

# AIWA NEWS LETTER

あいわ税理士法人 &amp; あいわ Advisory ニュースレター

マネージング・ディレクター 中山 豊聡

## M&A 交渉の違約金（ブレイクアップ・フィー）について

### 1.はじめに

日本製鉄によるアメリカの大手鉄鋼メーカー・US スティール社の買収計画が広く知られるところとなり、その交渉経緯が注目されています。同計画をめぐる米大統領の発言や全米鉄鋼労働組合(MSW)の反対姿勢などが報じられ、案件の成否はいまだ予断を許さない状況とみられます。

本件を巡る一連の報道のなかで、もし本件交渉が破談となった場合に、日本製鉄が「違約金」として 565 百万ドル（日本円で約 802 億円）もの金額を US スティール側に支払う取り決めの存在が報じられ、世間ではやや驚きをもって受け止められているようです。本件については、対米外国投資委員会（CFIUS）の審査対象となっており、仮に同委員会が買収成立を諒として最終決定権限者であるバイデン大統領に勧告した場合も、バイデン大統領としては拒否する方針と伝えられるなど、日本製鉄の巨額の負担リスクの可能性が注目されています。

M&A 交渉は通常、あくまで対等なビジネス交渉であり、交渉当事者を取り巻く諸事情により破談（ブレイク）となることも、珍しくはないところです。ブレイクまでにかけたコストはお互い仕方のないところ、と考えるのが普通でしょう。にもかかわらず、このような取り決めが交渉当事者間でなされることがあるのは、どうしてでしょうか。

今回は、M&A 交渉に関して設定されることのある主要な違約金（ブレイクアップ・フィー、または、ランザクション・ターミネーション・フィー）について、その内容と背景、留意点等について概観いたします。

### 2.ブレイクアップ・フィーの主な種類と内容

M&A 交渉に関して合意され得る主な違約金（ブレイクアップ・フィー）については、下表のようなものがあります。

元々は、M&A 交渉が売手側の事情で特定の買手候補との間で成約しなかった場合に、売手から買手候補に支払う解約金・違約金が合意されたことから始まったと考えられます。

のちに、実務の積み重ねのなかで、M&A 交渉が買手側の事情で売手との間で不成立となった場合に、当該買手から売手に解約金・違約金が支払われるケースが見られるようになりました。こちらはリバース・ブレイクアップ・フィーと呼ばれます。リバース・ブレイクアップ・フィーはおおむね 2005 年頃から広まったとみられます。その背景には、当時世界的に急速に広まった投資ファンドによる M&A 案件において、結果的に資金調達のアレンジできなくて案件が不成立になるケースが急増し、売手側として少しでもそうした不成立のリスクを抑制したかったことがあると思われれます。

現在の M&A 実務では、売手保護の考え方が広まり、どちらかという、後者の、買手から売手に支払われるリバース・ブレイクアップ・フィーのほうが重視される傾向があるように思われれます。

種類	支払者	受領者	典型的な適用場面
ブレイクアップ・フィー	売手	買手	<ul style="list-style-type: none"> <li>▶ M&amp;A 交渉中、売手の都合・事情で交渉打ち切り/案件不成立となった場合</li> <li>▶ 交渉中の買手よりも好条件を別の買手が提示して来たため、当該新しい買手に譲渡先を決めた場合など</li> <li>▶ 案件金額対比 3.0%弱程度の金額となることが多い</li> </ul>
リバース・ブレイクアップ・フィー	買手	売手	<ul style="list-style-type: none"> <li>▶ M&amp;A 交渉中、買手の都合・事情で交渉打ち切り/案件不成立となった場合</li> <li>▶ 資金調達の不成立、政府機関による買収不許可、株主総会で否決された等の事由</li> <li>▶ 案件金額対比 4.0%前後の金額となることが多い</li> </ul>

### 3. ブレイクアップ・フィーが合意される背景等

#### 【本質は破談の場合のコスト回収と埋め合わせ】

ブレイクアップ・フィーは元々、アメリカの M&A 実務のなかで考案され発達したものです。M & A 交渉に臨む売手と買手は、一般に次のような強いニーズをそれぞれ有していると考えられます。

