

新型コロナウイルス流行期における M&A —第1回 株式譲渡契約—

弁護士 青柳 良則 / 弁護士 佐橋 雄介

Contents

- 株式譲渡契約における MAC 条項(Q1)
- 株式譲渡契約における価格調整条項(Q2)

はじめに

国内における新型コロナウイルス感染症の急速な拡大を踏まえ、本年4月7日に、新型インフルエンザ等対策特別措置法に基づく緊急事態宣言が発令され、同5月4日に期限の延長がなされましたが、同5月22日時点において42府県において解除され、東京都を含む残りの都道府県についても5月中の解除を目指す見通しであると報じられています。しかしながら、海外において経済活動の再開後に再び集団感染が発生したことが報じられるなど、国内においても新たな流行の発生に引き続き警戒が必要な状況にあります。また、すでに多くの企業が2019年度の業績への新型コロナウイルス感染症の影響を公表している一方で、2020年度の業績予想については予想が困難であるため公表を控えている企業も多く、各企業の業績への影響は引き続き継続し、むしろ今後より表面化してくることが予想されます。

そこで、新型コロナウイルス感染症の流行期における M&A 分野における法的論点について、Q&A 方式により、シリーズでお伝えいたします。今回は、第1回目として、新型コロナウイルス感染症が株式譲渡契約に与える影響についてご説明いたします。

なお、M&A 分野以外の法律問題に関しては、当事務所ウェブサイト、特集「新型コロナウイルス感染症をめぐる法的問題」(https://www.amt-law.com/publications/detail/publication_0021455_ja_001)もご参照ください。

Q1. 株式譲渡契約における MAC 条項

株式譲渡により対象会社の買収を検討していますが、新型コロナウイルスの感染拡大により、株式譲渡契約締結後クローリング前に、対象会社の事業等に大きな変動が生じ、対象会社の価値が契約締結時に想定していたものを大きく下回る可能性があります。このような事態が生じた場合に備えて、株式譲渡契約書において、クローリングを取りやめる方法を規定しておくことはできますか？

A. 株式譲渡契約を含む M&A 取引契約において、契約締結とクロージングの間に一定の期間を設ける場合には、対象会社の事業、財務状態、資産、負債、損益、将来の収益等に「重大な悪影響を及ぼす事由」が生じていないことを買主のクロージング義務履行の前提条件とすることがあります(いわゆる MAC 条項又は MAE 条項)。MAC 条項がクロージング義務履行の前提条件として規定されている場合には、対象会社の事業等に「重大な悪影響を及ぼす事由」が生じた場合には、買主は前提条件不充足としてクロージング義務を履行しないことができます。また、対象会社の最終の貸借対照表の基準日後に「重大な悪影響を及ぼす事由」が発生していないことが表明保証の内容とされている場合には、表明保証の違反を通じて、前提条件の不充足によりクロージング義務を履行しないこと又は契約の解除を行うことができる場合があります。

もっとも、売主からすれば、契約締結後に対象会社に生じるリスクを自らが負担することになりますので、「重大な悪影響を及ぼす事由」の定義は買主との間で大きな争点となります。一般的な経済状況の変動、業界全体の状況の変動、資本市場の変動、戦争・テロ・天災、法令・会計基準の変更等は、売主・対象会社側でコントロールできない事由として、「重大な悪影響を及ぼす事由」から除外されることも多いですが、本件のように、新型コロナウイルスの感染拡大による将来の見通しが不透明な状況においては、売主から、新型コロナウイルス感染拡大に関連して生じる事由を明示的に除外するよう主張されることも考えられます。

これに対して買主としては、新型コロナウイルス感染拡大に関連して生じる事由を明示的に除外するとしても、これに関連して生じる対象会社への悪影響が、同業他社に生じる悪影響と比較して特に大きくなった場合には、例外の例外として、「重大な悪影響を及ぼす事由」に該当するよう規定することを求めることが考えられます。

いかなる事由を「重大な悪影響を及ぼす事由」と定義するかは、売主・買主間のリスクアロケーションの問題であり、新型コロナウイルス感染拡大のリスクをどの程度甘受できるのかを検討し、両者が合意できる着地点を探す必要があります。

また、MAC 条項を規定することについて合意できたとしても、いかなる場合に「重大な」悪影響が生じたといえるのかといった点や、現在のように新型コロナウイルスの感染が周知の事実となっている中で契約関係に入った場合に、新型コロナウイルスの感染拡大を契約に明記しなかったときは、これを理由として MAC 条項に該当する旨を主張できるのかといった点も問題となりえます。そのため、売上・利益や特定の KPI が一定程度減少したこと、特定の事象が発生したこと(例えば、海外工場の閉鎖が 2 週間以上継続したこと等)といった客観的な基準をもって「重大な悪影響を及ぼす事由」に当たる旨を定めておくことも考えられます。もっとも、契約締結前の限られた時間の中で両者が納得できるような基準を定めることが可能であるか、比較の対象となる数値をどのように算出するか、クロージング後の収益悪化が見込まれる事由が発生した場合をカバーできるような基準を定めることが可能であるか、といった点も併せて検討する必要があります。

