセスの根幹に影響が生じる可能性があります。

オークションのスケジュール — 一般的な問題として、オークションを実施する売主は、取引全体のスケジュールを熟考し、増加するロジスティクス上の課題に対応するため、オークションの各ステップの調整を検討する必要があります。

物理的な会議の制限 — 取引当事者は、禁止されていない場合であっても全員が物理的に会議室に集まって取引を進めることが難しい場合があることにつき注意する必要があります。それに応じてスケジュールや見込みを調整する必要があります。

デューデリジェンス — とりわけ、[対象企業のサプライチェーン](#)、[ITシステム](#)、[事業に関係する可能性のある保険商品の適用範囲](#)、あるいは[雇用法](#)の観点での対応等に係るデューデリジェンスについて、追加で時間を要するかどうか検討する必要があります。また、対象企業の重要な契約上及び業務上の協定において、明示的な不可抗力条項(force majeure)が有るかどうかも考慮する必要があります。概して、対面でのマネジメントインタビューが難しい場合もあります。

重要な情報と資金調達 — 取引当事者は、新型コロナウイルスの流行と関連するマーケットの影響により、重要な情報、例えば、対象企業の監査後の財務諸表や中間財務諸表、財務計画や予測といった情報の配信が遅れ、それにより資金調達が遅れたりする可能性を考慮する必要があります。また、市場の不確実性により、資金調達が困難になる可能性もあります。それに応じて見込みやスケジュールを調整する必要があります。

買収契約における日程 — 買収契約における重要な日程、例えば、資金調達や規制当局への届出に関する日程、取引を完結させる期限や価格調整メカニズムのスケジュール等についても見直す必要があります。クロー징に対するロジスティクス上の課題を考慮し、期日を延長する必要があるか、クロー징における価格調整に関して争いがある場合、財務専門家や外部会計士はスケジュール内での対応が可能かどうか、検討する必要があります。

クロージングの手順 — 取引当事者及びアドバイザーは、移動の混乱やオフィスの閉鎖(規制当局や政府機関のものも含む)により、当局による認可に遅延が出たり不可能になったりしないかを考慮し、代替措置の必要性を検討する必要があります。クロージングに必要な書類がハードコピーである必要があるか、規制当局又は政府機関に提出したり、それらの捺印済みのコピーが必要かどうか、予めクロージングの詳細について検討しておくことは、不測の事態を回避することにつながります。

重大な悪影響 (Material Adverse Changes)

交渉やリスク配分を行うにあたり、新型コロナウイルスによって紛糾する可能性があるのは、「Material Adverse Change (MAC) 条項」です。MAC 条項の主要な機能の一つは、契約締結からクロージングまでの間に対象企業に起きたマイナスの変化のリスクを、売主及び買主の間で割り当てることです。一般的に激しい交渉がなされる条項で、買主は重大な悪影響とみなされるものの定義を広範に主張するのに対し(例えば、対象企業の財務状況・取引を完遂する能力・「見通し」等)、売主は、重大な悪影響の原因と見なさない事象や状況(MAC 条項の例外)を多岐にわたって主張します。

MAC 条項の例外 — 新型コロナウイルスのリスクに対処し、当該リスクを各当事者に割り当てるため、取引当事者は、MAC 条項の文言を慎重に検討するでしょう。特に、売主が「天災」に関する例外を MAC 条項に規定しようとするのは珍しいことではありません。例えば、当該例外は、「天災」や「不可抗力」事象への参照の形をとることがあります。また、様々な自然災害その他の災害(地震・火災・洪水等)の詳細なリストを有していたり、種々の「世界的大流行 (pandemics)」、「流行 (epidemics)」、「病気の大発生 (disease outbreaks)」に特に言及している(もしくは言及していない)ものもあります。取引交渉は当然にこの MAC 条項の例外の具体的文言にフォーカスし、新型コロナウイルスに明示的に言及することもあるでしょう。マーケットでも既にこうした兆候が出てきています(例えば、モルガン・スタンレーによる E*Trade Financial の買収及び Aon PLC と Willis Towers Watson の合併契約においては新型コロナウイルスについて明確に MAC 条項から除外しています)。さらに、伝染病の流行のようなマクロ現象によって起きる「一般的な経済状況」や「金融市場」の変化等を含めた、通常議論されている MAC 条項の例外については、今後の議論の進展が注目されます。

