

# コロナ禍を受けたクロスボーダーM&Aのニューノーマル



アレン・アンド・オーヴェリー外国法共同事業法律事務所  
弁護士  
中島 太郎

## はじめに

世界におけるクロスボーダーM&Aは、過去約10年間、増加傾向にあった。この傾向は、各国における金融緩和政策や各企業におけるバランスシートの改善といった、主に買主側の事情に基づくものであった。そのため、弊事務所の統計によれば、特に近年のM&Aでは契約条件が売主側にとって有利なものとなる傾向があった<sup>注1</sup>。

もっとも、今般のコロナ禍を受けて、世界におけるM&Aは一時的に減少し<sup>注2</sup>、契約条件の傾向にも変化が見られる。したがって、コロナ禍においてクロスボーダーM&Aをおこなううえでは、各国の契約条件のプラクティスに加え、コロナ禍による契約条件の傾向の変化を十分に把握したうえで、相手方との間で交渉をおこなうことが重要であると思われる。

日本企業は、特に人口減少に伴う国内マーケットの縮小を背景に、海外のマーケットに活路を求めて、海外企業の買収を継続的にこなってきた。コロナ禍は人口減少による国内マーケットの縮小のトレンドに直接の影響を与えるものではなく、日本企業にとって海外企業の買収は引き続き重要な選択肢であると思われる。このような観点からすれば、競争環境が緩和した現在のM&Aマーケットの状況は日本企業にとって必ずしも悲観的にとらえるべきものではなく、実際に現状を好機ととらえてクロスボーダーM&Aを積極的に検討されている企業もあるようである。

そこで、このような日本企業の活動の参考になればと思い、以下、弊事務所の統計に基づき把握されるコロナ禍におけるクロスボーダーM&Aの契約条件のニューノーマルについて、地域別の傾向の相違につい

ても触れながら、概要を記載する。

注1：弊事務所では、過去8年間以上、弊事務所が世界各国において関与したプライベートM&Aの契約条件を統計として記録しており、主に契約条件の時的推移・地域的な差異を分析している。

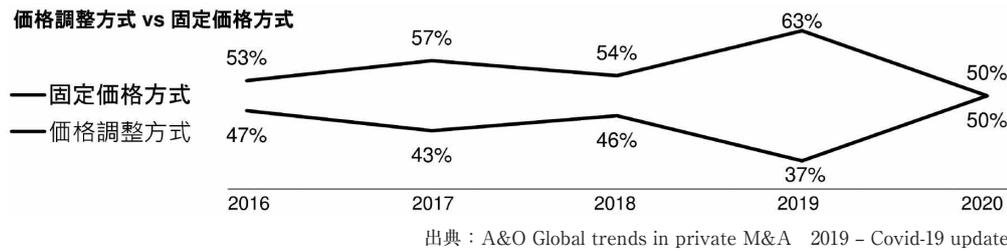
注2：なお、2020年第3四半期において、クロスボーダーM&Aは規模および数ともに回復傾向にあることを示す統計もあり、今後のマーケットの動向に注意すべきと思われる。

## 価格の決定方法

M&Aの契約における価格の決定方法としては、主に価格調整方式（契約締結時に価格を確定させず、クロージング後にクロージングにおける対象会社のバランスシートを作成し価格を調整する方法）と固定価格方式（契約締結時前の一定の基準日における対象会社の財務諸表を前提に、契約締結時に価格を確定する方法）が存在する。これらの価格決定方法の選択には、地理的傾向が大きく影響し、米国においては価格調整方式が多く採用される一方で、英国・欧州においては固定価格方式が多く採用される<sup>注3</sup>。

もっとも、弊事務所による統計によれば、本年1月から5月までに締結された弊事務所が関与したプライベートM&A（以下「弊事務所が関与したコロナ禍におけるM&A」という）においては、価格調整方式の採用割合が増加している。これは、現時点において本年のコロナ禍の影響を反映した事業年度の財務諸表が存在せず、また独占禁止法や外資規制に基づき当局の許認可を要するM&Aにおいては契約の締結からクロージングまで半年以上の期間を要する場合もあるところ、コロナ禍において契約締結時からクロージングまでの期間における対象会社のバランスシートの変動を正確に予測することも困難であるという事情を背景とするものと思われる（図表1）。

