アジア太平洋地域の
M&Aデータにみられる中国の影響

ランサムウェア犯罪グループが
コーポレート・ディールを狙う

2022年の競争法の見通し

M&Aモニター

2021年第4四半期

米国がグローバルM&Aを牽引し、過去最高に

Freshfields Bruckhaus Deringer

2021年のM&A取引額は過去最高

今回のM&Aモニターでは、2021年のグローバルなディールのデータを深く掘り下げた上で、2022年以降のM&A活動を方向づける要因について考察します。

2021年の数字の中で特に目を引くのはグローバルでの「取引額」です。2021年12月初旬には、2021年末まで3週間ほど残っているにもかかわらず、過去最高額の5兆1300億ドルを8%上回る5兆5000億ドルに達しています。ディールの「件数」は前年比でそれほど伸びてはいませんが、1件あたりの平均金額が前年比36%増加し、初めて1億ドルを突破しました。

金利の上昇や米国及び欧州における競争法の運用の強化（詳細については、8ページをご参照ください。）など、ディールの足を引っ張る様々な要因があったことを考えると、この数字は驚異的です。マイナス面を凌駕する大きなインセンティブがあるということでしょう。特に、低コストで資金を調達できる状況が続いていること、株式市場がM&A活動に適した状態にあることがプラスに作用しているようです。最近の調査では、今年ディールをクローズした企業の株価上昇率は、それ以外の企業に比べて2%以上高いという結果も出ています。

M&A取引額はあらゆる業界で伸びていますが、最も顕著なのは産業、資材及び不動産セクター（+59%）です。世界的なコロナ禍により何百万人もの労働者が仕事のない状況に苦しむ中、不動産セクターにおけるM&A活動は驚くべき成功を収めています。2020年は停滞気味でしたが、2021年に入ってから一気に活気づき、不動産セクターにおけるM&A取引の1件あたりの平均金額は前年比80%増の1億5700万ドルとなりました。

2021年のM&A活動は、米国における活発なディールメイキングに牽引される形で、あらゆる記録を更新しています。

米国が牽引するM&Aブーム

北米は依然としてM&Aブームの中核を担っており、北米での取引額は、12月初旬の時点ですでに前年比61%増の2兆7000億ドルに達しています。これはグローバルでの取引額の約半分に相当します。その大半は米国企業を買収対象とする取引であり、米国企業同士のM&Aが2兆ドル超、米国企業を買収対象とするインバウンドM&Aが約4500億ドルとなっています。

また、米国の買主によるアウトバウンドM&Aの取引額は6800億ドル超にも及んでおり、最も人気のあるターゲット企業は4年連続で英国企業となっています。その理由として、英国のEU離脱後、英国企業の株価が低めで推移しており、英国の上場企業とそれ以外の先進国の上場企業との間のPER（株価収益率）の差がこ20年で最も大きくなっていることが挙げられます。

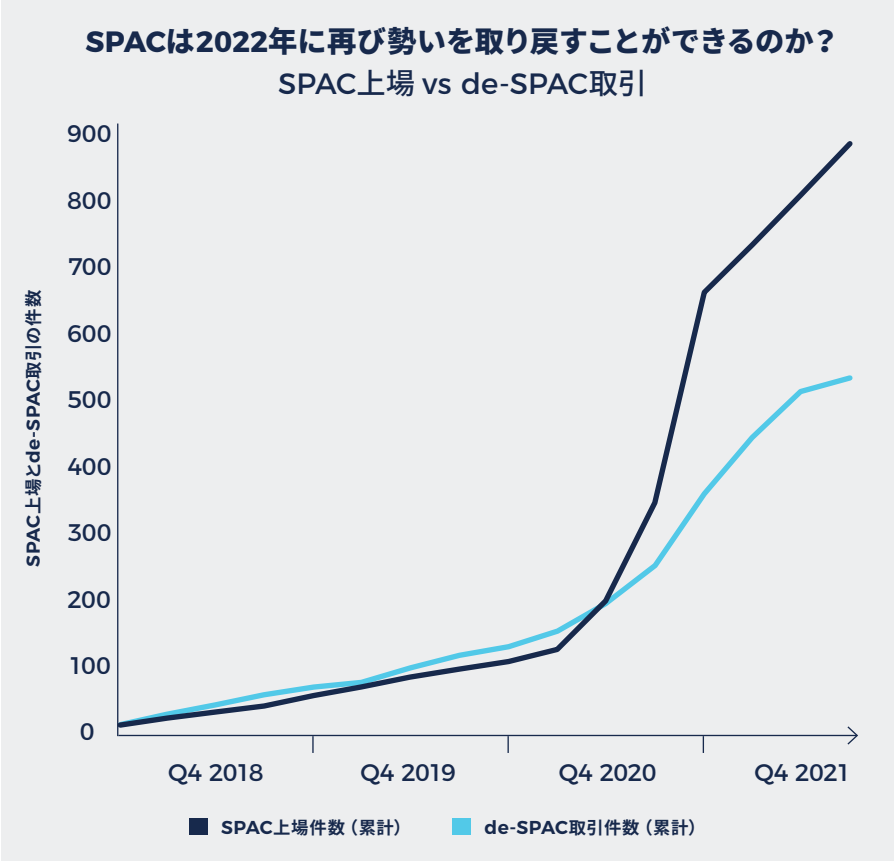
グローバルな観点から言うと、米国の買主によるアウトバウンドM&Aが金額ベースで最も伸びたセクターは消費財セクター（+122%）と産業セクター（+117%）であり、米国の買主の間ではイスラエルのハイテク企業も注目度を増しています。米国企業を買収対象とするインバウンドM&Aが大きく伸びたセクターは、不動産セクター（金額ベースで+119%）と産業セクター（+93%）です。インフラセクター（+114%）も数字的には伸びていますが、Canadian Pacific RailwayがKansas City Southernを310億ドルで買収したディールが数字を大きく押し上げているため、インフラセクター全体の実情を反映しているとは言えません。