買手	<ul style="list-style-type: none"> <li>▶ 狙った買収対象企業を競合する買手候補に取られたくない</li> <li>▶ 競合先を排除し、できるだけ有利な価格その他の条件で買収したい</li> </ul>
売手	<ul style="list-style-type: none"> <li>▶ 会社を譲渡する以上、出来るだけ複数の候補を競わせて譲渡価格を極大化したい</li> <li>▶ 好条件を示した買手候補は逃がしたくない</li> </ul>

買手は、売手が自社ではなく競合他社に譲渡することを決めたときに、また、売手は、交渉を進めていた買手が案件を完了できなくなったときに、大きな損失が生じ、これを相手方に補償させたいというニーズが生じます。ブレイクアップ・フィーは、こうした売手と買手のニーズに対応する一手段として考案されたもので、先述しましたように、当初は、基本的に売手から買手候補に支払われるものが主体だったと考えられます。

対象企業の取締役会は、通常複数の候補先と同時的に交渉し、買手候補 A 社より好条件を B 社が提示した場合は、株主責任により、A 社を断って B 社提案を取る必要が生じます。また、取締役会の考え方と相違して株主総会で A 社への譲渡が否決されるということも有り得ます。こうした場合に、それまで多大なコストを負担し交渉に取り組んできた A 社は、一定のコスト回収を図りたいと考えます。ブレイクアップ・フィーは元々こうした事情を背景に考案されたものです。

#### 【破談になると特に売手に負担が大きくなりやすい】

しかし、一般論としては、ある M&A 案件が破談になった場合、売手と買手どちらの方がより負担が大きいかを考えると、案事情により差異はあるものの、通常は売手の方が負担が大きくなることが多いと考えられます。

売手は通常、会社を譲りたい何らかの事情があって M & A 交渉に応じていることが多いので、途中で交渉が破談になれば、また新たに買手候補を探して交渉を開始しなければなりません。しかし、こうした場合、破談になったことを新しい候補先は通常知っているため、売手としてはかなり交渉力が低下することが多いと考えられます。

先述のように、投資ファンドが買手となる案件では、金融機関による融資（ファイナンス）の確約（コミ

ットメント)を停止条件とした買収申し込みが多く、結果的にファイナンスがアレンジできないことを理由とした破談が多く発生し、売手としてはまた新たな買手との交渉を余儀なくされることが多く生じた時代がありました。こうした売手の負担も考えて、導入されるようになったのが、買手から売手に支払われるリバース・ブレイクアップ・フィーとなります。

ブレイクアップ・フィーは、具体的にどこでどうやって合意するのかという点ですが、通常は、M&A 交渉の進行中に買手候補から売手に提出され取り交わされる LOI (買収意向表明書ないし基本合意書) のなかで交渉され、規定されることが多いと考えられます。通常、LOI 以降は本格的に双方お金と手間暇をかけてデュー・ディリジェンスを行い、成約に向けて動くため、ブレイクアップ・フィーを交渉するにはちょうど適切なタイミングと思われます。

#### 【日本製鉄・US スティールの案件…当事者の力関係も影響】

これは筆者の推測ですが、日本製鉄・US スティールの案件では、恐らく、どちらかという海外市場での成長余地を求める日本製鉄側から積極的に「ぜひ当グループにお迎えしたい、買収交渉に入りたい」とアプローチしたのではないのでしょうか。

US スティール側では、法律事務所・投資銀行・専門コンサルタントを含む大がかりな案件担当チームを組成し、日本製鉄との案件の成就可能性について詳細に検討したと思われます。その結果、現在のように政治問題化して最終的に成立しない蓋然性がかなり高いとの結論に達したことが窺われます。そこで、交渉には応じて良いが条件としてリバース・ブレイクアップ・フィーを要求し、日本製鉄側としてはそのリスクを経営判断として呑んだものと想像されます。