図表1 価格調整方式 vs 固定価格方式



したがって、特に2018年までの売主有利な市場における交渉の場合と異なり、コロナ禍の影響を受けた2020年度の財務諸表が作成される前に契約締結を予定するM&Aの交渉においては、米国のみならず英国・欧州においても価格調整方式の採用を積極的に交渉することが考えられ、大きな傾向の変化といえる。

注3：なお、本稿においては米国型と英国・欧州型の傾向をとり上げるが、これは世界におけるクロスボーダーM&Aが大きく米国型と英国・欧州型に分かれることによる。日本企業にとって関心の高い東南アジアのM&Aにおいては、米国による影響を大きく受けている国なのか、英国による影響を大きく受けている国なのかによってもM&Aの契約条件の傾向は異なるが、米国や英国・欧州の場合と異なり、各国において定まったM&Aの契約条件のプラクティスというものは存在しないように思われる。相手方の弁護士の留学先が米国であるか、または英国・欧州であるかによっても相手方の主張が異なる場合があり、戦略的な対応が必要となる地域であるといえる。

## 対価の支払時期

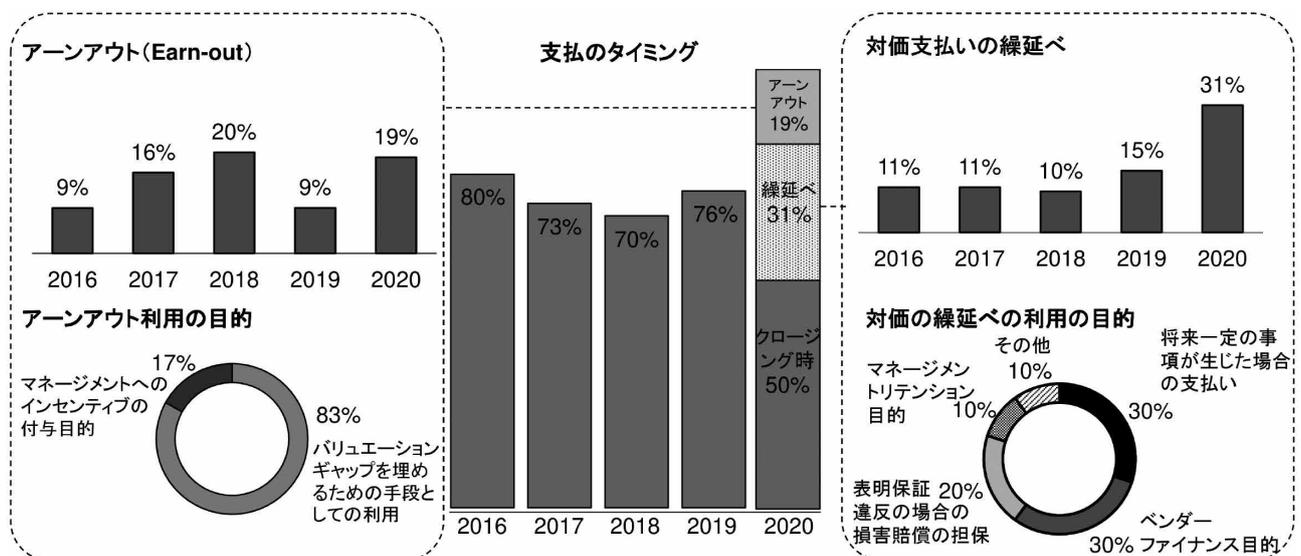
上記の価格の決定方法の傾向に関連し、対価の支

払時期についても大きな傾向の変化がみられる。弊事務所の統計によれば昨年までは7割から8割の案件においてクロージング時に対価の全額が支払われていたが、弊事務所が関与

したコロナ禍におけるM&Aにおいては、半数の案件で対価の一部がアーンアウトまたは対価支払いの繰延べの方法によりクロージング後の一定の時期に支払われることが合意されている（図表2）。

現在、M&Aの当事者は、コロナ禍による影響の深度および期間を正確に把握することが難しく、対象会社のバリュエーションを正確に算定することが困難となっている。このような問題に対応するため、特に売主・買主間の対象会社バリュエーションについての見解の相違を架橋することを目的として、対価の一部について将来における対象会社の業績等により価格を決定し支払うことを合意する場合（アーンアウト）が、昨年と比べて倍増している。また、同じく将来における対象会社の状況が不明確であることを背景として、対価の一部について、将来の一定事項を条件として支払う場合や、表明保証違反の請求の担保のために一定の時期まで支払われない場合等（対価支払いの繰延べ）も昨年と比べて倍増している。