「不均衡な影響」 — 典型的な MAC 条項の交渉における論点の 1 つに、(買主に有利な)「不均衡な影響」の要件を含めるか、ということがあります。この構成においては、売主に有利な MAC 条項の例外が適用されるのは、MAC 条項の例外に当たるとされる事象によって、同業他社と比較して対象企業がとりわけ悪影響を受けた、というわけではない場合のみに限られます。例えば、当該伝染病の流行(つまり売主に有利となる MAC 条項の例外)は、伝染病の流行が同業他社と比較して対象企業にとりわけ大きな影響を及ぼすのでない限り、対象企業に重大な悪影響を引き起こすとは見なさない旨が MAC 条項に規定されている場合があります。伝染病の流行に特有の性質により、新型コロナウイルスは、契約の解釈に不確実性をもたらす可能性があります。つまり、伝染病がある地域で起こり、時間の経過とともに拡がると仮定すると、初期の段階では伝染病が対象企業に不均衡に影響するとしても、ひとたび伝染病が拡大すれば、そうではなくなると言えることになってしまうからです。ある地域(例えばアジア)で伝染病が起こり、アジアに拠点を置くホスピタリティ産業や運輸業に属する企業が最初に悪影響を及ぼすシナリオを考えてみます。まだ初期段階で、流行がアジアに集中している時点では、アジアと密接に関連する企業は、世界中の同業他社と比較すると、不均衡に影響を受ける可能性があります。しかし、時間の経過とともに流行が世界中に拡大すると、他の地域のマーケットでビジネスを行う同業他社も、伝染病の悪影響に巻き込まれる

ことになりえます。いったん伝染病が拡大すれば、当該業界の誰もが影響を被ることになり、アジアに拠点を置く企業が不均衡に影響を受けるとは言えなくなるかもしれません。

持続的な影響の考慮 — デラウェア州裁判所は、先日初めて「重大な悪影響(MAC)」が生じた結論付けた判決を出しましたが、取引当事者は、重大な悪影響の有無を判断するに際して、長期にわたる持続的な影響があるということが重要である点は引き続き留意する必要があります。新型コロナウイルスの波及効果により混乱が続いていますが、一時的な異常事態として収束するのか、それとも長期的な産業の大変革につながる結果となるのかを判断するのは時期尚早です。当事者は起こり得る波及効果を認識し、対象企業への影響が時間的に限られると思われる場合には、MAC 条項に頼るのではなく、適切な代替解決策(価格調整、アーンアウトやその他の方法)を検討すべきです。

新型コロナウイルスのような伝染病の流行によって、必然的に取引決定プロセスにある程度の不確実性が生じます。売主や買主においては、それぞれのビジネスや取引プロセス・条件に対する新型コロナウイルスの様々な、時として不明瞭な影響を十分に検討することが賢明と言えるでしょう。

当事務所の経験豊富な危機管理専門家は、緊急かつ迅速に進展する状況において、新型コロナウイルスの世界的な脅威を厳密に監視し、サプライチェーンマネジメント、保険法、サイバーセキュリティ、雇用法、会社法及びその他の分野においてクライアントの皆さまに重要なガイダンスを提供しております。詳しくは、当事務所の [COVID-19 resources page](#) をご覧ください。

本稿の内容に関する連絡先

木本泰介(日本語版監修)
725 South Figueroa Street, Suite 2800
Los Angeles, CA 90017-5406
+1.213.488.7113
taisuke.kimoto@pillsburylaw.com

Stephen B. Amdur
31 West 52nd Street, New York,
NY 10019
+1.212.858.1135
stephen.amdur@pillsburylaw.com

前田惇(日本語作成版協力)

Brian F. McKenna
31 West 52nd Street, New York,
NY 10019
+1.212.858.1147
brian.mckenna@pillsburylaw.com

Legal Wire 配信に関するお問い合わせ

田中里美
satomi.tanaka@pillsburylaw.com

This publication is issued periodically to keep Pillsbury Winthrop Shaw Pittman LLP clients and other interested parties informed of current legal developments that may affect or otherwise be of interest to them. The comments contained herein do not constitute legal opinion and should not be regarded as a substitute for legal advice.

© 2020 Pillsbury Winthrop Shaw Pittman LLP. All Rights Reserved.