

## 米国 PE ファンドによる日本企業の買収

2022年12月22日、ブレイクモア法律事務所は、日本の大手金融機関及び米国大手法律事務所との WEB 会議を主催し、日本企業の売り主、買い主、及び買い主の親会社（かかる買い主及び親会社は、米国 PE ファンドの子会社であると想定された）との間のシミュレートされた株式譲渡取引を分析した。

2022年2月16日

### ウェブ会議の簡易議事録（2021年12月10日）

2021年12月10日、当事務所（Blakemore & Mitsuki）は、日本の大手金融機関とウェブ会議を開催し、US private equity fund による日本の非上場の対象会社の買収をシミュレーションしました。参加者は、当該金融機関の担当者2名、米国ベースの国際的法律事務所のパートナー（「米国専門家」といいます）、当事務所のパートナー・家守昭光氏、パートナー・渡辺宗彦氏、アソシエイト・辻井敦氏、及び外国人弁護士・Mark Stockwell 氏でした。当事務所のパートナーである志田康雄氏は、やむを得ない事情で参加できませんでしたが、今回の Web 会議に関連して、税務に関する知見を提供してくれました。

会議の参加者を紹介した後、家守氏は、米国専門家と Mark Stockwell 氏と共に、シミュレートされた株式売買契約の関連条項について議論しました。

家守氏は、まず、売り手に適用される競業禁止義務の範囲を決定することに関連する用語の定義について議論しました。家守氏は、売り手による競業は日本では禁止されることができ、禁止の範囲は各当事者の交渉力に依存すると述べました。

米国専門家は、買い手は範囲、期間、地域に関する広範な制限を求める傾向があるが、あまりにも広範であれば、売買契約の準拠法や問題となっている管轄に応じて、競業禁止義務が執行可能でなくなる可能性があるとして指摘しました。通常、米国での取引では、義務の対象となるのは、対象会社が現在事業を行っている地域と、対象会社が事業拡大を計画している場所に限られます。このような場合、Delaware 州法では、売り手が売買取引で十分な対価を受け取っていると仮定すると、競業禁止義務が肯定される可能性が高くなります。

金融機関の参加者から、競合事業の定義から、rollover ownership を除外すべきかという質問がありました。シミュレートされた売買契約には rollover の要

**Briefing**

素が含まれていました。米国専門家は、(i) 明示的にそうすることが最善であること、及び、(ii) そうしなかったとしても、実際には何の問題もない、というのも、買い手が、**post-closing** ビジネスにおける自己の、**rollover** に係る共同事業者の継続的所有権について、同共同事業者を訴えることは考えられないからであること、を確認しました。さらに、買い手と売り手の両方が **private equity firm** であるような取引では、通常、競業避止義務はなく、代わりに非勧誘、非雇用、非非難の義務があるだけだと述べています。

家守氏は、上場企業における株式所有についての些細な株数の **carve out** について言及しました。

その後、議論は **working capital** に移りました。家守氏は、“**Working Capital**”を決定するために使用される“**Current Assets**”と“**Current Liabilities**”の定義には、特定の除外項目があり、売り手に支払うべき最終的な対価を決定する目的で、これらの除外項目が他の定義とどのように相互作用するかについて言及しました。

米国専門家は、“**Current Assets**”と“**Current Liabilities**”の定義については交渉が多く、その結果は当事者の交渉力に左右されると指摘しました。彼は、現在の米国の売り手市場では、定義の各要素を **schedule** にリスト化することが好まれており、競争の激しい取引では買い手もそのようなアプローチに同意するのが一般的であると述べました。このようにすることで、**working capital** に含まれる、あるいは含まれない特定の項目について当事者が合意しているため、**working capital** に関する紛争が発生する可能性が低くなります。買い手市場では、売り手が過去に **GAAP** で異なる方法を使用していたとしても、買い手は一般に認められた会計原則（**GAAP**）に従って“**Current Assets**”と“**Current Liabilities**”を定義し、最終的な **working capital** の調整時に **GAAP** の柔軟性を利用して、買い手に有利な方法で **working capital** の構成要素を決定したいと考えることがよくあります。

家守氏は、“**GAAP**”は売主の過去の会計処理と一致していると定義されなかったこと、及び、売主の財務諸表が監査されていない場合には、**GAAP** からの逸脱はスケジュールにリスト化されるべきであること、を指摘しました。

米国専門家は、買い手と売り手の間の **working capital** の交渉によっては、サンプルとしての計算が当事者を拘束する場合もあれば、拘束しない場合もあると指摘しました。

