

NO&T U.S. Law Update 米国最新法律情報

2020年12月 No.52

コロナ下における MAE 条項及び Operating Covenant に関する デラウェア州裁判所初の判断

弁護士 大久保 涼
弁護士 達本 麻佑子

はじめに

米国のM&A契約においては、対象会社に「重大な悪影響」(material adverse effect、「MAE」)が生じていないことをクロー징の前提条件(condition precedent)とし、また、M&A契約の締結からクロー징までの間に対象会社が通常の業務運営(ordinary course of business)を行うことを誓約すること(いわゆるoperating covenant)が一般的であり、日本国内のM&A契約においても同様の規定が設けられることが一般化してきています¹。米国では、新型コロナウイルスによるパンデミックの発生後、パンデミックによる影響がMAEに該当するためクロー징の前提条件を充足しない、あるいは、パンデミックによる経済活動への影響に対して対象会社が取った対応は通常の業務運営から外れるものであるから売主に契約上の重大な義務違反があるとして、パンデミック前に締結されたM&A契約のクロー징を買主が拒む例が相次ぎました。このような複数のケースがデラウェア州裁判所で争われていましたが、2020年11月30日、デラウェア州裁判所は、AB Stable VIII LLC v. Maps Hotels and Resorts One LLC et al.²という判決において、上記の論点について初めてとなる判断を下しました。本判決に対して控訴がなされる可能性はあり、また、案件固有の事情によるところもありその射程については今後議論になると思われるものの、本判決は今後の米国のM&A契約実務に大きな影響を与えるものと考えられます。そこで、本ニュースレターでは、本判決の概要及びその意義について解説いたします。

訴訟の背景

2019年9月、中国のDaija Insurance Groupの子会社であるデラウェア州法人のAB Stable VIII LLC(「売主」)は、15のホテルを米国で運営するStrategic Hotels & Resorts LLC(「対象会社」)の全持分を、韓国のMirae Asset Financial Groupの子会社であるMAPS Hotel and Resorts One LLC(「買主」)に58億ドルで売却するという内容のSale and Purchase Agreement(「本買収契約」)を締結しました。本買収契約上、クロー징日は2020年4月17日とされていました。その後、新型コロナウイルスによるパンデミックの影響から、対象会社は2つのホテルを完全に閉鎖して、残る13のホテルについても運営規模を縮小し、大規模な解雇や一時帰休、勤務時間の短縮といった措置を取りました。クロー징日に、買主は、対象会社にMAEが生じていないという売主の表明保証及び対象会社が過去の慣行に従った通常の業務運営を行うという誓約の違反があり、その結果、表明保証の違反がないこと及び売主

¹ 但し、日本国内では、MAEではなく、material adverse change(MAC)と呼ぶのが一般的です。

² C.A. No. 2020-0310-JTL (Del. Ch. Nov. 30, 2020)

が誓約を重要な点において遵守していることというクロー징の前提条件が満たされていないことを理由として、クロー징の実行を拒否しました。これを受けて、2020年4月27日、売主は買主の本買収契約の履行を求めてデラウェア州裁判所に提訴しました。これに対して、買主は、上記の表明保証違反及び誓約違反を売主が治癒しないことを理由に、本買収契約の解除を主張しました。