米国のインフラセクターを買収対象とするM&Aの取引額は前年比2倍超えとなっていますが、Canadian Pacific RailwayがKansas City Southernを310億ドルで買収したディールが数字を大きく押し上げていることに留意する必要があります。

ターゲット企業を探し求めているSPACは数百にも及んでおり、SPACの設立者がPIPE（上場会社による私募増資）に代わる資金調達方法を模索するケースも見られるようになりました。

主に米国でブームとなっていたde-SPAC取引は、SECによる審査が厳格化されたことやde-SPAC取引に不可欠の資金調達方法であったPIPE（上場会社による私募増資）の縮小に伴い、最近は停滞気味でしたが、2022年に再び勢いを取り戻せるのでしょうか。今もなお数百にも及ぶSPACがターゲット企業を探しており、この記事にもあるように、SPACのスポンサー（設立者）は、PIPEに代わる資金調達方法を模索しています。Lord Hillの上場規則改革に関する提言を受けてロンドンのSPAC上場規則が改定されたことにより、ロンドン市場におけるSPACの上場が期待されていることや、他の欧州諸国でもSPACの上場が次々と実現されていることを考えると、2022年には欧州でSPACを用いた取引がさらに増えていくことが予想されます。

米国や欧州ほどではありませんが、中南米や中東・アフリカでもM&Aの取引額はこの1年で2倍以上に伸びています（中南米は1290億ドル、中東・アフリカは2130億ドル）。クロスボーダーM&Aという点では、アジアの金融機関のアセットや欧州のヘルスケアセクター及び産業セクターに属する企業を買収対象とする取引が大幅に増えています。



出典：Refinitiv（2021年11月24日時点のデータを反映）

アジア太平洋地域のM&Aデータにみられる中国の影響

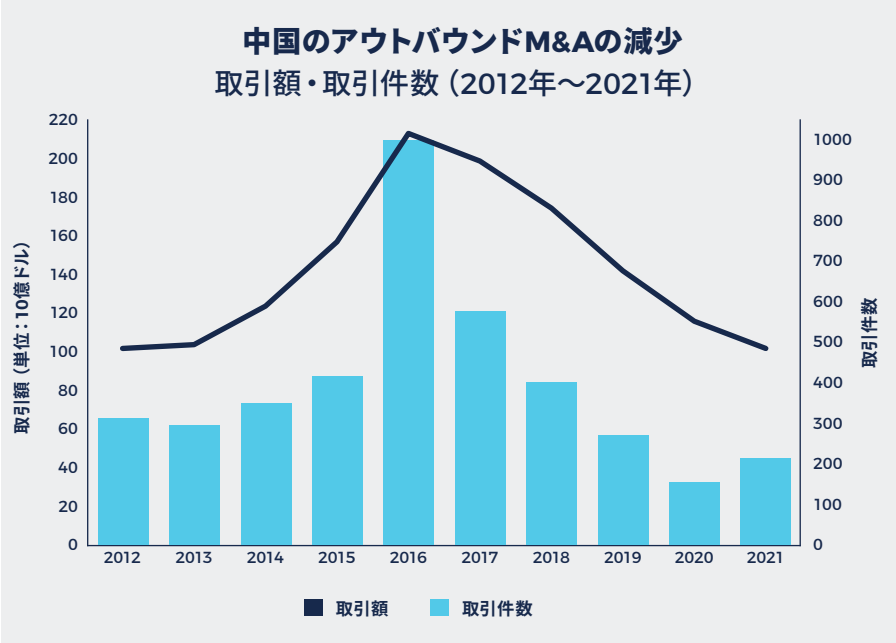
“この2年間、中国のアウトバウンドM&Aの取引額は過去10年で最も低い水準で推移しています。