なお、MAC 条項について満足できる内容を合意できない場合、買主としては、売主に対して解約金(リバース・ブレイクアップフィー又はリバース・ターミネーションフィーと呼ばれます。)を支払うことにより契約を一方的に解除できる内容の規定を設け、クロージングを取りやめる途を確保しておくことも考えられます。

Q2. 株式譲渡契約における価格調整条項

株式譲渡により対象会社の買収を検討していますが、株式譲渡契約に MAC 条項を規定することについて売主と合意ができず、一方で、対象会社の事業の現状及び見通しが、新型コロナウイルス感染症の影響で不透明であ

り、売主の希望する譲渡価格を支払うことが難しいと考えています。もっとも、新型コロナウイルス感染症の影響が小さければ、売主の希望する譲渡価格も必ずしも不当ではないと考えているのですが、売主との間で合意するよい方法はありますか？

A. 新型コロナウイルス感染症の影響で、ある一定の買収価格で合意することが難しい場合には、いわゆる「価格調整条項」や「アーンアウト条項」などを利用することが考えられます。

(価格調整条項について)

新型コロナウイルス感染症の感染の状況や、緊急事態宣言のような感染拡大防止措置の内容は、日々変化し又は更新され、現在は多くの企業の事業の状況が短期間であっても見通しにくいものとなっています。そのような中、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対応するためには、クロージングまでの対象会社の企業価値の変動を反映して価格調整を行う価格調整条項の利用が考えられます。

このような価格調整条項は、通常、契約締結前の段階で入手可能な最新の対象会社の貸借対照表(株式譲渡契約において合意されクロージング日に支払われる譲渡価格の決定もこのような貸借対照表に基づいて行われるものと考えられます。)と、クロージング日時点における対象会社の貸借対照表とを比較して、これらの貸借対照表における一定の項目の変動に基づき、譲渡価格の調整を行うという内容であることが多いです。具体的な調整の方法としては、運転資本の額の変動を基準にするもの(運転資本調整)、有利子負債と現金及び現金同等物の変動を基準にするもの(純負債調整)、純資産額の変動を基準にするもの(純資産調整)などがあり、またこれらを組み合わせたものもあります。調整の結果、変更された譲渡価格とクロージング日に支払われた譲渡価格の差額につき、一方の当事者から他方の当事者に支払われることとなります。価格調整条項は、上記のとおり、通常はクロージング日時点における貸借対照表の数値を基準として価格調整を行うよう規定されることが一般的ですが、契約締結日とクロージング日との期間が長期に及ぶ場合には、クロージング後に支払われることになる調整額の変動の影響をできるだけ小さくするために、クロージング後の価格調整に加え、クロージング日前の一定のタイミングで暫定的な価格調整を行い、クロージング日に支払われる譲渡価格を調整するようなメカニズムを規定することも考えられます。

(アーンアウト条項について)

他方で、新型コロナウイルス感染症については、この先数か月といった短期的な影響のみならず、感染の拡大に伴う経済活動の自粛等によって引き起こされた景気の悪化等により、この先何年かに及ぶ長期的な影響も懸念されているところです。そのような、クロージング後一定の期間における価値の変動や、対象会社の事業の不確実性によるリスクに対応するためには、アーンアウト(earn-out)条項の利用が考えられます。

アーンアウト条項とは、買収対価の一部を買収後における予め合意された目標の達成に連動させる条項をいいます。すなわち、クロージング日に支払われる譲渡価格に加えて、目標が達成された場合に買主から売主に対して追加で譲渡価格の支払がなされることとなります。そのような目標として設定されるものとしては、財務的な指標では EBITDA、売上高、純利益等が用いられることが多く、一定の事項の達成等の非財務的な指標が定められることもあります。支払いの方式については、一定の目標を達成した場合に一定の額を支払うこととするものや、支払額を一定の公式に従って計算するもの等があり、支払いの回数についても、評価対象期間全体で1回の支払のみが予定されているものや、評価対象期間の途中における目標達成状況に応じて都度支払いを行うもの等があります。

アーンアウト条項においては、売主側が追加の譲渡価格の支払を受けられないかもしれないというリスクを負うこととなります。それとは逆に買主側がリスクを負う条項の設計としては、アーンアウト条項とは逆に、一定の条件が成就しないことを理由に、譲渡価格の一部の返還を受けるというリバース・アーンアウト(reverse earn-out)条項の利用も考えられます。なお、アーンアウト条項やリバース・アーンアウト条項による売主及び買主間の支払の確実性を担保するために、エスクロー口座に相当する現金を預け入れた上で、条件が満たされた場合には、エスクロー業者が売主及び買主間で合意された条件に従って、自動的に支払を行うようにすることも考えられます。

-
- 本ニュースレターの内容は、一般的な情報提供であり、具体的な法的アドバイスではありません。お問い合わせ等ございましたら、下記弁護士までご遠慮なくご連絡下さいますよう、お願いいたします。

 - 本ニュースレターの執筆者は、以下のとおりです。
Q1.担当 弁護士 佐橋 雄介(yusuke.sahashi@amt-law.com)
Q2.担当 弁護士 青柳 良則(yoshinori.aoyagi@amt-law.com)

 - ニュースレターの配信停止をご希望の場合には、お手数ですが、[お問い合わせ](#)にてお手続き下さいますようお願いいたします。

 - ニュースレターのバックナンバーは、[こちら](#)にてご覧いただけます。