図表2 （コロナ禍による影響）対価の支払い方法のトレンド



出典：A&O Global trends in private M&A 2019 - Covid-19 update

したがって、コロナ禍におけるM&Aの交渉においては、買主としてはこれらの手法の活用を積極的に交渉することが考えられ、売主としてもかかる手法の利用を受け入れる可能性が高まっている。この点も、コロナ禍におけるM&Aの契約条件のニューノーマルといえる<sup>注4</sup>。

注4：もっとも、アーンアウト条項は、現在合意できない事項を将来において解決することを合意するものであるという見方もあり、特に当事者間の文化やプラクティスの異なるクロスボーダーM&Aにおいては紛争が起きやすい条項でもあることから、十分な検討と慎重なドラフティングが求められる。

## 取引実行前提条件

M&Aにおいては、独占禁止法上の届出の実施や現地の外資規制法上の許認可の取得等の条件（法律上必要な取引実行前提条件）および主要な顧客からのチェンジ・オブ・コントロール条項に関する同意の取得等の条件（ビジネス上の見地から付される任意の取引実行前提条件）といった取引のクロージングのための前提条件が合意されることが多い。

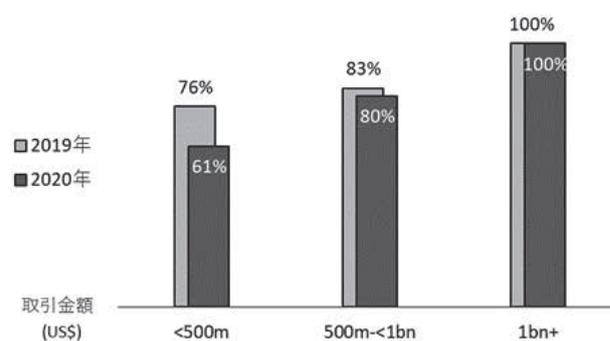
この点、法律上必要な取引実行前提条件に関する世界における傾向として、独占禁止法上の届出制度が先進国にとどまらず途上国においても整備されてきている。また、外資規制については、途上国における自国の産業を保護するための制度のみならず、最近においては、米国におけるCIFIUS（対米外国投資委員会）への届出制度等、先進国においてもナショナルセキュリティの保護を名目として拡充される傾向にあり、コロナ禍を受けて特に医薬業種の規制が強化されている。したがって、日本企業が海外においてM&Aをするうえでは、同取引において法律上必要となる許認可につき（過去のリサーチに基づくのではなく）改めて現在の制度について確認する必要がある。

なお、一般に日本企業による海外M&Aは海外において友好的に認識されることが多く、そのため先進国における外資規制の拡充は日本企業にとって必ずしも大きなリスクにならないことが多い。もっとも、国によっては、外資規制の拡充に比して当局の人員拡充が不足している場合があり、かつコロナ禍によりテレワークの対応がとられている当局もあるため、従来に比して審査が長期化する傾向が見られる。したがって、コロナ禍におけるM&Aのスケジュール作成においては、許認可の取得に要する期間を従来よりも長めに想

定しておくことが求められる。

一方で、弊事務所が関与したコロナ禍におけるM&Aにおいては、5億米ドル未満の取引において、取引実行前提条件が付された例が減少している。この減少は、コロナ禍におけるM&Aにおいては、売主は取引の確実性を重視し、買主もこれを受けて任意の取引実行前提条件を付さないことを認めている例が増加していることを背景とするものと思われる<sup>注5</sup>（図表3）。

図表3 取引実行前提条件が付された取引の割合



出典：A&O Global trends in private M&A 2019 – Covid-19 update

したがって、法務デューデリジェンスにおいては、主要な契約のチェンジ・オブ・コントロール条項等の有無について調査がされ、かかる条項が発見された場合には取引実行前提条件として記載されるべき旨のアドバイスがされることも多いが、コロナ禍におけるM&Aにおいては、任意の取引実行前提条件について売主から拒絶されるリスクを前提にその他の対応についても検討されるべきである<sup>注6</sup>。

注5：弊事務所の統計では、価格についての分析はおこなっていないため、その正確な背景は明確ではないが、おそらく買主としては、コロナ禍において比較的安価な価格で買収をするために、売主の取引実行の確実性についての要望を受容しているものと思われる。

