

アジアにおけるM&A成功のためのストラテジー

連載（隔月掲載）

第六回 クロスボーダー

M&A取引における解除条 項―解除の時期と方法へ―

前稿（本誌2014年12月号に掲載）で論じた通り、M&A取引の当事者は、取引成立のために多大なる時間と労力を割いても、クロージング完了前に売買契約（以下「SPA」）または合併契約（以下「MA」）を解除

することがある。なぜそのようなことをするのかと疑問に思うかもしれないが、誰の身にも振り掛かり得る問題を避けるためである。

世界経済が不安定な様相を呈してきた今、M&A取引の当事者は、解除条項を見直し、いかなる状況でも取引を解除できる適切な方法を検討しておくべきである。

前稿では、特に公開会社の買収に焦点を当てながら、解除事由として、重大な違反、重大な悪影響を及ぼす事由及び買主の

保護について述べた。本稿では、解除の効果として、特定の履行、損害賠償及びリバース・ブレイクアップ・フィーに関連する諸問題を含め、買主が通常、SPAまたはMAに定めようとする取引保護条項について検証し、買主の立場から論じる。

△消極的な買主に対する 契約上の保護

売主は、買主がM&A取引の実行に消極的になった場合の救済措置として2種類の契約上の保護のうち、その一方または双方を利用することが多い。特定の履行にかかる救済措置と誓約である。

▽特定の履行

コモンローに準拠する国では、いずれかの当事者が自らの契約上の義務を履行しない場合、相手方当事者に特定の履行にかかる救済措置を認めている。特定の履行にかかる救済措置とは、

義務不履行の補償として損害賠償金の支払いだけでは不相当な場合に、不履行当事者に対して契約をその条項に従い履行させる裁判所の命令に基づく衡平法上の救済措置である。

特定の履行にかかる救済措置は、裁判所の執行力が伴うから、不履行当事者は、裁判所の命令を拒否した場合、制裁を受ける。特定の履行にかかる救済措置は、M&A取引の売主が行使した場合、買主にSPAまたはMAに基づく履行及びM&A取引の実行を強制することができる。

当事者は、SPA及びMAの補償条項で通常、詐害行為（及び場合によっては故意の契約違反）を除き、当該補償条項が、両当事者にとつて契約違反に対する唯一の救済措置であると定めている。それでもなお、必ず特定の履行にかかる権利を行使できるように、唯一の救済条項に加えて、特定の履行にかかる救済措置を含む衡平法上の救済

措置を請求することができるとに合意するのが通常である。

▽完全な特定の履行

完全な特定の履行を認める契約において売主または対象会社は、如何なる状況であろうとも買主が行った誓約の一切を行使することができ、よつて買主のデット・ファイナンスングによる借入義務の執行を含め、買主にM&A取引を実行する命令を下すよう裁判所に申立てをすることができ。

最近までほとんどのファイナンス・バイヤーは、M&A取引を実行しない選択をした場合またはM&A取引に必要なデット・ファイナンスングを受けられない場合に、リバース・ブレイクアップ・フィーを買主に支払うことよりも、むしろ、自らの借入義務の特定執行を認めることを躊躇していた。

ところが近年、競争入札においてファイナンス・バイヤ

ポールヘイスティングス法律事務所・外国法共同事業（東京事務所）

ティモシー・A・マキ
フライリップ・S・スタマタコス

ーは、より積極的に親会社またはファンドとしての借入金の保証、即ち売買価格全額の保証をするようになっていく。今後売主及び対象会社は、保証したファイナンシャル・バイヤーに対して当該保証を実現できるようにするため、SPA及びMAに完全な特定の履行に関する誓約を定めることを強く要求すると見込まれる。

△特定の履行に関する条項を明示的に定めない場合

両当事者は、SPAまたはMAにおいて特定の履行にかかる救済措置を定めないこともあるが、多くの国の準拠法においては、特定の履行にかかる救済措置を法律で認めている。したがって、救済措置を受けることを明示的に拒否しない限り、救済措置を法律上受けられる。

▽条件付の特定の履行

条件付の特定の履行に関する条項には、対象会社または売主が買主の義務を執行する権利を行使する前に、充足すべき条件が定められている。概して買主は、売主が特定の履行にかかる救済措置につき裁判所に申立てをする前に、3つの条件を充足

する必要がある。

条件を付けることは、当初、買主がプライベート・エクイティ・ファンド等のファイナンシャル・バイヤーである場合のM&A取引において最もよくみられたが、現在は広くストラテジック・バイヤー（特に買収ファイナンシングを利用するストラテジック・バイヤー）も、特定の履行にかかる売主の権利に制限及び条件を付けている。

第一の条件は通常、買主のその他のクロージング条件の一切が充足されていることである。売主の表明及び保証の正確性、売主からのbring down certaintyの提出、売主による必要な承諾及び承認の一切の取得、政府承認の一切の取得、並びに係属中の訴訟等の手続がないことの証明の他、前稿で述べた通り、重大な悪影響を及ぼす事由が発生していないという要件が含まれる。

