



## M&A取引における「重大な悪影響」の発生とMAC条項の解釈：近年の米国判例理論を素材として

メタデータ	言語: jpn 出版者: 公開日: 2012-11-12 キーワード (Ja): キーワード (En): 作成者: 古川, 朋雄 メールアドレス: 所属:
URL	<a href="https://doi.org/10.24729/00000988">https://doi.org/10.24729/00000988</a>

# M&A 取引における「重大な悪影響」の発生と MAC 条項の解釈

— 近年の米国判例理論を素材として —

古川 朋雄

はじめに

1. MAC 条項とは
  - (1) 一般的な定義規定
  - (2) 例外条項 (carve-out)
2. 米国における議論
  - (1) MAC 条項に関する判例
  - (2) 判例理論の整理と評価
  - (3) 実務上の対応
3. 日本における MAC 条項の利用可能性の検討
  - (1) 事情変更の原則
  - (2) MAC 条項の利用

おわりに

## はじめに

企業の業績が将来どのように変化するかを判断するのは非常に難しい。当該企業の事業計画の成否や不祥事の発覚といった内的要因はもちろん、近年世界中で発生している様々な経済情勢の変化や天変地異のような、外部で生じた事象による影響によっても企業の価値は大きく変化しうる。

しかしながら、契約締結からクロージングまでの間にタイムラグが生じる M&A 取引においては、当事会社は自社および相手方の状況が今後どのように変化するかを予測した上で交渉に臨むことになり、契約締結後の状況の変化によっては当初の目的を達成できなくなるリスクを負う。

すなわち典型的な M&A 取引は、買収者と対象会社との合併等によるシナジーの実現を目的として行われるが、その目的達成には、買収者が契約締結前に期待した対象会社の業績予測や資産価値などを、対象会社がクロージングまで維持することが必要である。しかし、契約締結時には予測できなかった状況の変化によって、クロージングまでの間に対象会社に

よる将来予測の下方修正などが行われた場合、買収者にとって当該取引の魅力が薄くなる可能性があり、特に対象会社の価値が大きく変動する場合には、買収者が当該買収を中止を望むこともありうる。

このようなリスクに対処する手段として実務では、対象会社の事業等に重大な悪影響を及ぼす事由が発生した場合において、買収者が取引から離脱することができる旨を規定する、いわゆる Material Adverse Change 条項（以下、「MAC 条項」という<sup>(1)</sup>。）が用いられることがある。

日本でも MAC 条項の利用例は見られるものの、日本の実務における MAC 条項は依然として初期的なものが用いられていると指摘される<sup>(2)</sup>。またその解釈をめぐる判例や実務上の基準も我が国にはほとんど存在しないため、どのような場合に MAC 条項が適用されるのか、買収者や対象会社はどのような権利義務を有することになるかは不明確な点が多い。

これに対して米国では、従前より MAC 条項が多用されていたところ、特に近年の様々な経済情勢の変化によって MAC 条項に対する関心がさらに高まっており、判例や実務において議論の蓄積が進んでいる<sup>(3)</sup>。このような米国における議論を検討することは、我が国における議論の参考となると思われる。

そこで以下では、米国（主にデラウェア州）における判例を概観することによって、MAC 条項に関する訴訟上の争点と実務における対処について検討し、我が国において MAC 条項がどのような運用がなされるか、検討を行いたい。

## 1. MAC 条項とは

### (1) 一般的な定義規定

MAC 条項とは、対象会社の事業等に「重大な悪影響（Material Adverse Change）」を及ぼす事由（以下、「MAC 事由」という。）が発生した場合に、買収者が取引から撤退することを認める条項を指す<sup>(4)</sup>。米国ではほぼ全ての M&A 契約に MAC 条項が設けられるといわれている<sup>(5)</sup>。

MAC 条項には様々な種類があり、例えば①取引実行の前提条件として「MAC 事由が発生していないこと」を規定する方法、②MAC 事由が発生していないことを表明保証事項として、クロージング日におけるその真実性を取引実行の前提条件とする方法、③MAC 事由の発生を契約の解除事由として規定する方法等がある<sup>(6)</sup>。いずれの場合も、MAC 事由が発生した場合には、買収者が取引のクロージングを拒否できるようになり、買収者は解約料の支払いなどの負担を負うことなく、取引から離脱することが可能となる。

MAC 条項は、買収契約に署名（sign）した時点からクロージングまでの間に対象会社の

事業等に生じうる変動によるリスクを、買収者と対象会社との間でどのように分担するかを決定するためのものであると理解される。

対象会社の事業の状況については、対象会社自身がより多くの情報を有しているのが通常であり、買収者との間には情報の非対称性が生じる<sup>(7)</sup>。このような状況において、契約締結後に思わぬ状況の変化によって対象会社の業績等が下落した場合に、常に買収者が当初の条件のまま契約を実行しなければならないとすると、買収者にとって酷となるおそれがある。一定の場合に買収者に取引からの撤退を認める MAC 条項を利用することにより、契約締結後に生じた対象会社の事業等の変動に関するリスクから買収者を解放することができ、情報の非対称性による不利益から買収者を保護できると説明される。

米国の実務上、M&A 契約における MAC 事由の定義規定は、多くの M&A 取引で類似した文言が用いられている。米国法律家協会 (American Bar Association; ABA) は、MAC 条項について以下のようなひな型を提示している。

「重大な悪影響が生じていないこと — 貸借対照表の作成日より、対象会社の事業、事業計画、財産、将来予測、資産または状態に、いかなる重大な悪影響も存在しておらず、かつ、このような重大な悪化をもたらさう事実または状況が生じていないこと<sup>(8)</sup>」

このように定義された「重大な悪影響」が対象会社に生じていないことが、取引実行の条件となる。もっとも、「重大な」という文言は曖昧であり、この規定が具体的にどのような場合に適用されるかは明確ではない。

もっとも、各取引において当事者が適用場面を具体的に限定することはもちろん可能である。そして、MAC 条項は多くの取引において時間をかけて緻密な交渉が行われることが多い。なぜなら、MAC 条項の設定に関しては、その適用範囲を狭くしたいと考える対象会社と、MAC 条項の適用範囲を広く規定して取引から撤退する余地を確保したいと考える買収者の思惑が、顕著に対立するためである。特に近年では、政治・経済情勢の変化や天変地異の発生によって将来予測が困難となっていることから、MAC 条項の適用範囲や例外条項、MAC 事由の定義などについて、詳細に規定する例が多く見られている。

