

対談

日米比較で考える 新型コロナがM&A実務にもたらす 変化とその対応

柴田・鈴木・中田法律事務所、弁護士。PEファンド・事業会社による買収・ファイナンスを中心に、企業法務全般を手がけている。

Kimoto Taisuke



木本泰介

Pillsbury Winthrop Shaw Pittman LLP, 弁護士。カリフォルニア州弁護士。米国ロサンゼルスをベースとし、日本企業の代理人として全米のM&Aや不動産等の投資案件を多数手がけている。

Suzuki Kentaro

鈴木健太郎



I はじめに

鈴木 本日は、米国の法律事務所では日本企業を代理してM&A等の投資案件を多数手がけている木本弁護士と、従前の日米M&A実務の違いをふまえつつ、新型コロナウイルス（以下「コロナ」という）の世界的流行によるM&A実務への影響や最新の動向について情報交換をしたいと思います。

木本 よろしくお願ひします。

II コロナ後のM&Aの動向

1 2020年前半を振り返る

鈴木 まず、2020年前半を振り返ると、コロナが世界的に流行し始め、日本政府による緊急事態宣言下にあった2020年の4月から5月ごろは、日本では新規の案件がゼロとは言わないまでもほとんどなくなったという印象です。他方、LBOローンを活用しているPEファ

ンド案件では、政府系金融機関からの緊急融資、スポンサーからの追加出資を受けるための既存のファイナンス契約の変更対応に追われました。6月以降は徐々に状況が改善し、新規案件も増え始めました。もちろん、そのような難しい時期に協議・交渉が進められた案件もあります¹。同時期の米国の状況はいかがでしたか。

木本 米国でも、3月、4月は新規の案件数が大幅に減少していたという印象です。しかし、その後は徐々に回復し始め、表明保証保険を取り扱うある米国保険会社の統計によれば、8月には新規案件数自体は例年と同水準まで回復していたようです。ただし、この統計は、その保険会社が引受けの打診を受けた案件数ベースです。実際に保険の引受けに至った案件数ベースだと、例年に比べ案件数は30%程度減少していたようです。この傾向は、コロナの影響で案件が中止、延期となっていることが主な原因として考えられるもの

* 執筆協力：菊地諒弁護士。

¹ たとえば、①ソニーによるソニーフィナンシャルホールディングスの完全子会社化（5月19日公表）、②アークランドサカモトによるLIXILビバの買収（6月9日公表）、③NTTによるNTTドコモの完全子会社化（9月29日公表）。

の、表明保証保険の利用自体が減ったことを表しているものではないと考えています。

2 今後予想されるM&A

木本 これまで私が携わった日本企業を代理するM&Aは、日本企業が米国企業を買収するものがほとんどでしたが、最近では、日本企業がノンコア部門の米国事業を売却する案件が増えてきています。ただし、これはコロナの流行前から予測されていたトレンドであり、コロナの流行がきっかけで生じた変化というよりも、すでに存在していたトレンドがコロナをきっかけに加速したものだと考えています。

鈴木 日本では、ここ10年ほどアジアを中心とした海外進出の流れがありましたので、コロナを契機にこれらの見直しが検討され、海外からの撤退や海外JV事業の再交渉・清算が行われる可能性があります。また、国内においてもノンコア事業・資産の売却は加速するでしょうから、いわゆるカーブアウト案件の増加を予想する人は多いですね。逆に、これを機に前向きな買収を狙っている当事者もいると思います。実際、コロナの流行によって資金運用ニーズがなくなるわけではないので、ファンドが当事者となるM&Aは、一時的に減少したものの依然活発で、この点はリーマンショックとは異なると認識しています。

当然ですが、コロナの影響は業界によって大きく異なり、特に、飲食・宿泊・観光業界が関連するM&A案件は、大きな影響を受けているようです。事業会社によるベンチャー投資（コーポレート・ベンチャー・キャピタル）も活発でしたが、事業会社自身の業績が悪化している場合には、ベンチャー企業が予定していた資金調達を実施できないといった事態も生じ得ます。また、コロナ禍による業績の悪化で倒産・事業再生案件が増加すると

木本 米国では、コロナの流行を原因として、大型の倒産案件も含め増加傾向にあると思います。大企業の倒産に伴う事業、資産の売却・清算に関わるM&Aは、今後数年にわたって継続していくと予想しています。