北米とは対照的に、アジアにおけるM&Aは2021年に入って勢いを失い始め、前年比18%増と低い伸びにとどまっています。国ごとにみていくと、中国におけるM&Aの低調ぶりがアジア太平洋地域全体の数字に影響を与えていることが読み取れます。この2年間、中国のアウトバウンドM&Aは過去10年で最も低い水準で推移しています。

中国企業の場合、世界各国の外国投資規制強化という難題に加えて、国内事情（特に2022年に開催される中国共産党の第20回全国代表大会（党大会）に向けた準備）にも目を向ける必要がありました。

中国政府は2021年に第14次五カ年計画を発表し、「共同富裕」の実現に向けて動き始めました。この戦略により、様々な事業セクター（特に技術プラットフォーム）の事業者に対する取り締まりの強化と消費者を保護するための取組みが進められ、中国の国民の生活に関わる分野（食品、ヘルスケア、金融サービス、教育、個人情報保護）における規制の内容・運用の更なる強化が予想されます。

この一連の改革は、国内消費を増やし、輸出、外国技術サプライチェーン及び海外のキャピタルマーケットへの依存を軽減するための長期計画の一部を成すものです。その結果、規制が強化された事



出典：Refinitiv（2021年12月9日時点のデータを反映）

中国企業を買収しようとする買主は、将来の規制の分析をより重視した規制デューディリジェンスを実施しており、取引契約における規制関連の規定をより重点的に検証・検討しています。

業セクター（オンライン教育、フィンテック、ゲーム、不動産等）に属する企業は買収対象としての魅力を失い、インバウンドM&Aは大幅に落ち込みました。個人情報、AI及びアルゴリズムに関連する新たな規制の導入に伴うコンプライアンス費用の増大も、テクノロジーセクターを対象とするディールに打撃を与えています。そのため、中国企業を買収しようとする買主は、将来の規制の分析をより重視した規制デューディリジェンスを実施しており、取引契約における規制関連の規定をより重点的に検証・検討しています。また、契約のドラフティングにおいても、「合理的な」「最大限努力」といったあいまいな言葉を避けて、各当事者が相手方当事者に何を望むのかをより具体的に示す規定を盛り込むケースが増えており、ブレイクアップ・フィーや取引から撤退する権利に関する条項を契約に盛り込むよう買主が売主に対して要求するケースも増えています。

これまで、中国企業（特にテクノロジー企業）は株式を上場する証券取引所としてニューヨーク証券取引所を選ぶ傾向にありましたが、米中摩擦が激しさを増してきた中、海外の証券取引所に新規上場する中国企業に対してサイバーセキュリティ審査を実施すると中国政府が発表したこともあって、香港証券取引所を選ぶ中国企業が徐々に増えています。M&Aという観点で見た場合、このような動きにより、投資家（特にファイナンシャル・スポンサー）において、中国企業に投資する際の入口戦略と出口戦略を見直す必要が生じています。香港証券取引所は上場適格性要件がニューヨーク証券取引所よりも厳しいため、IPOの失敗につながるようなリスクを軽減するために、本来であればもっと遅い段階で行うような分析を前倒しで行わなければなりません。

こうした状況を背景に、インドは、海外投資家の関心を引き寄せるために、インフラ等の分野における対印直接投資を増やすことを目的とした対策を講じています。また、インドのモディ政権は、中国を狙い撃ちにした対内直接投資規制の強化を実施しています。もっとも、最近インドで相次いで行われた「ユニコーン」企業のIPOは、M&Aの世界において難しいバリュエーションの基準を提示した可能性があります。

中国企業が米国で上場を果たすのが難しくなっている今の状況を考えると、シンガポールで最近開始されたSPAC制度と香港で開始される予定のSPAC制度の効果によって、2022年にアジア太平洋地域でde-SPAC取引が一気に増えることも考えられます。

米中摩擦が激しさを増してきた中、海外の証券取引所に新規上場する中国企業に対してサイバーセキュリティ審査を実施すると中国政府が発表したこともあって、香港証券取引所を選ぶ中国企業が徐々に増えています。

ランサムウェア犯罪グループがコーポレート・ディールを狙う

買収対象企業のシステムがウィルス等に感染してしまうリスクへの対応が必要であることから、M&Aのデューディリジェンスにおいて、サイバーセキュリティはより重視されるようになっています。最近米国連邦捜査局（FBI）が発した警告によれば、このような従来のサイバーリスクのほかにも、ディールメーカーを狙うサイバー脅威があります。具体的には、豊富な人的・物的資源を有するランサムウェア犯罪グループが重要な非公開情報（例えば、目前に迫ったM&A取引の内容など）を入手し、かかる情報を公開すると脅迫して金銭等を要求するといったものです。