家守氏は、**US private equity fund** が、日本の財務諸表を翻訳し、対象会社の財務分析に米国 **GAAP** を使用する場合、「**GAAP**」の定義が日本 **GAAP** ではなく米国 **GAAP** に基づくことを期待するか否かを質問しました。米国専門家は、それは、**diligence** や財務分析のために行われるかもしれないが、対象会社の財務

**Briefing**

諸表が日本の GAAP で監査されている場合、売り手は通常、異なる国の GAAP に基づいて表明保証を行うことは期待されていないと思うとコメントしました。家守氏は、“Indebtedness”の定義に含まれる特定の項目、すなわち、deferred revenue と bonus-related liabilities について言及しました。米国専門家は、この定義については多くの交渉が必要であり、多くの場合、これらの項目は working capital を通じて対処されるとしました。これらの項目が“Indebtedness”に含まれれば、購入価格は 1 ドル単位で減額されますが、working capital に含まれれば減額されないこともあります。そのため、買い手はこれらの項目を“Indebtedness”に含めたがります。

家守氏は、“Knowledge”の定義における合理的な質問<sup>1</sup>という要件について言及しました。米国専門家は、売り手が定義の幅を狭める努力をするかどうかは、売り手の indemnification exposure に依存すると指摘しました。売り手は、定義に関して、擬制的 knowledge に対するものとしての実際的 knowledge に限定しようとするかもしれません。knowledge group には、ほとんどの場合、CEO、CFO、COO が含まれ、対象会社の事業内容によっては、例えば、テクノロジー企業の CTO や、製造業のオペレーション人員などが含まれることもあります。家守氏は、表明違反の目的のために“Knowledge”があったかどうかを最終的に判断するのは誰かと質問しました。米国専門家は、売買契約の準拠法に基づいて、事実に基づいて判断することになると述べました。

続いて家守氏は、representation and warranty insurance policy (R&W ポリシー) と directors and officers tail insurance policy (D&O 保険) の費用の分担について言及しました。米国専門家は、R&W ポリシーの premium は本質的には追加購入価格にすぎないと指摘しました。売り手市場では、買い手が premium と引受手数料を負担することが多く、買い手市場では、premium を折半することが多いです。D&O 保険の premium は通常売主が負担しますが、同様に購入価格の調整とみなすことができます。

そして、米国専門家は、購入価格に影響を与える、発生したボーナスと未発生ボーナスの違いについて述べました。発生したボーナスは、通常、“Indebtedness”または“Current Liabilities”に計上されます。一方、transaction-based bonuses などの一部の未発生負債は、balance sheet には表示されず、通常、“Seller Transaction Expenses”に含まれます。

家守氏は、日本では R&W ポリシーが一般的ではないと指摘します。

米国専門家は、R&W ポリシー取得のプロセスを簡単に説明しました。underwriter は、買い手のデューデリジェンスレポートに基づいてデューデリジェンス

---

<sup>1</sup> 翻訳者注： シミュレートされた株式売買契約書の“Knowledge”の定義の末尾の“reasonable inquiry of such individuals’ direct reports”を指す。

**Briefing**

を行います。underwriter は、クロージング時に R&W ポリシーを発行することが多いですが、サイン時に発行することもあります。R&W ポリシーは一般的に、ターゲットの企業価値の 10~20%を policy limit とし、1%の控除免責・留保を設定しています。R&W ポリシーは、売り手と対象会社の表明・保証違反をカバーしています。家守氏は、支払われた保険金について、保険会社が売り手を追及するかどうかについて質問しましたが、米国専門家は、詐欺の場合のみであると答えました。

米国専門家は、シミュレートされた売買契約書には earn-out が含まれていると指摘しました。また、売り手は、対象会社をコントロールできなくなるため、earn-out を好まないと述べました。売り手は、operating expenses の管理欠如を解消するために、EBITDA や同様の earnings metrics ではなく、revenue に基づいて earn-outs を行うようにすべきです。シミュレートされた売買契約では、earn-out は gross multiple of invested capital (MoIC) に基づいていました。米国専門家は、この metric は買い手と売り手のインセンティブを一致させることができるため、売買契約のシミュレーションでは合理的な妥協点であったと述べました。

家守氏は、売り手が earn-out を決定する際に他の metrics よりも MoIC を選ぶべきかどうかについて質問しました。米国専門家は、MoIC は exit を必要とするため、revenue のような metric を用いた場合と比較して、earn-out の支払い時期に確実性がないと指摘しました。米国専門家は、売り手にとっては revenue が最良の選択だろうと意見を述べました。

金融機関の参加者からは、MoIC を使った場合、買い手の earn-out の支払い義務の有効期限が満了するということがあるか否か、質問がありました。米国専門家は、MoIC の earn-out は通常、exit 時に MoIC の thresholds を満たさない限り、失効しないと述べました。一般的に、非 MoIC の earn-out は、短期的な valuation gap を bridge するために 3 年以内に決定されます。そのため、exit がいつになるかわからないため、MoIC はあまり一般的ではありません。

