

Akorn, Inc. v. Fresenius Kabi AG 判決—デラウェア州衡平裁判所が MAE 条項に基づく合併契約の解除を初めて肯定した事例—

Akorn, Inc. v. Fresenius Kabi AG, C.A. No. 2018-0300-JTL (Del. Ch. Oct. 1, 2018):

<https://courts.delaware.gov/Opinions/Download.aspx?id=279250>

平 井 義 則 (弁護士法人大江橋法律事務所)

本件は、ドイツに本社を置く製薬会社である Fresenius Kabi AG (以下「Fresenius」という。)が、ジェネリック医薬品の製造会社である米国法人の Akorn, Inc. (以下「Akorn」という。)を、自己の完全子会社を利用した逆三角合併により買収するという取引において、合併契約の締結後クロージング前に Akorn の業績が急激に悪化したことなどを理由とした Material Adverse Effect (MAE) 条項の適用の可否が争われた事案である。デラウェア州衡平裁判所は、2018 年 10 月 1 日、MAE 条項の適用を求める Fresenius の主張を認め、MAE 条項に基づく合併契約のクロージングの拒否及び解除を肯定した (以下「本判決」という。)。また、同年 12 月 7 日、デラウェア州最高裁判所も本判決を支持する旨の判断を示し¹、本判決は確定した。本判決は、デラウェア州衡平裁判所が初めて MAE 条項を根拠に合併契約の解除を肯定した事例として、米国において非常に注目を集めた。なお、MAE は、MAC (Material Adverse Change) と呼称されることもある。

本判決も分析しているとおり、米国では、MAE 条項は、複数の例外事由の列挙を含む詳細な MAE の定義規定が設けられた上、主に、①契約締結日以降、対象会社に MAE が生じていないことをクロージングの条件として直接規定する方法 (「General MAE Condition」と呼称される。)や、②特定の時点 (直近の計算書類の基準日等) 以降対象会社に MAE が生じていないことを表明保証の対象として規定するという 2 つの方法で用いられるほか、③対象会社が契約締結時点で表明保証した内容がクロージング時点においても真実かつ正確であることをクロージングの条件に規定しつつ (「Bring-Down Condition」と呼称される。)、表明保証違反があったとしても、当該違反が対象会社に MAE を発生させない場合は例外としてクロージング条件の充足を肯定するという形で用いられる場合もある。本件の合併契約でも、複数の例外事由を列挙する MAE の定義規定が置かれた上、① (General MAE Condition) 及び③ (Bring-Down Condition) の方法により MAE 条項が組み込まれていた²。General MAE Condition は MAE が特定の表明保証違反と関連付けられていないのに対し、Bring-Down Condition に MAE 条項が組み込まれた場合は、特定の表明保証違反が対象会社に MAE を発生させるか否かが問題となることから、本判決は両者を区別して検討している。

具体的な検討において、本判決は、まず、**General MAE Condition** の充足について判断する。MAE の発生に関する判断基準について、本判決は、短期的な業績の低下は MAE には該当せず、MAE が発生したというためには、問題となる事象が対象会社の全体的な収益力に対して長期的に相当な脅威を与える内容でなければならないなど、MAE の発生に関する先例³が定立した MAE の解釈ルールに依拠した。あてはめとして、本判決は、合併契約締結後 1 年間の Akorn の売上、営業利益、EPS を、合併契約締結前と四半期単位及び通年単位で比較し、売上については 25% から 34%、営業利益については 84% から 134%、EPS については 96% から 300% 低下したこと、また、通年の EBITDA が契約締結前後で 86% 低下したことを認定し、Akorn の業績は合併契約締結後に劇的に悪化したと判断した。その上で、業績の悪化が長期間に及ぶものであるかどうかという点に関して、Akorn の業績が急激に悪化してから判決の時点で既に 1 年が経過しているにも関わらず回復の兆しが見えないことに加え、Akorn の業績の低下の理由が、Akorn の上位商品について予想外の競合他社が現れ価格競争に晒されたこと、Akorn が成長を見込んでいた主力製品に関して契約を失注したことなどを指摘し、これらの事情は Akorn の業績悪化が長期的に継続すると判断する根拠になると判示した。結論として、Akorn には MAE が発生しており **General MAE Condition** は充足されていないという Fresenius の主張を肯定した。

