

Snow Phipps 事件：新型コロナウイルスに関する MAE の存在及び通常 の事業運営を行う誓約事項の違反を否定

—デラウェア州衡平法裁判所、買主が、重大な悪影響の存在及び対象企業による通常の仕事運営を行う誓約事項の違反を立証できず、コミットメントレターに基づく買収資金の借入れのための合理的な最善の努力を怠ったと判断、売主による買収契約の特定履行の請求を認める。

ジョナサン・J・ルツソ、テッド・パワーズ、アンディ・ゴング

- 新型コロナウイルスの影響により対象企業の売上が 5 週連続で前年比 40%以上と急激に減少した後、週次の売上が増加傾向にあり、買収契約の解除前にさらなる回復を示すボトムアップ予測が行われたことは、重大な悪影響を及ぼす、又は及ぼすことが合理的に予想される事象には該当しないと判断されました。MAE (Material Adverse Effect; 重大な悪影響) の存在を立証するためには、対象企業のビジネスに継続的に重大な変化をもたらす必要があり、その立証のハードルは依然高いといえます。
- 対象企業によるリボルビング・クレジット・ファシリティ契約に基づく多額の借入金の引出し及びコスト削減策は、対象企業が過去に行った借入金の引出し及び売上の減少に伴うコスト削減の過去の慣行と矛盾せず、対象企業の通常の仕事運営から大きく逸脱したものではないと判断されました。
- 買主が使用した財務モデルが、対象企業からの意見を求めず、対象企業による実際の販売データに基づく再予測を組み込んでいなかったこと、及び、買主がコミットメントレターの変更を追加で要求したことは、買主が借入れによる資金調達を行うために合理的な最善の努力を行うという義務に違反したと判断されました。

2021 年 4 月 30 日、デラウェア州衡平法裁判所は、*Snow Phipps Group, LLC v. KCAKE Acquisition, Inc. et al.* 事件において、買収契約の特定履行を求める請求について、原告に有利な判決を下し、買主に対して、当該契約に基づくクロージングを行うよう命令しました。

Snow Phipps v. KCAKE 事件において、原告である Snow Phipps Group, LLC は、ケーキのデコレーション会社である DecoPac Holdings, Inc. を Kohlberg & Company, LLC の関連会社に 5 億 5,000 万ドルで売却することに合意しました。新型コロナウイルスによる市場のボラタリティを理由に Snow Phipps 社が 10% の価格引き下げに合意した後、当事者は、2020 年 3 月 6 日に、同買収契約を締

結しました。契約締結直後、州政府及び地方政府が外出禁止令の発令を開始したため、DecoPac 社の売上は大きく減少しました。2020 年 3 月 21 日からの週次の売上高は、前年同期比でそれぞれ 42.4%、63.9%、60.3%、62.2%、53.4%の減少となりました。3 月 18 日の電話会議の後、買主は、一連のモデリングを開始し、2 つの異なる「ダウンサイドケース」を作成しました。最終的に、買主は、第 3 四半期までの完全な操業停止と施設の閉鎖を前提とした上で、その後 18 ヶ月間でベースラインの売上げに回復するというモデルを採用しました。裁判所は当該モデルを「極めて厳しい」見立てであると評価しています。買主は、このモデルについて DecoPac 社の意見を聞くことなく、同モデルを、コミットメントレター(DCL)の変更の要求とともにリードレンダーに送付しました。当該要求は、リボルバーの増額、新型コロナウイルスによる逸失利益に関連した無制限の EMTDA の調整 (add-back) (後に 3,500 万ドルの上限を設ける形で修正)、レバレッジ比率の上限を課すコベナントの一時的な適用除外等を求めるものでした。レンダーは、買主による上記要求が DCL で認められている範囲を超えていると判断しましたが、DCL の条件で貸付けを行うか、DCL の条件を再交渉する意向を有していました。同時期に、DecoPac 社は、慎重を期してリボルバーを一部引き出したことを買主に通知しましたが、その資金が使用されることはありませんでした。2020 年 4 月 1 日、買主は、売主に対し、借入れによる買収資金の調達ができなくなったことを伝えました。その後、買主は、4 日間に渡って代替融資のために形だけの調査を行いました。融資を得ることはできませんでした。さらにその後、買主は、売主に対し、DecoPac 社がクロージングの条件を満たすとは考えられず、借入れも利用できないままであることから、クロージングを行わないと通知しました。Snow Phipps 社及び DecoPac 社が買収契約の特定履行を求める訴訟を提起した後、買主は、2020 年 4 月 20 日に、DecoPac 社に対して、正式に解除通知を送付しました。当該解除通知によれば、解除事由は、(i)DecoPac 社が「重大な悪影響」(MAE)の不存在及び主要顧客との取引の維持に関する表明保証に違反し、そのような違反が MAE をもたらすことが合理的に予想され、DecoPac 社が全ての重要な点で通常の事業運営を行う誓約事項を履行せず、遵守しなかったこと、(ii)DCL に記載された条件では、借入れによる資金調達額の全額の借入れができないこと、という 2 つでした。