サイバー犯罪者は、その手口がどんどん洗練されて強力な組織となっており、研究者によれば、その膨大な資金力により、ブラックマーケットで売られているゼロデイ脆弱性（zero-day flaw）に関する情報を誰よりも（場合によっては州よりも）高い値をつけて落札して手に入れることができるほどの力があるようです。ゼロデイ脆弱性とはまだその存在が公表されていない脆弱性であり、ゼロデイ攻撃を行う者は、第三者から脆弱性に関する情報を入手し、脆弱性を利用することによって、企業のシステムに侵入して情報を探った上で、最大の効果を発揮できるタイミングで企業に対する攻撃を仕掛けることができます。目前に迫ったM&A取引は、そのような攻撃を仕掛ける絶好の機会です。FBIの警告によれば、ランサムウェア犯罪グループは、ディールの内部情報を公開すると脅迫して、企業から金銭等を手に入れようとします。

企業は、このようなサイバー脅威に対抗するためには、M&Aその他の重大事由に関する情報が必要最小限の知る必要のある人だけに開示されるようにするための対策を徹底し、情報へのアクセスをさらに制限するためのテクニカルコントロールを整備しなければなりません。機微情報はコード化・暗号化して秘匿し、システムの中を探る犯罪者が簡単に見つけられない場所（例えば、「M&A」という名前のフォルダーに保管してはなりません。）に保管しておく必要があります。また、ディールや届出に関する情報が公表された場合の対応策を重大事由戦略という形であらかじめ練っておくのが望ましいです。このような対策を講じることにより、企業の経営陣は、ディールを進めるために必要なやりとりをした上で規制当局への届出等を迅速に行い、「身代金」の支払いを検討せざるを得ない状況を避けることができるはずです。

ランサムウェア犯罪グループが企業の重要な非公開情報（目前に迫ったM&A取引の内容等）を使って攻撃（公開すると脅して金銭等を要求）を仕掛けることがあるとの警告がFBIから出ています。

> **ディールや届出に関する情報が公表された場合の対応策を重大事由戦略という形であらかじめ練っておくとよいでしょう。**

競争法：2022年の見通し

Meghan Rissmiller
ワシントンD.C.オフィス　パートナー

Jan Rybnicek
ワシントンD.C.オフィス　カウンセル

Meredith Mommers
ワシントンD.C.オフィス　カウンセル

2022年も引き続き競争法関係の動向を注視していかなければなりません。米国や欧州の競争関連規制が絶えず変化する中、M&Aや戦略的計画を検討する企業やディールメーカーにおいて競争法上の課題・懸念事項を徹底検証する必要性はより顕著になっています。競争当局による審査が厳格化される傾向にあるため、以前なら競争法上特に問題視されなかったような取引であっても今は安心できず、競争法関連リスクを十分に検証する必要があります。特に注意が必要なのは、規制当局の厳しい視線にさらされるようになった農業、消費者金融、ヘルスケア、テクノロジー、輸送といった分野におけるディールです。

バイデン大統領は、司法省と米連邦取引委員会（FTC）に対して反トラスト法を「積極的に」執行するよう指示し、反トラスト法の執行の強化の姿勢を強く打ち出す人物を担当部門のリーダーに指名しました。米国の競争当局による審査において、すでに重大な変化がみられます。例えば、競争法上の懸念事項をより広範に網羅して深く掘り下げた審査が行われるケースが増えています。しかし、このような状況においても、M&Aの件数も司法省・FTCへの届出の件数も記録的な水準に達しており、多くの企業が正しい準備と計画によりディールを成功させられることに変わりはありません。

競争関連規制の運用が強化されている今の環境においてM&Aを成功させるためには、経営陣は以下の3つの事項に注力しなければなりません。

1. 競争当局による企業結合審査に要する期間として長めの期間を想定し、従来の審査では聞かれないような質問にも適切に回答できるように備えておくこと

この新体制において、司法省とFTCは、ディールをより徹底的に精査し、M&Aが競争にもたらす悪影響についてより幅広く検証するというメッセージを発しています。例えば、ディールが競争という点において労働市場や個人情報保護にどのような影響を及ぼすのかなど、従来とは異なる視点からの検証を行うために必要な情報を求められるかもしれません。当事会社の取締役会やディールメーカーは、競争当局が幅広い事項を深く掘り下げて検証することによって審査が長引く可能性があることを想定しておかなければなりません。また、届出件数の記録的な増加により、関係当局が人手不足に陥り、結果として審査期間がさらに長引くことも考えられます。

対応策として、ディール全体のスケジュールを組むときに競争当局による審査の期間を長めに確保しておくことや、競争法関係で予想外の課題が生じた場合に迅速に対応できる体制を整備しておくことが挙げられます。

