

Morrison & Foerster Client Alert

March 23, 2020

2020年3月23日

Negotiating M&A Deals Through the Coronavirus (COVID-19) Crisis

By [Michael G. O'Bryan](#)

As the coronavirus (COVID-19) outbreak triggers an unprecedented reality of social distancing, business closures and market turbulence, we review how parties may approach related issues while considering M&A deals. In light of the significant impact to date and the uncertain future impact of the outbreak, parties are reviewing and revising relevant provisions of acquisition agreements and conducting additional diligence in an attempt to obtain greater certainty of closing and of result.

Contract Issues

Material Adverse Effect

In many acquisition agreements, the acquiror will not be obligated to close if the target company suffers a material adverse effect ("MAE") or breaches its reps and warranties to a point resulting in a MAE. Whether the impact of COVID-19 constitutes a MAE for purposes of a particular acquisition agreement, however, will depend on, among other things, the language of the acquisition agreement and the facts surrounding the target company.

Courts generally have set a high bar for finding that a MAE has occurred with respect to a target company in an acquisition context. In the 2018 *Akorn* case, the Delaware chancery court found, for the first time, that a MAE had occurred with respect to a target company, entitling the acquiror not to close the acquisition. The court noted, however, that a MAE must "substantially threaten the overall earnings potential of the target in a durationally-significant manner" and that "the important consideration . . . is whether there has been an adverse change in the target's business that is consequential to the company's long-term earnings power over a

新型コロナウイルス感染症(COVID-19)拡大の危機下における M&A 契約の交渉

執筆者: [Michael G. O'Bryan](#)

新型コロナウイルス感染症(COVID-19)拡大により、ソーシャル・ディスタンスの確保要請、事業閉鎖、市場の混乱といった未曾有の事態が起きています。本稿では、M&A 契約を検討するに際して、当事者がこのような問題にいかに対処すべきかについて解説します。M&A の契約当事者は、感染症の拡大がこれまでに及ぼしてきた影響の大きさと将来的な影響の不確実さを踏まえた上で、関連条項の見直しと修正を行うとともに、クロージングとその効果を一層確実にすべく、新たにデューデリジエンスを実施していくことが求められます。

契約上の課題

重大な悪影響

多くの M&A 契約上、買主は、対象会社に「重大な悪影響(material adverse effect)」(以下「MAE」という。)が生じている場合、又は MAE に至るような表明保証違反がある場合、クロージングを実施する義務を負わないこととされます。もっとも、各 M&A 契約において、新型コロナウイルス感染症の拡大が MAE に該当するか否かは、特に当該契約上の文言や対象会社を取り巻く事実関係に依ります。

裁判所は、M&A に際して対象会社に MAE が生じているかどうかの認定を行うにあたって一般的に高めのハードルを設定してきました。デラウェア州衡平法裁判所(Delaware Court of Chancery)は、2018 年の *Akorn, Inc. v. Fresenius Kabi AG* 判決において、対象会社に MAE の存在を初めて認め、買主にはクロージングを実施しない権利があると判示しました。ただし、裁判所によれば、MAE の認定には「対象会社の潜在的な収益全体が極めて長期的かつ著しく脅かされる」ことが必要であり、また「対象会社の事業に生じている悪い変化として、商業上相当の期間(数カ月単位ではなく数年単位での継続が見込まれる程度)にわたって対象会社の長期的な収益力に影響

commercially reasonable period, which one would expect to be measured in years rather than months.”^[1] At this point, it remains difficult to predict how long many of the effects of the virus will last.

Even if the impact on a target company is materially adverse, and for the requisite duration, the MAE definition typically carves out the effects of specified causes, some of which may cover some or all of the impacts of COVID-19. Some recent deals have carved out COVID-19 expressly.^[2] Other recent deals carve out pandemics or epidemics.^[3] Other potentially related events, such as a “natural disaster” or “act of God” or other “force majeure” event, or more general effects, such as economic declines, or changes in applicable law also may be carved out. As a limit to the carveouts, however, agreements also typically include a “disproportionate effect” exception, permitting specified causes otherwise carved out to be considered if (and potentially only to the extent) the cause has a disproportionate effect on the target company compared to other participants in its industry. The scope of a more general carveout, and what constitutes a “disproportionate effect” in the context of the COVID-19 outbreak will be determined on a case-by-case basis as and when the effects of the outbreak unravel.

Given the lack of certainty around the scope of many of these terms, parties may wish to address the potential impact of COVID-19, and the extent to which those impacts may affect the parties’ respective obligations, more specifically, either through the MAE definition or through more specific conditions or other provisions.

