

The Buyer's Playbook

M&Aにおける法務インサイト

2026年6月16日

本稿の内容に関してご質問がございましたら、下記のPaul Hastings LLPの各国法弁護士までお気軽にお問合せください。

Matthew Poxon

パートナー/ロンドン

+44-20-3023-5171

matthewpoxon@paulhastings.com

David Prowse

パートナー/ロンドン

+44-20-3023-5145

davidprowse@paulhastings.com

Matthew Calvert

アソシエイト/ロンドン

+44-20-3023-5186

matthewcalvert@paulhastings.com

Hervé Irankunda

アソシエイト/ロンドン

+44-20-3986-1245

herveirankunda@paulhastings.com

James Waite

アソシエイト/ロンドン

+44-20-3023-5144

jameswaite@paulhastings.com

Hugh Odone

アソシエイト/ロンドン

+44-20-3023-5286

hughodone@paulhastings.com

100 Bishopsgate
London, EC2N 4AG

法務デューデリジェンス：本当に重要なこと

「The Buyer's Playbook」の今回の記事では、M&A取引における法務デューデリジェンスの最新トレンドを探ります。

法務デューデリジェンスは、買い手が「何を取得しようとしているのか」、そして同様に重要なこととして「どのようなリスクを引き受けようとしているのか」を理解するための不可欠なツールです。そのプロセス自体はよく知られていますが、バリュエーション、取引ストラクチャー、契約上の保護、およびエグゼキューション・リスク（実行リスク）に与える影響はしばしば過小評価されがちです。

適切に実施されたデューデリジェンスにより、買い手は問題を早期に発見し、重要な事項を優先順位付けし、価格、リスク配分、スケジュールに関して情報に基づいた意思決定を行うことができます。逆に、調査の抜け漏れは後になって表面化し、利用可能な保護措置を制限し、交渉中やクロージング後に回避できなかったはずの摩擦を生む原因となります。

買い手にとって、法務デューデリジェンスは主に以下の重要な機能を果たします。

- **リスクの特定**：バリュエーション、買収価格の決定メカニズム、取引ストラクチャー、または場合によっては買い手の取引実行への意欲に影響を与える可能性のある、法的リスクや負債を特定します。
- **契約上の保護措置の構築**：表明保証、補償（インデムニティ）、前提条件（CP）、その他のリスク配分条項の範囲を含む、取引関連文書の交渉に情報を提供します。
- **規制およびガバナンス面の確認**：適用法令の遵守を確認し、取引に関連して必要となる承認や手続きを特定します。

デューデリジェンスのプロセスでひとたび問題が特定された場合、焦点はもはや「それが問題かどうか」ではなく、「それにどう対処すべきか」に移ります。実務上、それは価格の減額、特定補償条項、前提条件、エスクローやホールドバック（対価の支払い留保）、あるいは場合によっては「取引から降りる」という決断を意味します。

ここで、デューデリジェンスは単なる調査から「ディールを動かすツール」へと変わります。買い手は、その問題がもたらす財務的影響、取引実行への影響、そして価値を保護するための最も効果的なメカニズムを評価しなければなりません。最も優れた買い手は、デューデリジェンスを単なるリスク特定のためだけでなく、価格交渉、契約上の保護、そしてディール戦略を推進するために活用しています。

本稿では、デューデリジェンスでの発見事項がどのようにバリュエーション、取引ストラクチャー、契約上の保護措置に反映されるのか、そして買い手がそれをいかにして自らの交渉力を高めるために活用できるのかを検証します。

発見事項（Findings）

法務デューデリジェンス・レポートは通常、財務や税務などの分野をカバーする他のレポートと並行して作成され、これらを総合的に見るのが不可欠です。

Legal Due Diligence: What Really Matters

現在、多くの売却プロセス（特にプライベート・エクイティのエグジット）において、ベンダー・デューデリジェンス（VDD）が標準となっています。VDDには、整理された情報への早期アクセスや作業の重複削減といった明確な利点がある一方で、買い手自身によるデューデリジェンスの代わりになるものではありません。実際には、経験豊富な買い手はVDDの内容を精査し、ハイリスクな分野に絞って追加の「トップアップ」デューデリジェンスを実施します。目的はVDDをやり直すことではなく、その内容を検証することです。

買い手はますます短縮されたスケジュールでの作業を迫られており、これは「すべてを洗い出す」ような網羅的で伝統的なデューデリジェンスの手法が、もはや現実的でも望ましくもないことを意味します。そのため、当事務所では、対象事業に関するあらゆる事項を網羅した詳細なレポートではなく、重大な「レッドフラッグ」となる問題に焦点を当てたレポートを作成するケースが増えています。

また、法務デューデリジェンスは表明保証保険（W&I保険）の引受審査においても中心的な役割を果たします。保険会社は、リスクを評価し提供可能な補償範囲を決定する際、買い手やそのアドバイザーが実施したデューデリジェンスの結果に大きく依存します。ただし、W&I保険は「未知のリスク」のみをカバーするため、デューデリジェンス・レポートで特定された「既知の問題」は補償対象外となります。W&I保険の影響については、今後の記事「ディールの保険：W&I保険」にて詳しく掘り下げます。