## (2) 例外条項 (carve-out)

さらに MAC 条項には、carve-out と呼ばれる詳細な例外規定が定められるのが一般的である<sup>(9)</sup>。この例外規定に列挙された事由によって、対象会社に重大な悪影響が生じた場合には、買収者は MAC 条項に基づいて取引のクロージングを拒否することはできない。

carve-out として定められる代表例としては、一般的な経済および市場の状況、業界全体

に影響を与えるような法改正、戦争、天変地異の発生といった、買収者と対象会社のいずれにも帰責性がない事項が挙げられる<sup>(10)</sup>。もっとも、これらの事項が全ての会社に一律の影響を与えるとは限らず、例えば業界の中で対象会社のみが大きな悪影響を受ける場合もあり得る。このような場合を全て MAC 条項の適用対象外とすることは、買収者にとって望ましいことではないため、経済情勢の変化や天変地異といった一般的な事項を規定した場合にも、一定の限定文言 (carve-out qualifiers) が付される場合もある<sup>(11)</sup>。このような限定文言の利用によって、経済情勢の変化などによって対象会社の価値が下落した場合にも、買収者は一定の場合に MAC 条項を利用できるようになる。

さらに、対象会社の将来予測の不達成や当事者の株価の下落といった事由も、例外規定に盛り込まれることがある。特に将来予測の不達成については、MAC 事由と解すべきか訴訟で争われる例が見られるため、契約上例外として明示することで、対象会社が負うリスクを軽減する目的があるといえる。

以上のように MAC 条項については、基本となる MAC 事由の定義についてはどの取引でも似通った文言が使用されているものの、具体的な内容が不明確な場合や個々の取引に特有の規定が含まれている場合があり、実際の適用段階では、適用範囲や例外事由について買収者と対象会社に対立し、裁判に持ち込まれる例も見られている。

そこで訴訟においては、MAC 条項の適用の有無を判断するにあたり、当該条項の文言や契約時の当事者を取り巻く状況等を元に、当事者意思の推定が行われることになる。もっとも、以下で取り上げる判例に見られるように、裁判所は MAC 条項の適用範囲を制限的に解釈する傾向にあるといえる。

## 2. 米国における判例議論

1. で述べたように、MAC 条項は比較的類似した文言が使用されるものの、具体的な内容が不明確な点も多い。しかし MAC 条項は、適用された場合には買収者および対象会社に大きな影響をもたらすものであり、両者が当該条項の適用を巡って対立する例が見られる。

実際の訴訟においては、特に MAC 事由による影響の「重大性」や carve-out の取り扱いについて争われることが多い。しかしながら、米国の裁判所は MAC 条項の適用範囲を制限的に解釈する傾向が強く、判例上、MAC 条項の適用を求める買収者の主張が認められた例はない。MAC 条項に関しては、複数の裁判例があるほか、和解で決着した事例も存在する。次の (1) では、デラウェア州衡平法裁判所による主要な判例を取り上げる。なお、以

下の判例で問題となった取引は、いずれも信用収縮やサブプライム問題といった、経済情勢の変化の影響を受けた事案におけるものである点に留意する必要がある。

### (1) MAC 条項に関する判例

#### ① IBP v. Tyson Foods, Inc. <sup>(12)</sup>

##### 【事案の概要】

食肉業界大手である T 社は、事業拡大を目指して同業の I 社との交付金合併を計画した。T 社は、2000 年 12 月 5 日および 6 日に行った Due Diligence を通じて、I 社が特定部門の収益予測を達成できない状況にあること、そして I 社の子会社である D 社に資産の減損が見られること等の問題点を認識していたにもかかわらず、2001 年 1 月 1 日に合併契約を締結した。

この契約には多数の表明保証が行われており、その中に「I 社およびその子会社全体の（財務上およびその他の）状態、事業、資産、責任または事業計画の結果について、重大な悪影響をもたらす、またはもたらしうると合理的に予測される事実等」が 1999 年 12 月 31 日以降発生していないことを保証する項目が設けられていた。しかし、重大性の基準については明確に規定されておらず、また一般経済や産業界全体の変化が MAC 事由となるかについても規定されていなかった。

契約締結後、I 社は 2000 年度の財務諸表を修正し、D 社の資産に関する減損処理に要する費用（約 6040 万ドル）と、2000 年第 4 四半期および 2001 年第 1 四半期の目標不達成分（約 3290 万ドル）を反映させた。これを受けて T 社が I 社に対して合併契約の破棄を通告したため、I 社は合併契約の履行を求めてデラウェア州衡平法裁判所に提訴した。

##### 【判旨】

デラウェア州衡平法裁判所は、まず立証責任について、「契約の破棄を求める側が MAC 事由の発生について立証責任を負う」と述べた。

その上で一般的に、MAC 条項は、「相当期間にわたり（in a durationally-significant manner）対象会社の収益全体に相当な脅威を与える（substantially threaten）、買収者が認識していない事実（unknown events）」に関してのみ、買収者を保護するものであると判示した。

そして本件では、T 社が Due Diligence を通じて I 社の収益予測および D 社の会計に関する問題を認識していたこと、D 社は I 社の子会社の一つに過ぎず、グループ全体への影響は軽微であること、そして I 社の特定部門における収益悪化は短期間の現象であることから、T 社の主張する事由は MAC 事由には該当しないと判示した。



加えて、本件における MAC 条項は、業界全体の低迷による悪影響を対象外としてはいないが、T 社がこれを MAC 事由として主張する場合には、業界全体の低迷によって I 社に生じた影響が重大であることを、T 社が証明しなければならない旨を述べている。

### 【検討】

本判決は、契約書の文言に基づいてニューヨーク州法が適用された事例ではあるが、デラウェア州衡平法裁判所による判決として、現在でも MAC 条項に関するリーディングケースと位置づけられている。また本判決は、一般的な事項のみを規定した MAC 条項の解釈について、対象会社に有利な基準を提示したものと理解されている<sup>(13)</sup>。

本件において裁判所は、T 社が主張する事由が MAC 事由に該当するかを判断するにあたって、2 段階の基準を用いて判断を行っている<sup>(14)</sup>。

第 1 段階目として、「買収者が当該事由を認識していないこと」が MAC 条項適用の要件となる。買収者が認識している事由については、対象会社との情報の非対称性が生じないことから、MAC 条項の対象から外されたものと解される<sup>(15)</sup>。