MAE への該当性

米国の M&A 契約において、自然災害や戦争、テロリズムといった一般的なリスクについては MAE の定義から除外されていることが多く、本買収契約においてパンデミック (pandemics) は MAE の除外事由 (カーブアウト) に含まれていなかったものの、「natural disasters or calamities」は MAE の除外事由の一つとされていました。裁判所は、「calamities」の辞書的な意味は、損害や苦難 (suffering) を生じさせる一定の出来事あるいは悪事象といったものであり、新型コロナウイルスのパンデミックはこの定義に含まれるので、MAE には該当しないとしました。裁判所は、このような言葉そのものの意味による解釈を正当化する理由として、通常、MAE の定義は除外事由及びその例外 (すなわち、例外の例外)³ の定めにより、M&A 契約締結時に予見できないリスクを売主及び買主に当事者間の合意として割り振るものであり、典型的には一般的なマーケットリスクや業界のリスクを買主の負担として割り振り、当該対象会社に特有のリスクを売主の負担として割り振るものであるところ、本件でも同様に MAE の除外事由の形で一般的なリスクについてはその負担を買主に割り振る構成となっており、パンデミックという一般的なリスクについてはその負担を買主に割り振ることが理にかなう、としました。また、以下のとおり本買収契約における MAE の定義が全体として売主に有利なように設計されていた (すなわち、買主側により大きなリスクが割り当てられている) ことから、このような売主に有利な解釈を基礎付けることができるとしました。

- 本買収契約締結時に買主が知っていた既存の出来事、事象又は状況⁴から生じる影響は MAE から除外されていた。
- 米国の M&A 契約において、上記で言及している「例外の例外」として典型的な規定である、除外事由に起因するものであっても、対象会社に非比例的に影響を与える場合はやはり MAE に含まれる、という規定が本買収契約においては設けられていなかった。
- MAE のコンセプトはそれ自体が本質的に将来予想としての側面を持つ (会社の価値は会社が将来生み出すキャッシュフローによって決められ、また、本買収契約がそうであるように、通常 MAE の定義は重大な悪影響を及ぼす「であろう」(would have a material adverse effect) といった定義がされている) ものであるが、本買収契約において MAE の定義は「対象会社又は子会社の事業、財務状況又は経営成績」に対する重大な悪影響とされており、将来の見込み (prospects) への影響は含まれておらず、また、MAE の有無は「対象会社及び子会社の過去のパフォーマンスに対してのみ判断され、将来予想、フィナンシャルプロジェクション又は対象会社若しくは子会社の予測に対しては判断されない」⁵と明記されており、本買収契約における MAE 条項は、将来予想的なものを排除したもっぱら回顧的なものとされている。

Operating Covenant の違反の有無

本買収契約において、operating covenant は以下のとおり規定されていました (太字下線による強調は筆者追記)。

³ 通常は、除外事由の例外は、除外事由が対象会社の事業等に同業の他社と比べて非比例的に影響を与える (disproportionate effect) 場合には MAE に該当すると定められます。

⁴ “any existing event, occurrence or circumstance of which the Buyer has knowledge as of the date hereof”

⁵ “For the avoidance of doubt, a Material Adverse Effect shall be measured only against past performance of the Company and its Subsidiaries, and not against any forward-looking statements, financial projections or forecasts of the Company and its Subsidiaries”

Except as otherwise contemplated by this Agreement or as set forth in Section 5.1 of the Disclosure Schedules, between the date of this Agreement and the Closing Date, unless the Buyer shall otherwise provide its prior written consent (which consent shall not be unreasonably withheld, conditioned or delayed), the business of the Company and its Subsidiaries shall be conducted **only in the ordinary course of business consistent with past practice** in all material respects, including using commercially reasonable efforts to maintain commercially reasonable levels of Supplies, F&B, Retail Inventory, Liquor Assets and FF&E consistent with past practice, and in accordance with the Company Management Agreements.