リスクを価値に変える (Converting Risk to Value)

法的リスクはすべて同じではありません。例えば、中核となるソフトウェアの知的財産権（IP）の譲渡手続きの不備は、重要でない国における軽微な手続き上の不備とは根本的に異なる問題を提起します。したがって、買い手の対応は、その問題の「法的な分類」だけでなく「商業的な影響」に基づいて決定されるべきです。

実務上、買い手は発見事項を3つのカテゴリーに分類すべきです。第一に、解決のためのコストや貸借対照表への影響が明確な問題。第二に、問題自体は現実であるものの、金額や発生時期が不確実な問題。第三に、クロージング、所有権、または事業運営に関するリスクを生じさせる問題です。それぞれのカテゴリーによって、求められる保護の形態は異なります。

価格調整 (Price Adjustment)

買い手にとって最もすっきりした解決策は、多くの場合、買収価格の直接的な調整です。問題に対処するためにコストがかかる場合、売り手がそのコストを負担すべきだという主張はごく自然なものです。

価格調整の主張が最も通りやすいのは、問題が既知である、定量化可能である、回避不可能である、かつ財務数値の他の部分でまだ考慮されていないという4つの特徴が揃っている場合です。具体例としては、デューデリジェンス中に発見された未払い雇用債務や税務債務、同意取得のために支払いが必要となる契約、またはIPの権利関係の修復にかかるコストなどが挙げられます。

価格保護の形態は、ディールの仕組みに依存することがよくあります。ロックド・ボックス方式の取引では、買い手がクロージング後に価格を見直す余地が限られているため、デューデリジェンスでの発見事項は、署名前の価格交渉、特定の価格調整、または個別の契約上の保護措置を通じて対処する必要があります。クロージング勘定方式（コンプリーション・アカウント）の場合、特定の負債が関連する会計上の定義や計算方法に該当すれば、価格決定メカニズムに反映させる余地が大きくなります。とはいえ、多くの法的リスクは、現預金、有利子負債、または運転資本といった従来の概念の枠外にあるため、個別に対処する必要があります。

特定補償 (Indemnity)

リスクが既知であるものの、必ずしも確実ではない、あるいは定量化できない場合、「特定補償条項」が買い手にとっての次善の策となります。

表明保証（Warranties）が未知のリスクを洗い出し損害賠償請求の契約上の根拠を提供することを目的としているのに対し、特定補償は、すでに特定されている個別の問題に関する責任の所在を定めるものです。事実上、これは「その既知の問題から損失が生じた場合、その損失は買い手ではなく売り手が負担する」ことに売り手が同意していることを意味します。

特定補償は、金額が不確実である場合、時期が不明確な場合、または結果が当事者以外の第三者に依存する場合に特に有効です。未解決の紛争、規制当局による調査、顕在化するおそれのある雇用関連のクレーム、またはすでに判明している制裁関連のレビューなどは、すべてこのカテゴリーに該当する可能性があります。このようなケースでは、価値の算定が難しいため、価格調整による対応は困難になります。

適切に作成された特定補償条項は、後で争いにならない程度に正確に事実関係を特定しつつも、売り手が後になって「実際の損失は対象外だ」と主張できるほど狭すぎないようにすべきです。売り手は、直接的な価格の引き下げよりも特定補償の原則をすんなり受け入れる傾向にあります。その範囲、期間、そして買い手の請求のしやすさを巡って激しく争います。両当事者はまた、個別に設定される上限額や請求可能期間、損害軽減義務を含む問題固有の請求手続き、および税務との相互作用にも焦点を当てます。

Legal Due Diligence: What Really Matters

対照的に、表明保証は、「未知のリスク」に対する主要な保護措置であり続けるべきです。それらは、ディスクロージャー・レター（開示書簡）、デミニミス基準（少額免責）、およびその他の交渉された制限事項と併せて機能します。しかし買い手は、問題がすでにデューデリジェンスで判明している場合、売り手はその問題を一般的な表明保証の枠組みに押し込めることを許してはなりません。問題が既知となった時点で買い手は表明保証の請求において不利な立場に置かれ、売り手はほぼ確実に「その問題は既知であり、適切に開示されていた」と主張するからです。

前提条件（Conditions Precedent）

クロージング前に解決できる問題であれば、価格調整や補償の対象とする必要がない場合もあります。

前提条件（CP）は、その問題が買い手による「対象事業を取得する能力」や「Day 1から事業を運営する能力」に直結する場合に最も効果的です。典型的な例としては、重要なチェンジ・オブ・コントロール条項に基づく同意の取得、IPの所有権の明確化、重要なライセンスの移転、または不可欠なコンプライアンスの是正措置の実施などが挙げられます。