注6：コロナ禍におけるクロスボーダーM&Aのデューデリジェンスにおいては、バーチャルデータルーム等の活用による対応がとられているものの、海外への出張が困難であることから対象会社のマネジメントとの間の物理的な会議や工場見学等のサイトビジットをおこなうことができず、実務上の問題点となっている。この点、コロナ禍の状況においては、物理的な会議やサイトビジットについては、現地におけるスタッフやアドバイザーに依拠することが考えられるが、コロナ禍を受けて各国において信頼できるアドバイザーのネットワークを構築しておくことの重要性が改めて明らかになっており、日本企業およびアドバイザーにとっても今後の重要な課題のひとつとなると思われる。

## MAC条項

M&Aの契約の締結から取引の実行までの期間に不測の事態が生じた場合に備え、対象会社の事業に重大

な悪影響を及ぼす事象（MAC）が生じた場合には買主に契約の解除権が認められる場合がある（いわゆるMAC条項）。MAC条項の利用割合や内容については各国のプラクティスによるところが大きく、一般的には米国のM&AにおいてはMAC条項が多く利用され、その定義は閾値の記載を伴わない一般的な記載にとどまる場合が多い。一方で、英国・欧州のM&AにおいてはMAC条項の利用割合は低く、その定義においては一定の閾値等が付される場合が多い。

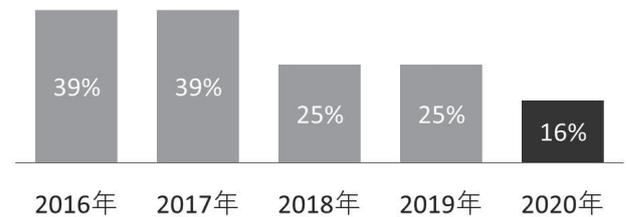
特に観光業や小売業等のコロナ禍の影響を大きく受けたセクターにおいて昨年契約が締結されクロージングを本年に予定していたM&Aにおいては、コロナ禍を受けて対象会社のバリュエーションが昨年の契約締結時から大きく減少している場合があり、その場合、買主がMAC条項を根拠に契約の解除を主張する事例がみられる。もっとも、実際にはMACの存否の判断につき条文上明確でない限り、コロナ禍による影響がMACに該当するか（または除外事由に該当しないか）について当事者間で争われている例が散見され、訴訟になっている例もみられる。これらの訴訟の結果次第では、今後のM&Aの契約条件のプラクティスに大きな影響を与える可能性もあり、結果が待たれるところである。

もっとも、本来MAC条項は契約締結時点において予測できない事象が生じた場合について取り扱う条文であるところ、契約上すべての事象を明確にカバーすることは実務上困難であることから、従前よりMACの存否については争いが生じやすい傾向がある。また、実務上裁判所においてMACが容易に認められることは少なく、実際にMAC条項を利用することは困難な場合が多い。したがって、海外M&Aを企図する日本企業としては、MAC条項に過度に依存した戦略をとるのではなく、契約締結日からクロージングまでの間に対象会社にはどのようなリスクが想定され、そのうちどのようなリスクについては対象会社の保険でカバーできるかについて調査・検討する等、他の方法によって一定程度リスクヘッジを図ることができないか検討すべきと思われる。また、MAC条項を合意する場合においては、各国のプラクティスに配慮しつつも、MACの存否についての将来の争いを防止するため、できる限り明確な閾値・定義を設けることが望ましい。

なお、弊事務所が関与したコロナ禍におけるM&AにおいてはMAC条項が認められた事例が2019年の場

合と比べて大きく減少している（図表4）。これは、上述の通り、コロナ禍におけるM&Aにおいては、売主は取引の確実性を重視し、買主もこれを受け入れていることを背景とするものと思われる。

図表4 MAC条項が認められた事例



出典：A&O Global trends in private M&A 2019 - Covid-19 update

また、MAC条項が認められる事例においても、コロナにおける影響については（同業他社と比べて非常に大きな影響が生じない限り）MACの対象外とされる場合が多い。

したがって、コロナ禍におけるM&AにおいてはMAC条項に依拠することは難しく、クロージングまでの期間において不測の事態が生じた場合にも契約を履行しなければならないリスクをとることが買主に求められる場合が多い。その場合、買主としては、保険等の他の方法で対応できるリスクについての事前の調査・検討をしたうえで、残存するリスクや予測できない事態が生じるリスクについて価格への反映を検討する必要があると思われる。