裁判所は、過去のデラウェア州の裁判例において、通常の業務運営とは、期待された方法による習慣的かつ通常の事業運営のルーティン⁶などとして解釈されており、対象会社がパンデミックの影響を受けて取ったホテルの閉鎖等の措置がパンデミック下において合理的な対応だったとしても、パンデミック前の通常の業務運営からは外れるものであり、operating covenant に違反するものであると認定して、買主による本買収契約の解除を認めました。また、裁判所は、「ordinary course of business」という語それ自体は、当該会社の過去の運営のみならず、他の同様の会社がどのように運営されてきたかをも含むものであるとしつつも、operating covenant について「only」 in the ordinary course of business 「consistent with past practice」として、特に過去の事業運営のみに着目する基準が当事者によって採用されていることから、他の会社がパンデミックに対してどのように対応しているか、同様の状況下でどのように運営されているかを考慮することはできない、としました。また、通常の業務運営外の事項を行う場合には買主の同意が要求されているところ、もし売主が異例の事態に対して当該異例の事態に対する対応としては「通常」であると言える対応を取ることが認められるとすると、全ての行動は「当該状況の下では」通常であるとして正当化されてしまい、売主が買主の同意を必要とすることは殆どなくなってしまう、と指摘しました。

これに対して、売主は、MAE については該当性を認めない一方で operating covenant 違反による解除を認めることは MAE のリスク分担に反するものであり、operating covenant の下でも MAE に該当しない事業の変更は認められるべきであると主張しました。この点、裁判所は、本買収契約の条項は、MAE に該当するような通常の事業運営からの重大な逸脱でなければ operating covenant の違反を構成しないという規定にはなっておらず、単に「in all material respect」において通常の事業運営を行うという規定になっており、「in all material respect」というのは些細な逸脱について当事者が違反を主張できないようにするというものに過ぎず、売主の主張は認められないとしました。また、裁判所は、MAE は対象会社の事業運営とは無関係に起こる対象会社の価値の変動リスクから買主を保護するものである一方、operating covenant は、買主は一定の方法で運営される特定の事業を買収するために契約をしたのであるから、対象会社の価値に変動がなくとも取引の前提を揺るがすような事業運営の変更から買主を保護すべきという趣旨に基づくものであり、目的が異なること、また、もし当事者が両方の帰結を同じにしたいのであれば、例えば上述のように MAE に該当するような重大な逸脱のみが operating covenant の違反を構成するという規定にすればよかったことを指摘しました。

売主は、さらに、本買収契約に含まれていた別の規定である、法令を遵守しているという表明保証を遵守するためには、通常の事業運営から外れた対応が必要であった等と主張しましたが、裁判所は、売主はこの点について具体的にどのような対応が法令上必要であったのかという議論を展開しておらず、この主張については取り上げないとしました。裁判所は、仮に政府の命令等によりホテルの閉鎖やサービスの制限が求められていたとしても、対象会社が行ったような解雇や設備投資の削減は法令上義務付けられていないはずである、と判示しました。

⁶ “the customary and normal routine of managing a business in the expected manner”

今後の M&A 実務への影響

従前からデラウェア州裁判所は MAE への該当性を狭く解釈しており、本判決はこのようなデラウェア州裁判所の先例に沿うものといえます。特に新型コロナウイルスのパンデミック後は、米国の M&A 契約において「pandemics」・「epidemics」や、より特定された「COVID-19」を MAE からの除外事項とする例が多くなっています。また、裁判所は、一般的に MAE 条項で規定される内容が規定されていないことを当事者によるマーケットスタンダードとは異なる意図的なリスク分担の証左としており、当事者としては MAE の規定が自己に不利に解釈され得るものとなっていないか注意する必要があります。他方で、operating covenant については、MAE よりも低いハードルでパンデミック等の異例の事態に対する対象会社の対応が operating covenant 違反であると認められる可能性があります。売主や対象会社としては、対象会社が異例の事態に対して十分なフレキシビリティを持って対応できるよう、operating covenant の規定において、異例の事態に対して取る対策については、MAE に該当するようなものでない限り誓約の対象から除外するよう交渉するということが考えられます。この点、新型コロナウイルスのパンデミック後に締結された米国の M&A 契約では、より具体的に、COVID-19 に対応するための行動については、それが従業員の安全や健康を守るために合理的かつ必要である限り、あるいは対象会社の事業や経済状況を守るために合理的に必要な行動である限り、ordinary cause of business の範囲に含めるとする例も見られます。今後は、このような operating covenant の例外を、新型コロナウイルス以外の異例のあるいは予期しない事態に対する対応にも広げるかどうか問題となり、実務の集積が待たれます。