3 案件のペース・スケジュールへの影響

鈴木 コロナ禍により、DD（デューデリジェンス）からクロージングまでの時間軸としては、感染予防に配慮したりリモートによるDDなどが原因でスピード感がやや落ちている印象を受けることがあります。また、交渉も長引くことがあり、長期化の要因としては、コロナの流行が事業価値・バリュエーションにどのような影響を与えるのかが不透明で、売主と買主の間で買収価格の合意形成に時間を要していることが大きいと思われます。つまり、売主側は、コロナによる事業価値・バリュエーションの低下はあくまでも一過性で流行が収まれば回復するけれども、買主側はより保守的にみているということです。米国ではいかがですか。

木本 米国でも、日本と同様に、当事者の価格の目線が合わないために取引がスムーズに進まないということは起きていると思います。コロナの流行により、事業価値の評価額が大きく変化してしまったり、そもそも正確な価値の算定が難しくなってしまうことが原因で、取引が止まってしまうことがありました。M&Aとはやや性質が異なりますが、私がコロナの流行前から携わっていた日本企業による米国ホテルの買収案件は、コロナの流行後、完全に止まってしまっており、再開の目途も立っていないという状況です。

Ⅲ 日米DDの違いと コロナ禍でのDD

1 DD開始前の注意点

鈴木 次にDDについてですが、DD開始前に注意すべき点があれば教えてください。

木本 M&Aの初期段階における対応として、取引の基本条件や進め方を合意するMOU（基本合意書）を締結するのは日米共通のプラクティスかと思いますが、日本企業を代理していますと、弁護士の関与なく、ビジネスサイドのみでMOUが締結されてしまうことがたまにあります。もちろんMOUは法的拘束力を持たせないことが通常ですが、たとえば、取引の前提条件として従業員の雇用の継続が規定されていた場合、米国法では買主側として当該条件の遵守を法律上手当することが難しいことが一般的ですので、その対応に困る場合があります。コロナの影響という視点とはやや異なりますが、日米問わず十分にご注意いただきたいところです。

鈴木 コロナ禍での緊急案件も出てくると思いますが、MOUだからと検討不十分なまま締結することは避けないとはいけませんね。

2 コロナ禍で一層進む電子化・リモート対応

木本 米国では10年以上前からDDの電子化が進んでいます。資料開示はVDR（ヴァーチャル・データ・ルーム）を通じて行われ、法務インタビューも、対面ではなく電話会議システムを活用する方法で行われています。開示資料のレビューに関しても、盲目的にすべて印刷するというのではなく、原則としては電子ファイルのままでレビューし、各個人で必要と判断した場合には、印刷してレビューするという対応が通常かと思います。なお、米国でも対面で行うことが多かったビジネスサイド間でのマネジメントインタビューや工場などの現地視察が、コロナの影響で対面での

実施が難しくなり、やむなく可能な範囲でリモート対応するという実務上の変化はありました。

鈴木 日本では「DD報告会」が設けられ、対面あるいは電話会議により各アドバイザーが依頼者に発見事項の報告をすることが多いですが、米国ではこれらの報告会も完全にリモートで行われているのでしょうか。

木本 米国でのDD報告書の提出後の対応については、依頼者によって大きく異なるため、一般化は難しいです。日本のDD報告会のような多数の方が参加する形式までにはならないものの、報告書での指摘事項を口頭で説明する場合もあれば、そのような機会は設けず、依頼者から質問があれば随時説明するにとどめる場合もあります。他にも、インハウスの法務部門を持つ依頼者の場合、依頼者も直接DDに参加し、問題点を随時共有する場合もあります。ただ、私は、日本企業を代理する案件が多いため、日本の従来のやり方と同様に、報告書の提出後、電話等でDD報告会に出席することが多いです。

鈴木 日本でも、コロナの流行前から資料開示がVDRで行われることが主流となっており、インタビューもウェブ・電話会議で行う機会が増えていましたが、コロナ流行後はその傾向がより一層加速しているという印象です。開示資料のレビューの方法についても、以前はすべて印刷して紙で確認することが一般的で、個人的には今でも重要な書類は紙面での確認が必要と考えているのですが、近年では、環境への配慮もあって、大手事務所などを中心にタブレットなどの電子端末を活用して印刷量を極力減らす取組みがなされているようです。緊急事態宣言の発令によりオフィスでの執務が減ったことや、他人が触った紙を通じた感染のリスクが指摘されたことでこのような傾向が加速した面もあるのかも知れません。

3 コロナ禍でのDD (米国)