2. 競争当局とのやりとり等が始まる前に競争法上の懸念事項を解消しておくこと

競争当局による審査が厳しくなると、競争法上の問題の解消方法について当事会社と競争当局との間で合意が成立しないリスクが高まります。競争当局（特にFTC）は、従来のやり方では競争法上の問題を十分に解消できないため、当事会社が提案した問題解消措置の内容や問題を解消するための事業譲渡の譲受人候補の適否を検証するにあたって、より厳しい基準を設定するべきとの姿勢を打ち出しています。また、FTCの最近の発表によれば、場合によっては、和解の条件として、当事会社が当該ディール後に同一又は類似の業界におけるM&Aを行うことを禁止し、そのようなM&Aを行う場合には当局に事前承認を求める旨の合意を求めるとしています。こうした事前承認取得義務は、将来のディールにおいて問題解消措置として実施される一部事業売却（divestiture）を買おうとする場合にも適用されます。これらにより、問題解消措置のための当局との和解は費用が増大し、メリットが失われます。そこで、当事会社の取締役会やディールメーカーは、競争法上の懸念事項について競争当局とぶつかるリスクを軽減するためにも、競争当局とのやりとり等を開始する前に、競争法上の懸念事項（のうちすでに判明しているもの）を解消するための措置を積極的に講じるというやり方が、戦略的に有意義であるかどうかを考えておくことが望ましいです。

3. 審査中は「裁判にもつれこんでもかまわない」という姿勢を貫くこと

米国の企業結合審査の場合、競争当局である司法省とFTCは、自己の判断のみによってディールを一方的にブロックすることはできません。すなわち、米国では、競争当局はディールをブロックするためには、連邦地方裁判所に訴えを提起して、クロージングをやめさせるための差止命令を勝ち取らなければなりません。司法省とFTCが審査をより厳しく、時間をかけて行ったり、先例となる判例が全く又はほとんどない新たな競争阻害の理論（harm of control）を主張してきたりした場合に重要となるのは、当事会社が裁判に必要な人的・物的資源は十分にあるというメッセージを競争当局に対して伝えることです。このようなメッセージを発することにより、規制当局側も、反トラスト法の解釈が確立していない論理を根拠に裁判で争うことを躊躇するかもしれません。

取締役会が留意すべき重要ポイント

1

司法省とFTCの新たな司令塔は、ディールの審査の厳格化を約束していますが、競争当局が取り扱う事前承認申請の件数は記録的に増え続けており、人的・物的資源が大きく不足する事態が予想されます。当事会社の取締役会やディールメーカーは、審査が長引く可能性があることを想定した上でスケジュールを組み、競争当局から従来とは異なる質問や競争阻害の理論を投げかけられても対応できるように十分に備えておく必要があります。

2

規制環境の変化により、競争法上の問題を解消するための措置として競争当局がより厳しい条件を提示してくる可能性があります。司法省やFTCとの紛争を可能な限り防ぐためにも、当事会社の取締役会やディールメーカーにおいて、競争法に定める審査等のプロセスが開始される前に競争法上の懸念事項を積極的に解消するという方法も選択肢の一つとして検討するべきです。

3

司法省とFTCの競争法の執行を強化するというメッセージに対し、当事会社の取締役会やディールメーカーは、裁判にもちこまれても十分な時間と人員・資金を投入して対応できるという姿勢で対抗するのがよいでしょう。こうすることで、司法省とFTCは、必要以上に審査を長引かせずに競争法上の問題の解消措置を真剣に検討するようになるでしょう。

この記事は、弊事務所の2022年ボードメモ（米国上場企業の取締役会向けに2022年の重要なトレンドの見通しをまとめたもの）に掲載された内容になります。

ボードメモは、Freshfields.us/boardmemoに掲載されていますので、こちらもご覧頂ければ幸いです。

デラウェア州の訴訟のトレンド

Mary Eaton
ニューヨークオフィス　パートナー

Meredith Kotler
ニューヨークオフィス　パートナー

Marques Tracy
ニューヨークオフィス　シニア・アソシエイト

Nicholas Caselli
ニューヨークオフィス　シニア・アソシエイト

ここ1年の間に、デラウェア州の判例において、企業の取締役会の今後の判断に影響を与えうる大きな展開が2つありました。一つ目は、デラウェア州法人を相手取って提起される株主代表訴訟にとって大きな意味をもつ「demand futility（提訴請求が無益であること）」[1] について新たな判断基準が示されたこと、二つ目は、重大悪影響条項（Material Adverse Effect 条項, 以下「MAE条項」）やordinary course covenants（サイニング後に通常業務の範囲を超える行為を行わない旨の誓約事項）の解釈について、コロナ禍においても、サイニング後に発生した事由を根拠とする買収契約の解除を安易に認めるべきではないというデラウェア州裁判所の姿勢に変化がないことを再確認できたことです。