もっともこの点につき、本判決はどの時点での買収者の認識が問題となるかを明確に示していないとの批判がある<sup>(16)</sup>。また本件においては、(いつ起こるかは予測できないとしても)食肉業界全体が低迷するおそれがあることは関係者の間で認識されていたところ、このような状況においては、業界全体の低迷はその全てがすでに認識されているものとして取り扱われるのか、それとも「大規模な」低迷については予想外であり、認識されていないものとして取り扱われるのか、本判決からは読み取れないとも指摘される<sup>(17)</sup>。

また本判決が提示した基準の第 2 段階目として、相当期間にわたり対象会社の収益全体に相当な脅威を与える事由であることが要求される。すなわち、当該事由の影響が一時的ではなく、ある程度持続することが必要であり、さらにその影響の度合いも相当程度大きいものであることが必要となる。

持続性の要件については、M&A 取引が本来合併等によるシナジーの実現を目的とすることから、一時的な影響は除外し、長期的な悪影響をもたらす事由に限定する意図があるものと思われる。もっともこの点についても、当該事由の影響が一時的なものか持続的なものかという判断は非常に困難であるところ、本判決は中立的な専門家の意見を聞くことなく判断を下していると強く批判する評釈が見られる<sup>(18)</sup>。

本件において T 社は、当該事由が判明した後に、投資銀行に対して買収対価についての相談を行っており、投資銀行からは、当初の契約に規定された買収対価は依然として適切であるとのフェアネス・オピニオンを受けている。そして本判決もこのフェアネス・オピニオンを判断の根拠の一つとしている<sup>(19)</sup>。しかし、買収者側の助言者である投資銀行は、取引

を終結させることにインセンティブを有しており、中立的な判断主体であるとはいえない。同様に、対象会社側の助言者は、そもそも当該事由が対象会社に与える長期的な影響度を評価する主体としては適当ではなく、やはり中立的な意見を述べることは期待できないと指摘される。

このように、本判決が示した基準には不明確な部分が残っていることについては批判が見られるところである。しかしながら、本判決が「当該事由に対する買収者の認識」、「当該事由による影響の重大性」「当該事由による影響の持続性」を判断基準として提示したことは、その後の判例および実務に大きな影響を及ぼしており、特にこれらについて立証責任を負う買収者は、交渉段階で MAC 条項の設定に多大な注意を払う必要が生じたとされる。

## ② Frontier Oil v. Holly Corp. <sup>(20)</sup>

### 【事案の概要】

石油精製業を営む H 社は、2003 年 3 月、同業者である F 社と合併契約を締結した。ところがその後に行った Due Diligence において、F 社の子会社に対して不法行為責任を追及する訴訟が提起されるおそれがあることを発見した。そこで H 社は当初の契約に規定されていた MAC 条項について、F 社およびその子会社に対する訴訟の提起等を MAC 事由として追加する旨の変更を行うとともに、「重大な悪影響」の定義を拡大した <sup>(21)</sup>。

その後、実際に訴訟が提起されたため、2003 年 8 月、H 社は MAC 条項の適用を求めて本件訴訟を提起した。

### 【判旨】

デラウェア州衡平法裁判所は、子会社に対する訴訟の提起が F 社にも重大な影響を与えうることは認めたが、訴訟の存在自体が MAC 事由となるわけではないと判示した。

その上で本件訴訟においては、F 社に生じうる影響の重大性および持続性について、H 社が十分な立証を行っていないとして、H 社の主張を退けている。

### 【検討】

本判決は、①判決を踏襲した判決として理解されている。とりわけ、ニューヨーク州法の解釈を元に判断した①判決に対して、本判決はデラウェア州法の下で同様の基準を用いて判断がなされており、本判決によってデラウェア州裁判所の MAC 条項に対する姿勢が明確に示されたものと解することもできよう。

本件では、実際に提起された訴訟で争われた問題は Due Diligence において発見されたものとは異なるものであり、①判決における「買収者の認識」の有無についても争う余地はあ



たと思われるが、本判決では主に影響の重要性と持続性に関する H 社の立証内容に焦点が当てられている。

H 社は、子会社に対する訴訟提起によって生じる訴訟コストに加え、不法行為責任に関する訴訟であることから、他の潜在的な訴訟が誘発される危険性を主張した。しかし本判決は、子会社に対する訴訟が F 社に与える影響の重大性と持続性に関する立証が不十分であると判断している。この判示は①判決における 2 段階目の基準に沿うものであるが、本件事案においては原告に非常に困難な立証を求めたものと評価されている。すなわち、本件で問題となった事由は子会社に対する訴訟提起であるが、これによって F 社に長期的かつ重大な損失が生じることを、H 社がこの時点で具体的に立証することは極めて難しいといえよう<sup>(22)</sup>。

上記①②の両判決により、抽象的な規定の解釈に当たっては、買収者に重い立証責任が課されることが明確となった。そしてこのような判例の傾向を受けて、実務では詳細に MAC 条項の適用範囲について規定する例が増加している。さらに、近年様々な政治・経済情勢の変化が相次いだことで将来予測が非常に困難となったことも、MAC 条項に対する買収者の需要の高まりにつながっており、買収者と対象会社の間でどのようにリスク分担を行うかに関する議論が進展したと分析される<sup>(23)</sup>。

また①判決が、業界全体の低迷を MAC 事由の例外として規定する可能性に言及していたことを受けて、実務上、対象会社がリスクを負担すべきでない事由を MAC 条項の対象外としてリストアップする例が見られるようになった。

そして前述の通り、現在では多くの取引において carve-out と呼ばれる詳細な例外条項が設けられる。典型的には、一般的な経済および市場の状況、業界全体に影響を与えるような法改正、戦争、天変地異の発生といった事項が規定されるが、これらが具体的にどのような適用されるかはやはり事案によって異なる。

### ③ Finish Line v. Genesco<sup>(24)</sup>

本件は、最終的に和解によって解決された事案ではあるが、和解に際してテネシー州衡平法裁判所が述べた所見は示唆に富むものであり、MAC 条項に関する文献においても大きく取り扱われるものである。

#### 【事案の概要】

2007 年 6 月、履物の小売業を営む F 社は、同業者である G 社を F 社の子会社と合併させる旨を公表した。ところが同年 8 月、G 社は、米国経済全体に生じていた信用不安等のあおり