次に、本判決は、**Bring-Down Condition** の充足を検討する。表明保証違反の点について、Fresenius は、アメリカ食品医薬品局 (Food and Drug Administration、以下「FDA」という。) が制定する規則を含め全ての法令等を遵守していることなどを内容とする、Akorn によるレギュラトリーに関する表明保証の違反を主張した。Akorn は表明保証違反の事実自体は争わなかったため、合併契約書の文言⁴に従い、当該表明保証違反が Akorn に MAE を発生させると「合理的に予測される」かどうかという点が争点となった。本判決は、契約書において「合理的に予測される (reasonably be expected to)」という文言が使用されている場合は、将来の事象も MAE に該当しうるものの、質的側面及び量的側面の双方から、当該事象が MAE と評価できるかどうかを検討しなければならないと判示した。その上で、質的側面に関しては、ジェネリック製薬会社として FDA の規制を遵守することはビジネスの本質的部分であるにもかかわらず、FDA が要求するデータインテグリティの基準を満たさない、研究・開発データへの不正アクセスや改ざんが可能なシステム体制の不備や、従業員によるデータ削除の事実など詳細にレギュラトリー違反の事実を認定し、このような Akorn に存在する深刻なレギュラトリー違反は MAE の合理的な発生を強く裏付けると判断した。さらに、本判決は、量的側面に関して、Akorn のレギュラトリー問題に起因する経済的インパクト (コンプライアンス体制の構築に伴うコスト等) を約 9 億ドルと認定した上、かかる金額は、合併契約の対価を決定する際に根拠とされた 43 億ドルという Akorn の株主価値の 21 パーセントに相当することを根拠に、量的な側面から見ても、Akorn のレギュラトリー違反は MAE の発生を合理的に予測させるものであると判示した。結論として、本判決は、**Bring-Down Condition** は充足されておらず、Fresenius によるクローキングの

拒否及び解除は有効であると判断した。

その他、Akorn は、MAE 条項は買主が認識していない事実 (unknown events) によりもたらされた事情に限定して適用される旨の IBP 事件⁵の判示に基づき、Fresenius がデューデリジェンスの過程で認識したリスクに基づいては MAE 条項の適用は認められない旨主張していた。しかし、本判決は、上記判示は IBP 事件で用いられた契約の解釈を行ったものに過ぎず MAE 条項一般に適用されるルールではない⁶、本件の合併契約では多数の例外を定める MAE の定義規定が置かれているにもかかわらず、MAE の発生を基礎づける事情に関する当事者の認識や予見可能性は問題とされていないなどと判示して、Akorn の主張を排斥した。本判決の評釈⁷においては、MAE 条項の適用は買主が認識していない事実 (unknown events) に限定されるものではないという本判決の結論が今後の裁判例でも支持されるかどうかは明らかでないものの、売手側の代理人としては、当事者が認識していた事実や予見可能な事実であっても、契約書においてそれらを MAE の対象から明示的に除外しない限り、MAE の発生の判断において考慮される可能性に留意しておく必要があると指摘されている。

本判決は、デラウェア州衡平裁判所が初めて MAE の発生を肯定した事例であるという点や、MAE 条項の解釈方法及び MAE 発生の判断過程を詳細に示している点において、米国法を準拠とした M&A 取引において念頭に置く必要があるのみならず、MAE 条項の発展・それを巡る紛争など今後の日本の M&A 実務においても参考となりうる裁判例と思われる。

¹ *Akorn, Inc. v. Fresenius Kabi AG*, 198 A.3d 724 (Del. Dec. 7, 2018)
<https://courts.delaware.gov/Opinions/Download.aspx?id=282110>

² その他に本件の合併契約においては表明保証の内容を限定する基準としても MAE が用いられていた。本件の合併契約については、
<https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/3116/000095015717000499/ex2-1.htm> 参照。

³ *In re IBP, Inc. v. S'holders Litig.*, 789 A.2D 14 (Del. Ch. 2001) 及び *Hexion Specialty Chems., v. Huntsman Corp.*, 965 A.2d 715 (Del. Ch. 2008)。

⁴ 前述のとおり、本件の合併契約においては、表明保証が真実かつ正確であることをクロージングの条件としつつ、「except ...where the failure to be true and correct would not ... reasonably be expected to have a Material Adverse Effect」という例外が規定されていた。

⁵ 脚注 2 参照。

⁶ IBP 事件の合併契約で用いられた MAE の定義規定は、本件の合併契約を含む近時の実務的趨勢とは異なり、MAE の例外が列挙されていなかった。

⁷ Lou R. Kling & Eileen T. Nugent, *Negotiated Acquisitions of Companies, Subsidiaries and Divisions* § 11.04 [10], at 11-72。当該文献は、デラウェア州衡平裁判

所及びデラウェア州最高裁判所が M&A 実務に関して信頼を置く影響力ある文献とされている（本判決 131 頁）。その他、本判決の比較的詳細な紹介記事として、**Practical Law Corporate and Securities, Akorn v. Fresenius Kabi: Delaware Court of Chancery Finds Target Company Suffered MAC Allowing Buyer to Terminate Merger Agreement (October 05, 2018)**。