第二の条件として、買主が手配した買収デット・ファイナンシングが完了したこと（例えば、エスクロー口座への入金）、または買主が売買価格のうちエクイティ・ファンディングによる調達分の資金を利用できるようになり次第直ちに貸付することに

つき、買収デット・ファイナンシングのレンダーが同意していることが定められている。

第三の条件は通常、売主のクロージング条件が充足または放棄されており、かつ、ファンディングがなされた場合に売主が自らのM&A取引の実行義務を履行することにつき、売主が確認することである。

条件付の特定の履行に関する条項には、売主に有利な条項、買主に有利な条項及び中立的な条項の3種類があり、いずれも実務的によくみられる。

売主に有利な条件付の特定の履行に関する条項には、上記の3条件が充足された場合、売主は、特定の履行として買主がエクイティ・ファンディングにより買収資金を調達するよう裁判所に申立てをすることができると定められている。実際にファンディングがなされてM&A取引が実行できるようになる。

また、デット・ファイナンシングが利用できることとして、売主または対象会社がM&A取引の実行を強制できることを意味する。ファンディングを強制的に行わせることができるからである。ただし、売主に対して重要な警告がある。デット・ファイナンシングに

関するコミットメント・レターは、その定めに従い買主による特定の履行を認めていない。即ち、買主（または第三者受益者としての売主）は一般的に、レンダーに買収資金の貸付を強制する権利をもたないものである。

実際には、買主がM&A取引の実行に必要な資金を有していない場合、後述の通り売主は実務的に、損害賠償金若しくはリース・ブレイクアップ・ファイのみ、またはそれらの両方を請求するようである。

買主に有利な条件付の特定の履行に関する条項には、上記の3条件が充足された場合、売主は、買主のエクイティ・ファンディング義務を具体的に執行することができるが、買主がM&A取引の実行に必要な資金を有していることを売主が証明すること、買主のデット・ファンディングによる借入という特定の履行を売主が裁判所に執行させることもできる。

よって、上記3条件が充足されている場合に、売主または対象会社が特定の履行にかかる権利を有しており、エクイティ・ファイナンシング及びM&A取引実行を執行できるといふ条項

は、デット・ファイナンスिंगの執行が通常、明示的に認められていない、または明示的にこの種の条項から除外されており、実務的に可能である場合とそうでない場合があるため、いずれの当事者にとつても中立的な手段といえる。よつて両当事者は概して、かかる事態が発生した場合、裁判所に判断を委ねることに合意する。

▽損害賠償金

大部分のM&A取引において、両当事者は、クロージング条件が充足または放棄されているにも拘わらず、買主が契約締結後にM&A取引の実行を拒否した場合に、売主が受領できる損害賠償金の性質及び金額の交渉に相当の時間を割く。現在のマーケットにおいて両当事者が損害賠償条項に関連して選択し得るアプローチは複数存在するが、買主がストラテジック・バイヤーであるか或いはファイナンス・バイヤーであるかによる大きな違いがある。損害賠償条項に関するアプローチは、以下のいずれかに分類される。

第一に、SPAまたはMAにおいて、売主が受領し得る損害賠償金の性質または金額を定めないとするアプローチである。

従つて売主は、契約の紛争条項上の自らの権利を行使して、適用法令に基づき自ら利用可能な損害賠償金の一切を請求することができる。

第二は、クロージング前の誓約に買主が「故意に」違反した場合に限り、売主が損害賠償金を請求できるようにするアプローチである。買主が買収のためのデット・ファイナンスングを利用しない場合、買主は、買主がM&A取引の実行を怠った場合とは、「故意」によるものに限定されるため、両当事者にとつて金融機関等の第三者の行為は関心事ではなく、売主は故意の違反にのみ注目すべきであると主張できるであろう。

かかる買主は、売主にとつて「故意」を証明するのは難しいと主張し得る。その場合、「故意」の違反に対する損害賠償金には、上限を設定するなどして対応する。故意の違反に対する損害賠償金に上限を設定することは、買主にとつて相当の成果といえる。一方、売主にとつて損害賠償金の上限を定めていない損害賠償条項は、買主のクロージング条件が充足された場合、買主によるM&A取引の実行否定の抑止力となる。

第三のアプローチでは、買主

による故意のありなしに拘わらず、損害賠償金が支払われるようにする。上述の通り、故意の違反に対する損害賠償金には上限を設定することもあるが、買主がデット・ファイナンスを受けられずM&A取引を実行できない等、違反が故意でない場合は、「リバース・ブレイクアウト・フィー」として損害賠償金に通常上限が設定される。重要なのは、リバース・ブレイクアウト・フィーは通常、売主にとつて利用可能な損害賠償金の上限設定という役割を果たしているという点である。

最後に、如何なる事由であれ売主が受領できる唯一の「損害賠償金」は、リバース・ブレイクアウト・フィーに限定することと両当事者が合意するというアプローチもある。買主からみて、故意の違反であるか否かに拘わらず、「リバース・ブレイクアウト・フィー」のみが、事由の如何を問わず支払われるべき損害賠償金であることに合意することは、多くの点においてM&A取引から撤退できる相当な手段である。