を受けて、第 2 四半期において過去 10 年間で最大の株式価値の下落が生じた旨を報告した。

G 社との合併契約における MAC 条項の定義規定は一般的に用いられるものであったが<sup>(25)</sup>、例外条項が詳細に定められている点に特徴があった。本件において特に重要なのは、経済情勢や市場全体の変化を例外事由として規定している点である。

F 社は、G 社が 2007 年度の計画を達成できなかったことや、第 2・第 3 四半期の収益が前年と比較して 61%下落していることなどを指摘し、MAC 条項の適用による取引からの離脱を求めた。

### 【裁判所の所見】

テネシー州衡平法裁判所は、当該事由による対象会社への影響が MAC 事由に該当するといえるほどの重要性を備えているかを判断するにあたり、契約上の文言や当事者の状況を元に判断を下すべきであるとした上で、①判決および②判決と同様の考慮要素を元に、所見を述べている。

裁判所は、本件契約の文言から当事者は MAC 事由が 3~4 ヶ月の間に生じるとの認識を有していたと判断できること<sup>(26)</sup>、実際に生じた G 社の株式価値の低下は過去 10 年間で最大のものであること、そして F 社は本件合併によって長期的な利益を得ることを目的としており、G 社が行っている事業を合併後も重視する計画を立てていることなどから、本件では MAC 事由が生じたものと判断した。

しかし、本件契約では一般的な経済情勢の変化を例外条項として規定しているところ、専門家の意見によれば、2007 年における G 社の業績低下は経済情勢の変化によるものであると判断することができること、そして業界の中で G 社のみが特に大きな影響を受けたというわけではないことから、本件では例外条項が適用されるとして、結論としては F 社の主張は認められないとの見解を述べた。

### 【検討】

本件は、2008 年 3 月に和解が成立しており、判決が下された事案ではない。そのため、先例としての価値は不明確である<sup>(27)</sup>。加えてデラウェア州ではなくテネシー州裁判所の所見であるということから、先例としての価値は限定的であるとの指摘もなされている<sup>(28)</sup>。しかしながらこの裁判所意見は、最終的には例外条項によって F 社の主張も否定したものの、MAC 事由は生じているとの見解を示しており、買収者の主張を認めた先例が存在しない現状においては注目に値するものである。

本件において裁判所は、四半期の収益低下などを短期的な変動として MAC 事由から除外する①および②判決と異なり、このような変動も MAC 事由となりうる旨を明言した。ただ

し、その根拠としては、契約書の文言から本件の当事者は短期的な変動を想定していたと見られることを挙げており、一般的に、対象会社の収益等が四半期単位で変動したことのみをもって、持続性の要件が満たされると解しているわけではないといえよう。また、契約書の文言次第で短期的な変動も MAC 事由となる可能性が示されたことにより、今後の実務ではそのような解釈がなされないような文言が用いられるとの指摘もなされている<sup>(29)</sup>。

また、本件合併にあたっては投資銀行から多額の借入を行う必要があったが、合併後の返済原資としては現在 G 社が行っている事業の収益とすることが計画されていた点も考慮された<sup>(30)</sup>。本件合併は長期的な利益の実現を目指しているところ、裁判所は、G 社の短期的な収益低下は合併後の多角化やシナジーの実現には影響はないが、上記の事情から、G 社の収益低下は合併後の会社の返済能力低下につながり、成長機会が損なわれると述べている。この見解によれば、合併後の会社の成長機会を損なうような対象会社の変動については、それが短期的なものであったとしても MAC 事由となりうるといえそうである。もっとも、後の成長機会を損なうという主張も、どの程度の影響があれば認められるかは明確ではない。

なお、本件の結論に直接影響した例外条項については、本件の規定は一般的な経済情勢の変化という非常に抽象的な文言にとどまっており、近年の詳細な例外事由のリストを設ける傾向とは異なるものといえる。

#### ④ Hexion Specialty Chemicals, Inc. v. Huntsman Corp.<sup>(31)</sup>

##### 【事案の概要】

化学工業である X 社は、プライベート・エクイティ・ファンドである A 社によって 92% を保有されている。X 社は 2005 年後半頃より、Y 社に対して買収提案を行っていた。Y 社は自社の売却を決定し、買収者の募集を行ったところ、X 社と B 社が名乗りを上げた。そこで Y 社は B 社との交渉を開始したが成立にはいたらず、結局 X 社が Y 社の 100% を取得する旨を合意して、2007 年 6 月に X 社と買収契約を締結した<sup>(32)</sup>。

本件契約において、MAC 事由は「会社とその子会社の財務状況や事業、事業計画の結果に重大な悪影響をもたらすあらゆる出来事等」を指すと定義され、そのような事由が生じていない場合には X 社はクロージングを実行する義務を負うと規定されていた。

また例外条項として、一般的な経済情勢の変動に加えて業界自体に生じた変動を規定している。ただし、これらの変動が Y 社に対し、同業者に比べて特に大きな影響をもたらした場合には MAC 事由として取り扱う旨も規定された。

契約の締結後、Y 社は複数回に渡り、四半期の財務状況の悪化と、契約締結時に X 社に示した目標値の不達成を報告した。そこで X 社は、Y 社に MAC 事由が生じたとして、本件訴訟を提起した。

**【判旨】**

デラウェア州衡平法裁判所は①判決を引用し、MAC 条項の適用を求める買収者は、対象会社の子会社や支部の一つではなく事業全体に重大かつ持続的な悪影響が生じていることを証明しなければならないと述べた。そして持続性については、「商業上の合理的な期間 (commercially resonable period)」を通じて、会社の長期的な収益力に影響をもたらすことが求められるとし、その期間とは月単位ではなく年単位で把握されるものであるとの基準を示した。その上で、EBITDA<sup>(33)</sup>を用いて年度ごとの比較を行い、Y 社に生じた悪影響は軽微であると判断し<sup>(34)</sup>、MAC 条項の適用を否定した。

また例外条項については、買収者が MAC 事由の存在を立証した上で、その次の段階で検討すべき項目であり、例外条項の規定を用いて MAC 事由の存在を立証することはできないと判示している。

**【検討】**

本判決は、過去の判例を踏襲して、反対の特約が無い限り、買収者が MAC 事由の存在について立証責任を負うとした。その上で、①判決と同様に、MAC 事由によって生じる対象会社への影響の持続性と重大性について、X 社の行った立証を元に判断を下している。ゆえに、本判決も上記の裁判例と同様に、買収者に対して重い立証責任を課すものとして理解される<sup>(35)</sup>。