裁判所は、DecoPac 社が MAE が存在しないとの表明保証に違反していないと判断しました。買収契約には、一般的な市場又は業界のリスクを買主に、対象企業固有のリスクを売主に分配する典型的な MAE 条項が規定されていました。DecoPac 社は、全体として見て、対象グループの財務状況、事業、資産、業績に対して、個別に、又は、総合的に、重大な悪影響を与え、あるいは与えることが合理的に期待されるような、変化、開発等がなかったことを表明保証していました。MAE の定義には、政府機関が制定した法律、規則、規制、命令、実施方針、その他の拘束力のある指令の変更起因又は関連する変更は、MAE に含まれないこと等、一連の典型的な MAE 条項の例外も列挙されていました。また、典型的な買収契約と同様、政府の法律及び命令に関する例外を含むいくつかの MAE 条項の例外は、DecoPac 社が事業を行っている業界の他の類似企業と比較して、当該事項が全体として DecoPac 社に著しく不均衡な影響を与えている場合には適用されないと規定されていました。

裁判所は、*In re IBP, Inc. S'holder Litig.* 事件及び *Acorn, Inc. v. Fresenius Kabi AG* 事件の過去の判決を参照しました。IBP 事件では、厳しい冬の天候により第 1 四半期の対象企業の収益が前年同期比で 64%減少したものの、買収契約の解除時には 2 週間にわたって好調な収益を上げており、第 2 四半期においても収益が好調であることを示す兆候がありました。したがって、IBP 事件の裁判所は、重大な悪影響が合理的に予想されなかったと結論付けています。Akorn 事件では、合併契約締結後、対象企業の EBITDA が 55%低下し、その低迷が 1 年間続き、買主が契約解除の通知を送付する前には状況が改善する兆候がありませんでした。Akorn 事件において、裁判所は、Akorn 社の業績の「急激かつ持続的な落込み」は、重大な悪影響となることが合理的に予想されていたと判断しています。

Snow Phipps 事件では、裁判所は、DecoPac 社の売上が急激に減少したにもかかわらず、契約解除前に売上が回復し、翌年には回復すると予測されていたと結論付けています。したがって、DecoPac 社の売上減少は、同社の「商業的に合理的な期間における長期的な収益力」(通常、「月単位ではなく、年単位で測定される」)に影響を与えるような事業上の悪影響ではなく、したがって、DecoPac 社の売上減少が重大な悪影響をもたらすことは、合理的に予想されなかったと判断しています。さらに、裁判所は、MAE の定義に伝染病及び流行病に関する特定の例外規定(買主はこれを明確に拒否していました)がなくとも、新型コロナウイルスに関する学校閉鎖、外出禁止令、不要不急の事業閉鎖、レストラン閉鎖命令の影響によって生じた DecoPac 社の売上減少は、MAE の定義に規定された、政府機関の法律又は命令の変更により起因又は関連する例外に該当すると判断しました。

同様の理由で、裁判所は、DecoPac 社が、上位 10 社の顧客のいずれもが DecoPac 社との取引を「中止又は大幅に減少」させていないという表明保証に違反していないと判断しました。2020 年 4 月末の時点で、上位顧客への年間累計売上高は 2019 年の同時期と比較して 8.1%から 30.8%減少していましたが、将来予測では、上位顧客への売上高は 2021 年までにほぼ完全に回復するとされていました。上位顧客への売上高の減少が、合理的な買収者にとって継続的に重要であると合理的に予想されることを示す証拠はありませんでした。

また、裁判所は、DecoPac 社がリボルバーを引き出したり、コストを削減したりすることにより、通常の事業運営を行う誓約事項に著しく違反したわけではないと判断しました。裁判所は、DecoPac 社が行ったリボルバーの引出しが同社による最大の金額であったにもかかわらず、過去の慣行と矛盾しておらず、買主はリボルバーの引出しが通常の事業運営を行う誓約事項に違反していることを通知していなかったと判断しました。同様に、裁判所は、生産量の減少に伴う人件費の削減は、実際に DecoPac 社の過去の慣行に沿うものであることを DecoPac 社が証明したと判断しました。なお、*AB Stable VIII LLC v. Maps Hotels and Resorts One LLC et al.* 事件とは異なり、DecoPac 社は、新型コロナウイルスに対応して、過去の慣行とは異なる事業拠点の閉鎖、従業員の一部帰休、業務の縮小を行いませんでした。