▽売主の保護

売主は通常、確実にM&A取引が実行できるようにするため

の条項について交渉しようとする。M&A取引の実行を保護するための条項は無数に存在するが、現在のマーケット状況及び両当事者の交渉力に強く影響される。以下では、M&A取引の実行を保護するための典型的な方法の一例を紹介する。

(A) ストラテジック・

バイヤー

M&A取引を保護する方法のうち、最も売主に有利なものは、具体的な履行に関する条項を完全に定めた契約であり、買主が契約に違反してM&A取引の実行を拒否した場合の損害賠償金の上限は定めない。

そのかわり、具体的な履行に関する条項には、特にストラテジック・バイヤーがデット・ファイナンスングを利用する場合、または、両当事者がM&A取引により反トラストにかかる承認をめぐる相当の問題が発生し得ると考えている場合、ある種の条件を付す。

売主は、反トラストにかかる承認が取得できない場合にはリバース・ブレイクアウト・フィー、買主が故意に契約違反した場合には無制限の損害賠償金の支払義務が発生するようにしたいだろう。

一方、両当事者が選択し得る別の方法は、特定の履行に関する具体的な権利を定めない契約であり、あらゆる形態の違反に対して損害賠償金に上限を定めない。この場合、売主はM&A取引の解除を避けることができず、少なくとも相当な額の損害賠償金を請求することができる。

戦略的買収は時として、反トラストをめぐる問題を伴うことがある。売主は通常、反トラスト当局からの承認が取得できない場合のリスクを買主に負担させ、かつ、資産の売却または不利益な当局の判断に対する申立等、当該承認を取得するためのあらゆる行為の実行を買主に誓約させようとする。しかし、当該承認が取得できないリスクが相当である場合、買主は、そのような「無謀な」誓約に同意しようとはしないだろう。

この場合、両当事者は、当該承認が取得できない場合に買主がリバース・ブレイクアップ・フィーを売主に支払うことにつき交渉することが多い。

(B) ファイナンス・バイヤー

買主がプライベート・エクイティ・ファンド等のファイナンス

シャル・バイヤーである場合、売買価格にかかる資金調達は通常、部分的に借入によりなされる。よって、買主が特別目的会社であるような場合、プライベート・エクイティ・ファンドの構造を考慮して、売主は、条件付の特定の履行にかかる条項及びリバース・ブレイクアップ・フィーについて慎重に定める。

▽「オプション」のような離

脱権

最も買主にとって有利な方法は、「離脱権」である。SPAまたはM&Aにおいて特定の履行にかかる明示的な権利が定められていない場合、リバース・ブレイクアップ・フィーは、あらゆる損害に対する唯一の具体的な救済措置であり、買主がストラテジック・バイヤーである場合、反トラストにかかる承認を取得するという誓約は任意となり、リバース・ブレイクアップ・フィーも事実上、売主にとっては任意となる。よって、買主はリバース・ブレイクアップ・フィーを売主に支払ってM&A取引から離脱できる。

▽リバース・ブレイクアップ

プ・フィーの金額設定

リバース・ブレイクアップ・

フィーは現在、公開会社のみならず、非公開会社のM&A取引においても益々利用されている。しかしながら、両当事者にとって留意すべきは、「リバース・ブレイクアップ・フィー」の算定に、「ブレイクアップ・フィー」(もしあれば)の金額を参照する必要はないことである。

ブレイクアップ・フィーは、リバース・ブレイクアップ・フィーとは別個の概念であると考えるべきである。前稿(本誌2014年12月号に掲載)で述べた通り、ブレイクアップ・フィーは通常、対象会社の取締役会が第三者からより有利なM&A取引の申出を信任義務に反しない範囲で受け入れた結果発生す

る。

しかし、買主は、故意であれ、あるいは第三者またはレンダーの行為の結果であれ、信託義務をめぐるとの問題はM&A取引を実行しないという決定に関係がない。近年は、リバース・ブレイクアップ・フィーの金額は、ブレイクアップ・フィーの金額を上回る傾向があるが(現在、リバース・ブレイクアップ・フィーの金額は、エクイティ価値の5%から7%となることが多い)、いずれにせよ絶対的及び相対的にみて、買主がM&A取引の実行を拒否することを抑制できる程度の費用負担となる高い金額に設定すべきである。



ティモシー・A・マキ
(Timothy A. Mackey)

ポールヘイスティングス法律事務所・外国法共同事業 東京事務所 オフ・カウンセル 流暢な日本語を話すと共に読み書きにおいてもネイティブレベルの日本語力を有する。ニューヨーク州弁護士および外国法事務弁護士(第一東京弁護士会所属)。日本企業の国際取引(M&A、ジョイントベンチャー等)を専門とする。



フィリップ・S・スタマタコス
(Philip S. Stamatikos)

ポールヘイスティングス法律事務所(シカゴ)パートナー。イリノイ州弁護士。トロント大学大学院、ミシガン大学ロースクール卒業。専門はM&A、ジョイントベンチャー、資本再構成、コーポレートガバナンス等。