本件は、プライベート・エクイティ・ファンドのグループに属する者が買収者となった事案であるが、X 社は Y 社と同じ事業を営んでおり、本件契約は長期的な事業計画によるシナジーを見込んで行われたものと考えられる。

裁判所は、契約上特段の意思表示がない限り、一般的に M&A 取引は長期の事業戦略の一部をなすと理解した上で、本件においても当該事由が対象会社に長期的な悪影響をもたらすことにつき立証を求めている。そして、明確な基準や指標を提示しなかった従来の裁判例と異なり、年単位での重大な悪影響があることを要求し、その比較分析の指標として EBITDA を採用した点に特徴がある。EBITDA を用いた理由として、裁判所は、資本構造から独立しており、事業計画の結果を測る基準としてふさわしいと説明する。

EBITDA が比較分析の指標として適切かはさておき、本判決が一定の明確な指標を示した点は学説においても評価されている。また本判決が、まず MAC 事由の存在を立証し、その後で当該事由が例外条項に該当するかを検討するという整理を行ったことは、例外条項について時間をかけて交渉し、詳細な規定を行う傾向にある実務を抑制することになるとも指摘される。

なお、本件取引は長期的な利益の実現を念頭に行われたものであるが、プライベート・エ

クイティ・ファンドが買収者となる M&A 取引において、裁判所が持続性の立証について異なる判断を下すことになるのかは、本判決からは明らかではない。

## (2) 判例理論の整理と評価

MAC 条項に関する米国の判例は、個々の事案における契約書の文言や当事者を取り巻く状況を元に、当事者の意思を推定して、問題となった事由が MAC 事由にあたるかを判断している。つまり具体的事案において、一般的な MAC 条項の枠組を離れて当事者が加えたアレンジは、訴訟においてもある程度尊重されると理解することができる。

裁判所が MAC 事由が存在しているかを判断する際に特に注目しているのは買収者の立証内容であり、とりわけ①判決が提示した「MAC 事由に対する買収者の認識」「対象会社に対する影響の重大性」「対象会社に対する影響の持続性」に関する立証内容が重視されているといえる。

もっとも(1)で概観したように、米国における MAC 条項に関する判例は、いずれも買収者の主張を退け、MAC 条項の適用を否定している。そしていずれの判例も、買収者に対して非常に厳しい立証を要求する。

このような判例法理に対し、学説および実務の評価は分かれる。

批判的な見解は、判例法理に基づくならば実際に MAC 条項が適用される可能性は非常に低くなり、たとえ交渉において当事者が適切なリスク分担を行ったとしても、実際には買収者に対する保護が薄くなってしまうと指摘する<sup>(36)</sup>。特に近年見られるように、当事者とは関係のない外部リスクの発生が将来予測の不確実さを増加させる可能性もあり、このような場合には買収者に対する保護の必要性が高いと述べる。

これに対して、判例の傾向に肯定的な見解は以下のように述べる。まず、MAC 条項によって実現されるリスク分担は、情報の非対称性への対処を念頭に置くものであり、対象会社に優位性があるとはいえない外部リスクについては、その性質上、原則として買収者が負うべきであるとする<sup>(37)</sup>。

加えて、対象会社の業績等に何らかの変動が生じた場合に、買収者が利用できる手段は MAC 条項以外にも様々なものがある点を考慮すべきであると指摘する<sup>(38)</sup>。例えば、逆解約料条項 (reverse termination fee) の利用によって、(対象会社に対する解約料を支払う必要は生じるが) 買収者は取引から撤退することが可能である。その他、financing out 条項や letter of intent の活用も考えられる。このような買収者に対する保護を実現しうる様々な手段の一つとして MAC 条項が存在するのであり、買収者に対する保護が十分かを判断するにあたっては他の手段の利用可能性も勘案する必要があると述べる。そして買収者に対して強力な保護を与えうる MAC 条項について、その適用を制限的に解釈する裁判所の傾向は



妥当であると評価する。

### (3) 実務上の対応

裁判所が買収者に対して厳しい態度を示しているにもかかわらず、米国の実務においては、MAC 条項に対する関心は一層強くなっているとされる。しかし判例の傾向からすると、契約において単に「重大な悪影響」とのみ記載するような曖昧さを残した規定を置いた場合、買収者が当初想定した保羅を得られない可能性が高い。

それゆえに実務上は、「重要な悪影響」の内容について具体的かつ詳細に記載する傾向にある。具体的には、従業員の流出、EBIDTA の下落、利益目標の数値の不達成などが存在しないことを取引実行の前提条件とする例が見られている<sup>(39)</sup>。加えて、当事者に帰責性のない事由の発生については、どのような発生原因によるものを買収者と対象会社いずれの負担とするか、定義規定において詳細に定めるケースも多い。

さらに、これらの事由について明確かつ具体的な基準を記載することもある。例えば、連続して 20 日間の設備閉鎖、特定の権益やライセンスの喪失、又は収益の 15%若しくは 25%以上の減少等といったものである<sup>(40)</sup>。もっとも、このような具体的な数値を用いた基準を契約において定めると、将来の予測不可能な事由に対応できないおそれがあるとも指摘される<sup>(41)</sup>。

加えて、訴訟において特に問題となる立証責任の回避手段として、契約に例外規定を設けることなどにより、立証責任を買収者から対象会社に転換することもありうる<sup>(42)</sup>。

また、一部の非公開会社を対象会社とするプライベート・エクイティの投資案件では、例えば、買収者が契約の実行を拒否できるような「悪影響」の定義については限定的に規定し、他方、契約実行後の補償の局面においては「悪影響」の定義を広く規定することで買収者に金銭的な賠償請求という救済方法を残すという形で、条項ごとに MAC 事由の定義を変えて当事者間のバランスを計るような手法も一般的な方法として定着しているとのことである<sup>(43)</sup>。

他方、対象会社からすれば、できる限り MAC 事由の範囲を制限したいと考えることになる。上記の判例からは、以下のような点について対象会社に有利なアレンジを加える余地があると考えられる<sup>(44)</sup>。

まず MAC 条項の一般的な規定では、MAC 事由の定義と、重大な悪影響を受ける対象の範囲が広く規定されることがある。MAC 事由の定義については、現に重大な悪影響をもたらしている事由だけではなく、「重大な悪影響をもたらすと合理的に予想される事由」もあわせて定義されることが多い。また、対象会社だけではなくその子会社に悪影響が生じている場合を対象に含む例も多く見られる。対象会社としては、これらの項目を狭く規定するこ