Pre-Closing Operational Covenants

Acquisition agreements commonly provide that, between signing and closing, the target company must conduct its business in the ordinary course. Such obligation may be absolute or may be qualified, such as by requiring the target company only to use some degree of efforts, such as “commercially reasonable efforts,” and/or to operate “in all material respects” in the ordinary course or in ordinary course “consistent with past practice,” or by an exception for applicable law. Some agreements also provide exceptions to the extent approved by the acquiror, and further may require the

が及ぶか否か、...が重要な考慮要素である」としました^[1]。これを踏まえても、現時点ではコロナウイルスの影響がどの程度続くのかを予見することが依然として困難な状態です。

仮に、上記のように対象会社に対する影響が重大かつ悪いものでそれが一定の期間にわたって継続するとしても、MAE の定義上、一定の事由に基づく影響は除外 (carve out) されるのが通常です。例えば除外対象として、新型コロナウイルス感染症による影響の一部又は全部が記載されることがあります。実際に最近の契約においては、新型コロナウイルス感染症が明示的に除外されてきていますし^[2]、特定地域又は世界的規模の感染症一般が除外されることもあります^[3]。それ以外にも、「自然災害」、「天災」その他「不可抗力」事由をはじめとする潜在的な関連事由のほか、景気悪化といったより一般的な影響、適用法の改正についても、除外されることがあります。とはいえ、このような適用除外を制限すべく、契約に「不均衡な影響 (disproportionate effect)」に関する例外規定を設けることもまた一般的に行われます。この例外規定により、本来なら除外すべき一定の事由について、対象会社に対する影響が同業他社と比べて不均衡 (disproportionate) である場合には、当該事由を (場合によっては不均衡さの範囲内においてのみ) 考慮することが認められます。より抽象的な除外 (carve out) 規定がどの範囲をカバーするのか、そして新型コロナウイルス感染症拡大下において何が「不均衡な影響」に該当するのかについては、感染症拡大による影響が判明した時点で個別具体的に判断されます。

これらの多くの条項について、その適用範囲が不明確であることに鑑みれば、契約当事者は、MAE を定義化したり、より具体的な条件その他の規定を設けたりすることで、新型コロナウイルス感染症が及ぼし得る影響及びその影響が各当事者の義務に影響し得る範囲について対処するのが良いでしょう。

クロージング前の事業運営に関する誓約 (covenants)

M&A 契約では一般的に、対象会社がサインングからクロージングまでの間、通常の事業運営 (ordinary course of business) に従って運営すべき旨、定められます。かかる義務は絶対的なものとするのも条件付きとするのもできます。条件を付す方法としては、対象会社が「商業上合理的な努力 (commercially reasonable efforts)」等の一定の範囲の努力を尽くすこと、「あらゆる重要な点において (in all material respects)」通常の事業運営に従って運営すること又は「過去の慣行と整合する (consistent with past practice)」通常の事業運営に従って運営することのような規定が定められます。場合によっては適用法に関する例

acquiror not to withhold such approval unreasonably. Other pre-closing operational covenants may require the target company to comply with applicable law or take other steps, which also may (or may not) be subject to qualifications.

Typically, the acquiror's obligation to close is conditioned on the target company's compliance with these covenants, though such condition itself is often qualified by some level of materiality, such as by requiring that the target company have complied with its covenants in all material respects. Measuring whether such a condition has been fulfilled "in all material respects" may raise a standard of materiality that differs from that applied in measuring a MAE. In *Akorn*, the court noted that such a standard was "lower" than the MAE standard, and should be measured by whether there was a "substantial likelihood that the...fact [of breach] would have been viewed by the reasonable investor as having significantly altered the 'total mix' of information". The materiality standard for this condition is also not typically subject to the carveouts to a material adverse effect definition.

Parties may wish to provide further clarification with respect to the interim operating covenants, with the target company seeking to clarify its right to take steps in response to the outbreak, and the buyer seeking to confirm that it is not obligated to acquire a company that has not had to comply with the operating covenants.

Reps and Warranties and Rep and Warranty Insurance

Parties generally should assess whether the COVID-19 outbreak may require changes in, or additional disclosures with respect to, the reps and warranties made by them in the acquisition agreement, including with respect to the potential issues noted in the discussion of due diligence below.