デラウェア州最高裁判所が株主代表訴訟における「demand futility（提訴請求の無益性）」の新たな判断基準を示したこと

長年にわたり、デラウェア州の裁判所は、提訴請求の無益性の有無を、二つの異なる判断基準に基づいて判断していました。一つ目の判断基準は、*Aronson v. Lewis*事件[2] の判決（以下「Aronson判決」）にもあるように、①取締役が利害関係なく独立していたこと、又は②問題となっている行為が有効な経営判断の結果として行われていたことについて、合理的な疑いがある場合には提訴請求の省略を認めるというものであり、二つ目は、*Rales v. Blasband*事件[3] の判決（以下「Rales判決」）にもあるように、Aronson判決で示された①のみを判断基準とするものです。すなわち、この二つ目の判断基準によれば、株主からの請求について、取締役会が独立した利害関係のない経営判断を行うことが不可能であったというその一点のみを証明することができれば、株主は取締役会への提訴請求を経由せずに株主代表訴訟を提起することができます。Aronson判決において示された判断基準とRales判決において示された判断基準との間には大きな違いがあり、裁判の結果を大きく左右することもあり、どのような場合にどちらの判断基準が適用されるのかという点は必ずしも明確ではありませんでした。

*United Food and Commercial Workers Union v. Zuckerberg*事件[4] において、デラウェア州最高裁判所は、提訴請求の無益性の有無を判断するために用いられてきた上記の二つの判断基準に代わる、3つの要素から成る統一的な判断基準を示しました。この新たな判断基準において、裁判所は、取締役会全体ではなく取締役会を構成する取締役それぞれについて下記の3つのいずれかに該当するか否かを検証し、その結果に基づいて、提訴請求

[1] デラウェア州会社法では、会社に代わって取締役の責任追及を行う株主代表訴訟を提起するためには、①株主が取締役会に対し、取締役を訴えるよう提訴請求（pre-suit demand）をし、会社が自ら訴訟遂行することを拒絶した場合、又は②提訴請求が無益である（demand futility）ということを原告が立証できる場合のいずれかの要件を満たす必要があります。

[2] *Aronson v. Lewis*事件（事件番号：473 A.2d 805 (Del. 1984)）

[3] *Rales v. Blasband*事件（事件番号：634 A.2d 927 (Del. 1993)）

[4] *United Food and Commercial Workers Union v. Zuckerberg, et al.*事件（事件番号： — A.3d —, 2021 WL 4344361 (Del. Sup. Ct. Sept. 23, 2021)）.

が無益なものとして省略されることを認めるべきか否かの判断を行います。

1. 責任追及の対象たる行為により当該取締役は個人的な利益を実質的に得ている。

2. 責任追及の対象たる行為を根拠とする請求が認められた場合に当該取締役が何らかの責任を負う可能性は高い。

3. 当該取締役は、責任追及の対象たる行為から個人的な利益を実質的に得た者又は責任追及の対象たる行為を根拠とする請求が認められた場合に何らかの責任を負う可能性が高い者から独立した立場にあるとは認められない。

上記3つのいずれかに該当する取締役が全取締役（当該問題に関する決議に参加できない取締役を除く。）の半数以上を占める場合には、提訴請求が無益のものとして省略されることが認められ、株主らは、株主代表訴訟を提起することができます。裁判所によれば、この新たな判断基準により、「責任追及の対象となっている取締役会の決定内容ではなく、提訴請求に関する取締役会の決定に再び焦点を当てる」ことになります。

*Zuckerberg*事件の判決は歓迎すべきものです。なぜなら、この判決により、複雑に入り組んだ法律の曖昧であった部分が明確になり、Aronson判決において示された判断基準とRales判決において示された判断基準のいずれが適用されるべきかという点についての議論が不要になるからです。さらに、取締役の注意義務の違反について責任を免除する旨の合意が会社と取締役との間でなされている場合は、株主が取締役の責任を追及するために越えなければならない壁をさらに堅固なものにしています。すなわち、かかる場合においては、取締役に忠実義務違反の疑いがない限り、たとえ責任追及の対象たる行為について完全な公正性基準（entire fairness）が適用される場合であっても、提訴請求の省略が認められるために満たさなければならない要件である「何らかの責任を負う可能性が高いこと」には該当しないということになります。このように、提訴請求の無益性の有無の判断基準は、免除されていない責任のリスクがあるか否かという点を重視しているので、取締役会は、Zuckerberg事件の判決において示された新たな判断基準の内容を踏まえた上で、以下の措置を講じることが望ましいと考えます。

- 企業戦略においてリスクとなる点がないか評価を行うこと
- リスク評価を随時アップデートすること
- 特に「ミッション・クリティカル」なリスクについて経営陣から取締役会への詳細な報告が行われるように確保すること
- 主要なリスクを担当する特別委員会を設置すること
- 会社が被害を受けた場合に迅速に対応すること
- 取締役の独立性の否定につながる利益相反が疑われる行為等を発見するためのモニタリングを実施すること

コロナ禍におけるMAE条項をめぐる訴訟

デラウェア州の裁判所は、以前から、買主がMAE条項を理由にM&A取引から撤退することを安易に認めない傾向にありました。実際、コロナ禍前に、買主に対しMAE条項による救済を認めた事例はたった1件です。新型コロナウイルスが世界的に流行する中、買主がパンデミックを理由とするディールからの撤退を実現するためにデラウェア州の裁判所に訴えを提起するケースが複数件ありました。コロナ禍前後の判例を比較分析してみると、デラウェア州の裁判所がコロナ禍後も買主による契約解除を安易に認めないという従来の姿勢を維持しており、たとえ経済に深刻な打撃を与えるパンデミックが発生したとしても、その事実のみをもって買主による契約解除が認められないことが明らかになっています。