とで、MAC 条項の適用範囲を狭めることも考えられる<sup>(45)</sup>。

また上記の判例は、買収者がすでに認識していた事由に関するリスクは原則として買収者に負わせるべきとの前提に立つものと思われる。このことからすれば、MAC 事由を契約締結後に生じたものに限定することや、買収者が契約締結前に合理的に予想できた事由については MAC 事由から除外することは可能であろう。

さらに、判例が重大な悪影響の持続性を重視していることからすれば、ある事由の影響が一定期間存続して初めて MAC 事由となるように、契約上の定義をあらかじめ限定することが考えられる。

また、近年では例外条項についても詳細な規定が設けられる傾向にあることは前述の通りであるが、④判決からすると、今後は例外条項よりも MAC 事由そのものをどのように規定するかという点に当事者の関心が移ることが考えられる。

### 3. 日本における MAC 条項の利用可能性の検討

我が国においては MAC 条項に関する研究はまだ少なく、特に日本法に沿った分析を行う文献はあまり見当たらないのが現状であるが、2011 年の東日本大震災を受けて、我が国における M&A に際して天災地変等の不可抗力が生じた場合の取扱いについて検討した文献が見られる<sup>(46)</sup>。以下ではこれらの先行研究における分析を元に、日本における MAC 条項の利用可能性と解釈上の問題について検討する。

#### (1) 事情変更の原則

契約において MAC 条項によるリスク分配が行われていない場合、契約締結後に生じた思わぬ状況の変化を理由として、当該契約の履行免除を求める当事者は「事情変更の原則」に依拠することになる<sup>(47)</sup>。

民法における通説的な見解は、事情変更の原則を次のように定義する。「主として債権関係を発生せしむる法律行為が為されたる際に、其法律行為の環境たりし事情が、法律行為の後、其効果完了以前に当事者の責に帰すべからざる事由により、予見し得ざる程度に変更し、其結果当初の意義に於ける法律効果を発生せしめ、又は之を存続せしむることが、信義衡平の原則上、不当と認めらるる場合に於いて、其法律効果を信義衡平に基づきて変更せしむることを云ふ<sup>(48)</sup>」。

事情変更の原則が適用される要件としては、①契約成立時に基礎となっていた事情の変更があったこと、②当該事情の変更が当事者にとって予見できないものであったこと、③当該事情変更について当事者に帰責性がないこと、④事情変更の結果、当初の契約内容に当事者

を拘束することが信義則上著しく不当と認められること、が必要であるとされる<sup>(49)</sup>。

この法理が適用されて履行免除が認められた例としては、南海地震の被害を受けた造船業者が、契約で定められた期日までに船舶を納品できなかったという事例において、相手方当事者が契約条件の妥当な改定に応じない限り事情の変更を理由として契約の解除もなしうる、との判断を下した高松高判昭和 35 年 10 月 24 日<sup>(50)</sup>が挙げられる。

この判決によれば、M&A 契約の締結後に大震災などの天変地異が生じた場合、事情変更の原則に基づいて買収者が取引から撤退することも、可能性としてはあり得ると考えられる<sup>(51)</sup>。しかしながら、日本の裁判所は事情変更の原則の適用を制限的に解する傾向が強く<sup>(52)</sup>、契約上 MAC 条項を設けていない場合に、その代替手段として事情変更の原則を広く利用することができるかと解することは難しい。

また、事情変更の原則の適用の可否は個別具体的事情によって大きく左右されるため、結果として、契約当事者が予期せぬ結論が導かれるおそれがある。ゆえに当事者が契約の明確性及び確実性を求める場合には、事情変更の原則によるよりも、MAC 条項のようなリスク分配条項を契約に組み込む方が望ましいと指摘される<sup>(53)</sup>。

## (2) MAC 条項の利用

それでは、契約において MAC 条項が設けられている場合に、我が国の裁判所は MAC 条項をどのように取り扱うであろうか。現時点ではまだ具体的な裁判例が存在しないため、本稿の検討は全て推測の域を出ないが、以下では先行研究による指摘を元に若干の考察を行いたい。

まず、立証責任の分配に関する原則を前提とすれば、買収者は少なくとも発生した当該事由が MAC 事由に該当することを立証する必要があると解される。そしてその場合には、上記の米国判例が重視していた「MAC 事由に対する買収者の認識」「対象会社に対する影響の重大性」「対象会社に対する影響の持続性」についての立証も要求されることも十分に考えられる<sup>(54)</sup>。これらの立証が求められると解することは、上記の事情変更の原則における要件とも整合的であると思われる。すなわち、対象会社の業績等への重大かつ持続的な悪影響が生じれば、買収者にとっては当該契約の魅力が損なわれることになるのであるから、このような悪影響をもたらすような事由を MAC 条項の対象とすることは、事情変更の原則が「契約の基礎となる事情の変更」を要件とすることと親和的である。また、MAC 事由の存在を買収者が認識していなかったことを MAC 条項適用の要件とすることは、事情変更の原則が当事者の予測可能性や帰責性を問題とすることと親和的である。

もっとも、MAC 条項に関して当事者の意思が尊重されるという点は、米国と変わらないと思われるため、個々の契約において MAC 事由や例外事由がどのように規定されているか

は、日本でも主要な争点となるであろう。現在の日本の実務における MAC 条項は、米国のように詳細な規定が設けられているわけではないとされるが、このように解すると、裁判所による解釈の余地を狭めるため、今後は日本においても規定の詳細化が進む可能性がある。

また M&A 取引というものをどのように解するかについては、必ずしも米国と認識が一致しているわけではなく、日本において影響の持続性や重大性をどのように判断するかは議論の余地があると思われる<sup>(55)</sup>。

### おわりに

MAC 条項は、合併契約締結からクロージングまでの間に対象会社に生じた変動によって、当該取引に魅力を感じなくなった買収者に対して、金銭的な負担なく取引から離脱することを認めるものであり、買収者に対して大きな保護を与えうる条項である。

米国では実務上、MAC 条項について時間をかけて交渉し、詳細な規定を設ける傾向にあるが、上記の判例からすれば実際に適用が認められる可能性は低い（もっとも、MAC 条項が全く機能していないというわけではなく、契約に当該条項が存在することで、訴訟で勝てなくとも、和解に持ち込むだけの圧力を対象会社に与えているとの指摘もある）。