When drafting such reps, or providing relevant disclosure (as well as in related diligence), target companies should keep in mind that health data (such as certain data relating to an employee's or contractor's COVID-19 diagnosis) may constitute "personal information" and that the disclosure of any such personal information is subject to applicable law and the

外規定を設けることもあります。さらに契約によっては、買主によって承認された範囲での例外規定を設けたり、買主が承認することを不当に留保してはならないと定めたりするものもあります。その他、契約当事者はクロージング前の事業運営に関する誓約によって対象会社が適用法の遵守その他の措置を講ずることを義務付けることも、かかる義務にも条件を付す(又は付さない)こともできます。

通常、買主のクロージングの実施義務は、対象会社が上記の誓約を遵守することを前提条件としています。しかし、前提条件そのものにも、対象会社があらゆる重要な点において誓約を遵守していること等の、重要性の程度に関する条件が付されることがよくあります。このような前提条件が「あらゆる重要な点において」成就したか否かの評価にあたっての基準は、MAE の評価に際して適用される基準と異なることがあります。Akorn, Inc. v. Fresenius Kabi AG 判決では、上記の重要性の評価基準は MAE の評価基準よりも「低い」ものであり、「合理的な投資家によって、(違反の)事実が情報の『総体(total mix)』に重大な変更を加えたと判断される...相当程度の可能性」があるか否かによって評価されるべきとしています。またかかる条件に関する重要性の評価基準は、重大な悪影響の定義から除外(carve out)されないのが通常です。

契約当事者は暫定の事業運営に関する誓約について、より一層明確な定めを設けるのが望ましく、対象会社においては、感染症拡大に対する措置を講ずる権利を明確にし、また買主においては、事業運営に関する誓約を遵守しない会社を買収する義務を負わない旨を確認することに努めるべきです。

表明保証及び表明保証保険

契約当事者は、一般的に、新型コロナウイルス感染症拡大によって、M&A 契約上で自身が設けた表明保証の変更や当該表明保証に関する追加の開示が必要となるかを、判断すべきです(下記デューデリジェンスの項目で述べる潜在的課題に関する表明保証についての判断も必要となります。)

対象会社は、表明保証条項を変更し、又は関連デューデリジェンスにおける開示と同様に該当する部分の追加の開示を行うに際して、健康上のデータ(個々の従業員やコントラクターについて新型コロナウイルス感染症の診断結果に関するデータ等)が「個人情報」に該当し得ること、そしてその個人情報の開示が適用法及び自社内部のプライバシー・データ保護ポリシーの適用対象となることに留意するべきです。

target company's internal privacy and data protection policies.

Those seeking rep and warranty insurance should also be mindful that rep and warranty insurers are developing underwriting protocols to address COVID-19 related risks. Some such insurers are proposing to exclude coverage of business interruptions and other business downturns arising out of COVID-19 (including any government or other regulatory sanctioned responses related thereto), and any supply chain disruptions or adverse effects on the company's customers or other counterparties that are attributable to COVID-19. Some such insurers are also seeking to exclude coverage on COVID-19 focused representations and warranties. Insurers also may increase their own diligence efforts, or their review of the acquiror's diligence efforts, with respect to COVID-19.

Regulatory Approvals

With government office closures, remote working, and videoconferencing and telephone calls replacing face-to-face interaction at government level – both in the U.S. and abroad – it is likely that governmental and regulatory approvals, and other consents required prior to closing, may take longer than usual. For example, on March 17, 2020, the United States Department of Justice's antitrust division advised that the review of existing transactions may be prolonged by an additional 30 days.^[4] Parties should consider whether they wish to provide for longer than usual "Outside Dates," or mechanisms to extend such dates in acceptable circumstances, to accommodate delays in approvals. Parties also may need to consider the steps to take (or that they can require the other party to take) to obtain such approvals within a particular time period.

Financing and Consideration Issues

Typically, an acquiror offering cash consideration will have access to cash on hand or other sources of funds, which may include a committed facility or commitment(s) to lend from an equity and/or debt financing sources. The COVID-19 outbreak, however, has rattled equity and debt providers along with acquirors and target companies. In this context, a target company should confirm whether an acquiror's debt

また、表明保証保険の付保を検討している場合には、保険会社が、新型コロナウイルス感染症関連のリスクに対処できるように保険引受けに関する書面を作成していることにも注意しなければなりません。一部の保険会社は、新型コロナウイルス感染症を発端とする事業中断及び業績悪化（政府規制当局に基づく新型コロナウイルス感染症関連の対策によるものを含む。）のほか、新型コロナウイルス感染症に起因するサプライチェーンの途絶や顧客と取引先に対する悪影響について、補償の対象から外すことを提案しています。中には、新型コロナウイルス感染症に特化した表明保証についてさえ、補償対象から外すことを予定する保険会社もあります。加えて、保険会社は、新型コロナウイルス感染症について自らデューデリジェンスを強化し、買主のデューデリジェンスについて吟味することに努める可能性もあります。