“コロナ禍前後の判例を比較分析してみると、デラウェア州の裁判所は、パンデミックを理由とする契約解除を認めない方針であることは明らかです。

例えば、*AB Stable VIII LLC v. Maps Hotels and Resorts One LLC*事件[5] において、裁判所は、今回のパンデミックは当事者らが合意したMAE事由の定義において例外とされている「自然災害及び大災害」に該当すると判示しており、対象会社に「不均衡な影響を与える」ものはMAE事由の例外に該当しない旨の一般的な規定がMAE条項に盛り込まれていないため、MAE条項は売主に有利な内容であるという点を強調しています。もっとも、裁判所は、対象会社がコロナ禍を乗り越えるためにホテルを2軒閉鎖し、他の事業所においても大幅な事業縮小や人員整理を行ったことがordinary course covenant（サイニング後に通常業務の範囲を超える行為を行わない旨の誓約事項）の違反に該当するとして、かかる違反に基づく契約の解除を認めています。

*Snow Phipps Group, LLC v. KCAKE Acquisition, Inc.*事件[6] において、デラウェア州の衡平法裁判所は、パンデミックにより対象会社であるケーキデコレーション販売会社の売上は減少したが、それは長期にわたるものではなく、業績もすでに回復し始めていることから、かかる売上の減少は当事者間で合意したMAE事由には該当せず、買主が5億5000万ドルで対象会社を買収する契約をMAE条項を理由に解除することは認められないと判示しています。また、かかる売上の減少は「法律の改正による影響」に該当するものであり、対象会社の競合他社に比べて著しく不均衡なものではありませんでした。さらに、裁判所は、対象会社が与信枠2500万ドルのリボルビングローンで1500万ドルの借入れを行ったことは、対象会社の過去の慣行と矛盾するものではなく、対象会社の親会社であるプライベート・エクイティが全ての投資先企業を対象に導入したポリシーに基づいたものであり、最終的に支出されるものではなかったことから、ordinary course covenantの違反には該当しないと結論付けました。

同様に、サイニング後の規制変化がMAE事由に該当するか否かが争点となった*Bardy Diagnostics, Inc. v. Hill-Rom, Inc.*事件[7] においても、裁判所は、サイニングの数週間後にBardy（医療機器を取り扱うスタートアップ企業）の主要製品である心臓モニターの保険償還価格が規制当局により50%以上引き下げられたことを理由に、買主はBardyとの合併契約のクロージングを拒否することはできないという判断を下しています。裁判所は、かかる保険償還率の引下げは社会的価値のある商品に大きな影響を与えるものであり、いずれまた引き上げられる可能性が高いこと、また、そもそも、買主においてスタートアップ企業である対象会社がすぐに利益を得られることは想定されていなかったことに鑑みると、当該事由が「対象会社の全体的な収益可能性に相当長期間重大な悪影響を及ぼす(substantially threaten the overall earnings potential of the target in a durationally-significant manner)」ことを買主が証明できているとは言えないと判断しました。また、裁判所は、かかる保険償還率の引下げは「ヘルスケア関連法の改正」によるものであるからMAE事由の例外事由に該当し、かかる保険償還率の引下げが対象会社の収益や業績に与えた影響は主要な競合企業とほぼ同程度（数パーセントの差にすぎない）であることから、例外的にMAE事由に該当しうる「不均衡な影響」には該当しないと結論付けています。

取締役会が留意すべき重要ポイント

上記の判例を踏まえた上で、取締役会は以下の点に留意すべきであると考えます。

1

買収契約のMAE条項（MAE事由の例外や「disproportionate impact（不均衡な影響）」に関するものを含みます。）の内容が十分に吟味され、明確に規定されるように確保すること

2

どのような行為が「ordinary course covenant（サイニング後に通常業務の範囲を超える行為を行わない旨の誓約事項）」の違反に該当するのか、あらかじめ把握しておくこと

3

買収契約に十分に明確な救済条項が盛り込まれるようにすること

4

デラウェア州の裁判所がMAE条項を根拠とする契約の解除を容易に認めない傾向にあるという点に留意すること

[5] *AB Stable VIII LLC v. Maps Hotels and Resorts One LLC*事件 (事件番号： *2020 WL 7024929 (Del. Ch. Nov. 30, 2020)*)
[6] *Snow Phipps Group, LLC v. KCAKE Acquisition, Inc.*事件 (事件番号：*2021 WL 1714202 (Del. Ch. Apr. 30, 2021)*).
[7] *Bardy Diagnostics, Inc. v. Hill-Rom, Inc.*事件 (事件番号：*2021 WL 2886188 (Del. Ch. July 9, 2021)*)