クロージング前に解決可能であり、かつその解決がディールを著しく損なうものでない場合、その根底にあるのは「売り手は必要な変更を加えた上で事業を引き渡すべきである」という考え方です。とはいえ、前提条件は契約パッケージの中で最大のエグゼキューション・リスクをもたらします。署名からクロージングの間に不確実性をもたらし、遅延の機会を生み出し、市場環境が変化した場合に両当事者のいずれかに取引を見直す口実を与える可能性があります。そのため、特にディールの確実性が優先される競争入札プロセスやPE案件のエグジットにおいて、売り手は独占禁止法上の承認など法的に要求されるものを除き、前提条件の追加に抵抗する傾向があります。

買い手が前提条件に関する主張を通すことができるのは、通常、その問題が単なる「マイナスポイント」ではなく「クロージングにとって不可欠である」と証明できる場合のみです。例えば、対象会社がクロージング後に重要な契約を適法に履行できないのであればその主張は説得力を持ちますが、それが単なる事務的な整理のレベルであれば、売り手はそれを「クロージング後の誓約事項（コベナンツ）」に押し込もうとするでしょう。

あらゆる問題を前提条件にすべきではなく、多用しすぎると契約に向けた勢いを削ぐことになります。最も優れた買い手は、前提条件の適用を「ディールの実行にとって不可欠」かつ「妥当なスケジュール内で解決可能」な問題のみに限定しています。

エスクローとホールドバック （Escrows and Holdbacks）

いかに強力な特定補償条項であっても、売り手の支払い能力が伴わなければ意味がありません。だからこそ、繰延

対価、エスクロー（第三者預託）、およびホールドバック（対価の支払い留保）は依然として重要なツールとなります。特に、売り手がクロージング後すぐに売却代金を分配する可能性が高い場合や、他に十分な補償の引当金がない場合には重要です。

買い手は、高いリスクの発見事項に対して、対価の一部を一定期間専用の口座に預託するよう求める場合があります。特定されたリスクが顕在化した場合でも、売り手（または多くの場合、分散した複数の売り手）を追及することなく、回収の原資を確保できます。

エスクローやホールドバックは、売り手の信用力（支払い能力）に懸念がある場合に特に有用です。ファンドの分配時期が近づいているPEの売り手、複数の個人経営陣が売り手となっている場合、あるいは複数の国にまたがる売り手で執行に懸念がある場合などは、このような追加の担保が重要になる典型的な状況です。

留保される金額は、表明保証全体をサポートするためではなく、特定の補償、該当事項に関する上限額、または請求期間にリンクさせることができます。これにより、買い手の要求はより釣り合いの取れた、正当化しやすいものになります。

売り手は、資金の受け取りを遅らせたり、クリーンなエグジットの経済性を損なうようなメカニズムを嫌います。しかし、問題が既知であり、W&I保険から除外され、かつ合理的に価格調整できない場合には、売り手に対する何らかの形で担保付きのリコースが必要となることが多々あります。

適切な保護措置の選択

実務上、買い手は以下のシンプルな優先順位に従って保護措置を選択すべきです。

- **価格調整**：問題が確実かつ定量化可能である場合
- **特定補償**：問題が既知であるものの、金額や時期が不確実である場合（理想的には、その問題に紐づくエスクローなどの担保措置を併用する）
- **前提条件**：問題が所有権、適法性または事業継続性を脅かすものであり、かつクロージング前に修正可能である場合
- **ギャップの穴埋め**：問題がW&I保険の対象外となる場合、売り手がそのギャップを埋める保護措置を提供するようにすること
- **表明保証の適切な使用**：一般的な表明保証パッケージは「未知のリスク」のために使用し、すでに特定された問題の解決の代替として使用しないこと

Legal Due Diligence: What Really Matters

おわりに

デューデリジェンスはM&Aの根幹をなすものです。M&Aを成功に導く買い手は、調査の範囲を適切に設定し、重大なリスクに素早く対応を絞った上で、その発見事項をビジネス上の明確な成果（条件）へと結びつけることに長けています。

デューデリジェンスでの発見事項は、価格調整、特定補償、前提条件、エスクロー、またはホールドバックといった具体的な取引条件に落とし込まれて初めて意味を持ちます。それによって初めて、デールの価値保全が実現するのです。

本稿の内容に関してご質問がございましたら、ぜひお気軽にお問い合わせください。

免責事項

「**M&A Insights : The Buyer's Playbook**」は**Paul Hastings LLP**のクライアントおよび関係者の皆様への情報提供のみを目的として発行されたものであり、いかなる場合においても法的アドバイスとして依拠、あるいは解釈されるべきではありません。本資料に示された見解は執筆者個人のものであり、必ずしも**Paul Hastings LLP**としての見解を反映するものではありません。最新の動向や個別の事実関係に基づく具体的な情報については、専門の弁護士にご相談ください。一部の管轄法域においては、本資料は「弁護士広告」とみなされる場合があります。**Paul Hastings LLP** は 有 限 責 任 事 業 組 合 です。

Legal Due Diligence: What Really Matters