交渉が成立しなかったからといって何故お金を取ろうとするのか、やはり直感的にわかりにくい面は残ると思いますが、日本製鉄・US スティールのような大型のクロスボーダー案件では、ある程度交渉を具体的に進めるだけでも、対象会社側に必要な作業量・経費はかなりのものとなります。つまり「成立しないリスクも承知で、敢えて交渉に応じてあげるのだから、買手側に起因する事情で破断になった場合は、それまでのコストカバーとある程度の見舞金は負担してくれ」という意味合いのブレイクアップ・フィーと考えられます。ある意味では当事者の力関係を背景に設定されるものということができます。

565 百万ドル (日本円で約 802 億円) という金額についてその算出・交渉過程は明らかにされておりませんし、これが一概に妥当な金額といえるかどうかについては、議論の余地も大きいところと思われます。報道によれば現在想定されている本件の案件金額は約 141 億ドル (約 2 兆円) とのことであり、565 百万ドルは案件金額対比では 4.0% となります。

米投資銀行フォーリハン・ローキーの 2022 年の調査によりますと、リバース・ブレイクアップ・フィーの対案件金額比率の中央値はちょうど 4.0% 程度なので、市場慣行並みということが出来るかもしれません。ブレイクアップ・フィーの確立された計算式というものは特段存在しないので、日本製鉄・US スティール間では「この額なら受ける」「もう一声なんとか」といった押し問答が繰り広げられたのではないかと、想像します。

---

## 4.最後に

これまで本稿で概観してきましたように、主に大型のクロスボーダー案件において、交渉作業のコストが膨大であることや、万一、相手方の事情で交渉破談となった場合に交渉相手方に生じる負担 (それまでの作業が無駄になり、売手側では新たに買手候補を探索する必要がある等) に対する賠償 (埋め合わせ) の意味合いで考案されてきたブレイクアップ・フィーですが、日本企業の M&A の世界では、まだまだ実務の積み重ねが少ない分野と思われます。

おそらく、旧来の日本国内の M&A 実務では、「交渉が上手く行かなかったからといって、相手方に金銭を要求するようなことは、みっともない」といった文化的な価値観等の影響もあり、そもそもこうした金員を徴求する発想そのものが無かったのではないのでしょうか。

しかし、今後のビジネス社会のなかで、M&A 交渉は経営者にとってますます日常的なものとなり、交渉の相手方からブレイクアップ・フィー条項を求められることもあれば、こちらから要求したいと考える場面も増えていく可能性は高いと思われます。そうした場合に、企業的意思決定者としては、冷静に、法律的なアドバイスと共に、取り組み中の案件の大局観を踏まえてどのようなブレイクアップ・フィーを要求するかしないか、受けるか受けないか、経験豊富なアドバイザーの助言を得て検討・意思決定されることが重要と考えます。

本ニュースレターは、一般的な情報提供であり、具体的アドバイスではありません。個別の案件については個別の状況に応じて検討が必要になります。お問い合わせ等がありましたら、下記専門家まで遠慮なくご連絡ください。

#### あいわ Advisory 株式会社 M&A 部門 ([ma@aiwa-tax.or.jp](mailto:ma@aiwa-tax.or.jp))

マネージング・ディレクター	中山 豊聡
マネージング・ディレクター	樺田 洋次郎
マネージャー/税理士	松井 義章
マネージャー	長谷川 允一

#### 【あいわ税理士法人グループの概要】

- ◆ グループ構成
  - あいわ税理士法人
  - あいわ Advisory 株式会社
- ◆ 所在地
  - 〒108-0075 東京都港区港南 2-5-3 オリックス品川ビル 4F
- ◆ URL
  - <https://www.aiwa-tax.or.jp/>
- ◆ 人員数
  - 税理士・税理士有資格者：45 名
  - 公認会計士：15 名
  - 情報処理安全確保支援士：2 名
  - 行政書士：1 名
  - 科目合格者：13 名
  - 総務ほか：18 名
  - 合計：90 名(一部重複)
- ◆ 関与先概要
  - 上場グループ 305 社 上場準備 200 社 非上場 265 社