近年の世界経済の変化や天変地異によって翻弄されているのは日本企業も同様であり、今後は我が国においても MAC 条項の利用が増加し、さらに訴訟で争われる事案が出現することも考えられる。この時に裁判所がどのような対応を行うかは未知数であるが、MAC 条項が特に米国で盛んに利用されている条項であることから、米国と同様の基準が採用される可能性は十分であろう<sup>(56)</sup>。

しかし、米国判例における MAC 条項の解釈法もまだ発展途上であり、今後の学説・判例・実務における議論によって確立されていくものと思われる。今後も、米国における議論の動向を注視していきたい。

### 注

- (1) Material Adverse Effect 条項 (MAE 条項) と呼ばれることもある。MAC と MAE は少々意味合いが異なるが、本稿では MAC の語で統一する。また、融資契約においても同様の条項が用いられることがあるが、本稿では M&A に関するものを研究対象とする。
- (2) 日本の M&A 契約実務における MAC 条項については、「会社の事業、資産、負債、財務状態、経営成績、キャッシュフロー、その他の状況に重大な悪影響を及ぼす (又は及ぼし得る) 事由が発生していないこと」といった一般的な規定が置かれることが多く、詳細な定義が置かれることは少ないため、当該規定が具体的にどのような事象が発生した場合を停止条件又は解除事由として想定しているのかについては、必ずしも明確であるとは言えないと指摘される。辻本哲郎

「M&A 取引における MAC 条項と天変地異」MARR199 号 21 頁 (2011 年)。

- (3) ちなみに欧州市場では、対象会社が有利な立場にあるために MAC 条項はそれほど多用されておらず、特に PE ファンドが関与する取引において MAC 条項が用いられることは、極めて稀であったが、昨今の信用危機によって、欧州市場においても銀行がローン契約に MAC 条項を挿入するよう要求してくるようになったとされる。中島智子「サブプライム危機と欧州 M&A ファイナンス」ビジネスロー・ジャーナル 1 巻 5 号 74 頁 (2008 年)。
- (4) 買収者の取引からの離脱については、「逆解約料条項 (reverse termination fee)」を利用する方法もあるが、逆解約料条項の場合は買収者が一定額の解約料を対象会社に支払う必要があるのに対し、MAC 条項の場合は、買収者は解約料等の支払をする必要がない点で異なる。
- (5) David Cheng, Interpretation of Material Adverse Change Clauses in an Adverse Economy, 2009 Colum.Bus.L.Rev. 564 (2009), at 568. なお、2007 年 6 月から 2008 年 5 月 31 日までの間に行われた 528 件の合併契約や資産譲渡などにおいて、MAC 条項を設けていなかったのはわずか 4 % にすぎないとの調査結果がある。William Kucera & Charles Wu, MAE Clauses have their value, Mayer Brown In the News, June 23, 2008, <http://www.mayerbrown.com/news/article.asp?id=5668&nid=20>.
- (6) その他、MAC が発生した場合に、買収者に対して買収価格の減額請求権を認めるものもあるが、公平・適切な価格調整を行うことが実務上困難であることもあって、買収価格を調整する旨が規定されることは、それほど多くない。中島・前掲注 (3) 74 頁。
- (7) Yair Y. Galil, MAC Clauses in a Materially Adversely Changed Economy, 2002 Colum. Bus. L. Rev. 846 (2002), at 848.
- (8) Model Stock Purchase Agreement (Prepared by the Committee on Negotiated Acquisitions of the Section of Business Law of the American Bar Association), in Doing Deals 2002. なお、原文は以下の通りである。

“No Material Adverse Change. Since the date of the Balance Sheet, there has not been any material adverse change in the business, operations, properties, prospects, assets or condition of any acquired Company, and no event has occurred or circumstances exist that may result in such material adverse effect.”
- (9) 前述の 2008 年の調査によれば、全体の 75% において carve-out が規定されている。See, William Kucera & Charles Wu, supra note (5).
- (10) アンドリュウ・バーナー＝木下万暁「最新米国 M&A の実務－2008 年米国 M&A 取引の分析－(下)」(2009 年) 21 頁は、2008 年に公表された米国の公開会社を対象会社とする M&A 取引のうち、買収価格の高い 10 案件の carve-out を比較する。
- (11) 伊藤迪子＝Michael O. Braun 監修、モリソン・フォースター LLP/伊藤見富法律事務所編『アメリカの M&A の実務』有斐閣 (2009 年) 156 頁。
- (12) 789 A.2d 14 (Del.Ch. 2001).
- (13) Bradley C. Segraves & Bobak Talebian, Material Adverse Change Clauses in Tennessee: Genesco v. Finish Line, 9 Transactions: Tenn J. Bus. L. 343 (2008), at 354.

- (14) Case Comment, Delaware Chancery Court Addresses Default Interpretation of Broadly Written Material Adverse Effect Clauses, 115 Harv.L.Rev. 1737 (2002), at 1741.
- (15) なお、ニューヨーク州の判例には、ある事由については、その発生可能性を買収者が認識しているが、MAC 条項は特に意を払っていないという場合に、買収者に当該事由に関するリスクを負わせる例が見られる。e.g., Pittsburgh Coke & Chem. Co. v. Bollo, 421 F. Supp. 908, 930 (E.D. N.Y. 1976), aff'd, 560 F.2d 1089 (2d Cir. 1977).
- (16) Case Comment, supra note (14), at 1742.
- (17) Id.
- (18) Id.
- (19) なお、インターネットサイトの記事ではあるが、本件ではこの点が Tyson 社にとって不利に働いたとの評価が見られる。井垣太介ブログ「M&A の世界へようこそ！」2008 年 4 月 15 日記事 (<http://taiigaki.blog62.fc2.com/blog-category-35.html>)。また同記事は、Tyson 社が最初に IBP 社に送付した契約解除通知の中で MAC について触れていない点も Tyson 社に不利と働いたと指摘する。
- (20) 2005 WL 1039027 (Del.Ch., 2005).
- (21) 当初の契約では、“material condition (financial or otherwise)” と規定していた定義規定につき、“material” の語を削除した。
- (22) もっとも衡平法裁判所は、「訴訟はそもそも MAC 事由を構成しない」という F 社側の主張を退けており、訴訟に関しても、原告の立証次第で MAC 事由となる余地は認めている。
- (23) Celia R. Taylor, When Good Mergers Go Bad: Controlling Corporate Managers Who Suffer a Change of Heart, 37 U. Rich. L. Rev. 577 (2003), at 610; Kari K. Hall, How Big is the MAC?: Material Adverse Change Clauses in Today's Acquisition Environment, 71 U. Cin. L. Rev. 1061(2003)., at 1065; Galil, supra note (7), at 864.
- (24) No. 07-2137-II (III) (Tenn. Ch. Ct. filed Sept. 21, 2007), available at [http://www.genesco.com/?g=litigation\\_library.litigation\\_library](http://www.genesco.com/?g=litigation_library.litigation_library).
- (25) 本件において、MAC 事由は以下のように定義されていた。  
“any event, circumstance, change or effect that, individually or in the aggregate, is materially adverse to the business, condition (financial or otherwise), assets, liabilities or results of operations of the Company and the Company Subsidiaries, taken as a whole.”
- (26) 裁判所は、本件契約の Section 7.2 (b) が “[s]ince the date of this Agreement, there shall not have occurred a Company Material Adverse Effect . . . that has not been cured prior to the Termination Date.” と規定していることを、当事者が短期的な変動可能性を認識していたと解する根拠とする。
- (27) Sagraves & Talebian, supra note (13), at 363.
- (28) Steven M. Davidoff, Lessons From the Genesco Fight, N.Y. Times Dealbook, Mar. 4, 2008 (<http://dealbook.blogs.nytimes.com/2008/03/04/lessons-from-the-genesco-fight>).
- (29) Cheng, supra note (5), at 590.