また、昨年契約が締結され取引のクロージングを本年に予定していたM&Aにおいて、買主が契約を解除するための根拠として、売主が契約締結後クロージングまでの間に対象会社の事業を通常通り運営する義務を負っていたのにもかかわらず、コロナ禍のために買主の同意なく緊急対応をとったことは契約違反であると主張する例もみられる。これを受けて、コロナ禍におけるM&A契約においては、売主は例外的に買主の同意をとることなく緊急対応をとることができる旨を明記する例が増加しており、これもコロナ禍におけるクロスボーダーM&Aの契約条件のニューノーマルのひとつといえよう。なお、売主にどのような緊急対応が許容されるべきかについては対象会社の所在する国の法制度やプラクティスによっても大きく異なることから、買主の同意なく許容されるべき緊急対応の範囲の交渉に際しては、コロナ法制度や労働法等、現地の

法制度・プラクティスの正確な理解を前提にすることが重要であると思われる。

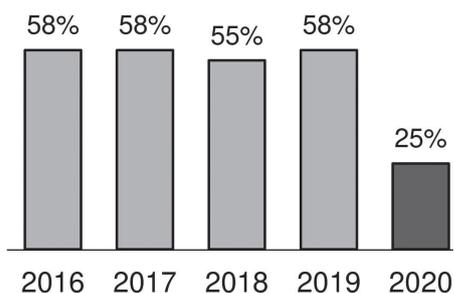
## 表明保証

M&A契約における表明保証は各国における傾向の違いが大きい契約条件のひとつである。特に、米国においてはすべての表明保証が契約締結時およびクロージングにおいてなされることが一般的である一方で、英国・欧州においては事業に関する表明保証については契約締結日においてのみなされることも多い。また、表明保証責任の限度額については、米国では取引価格の10%前後で合意されることが多い一方で、英国・欧州においては20%から30%前後で合意されることも多い。

もっとも弊事務所が関与したコロナ禍におけるM&Aにおいては、すべての表明保証が契約締結日およびクロージングにおいて繰り返される場合が大幅に減少している（図表5）。また、責任の限度額についても減少がみられ、弊事務所の統計によれば昨年の表明保証責任の平均責任限度額は取引金額の36%であったところ、弊事務所が関与したコロナ禍におけるM&Aにおける平均責任限度額は取引金額の26%であった（図表6）。

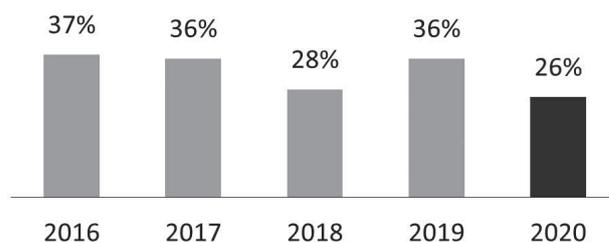
これらの背景としては、コロナ禍によって対象会社にどのような影響が生じるか売主としても把握することが困難であることから、売主としては契約の締結から一定期間経過後のクロージング時における対象会社の状況について表明することは困難であり、表明保証の責任を限定的にしたいとの要望があることによると

図表5 契約締結時およびクロージング時の両時点においてすべての表明保証がなされた事例の割合



出典：A&O Global trends in private M&A 2019 - Covid-19 update

図表6 責任限度額の平均（取引金額に対する割合）



出典：A&O Global trends in private M&A 2019 - Covid-19 update

思われ、買主もこれを受け入れているようである。

したがって、コロナ禍におけるM&Aにおいては、売主から表明保証を限定的なものにとどめることを求められる可能性があることを前提に交渉戦略を構築すべきであり、買収価格への反映や表明保証保険の取得等についても検討すべきであると思われる。

## まとめ

以上、弊事務所の統計に基づき、コロナ禍におけるクロスボーダーM&Aの契約条件のニューノーマルについての概要を記載した。もちろん、これらは単なる傾向にすぎず、実際のM&A契約の交渉において本稿に記載した契約条件の傾向を受け入れる必要があるわけでもない。もっとも、M&Aの交渉を含め、交渉においては、一般的なプラクティスや相手方のプラクティスがどのようなものであるかを理解し、自己の主張が一般的なプラクティスとどの程度乖離しているか、相手方にどのように受け取られ得るかを理解することが重要であり、文化やプラクティスの異なる売主と買主が交渉するクロスボーダーM&Aにおいては特にその重要性が高いと思われる。その意味で本稿が日本企業のクロスボーダーM&Aにおいて何らかの参考となれば幸いである。