金融機関の参加者からは、買い手が non-core assets を売却した場合、MoIC はどのように計算されるのかという質問がありました。米国専門家は、シミュレートされた売買契約における“MoIC”の定義では、full exit が求められているため、non-core assets の売却はそのようなケースでは earn-out は有利に働かないと指摘しました。これは、売り手が自分を守るために交渉すべきポイントです。しかし、non-core assets の売却によって得られた現金が対象会社に分配・保持されない場合、その現金は最終的に exit での MoIC 計算に織り込まれるべきです。米国専門家は、post-closing operation について再度言及し、この条項は交渉が激しくなる傾向があり、売り手は何らかのコントロールを課そうとすると述べ

**Briefing**

ました。しかし、買い手はほとんどの場合、**post-closing operation** にほぼ完全な裁量権を持っていますが、誠実に運営を行い、売り手の **earn-out** の権利を意図的に潜脱しないことに同意します。

家守氏は、**earn-out** も **third-party financing** に劣後しているが、**earn-out** は **MoIC** に基づいているため、**exit** で支払われる可能性が高く、売り手にとって劣後は問題ではないと述べました。米国専門家は、売り手が買い手の **credit agreement** の確認を求めることもあるが、ほとんどはそうではないと指摘します。速やかな **earn-out** を奨励するため、売主は、**earn-out** が獲得されたにもかかわらず、劣後のために支払われなかった場合、未払いの劣後金額に対する利息を受け取ることができる。

家守氏は、対象会社に関する **representations and warranties** は、株式売買取引の慣例であると述べました。米国専門家は、多くの買い手が **R&W** ポリシーのみに依存している米国の現在の市場では、**representations and warranties** はあまり交渉されていないと指摘しました。しかし、売り手の（リスクに対する）露出度が高ければ、売り手はより狭い範囲の **representations and warranties** を交渉しようとするでしょう。しかし、**R&W** ポリシーのある取引では、売り手は、買い手が **R&W** ポリシーの下で意味のある **coverage** を得られるように、売り手が詐欺の申し立てや重大な情報開示の負担を懸念している場合を除き、買い手が要求する合理的に広い **representations and warranties** を与えることに、より従順になるはずである。

家守氏は、**R&W** ポリシーが適用されることを理由に、売主から要求されたすべての **representations and warranties** が与えられた場合、保険会社は **representations and warranties** の範囲に細心の注意を払うことになるかと指摘しました。

米国専門家もこれに同意し、保険会社は、**diligence** によって発見された事項や買い手が知っている事項については補償の対象外とし、市場外の **representations and warranties** についても保険契約の対象とするために修正する可能性があるかと指摘しました。

また、“**NO OTHER REPRESENTATION**”という条項について、米国専門家は、この **representation** は米国市場では標準的なものとなっており、買い手が何らかの **statements** やその他の資料に依拠したい場合には、売買契約書に記載する必要があると述べました。

その後、議論は補償に移りました。家守氏は、特定の **representations and warranties** の **survival** が様々であることを指摘しました。米国専門家は、**survival** に関する米国市場が最近劇的に変化しており、詐欺以外の **survival** を有しない“**clean walk**”取引を目にする機会が増えていると指摘しました。多くの

**Briefing**

場合、基本的な **representations and warranties** は 6 年間存続しますが、これは **R&W** ポリシーに基づく **representation** の **survival** 期間であり、税務上の **representation** の **survival** 期間は一般的に交渉されますが、多くの場合、**statute of limitations** に何らかの **tolling period** を加えたものとなり、一般的な **representations** は通常 12 ヶ月間存続しますが、これは **R&W** ポリシーに基づく控除免責／留保が企業価値の 1% から 50bps に下がる期間と一致します。

家守氏は、補償の中にある、いわゆる **materiality scrape** に注目しました。米国専門家は、**scrape** とは、**materiality qualifiers** なしに **representations and warranties** を読むことだと説明しました。**single scrape** を使用した場合、**materiality** は違反を判断する際に **read out** されますが、損害額を判断する際には維持されます。シミュレートされた売買契約には、違反と損失の判断の両方の目的で **materiality qualifiers** を無視する **double scrape** が含まれていました。**R&W policy** 上の **coverage** については **double scrape** が好まれ、**R&W** 保険会社にとって、売買契約書に **double scrape** が含まれている限り、**double scrape** を受け入れることが“**market**”であり、売り手は売買契約書に基づく補償において限定的な **exposure** しか持たないため、ほとんどの売り手は **double scrape** に同意するでしょう。