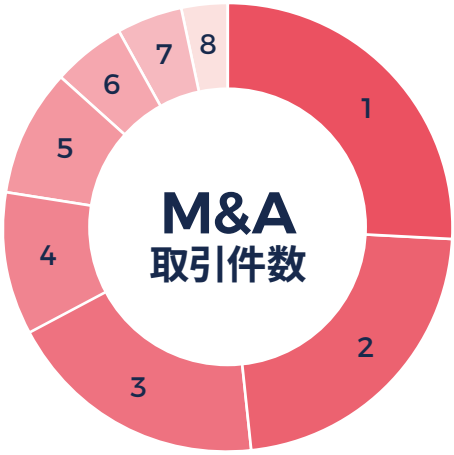
この記事は当事務所の2022年ボードメモ（米国上場企業の取締役会向けに2022年の重要なトレンドの見通しをまとめたもの）に掲載された内容になります。

ボードメモは、Freshfields.us/boardmemoに掲載されていますので、こちらもご覧頂ければ幸いです。

2021年における業界別のグローバルM&A

業界	取引金額 (10億ドル)	%
1 テクノロジー・メディア・通信	1,521.6	27.47
2 資本財・素材	824.4	14.89
3 金融	771.8	13.94
4 消費財*	746.2	13.47
5 ヘルスケア	485.6	8.77
6 エネルギー・電力	462.9	8.36
7 不動産	454.8	8.21
8 インフラ・輸送	270.8	4.89
合計	5,538.1	100

* 小売業を含む



業界	取引件数	%
1 テクノロジー・メディア・通信	14,297	26.06
2 消費財*	12,258	22.35
3 資本財・素材	10,329	18.83
4 金融	5,636	10.27
5 ヘルスケア	5,077	9.26
7 不動産	2,904	5.29
6 エネルギー・電力	2,551	4.65
8 インフラ・輸送	1,803	3.29
合計	54,855	100

* 小売業を含む

出典：Refinitiv | 2021年12月9日まで

Global M&A YTD – value and volume

Global*

M&A value
$5,538bn

M&A deal volume
54,856

Top 3 deals

1	Warner Media/ Discovery	$65.3bn
2	Telecom Italia/ KKR & Co	$40bn
3	MSP Recovery/ Lionheart Acquisition Corp II	$32.5bn

Inbound: most targeted markets

US 13,910 deals	$2,568bn
UK 4,071 deals	$403bn
China 7,093 deals	$394bn

Outbound: most acquisitive markets

US 14,711 deals	$2,772bn
China 6,811 deals	$381bn
Australia 1,475 deals	$271bn

USA*†

M&A value
$2,568bn

M&A deal volume
13,910

Top 3 deals

1	Warner Media/ Discovery	$65.3bn
2	MSP Recovery/ Lionheart Acquisition Corp II	$32.5bn
3	GE Capital Aviation Services/AerCap Holdings	$31.2bn

Inbound: markets investing into US companies

US 11,008 deals	$2,086bn
Canada 615 deals	$92bn
Ireland 48 deals	$59bn

Outbound: markets US companies are investing into

US 11,008	$2,086bn
UK 689 deals	$132bn
Australia 195 deals	$51bn

Europe*†

M&A value
$1,276bn

M&A deal volume
16,216

Top 3 deals

1	Telecom Italia/ KKR & Co	$40bn
2	Western Power Distribution/National Grid One Holdings	$20.1bn
3	Polestar Performance/ Gores Guggenheim	$19.8bn

Inbound: markets investing into European companies

US 1,887 deals	$369bn
UK 2,942 deals	$142bn
France 1,786 deals	$135bn

Outbound: markets European companies are investing into

US 956 deals	$238bn
UK 2,704 deals	$140bn
France 1,648 deals	$130bn

Asia-Pacific*†

M&A value
$1,183bn

M&A deal volume
18,489

Top 3 deals

1	Grab Holdings/ Altimeter Growth	$31.1bn
2	Afterpay/Square	$27.7bn
3	Sydney Airport Holdings Pty/ Investor Group	$23.2bn

Inbound: markets investing into Asia-Pacific companies

China 6,585 deals	$358bn
US 816 deals	$169bn
Australia 1,253 deals	$152bn

Outbound: markets Asia-Pacific companies are investing into

China 6,817 deals	$377bn
Australia 1,296 deals	$147bn
Japan 3,600 deals	$124bn

Financial sponsor M&A – top 3 deals with buyside financial sponsor involvement

1. **$40bn** – Telecom Italia/KKR & Co
2. **$27.7bn** – Afterpay/Square
3. **$23.2bn** – Sydney Airport Holdings Pty/ Investor Group

* Deal value includes net debt of target | † Includes domestic deals | Source: Refinitiv | Data correct to 12/09/2021

© Freshfields Bruckhaus Deringer LLP, December 2021, AS0357