鈴木 米国でのDD実施時において、コロナ禍特有の留意点はあるでしょうか。

木本 米国では、コロナ流行による経済悪化に伴う前トランプ政権の対応策として、Paycheck Protection Programという政策が実施されています²。このプログラムでは、コロナの影響を受けた企業のうち、一定の要件を満たした企業が金融機関を通じて政府から融資を受けることができ、その融資を受けた企業が借入資金を従業員への給与支払や賃料の支払など、定められた用途に使用した場合には、その借入債務の免除を受けることができるというものです。

法務DDにおいては、買収対象会社がこのプログラムで融資を受けている場合、実施するM&Aによって借入債務の免除を受ける資格が失われることがないかを確認し、失われてしまう場合にはどのように対応するかを検討する必要があります。

このほかにも、コロナによって損失が発生している企業であればその損失が保険によってカバーされているかを確認します。また、特別な休暇手当が制度化されたり、CDC（米国疾病予防管理センター）やOSHA（労働安全衛生庁）によりガイドラインも出されたりしていますので、コロナの流行後に米国企業を買収するM&Aでは、これらを遵守しているかという点がDDでのチェック項目になるかと思えます。

IV M&A契約への影響

鈴木 次にドキュメンテーションです。契約交渉の進め方としては、コロナの流行前からほとんどがファイルでのやり取りのみで完結することも多く、コロナの感染拡大を受けて大

きく変化したという印象はありません。

木本 その点は米国も同様であり、ファイルでのやり取りでは趣旨が明確にならない点に限り、電話等でやり取りをして妥結点を見出すことはありますが、基本的にはファイル上のやり取りのみで完結しています。

鈴木 契約内容への影響という点ではどうでしょうか。

木本 コロナ流行後の契約書の内容の変化としては、売主側としては、取引の安定性を確保するため、MAC (Material Adverse Change) 条項の対象となる事象から明示的にコロナによる影響を除外することが増えているように感じます。

鈴木 日本でも、コロナの流行前から内容に濃淡はあれ何らかの形でMAC条項が規定されることがほとんどだったと思いますが、たしかに、日本の契約書でもそのような除外の例をみる機会は増えたかも知れません。また、コロナ流行を受け、当事者間でMAC条項の発動が議論されたことがうかがえる案件が日本でもいくつかありました。MAC条項は、ある事象が発生した場合にこれを発動し案件を完全に中止にするか再交渉を行うことで、事後的に非効率的なM&Aを排除することが期待されると説明されますが、プレスリリースをみると、これらの案件のなかには、契約条件の再交渉がなされたのかが必ずしも明らかではない一方で、クロージングを「延期」する判断をしたうえで最終的にはクローズしたのもあり、延期を重ねているものもあるようです。

木本 ほかに、コロナを原因とする取引後の業績の不透明感への対応策として、アーンアウト条項を追加する機会が増えたと感じています。特に、米国のM&Aの契約書にはクロージング・アカウント方式が主流の価格調整条項、MAC条項、アンチ・サンドバッグ条

² U.S. Small Business Administration, "Paycheck Protection Program" (<https://www.sba.gov/funding-programs/loans/coronavirus-relief-options/paycheck-protection-program>)

項など、常に変動する経営状況に対応する手段として規定されることが一般的ですが、これらの条項が、コロナの流行を受けて今後は日本の取引でもより広く利用されていくのではないのでしょうか。

鈴木 コロナの流行が事業価値・バリュエーションに与える影響について売主・買主の認識ギャップがあるのも事実ですから、日本でも今後アーンアウト条項の検討機会は増えるでしょうね。ただ、アーンアウト条項の利用に売主が応じるのか、実際に多く利用されることになるのかは不透明だと思います。

木本 米国では、数年前からM&Aにおいて、エスクローの代わり、またはエスクローの額を大幅に縮減するのと引き換えに表明保証保険が多く活用されています。コロナの流行後もその傾向に大きな変化はなく、表明保証違反に基づくクレームが増える可能性がある不確実な状況下ですと、表明保証保険を利用したいというニーズはより増えていくのではないかと個人的には考えています。なお、表明保証保険は、表明保証違反に起因して被った経済的損失を保険会社が当事者に代わって補償するものですが、コロナの流行を受けて、ある米国保険会社はコロナを原因とする表明保証違反については保険の対象外とすることを明言しています。今後、表明保証保険におけるコロナの取扱いに関しては、これが一般化していくものと考えています。

鈴木 日本国内でも近時は大手保険会社によって表明保証保険商品が開発されていますので、今後活用が増加していくかも知れません。

木本 米国では、今後のトレンドとして、倒産後の会社を買収するM&Aにおいても表明保証保険を活用する場面が増えるのではないかと、個人的に関心を持っています。まず、米国倒産法（チャプター11）上、倒産後の会社を買収する手続（いわゆる