さらに裁判所は、買主が借入れによる資金調達に関連して合理的な最善の努力を行う義務に違反したと判断しました。買収契約では、買主は、DCL の条件又はそれ以上の条件で借入れによる資金調達を実行するために合理的な最善の努力をすることが求められており、借入れ又はクロージングの達成を妨げるような形で DCL の条件を変更することは禁止されていました。裁判所は、買主が、DecoPac 社の経営陣の意見を聞かずに、DCL に記載された条件で最終ローン契約を締結するために合理的な最善の努力をするのではなく、「リアルタイムの販売データと矛盾する事実に基づかない(そしてほとんど説明のない)前提に基づいて、DecoPac 社の予測売上高の極めて厳しい再予測」を作成したと判断しました。

裁判所は、買主が、借入条件の変更を要求をする際に合理的な最善の努力をしておらず、買主が使用したモデルは、そのような要求を行うための基礎資料として、売主による誓約事項の違反が前提とされていたと判断しました。裁判所は、買収契約の当事者を保護する下限として機能する DCL の条項は、買主に、買主が受け入れ可能な契約条件を確保できなかった場合に、借入れの条件を再交渉し、DCL から離脱することを認めるものではないと判断しました。むしろ、買主は、DCL において列挙された特定の項目を満たすために商業的に合理的な努力をしなければなりません。裁判所は、買主が、買収資金の借入れを行うことができるような形でレンダーと調整を行わなかったと判断しました。さらに裁判所は、代替融資を得るための合理的な最善の努力として、4 日間の問合せだけでは不十分であるとコメントしています。

買収契約において、当事者は特定履行の救済措置を規定していましたが、同規定に基づいて特定履行を求めることができるのは、DCL に記載された条件で借入れによる資金調達額の全額が買主に提供される場合に限られていました。それにもかかわらず、裁判所は、妨害原則 (prevention doctrine) を適用し、主として買主の行為により上記借入れの条件が満たされないことになったため、上記借入れに関する条件が満たされたものとみなしました。裁判所は、レンダーが、DCL の条件で貸付けを実行する意思を有しており、買主が、借入条件の変更要求をする中で、経済的条件の調整を認めずリスク特性を変更したと判断しました。DCL がその内容に従って失効したという事実は、買主が DCL の条件で借入れを行うことを拒否し、それにより、レンダーがクロージングの意思を持って待機している間に事実上時間が経過してしまったという事実を否定するものではありません。裁判所は、予防原則は悪意の認定を必要とせず、むしろ何らかの意思に基づく行為を必要とすると判断しました。

Snow Phipps 事件において、裁判所は、新型コロナウイルスのような広範なリスク事象に直面した場合でも、当事者に対して、その交渉した買収契約の条件を遵守させることを確認しました。マコーミック副大法官は、判決の中で、これを「取引の確実性の勝利」と呼んでいます。裁判所は、経済情勢にかかわらず、洗練された当事者の契約上の義務を引き続き執行することを明確にしました。

Snow Phipps 事件からは、以下のような教訓を得ることができます。

まず、当事者は MAE の定義を慎重に検討し、必要に応じて、取引の確実性を高めるために「重大な悪影響」をより具体的に定義することを検討すべきです。また、買主は、MAE 条項の定義に対する例外として、意図しない事項が含まれないように、より慎重に規定する必要があるかどうかを検討する必要があります。さらに、当事者は、対象企業への影響が不均衡であるかどうかを判断するために、対象企業の比較対象となる企業を特定することを検討するべきであるといえます。

第二に、売主は、非常事態に対応して、対象企業の通常の事業運営を行うことができる範囲に特定の例外を追加するか、非常事態の場合には、通常の事業運営を行う誓約事項を合理的な最善の努力義務に変更するかを検討する必要があります。

第三に、買主は、対象企業の特定の表明保証について、MAE 基準よりも立証のハードルが低い表明保証の正確性に関する前提条件を使用することを検討すべきです。DecoPac 社の表明保証の正確性に関する買主のクロージングの前提条件が、上位顧客に関する「全ての重要な点において真実かつ正確であること」という基準であったならば、裁判所の判断は異なる結論になっていたかもしれません。

本稿の原文(英文)につきましては、[Snow Phipps: No MAE or Ordinary Course Breach Related to COVID-19](#) をご参照ください。

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

Jonathan J. Russo
31 West 52nd Street
New York, NY 10019
+1.212.858.1528
jonathan.russo@pillsburylaw.com

中島浩斗 (日本語版作成協力)

Ted Powers
31 West 52nd Street
New York, NY 10019
+1.212.858.1141
ted.powers@pillsburylaw.com

Andy Gong
31 West 52nd Street
New York, NY 10019
+1.212.858.1155
andy.gong@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.

© 2021 Pillsbury Winthrop Shaw Pittman LLP. All Rights Reserved.