米国専門家は、**Seller Transaction Expenses** と **Indebtedness** に関する特定の補償は、最終的な **working capital** 調整のために作成された **final balance sheet** の最終性に反するよう見えるかもしれないが、これらの項目は実際には補償させるに値する購入価格を構成する項目であると指摘しました。

補償の **cap** および **basket** について、米国専門家は、これらの項目は常に交渉の対象であるが、市場ではこれらの金額を **R&W** ポリシーに基づいて設定する傾向にあると述べています。**R&W** ポリシーの控除免責金額／留保金額は、通常、対象会社の企業価値の 1% で、これは **R&W** ポリシーの適用開始前に当事者によって負担されるリスクです。現在の米国市場では、買い手と売り手が 1% を共有するように発展してきました。**basket** は最初の 50bps を買い手に、**cap** は次の 50bps を売り手に割り当てます。<sup>2</sup>しかし、この 50bps の **cap** は、通常、“**general representations**”にのみ適用され、基本的な **representations**、クローリング前の税金、**covenants**、その他の特定の補償項目には適用されません。購入価格のうち、売り手のリスクに相当する金額は、補償請求に備えてエスクローされています。**diligence** で特定のリスクが確認された場合、および／または **R&W** 保険会社が **R&W** ポリシーの適用範囲から項目を除外した場合には、追加の資金が

---

<sup>2</sup> 買い手は、累積損失が購入価格の 0.5% を超えるまで、損失を回復する権利を持たない。それ以降は、購入金額の 0.5% に相当する **cap** に達するまで、売主は買主を補償する義務を負うこととなります。

**Briefing**

エスクローされることがあります。

家守氏は、補償請求に基づく回収の優先順位（一般的な補償のエスクロー資金を最初に使い切った後に、他の如何なる資金ソースの前に、R&W ポリシーに基づく回収を含む）について言及しました。米国専門家は、(i) この条項はハードに交渉されており、(ii) 売主は R&W ポリシーに排他的に依拠（して回収を図る）ことを望んでいるが、シミュレートされた売買契約にあるような **carve-outs** が一般的に含まれている、と述べた。

家守氏は、シミュレートされた売買契約の中では、対象会社の **pre-closing taxes** を補償する義務があることを指摘しました。米国専門家は、現在の米国市場では、取引の約半分が **pre-closing taxes** に対する具体的な補償を含んでいないと指摘しました。そのような補償は、対象会社が **entity-level** の **taxes** を支払っているコーポレーションである場合により多く見られます。パス・スルー・エンティティの場合は、**sales and use taxes** を除いて、より懸念が少ないといえます。

以上で、シミュレートされた売買契約書に関する議論は終了しました。その後、家守氏は、Blakemore & Mitsuki が 2021 年 6 月 29 日に金融機関との間で開催したウェブ会議の対象となった **Nichiigakkan** の公開買付けの買収ストラクチャーについて簡単に説明しました。彼は、この公開買付けで用いられた **layered partnership structure** は、上位レベルのエンティティの承認を必要とせず、下位レベルのエンティティで意思決定を行うことと、米国の税務上の目的の 2 つの可能性を念頭に置いて行われたと考えられると説明しました。

その後、特に質問もなく、会議は終了しました。Blakemore & Mitsuki では、今後の数ヶ月の間に、トピックを分析するウェブカンファレンスを 2 回開催する予定です（トピックの中心課題は後日決定されます）。

Blakemore & Mitsuki は、(i) 金融機関がディスカッションに参加して頂いたこと、並びに、(ii) 米国専門家がプレゼンテーションに参加し、ウェブ会議の資料作成に協力して頂いたこと、に感謝します。

このブリーフィングに関して責任を有するパートナーは、家守昭光(Email: [akamori@blakemore.gr.jp](mailto:akamori@blakemore.gr.jp); Tel. (81-3) 3503-5591)である。

この会議へのブレイクモア法律事務所からの出席者は、次のページに記載されている。

#### 家守 昭光

パートナー

**Blakemore & Mitsuki**

Email

a-kamori@blakemore.gr.jp



#### 志田 康雄

パートナー

**Blakemore & Mitsuki**

Email

shida@blakemore.gr.jp



#### 渡辺 宗彦

パートナー

**Blakemore & Mitsuki**

Email

munehiko.watanabe@blakemore.gr.jp

#### マーク・A・ストック ウェル

フォーリン・アトニー  
(外国法事務弁護士)

**Blakemore & Mitsuki**

Email

stockwell@blakemore.gr.jp



#### 辻井 敦

アソシエイト

**Blakemore & Mitsuki**

Email

tsujii@blakemore.gr.jp