以上

2020 年 12 月 24 日

本ニュースレターは、各位のご参考のために一般的な情報を簡潔に提供することを目的としたものであり、当事務所の法的アドバイスを構成するものではありません。また見解に亘る部分は執筆者の個人的見解であり当事務所の見解ではありません。一般的情報としての性質上、法令の条文や出典の引用を意図的に省略している場合があります。個別具体的事案に係る問題については、必ず弁護士にご相談ください。

[執筆者]



大久保 涼 (弁護士・NY オフィス共同代表)

ryo_okubo@noandt.com

1999 年東京大学法学部卒業。2006 年 The University of Chicago Law School 卒業 (LL.M.)。2006 年～2008 年に Ropes & Gray LLP (ボストンおよびニューヨークオフィス) に勤務。2000 年弁護士登録(第一東京弁護士会)、長島・大野・常松法律事務所入所、2018 年より長島・大野・常松法律事務所ニューヨークオフィス (Nagashima Ohno & Tsunematsu NY LLP) 共同代表。ニューヨークを拠点として、主に日米間の M&A、ファイナンス取引その他の企業活動全般について、日本及び米国のクライアントに対して継続的に助言している。



辻本 麻佑子 (弁護士・アソシエイト)

mayuko_tsujimoto@noandt.com

2008 年京都大学法学部卒業。2016 年 Harvard Law School 卒業 (LL.M.)。2010 年弁護士登録(第一東京弁護士会)、長島・大野・常松法律事務所入所。2016 年より長島・大野・常松法律事務所ニューヨークオフィス (Nagashima Ohno & Tsunematsu NY LLP) 勤務。入所以来、M&A を中心とした案件に従事し、近時はニューヨークを拠点として、日本及び米国のクライアントに対して企業法務全般にわたるリーガルサービスを提供している。

www.noandt.com

NAGASHIMA OHNO & TSUNEMATSU NY LLP

450 Lexington Avenue, Suite 3700

New York, NY 10017, U.S.A.

Tel: +1-212-258-3333 (代表) Fax: +1-212-957-3939 (代表) Email: info-ny@noandt.com



Nagashima Ohno & Tsunematsu NY LLP は、米国における紛争対応や日米間の国際取引について効率的な助言を行うことを目的に、長島・大野・常松法律事務所のニューヨーク・オフィスの事業主体として 2010 年 9 月 1 日に開設されました。米国の法務事情について精緻な情報収集を行いつつ、米国やその周辺地域で法律問題に直面する日本企業に対して、良質かつ効率的なサービスを提供しています。

長島・大野・常松 法律事務所

〒100-7036 東京都千代田区丸の内二丁目 7 番 2 号 J P タワー

Tel: 03-6889-7000 (代表) Fax: 03-6889-8000 (代表) Email: info@noandt.com



長島・大野・常松法律事務所は、約 500 名の弁護士が所属する日本有数の総合法律事務所です。東京、ニューヨーク、シンガポール、バンコク、ホーチミン、ハノイ及び上海にオフィスを構えるほか、北京にも弁護士を派遣しています。企業法務におけるあらゆる分野のリーガルサービスをワンストップで提供し、国内案件及び国際案件の双方に豊富な経験と実績を有しています。

NO&T U.S. Law Update ～米国最新法律情報～の配信登録を希望される場合には、
<<https://legal-lounge.noandt.com/portal/subscribe.jsp>>よりお申込みください。本ニュースレターに関するお問い合わせ等につきましては、<newsletter-us@noandt.com>までご連絡ください。なお、配信先としてご登録いただきましたメールアドレスには、長島・大野・常松法律事務所からその他のご案内もお送りする場合がございますので予めご了承いただけますようお願いいたします。