- (30) Michelle Shnenker Garrett, *Efficiency and Certainty in Uncertain Times: The Material Adverse Change Clause Revisited*, 43 Colum. J.L. & Soc. Probs. 333 (2010), at 350.
- (31) 965 A.2d 715 (Del.Ch. 2008).
- (32) 取引の総額は約 106 億ドルに達し、この買収の実現により、当時において世界最大の化学工業が誕生することとなる。
- (33) Earning Before Interest, Tax, Depreciation and Amortization. 税引前利益に特別損益・支払利息・および減価償却費を加算した指標。
- (34) Y 社の 2007 年の EBITDA は前年と比較して 3% の下落にとどまり、2008 年の EBITDA は 7-11% の下落にとどまった。
- (35) Cheng, *supra* note (5), at 598. なお、論者によっては、本判決は買収者に対してさらに立証責任を重くしたものと理解されている。Steven M. Davidoff, *The State of the MAC*, N.Y. Times Dealbook, Nov. 7, 2008, <http://dealbook.blogs.nytimes.com/2008/11/07/the-state-of-the-mac>.
- (36) Nixon Peabody LLP, *Seventh Annual MAC Survey (2008)*, available at [http://nixonpeabody.com/linked\\_media/publications/MAC\\_survey\\_2008.pdf](http://nixonpeabody.com/linked_media/publications/MAC_survey_2008.pdf).
- (37) Jeffrey T. Cicarella, *Wake of Death: How the Current MAC Standard Circumvents the Purpose of the MAC Clause*, 57 Case W. Res. L. Rev. 423 (2007), at 424.
- (38) Cheng, *supra* note (5), at 602.
- (39) バーナー＝木下・前掲注 (10) 22 頁。
- (40) White & Case 法律事務所「クライアント・アラートー東日本大震災を受けた不可抗力条項及び MAC 条項の再検討」(2011 年) 2 頁 (公益社団法人会社役員育成機構サイトの以下のアドレスより入手可能 (<http://bdti.mastertree.jp/f/etgukr6q>))。
- (41) White & Case 法律事務所・前掲注 (40) 2 頁。
- (42) White & Case 法律事務所・前掲注 (40) 2 頁。
- (43) バーナー＝木下・前掲注 (10) 22 頁。
- (44) 以下にあげる検討項目は、中島・前掲注 (3) 76 頁の図表 4 を参考とした。
- (45) 対象会社の子会社については、各子会社ごとに MAC を適用するのではなく、当該事象が子会社全体に重大な悪影響を与える場合に限定することが考えられる。中島・前掲注 (3) 76 頁。
- (46) 辻本・前掲注 (2) 20 頁以下、White & Case 法律事務所・前掲注 (40) 1 頁以下など。
- (47) White & Case 法律事務所・前掲注 (40) 1 頁。
- (48) 勝本正晃『民法に於ける事情変更の原則』有斐閣 (1926 年) 567 頁。
- (49) 五十嵐清『契約と事情変更』有斐閣 (1969 年) 152 頁。なお、この整理については、中村肇「近時の「事情変更の原則」論の変容と「事情変更の原則」論の前提の変化について」明治大学法科大学院論集 6 号 115 頁 (2009 年) を参考とした。
- (50) 下級裁判所民事裁判例集 11 卷 10 号 2286 頁。
- (51) White & Case 法律事務所・前掲注 (40) 2 頁は、「東京で施工案件を実施する建設会社は、建設資材の費用の増加により予算内でのプロジェクト完了が不可能になったという理由のみでは、事情変更の原則に依拠して施工請負案件の完了義務を回避することはできない。しかしながら、建



設現場が、津波にさらわれて全壊した場合又は当該現場が福島第一原子力発電所周辺の避難区域内に所在していて作業できないといった場合には、いずれかの当事者がかかる法理を援用できる余地が十分にある」と述べる。

- (52) なお、最高裁判所において事情変更の法理の適用が認められた例はない。中村・前掲注(49) 122 頁。
- (53) White & Case 法律事務所・前掲注(40) 1 頁。
- (54) 辻本・前掲注(2) 23 頁は、MAC 条項の付された M&A 契約を停止条件付契約ととらえ、買収者は「当該 MAC 条項に関し、(i)どのような事象が発生原因として、(ii)どのような要素に対して、(iii)どのような「質」及び「量」の影響が発生した場合を MAC 事由として定めたのかを主張立証していく必要がある」と述べる。
- (55) 辻本・前掲注(2) 23 頁および 24 頁注 14 は、金融商品取引法施行令第 14 条第 1 項第 3 号へにおいて、「災害に起因する損害」については公開買付の撤回事由とすることが許容されていることから、日本における M&A 取引において、天変地異は重要な事象であると捉えられていると解し、日本では天変地異についても MAC 事由とする余地があると述べる。
- (56) MAC 条項の適用について米国判例よりも緩やかな基準を設けた場合、国内企業よりも海外の買収者を有利に取り扱う結果を生じかねない。そのような観点からしても、買収者にとって厳しい基準を採用する可能性も十分にあるように思われる。