Section 363 Sale）では、入札手続を経ることになりますが、入札者が表明保証保険を付けることで、エスクローに積み立てる額を大幅に減縮させ早期により多くの金額を債権者に配分可能となるので、債務者（Debtor）である売主にとって魅力的な提案となります。また、同手続においては、倒産会社に対する第三者からの補償請求について買主にプロテクションが与えられていますが、買取契約上の倒産会社の表明保証違反を理由とする補償請求については買主にプロテクションが与えられていないため、買主は表明保証保険を利用する意味があるといえます。

V クロージング関連

鈴木 日本では、クロージングの前に取引実行の前提条件の充足を確認するため、「プレクロ（プレクロージングの略称）」と称する手続を行うことがあります。特にLBOファイナンスでは、弁護士だけでなくスポンサーやレンダーの関係者が一堂に会して直接書類の確認を行うことが通常です。

米国ではいかがでしょうか。

木本 米国では、いわゆるプレクロは一般的には行われておらず、契約締結後、クロージングまでの間に、準備ができた書類から順次電子ファイルの交換が弁護士間で行われ、弁護士において前提条件の充足を確認するのが通常です。当事者にもその電子ファイルを共有することはあるかと思います。

鈴木 たしかに、コロナの影響もあってか、日本でも関係者が一堂に会して書類の確認を行う機会は2020年になってから減りましたが、それでも、電子ファイルのみで前提条件の充足を確認することが徹底されているところまでは至っていないかも知れません。もう少し効率化の余地があるかもしれません。

木本 米国では、クロージングに必要な署名や

書類を間違いなくかつ効率的に管理するためのソフトウェアの開発が進んでいます。特に、株主などの関係者が多い案件では一定の需要があるようです。

鈴木 日本では、米国と異なり、押印が必要な書類が多く、原本確認の需要がいまだに高いのが現状です。ただ、2020年9月の政権交代で菅政権となって以降、行政機関での押印の省略・不要化に関する議論が加速していますので、行政実務や契約実務に与える影響を注視したいと思います。あと、サインといえは、ロックダウン中は海外在住の担当者のサインの取得等に普段以上に時間がかかることもありました。

木本 米国でも、取引の実行にあたりCFIUS（対米外国投資委員会）の承認が必要な案件では、コロナの影響でCFIUSの機能が一時的に停止してしまっていたり、手続が通常よりも時間がかかってしまったりすることなどが原因で、クロージングが延期となってしまった案件などがありました。そのほかではあまり大きな影響はなかったように思います。

VI 紛争関連

鈴木 最後に、M&Aと紛争という点でコロナの影響はあるでしょうか。公表済みの案件において買主がMAC発動を試みているとの米国のニュースを見ると、リーマンショック当時を思い出します。

木本 訴訟大国といわれる米国ですが、それはM&Aの文脈でも例外ではありません。とりわけ、公開会社が関わるM&Aでは、クロージング後、ほぼ100%何かしらの形で紛争が発生しており、この傾向はコロナの流行前後で変わるものではないと考えています。紛争類型も、契約条項の解釈をめぐる争いや、役員の実責任を追及する案件など、多岐にわたります。

鈴木 今後増加が予想される紛争類型はあるでしょうか。

木本 米国では、表明保証違反を理由とする請求が頻繁に発生するため、その請求に備えてエスクローを設定することが一般的ですが、取引成立後、エスクローの解除の可否や時期をめぐる紛争化することもあります。今後、コロナの流行前に締結した契約で、契約上、コロナを原因とした価格調整や表明保証違反が認められるかが明確でない場合、その解釈をめぐる紛争が発生することが予想されます。

鈴木 なるほど。実務家としてもコロナで変わる点と変わらない点を意識しつつ、柔軟に対応していきたいですね。

本日はありがとうございました。

（2020年10月某日、ウェブ会議システムにより実施）

中小企業 買収の法務



中小企業買収の法務

——事業承継型M&A・ベンチャー企業M&A

柴田 堅太郎 [著]
3,740円 (税込) 300頁
中央経済社

本書では、近年増加している中小規模のM&A案件を「事業承継型M&A」と「ベンチャー企業M&A」に分け、法務上の問題を解説しています。事例を通じて、対象企業の内部管理体制や予算的制約等をふまえた生きた実務が理解できます。また、昨今激増している、事業会社によるベンチャー企業へのマイノリティ出資を通じた資本業務提供についても検討しています。