規制当局の承認

米国内外において、政府庁舎が閉鎖され、リモートワークが増加し、また対面でのやり取りに代わってビデオ会議及び電話対応が普及する中、政府や規制当局の承認や、クローリングに先立って必要とされる他の承認取得手続は、平時よりも時間がかかることが見込まれます。例えば、2020年3月17日に、米司法省反トラスト局は、現在審査中の取引については審査期間を更に30日間延ばすべきことを勧告しました^[4]。契約当事者は、承認取得の遅延に対処するため、「契約解除期限日 (outside date)」を通常より遅めに設定したり、認められる事実関係の下で同期限日を延長できる方法を策定したりすることが妥当であるか検討する必要があります。また、一定の期間内に承認を得るために取るべき措置（又は相手方当事者に求めうる措置）をも検討する必要があります。

資金調達及び対価をめぐる課題

買収対価を現金で支払う買主は通常、手持ちの現金その他の資金源を利用する手段を有しています。例えば、デットファイナンス及び／又はエクイティファイナンスの提供元からのコミットメントライン等があります。ところが、新型コロナウイルス感染症拡大により、買主や対象会社と並んで、デットファイナンスとエクイティファイナンスの提供元も揺さぶりを受けています。このような状況において、対象会社は、買主がかかる提供元を引き続き利用できるか否か、そ

and/or equity financing sources remain available and the terms on which the financing is offered.

In some cases, parties may want to consider using the acquiror's stock, rather than cash, to pay the purchase price. For example, where parties are having difficulty agreeing on a cash value for the target company, given recent stock price volatility, stock of the acquiror, where available, may facilitate agreement, if both parties are subject to similar pressures resulting from the outbreak. Parties also may turn to earn-outs and other deferred consideration mechanisms to help find a mutually agreeable method for valuing the target company.

Due Diligence

Given the significant measures implemented to slow the spread of COVID-19, the due diligence process has become all-remote, with in-person management presentations, site visits and other meetings being conducted by telephone or videoconferencing, and documents being disclosed by virtual data rooms. The process for conducting due diligence will need to change in response, taking advantage of remote working technologies.

Acquirors also may seek further understanding of the impact of the virus on specific aspects of the target company, such as:

- business continuity plans and emergency response protocols,
- actual and potential liability exposure not yet captured by financial forecasts,
- impact on customers, suppliers and other third parties and related agreements, including through the presence of force majeure limits in the target company's commercial contracts and practical issues with respect to the counterparties,
- impact on cybersecurity measures and exposure given moves to remote working,
- privacy and other HR issues, and
- adequacy of business and event insurance policies, including for workers' compensation claims.

して資金提供が行われる条件についての確認を行うべきです。

場合によって、契約当事者は、買収対価の支払いにあたり、現金ではなく株式を用いることを検討するのも一案です。例えば、昨今の株価変動に鑑みて、対象会社の金銭価値について当事者間で合意に至ることが困難な場合であって、新型コロナウイルス感染症拡大によって両当事者とも同じような苦境にある場合には、買主の株式を利用することによって合意成立が容易になる可能性があります。また、両当事者が合意できる対象会社の評価方法を模索するために、アーンアウト(earn-out)をはじめ、事後的に対価を支払う仕組みを活用することも考えられます。

デューディリジェンス

新型コロナウイルス感染症の流行を抑えるために実施されている大規模な対策を踏まえ、デューディリジェンスも完全にリモート形式で進められています。これまで対面で行われてきたマネジメントに関するプレゼンテーション、現地訪問及びミーティングは、電話やビデオ会議に代替され、文書の開示もバーチャルデータルームでなされています。リモートワークのための技術を用いながら、状況に応じてデューディリジェンスの実施プロセスを変えていく必要があります。

また、買主は、新型コロナウイルス感染症が対象会社に対して影響を与える以下のような事項について、より深く理解しようとするところもあるでしょう。

- 事業継続計画及び緊急時対応に関するプロトコル
- 財務予測によって未だ把握されていない実際の債務リスク及び潜在的な債務リスク
- 対象会社を一方当事者とする商事契約上の不可抗力条項の存在や契約相手側の問題等により、顧客、サプライヤーその他の第三者及び関連契約に生ずる影響
- リモートワークへの移行によるサイバーセキュリティ対策やそのリスクに対する影響
- プライバシーその他人事上の問題
- 労働者災害補償の請求を含む、事業中断保険及び興行中止保険の十分性

Unsolicited Takeover Activity and Activism

Along with heightening market volatility, the COVID-19 outbreak has raised the potential for unsolicited takeover activity, as well-positioned companies and other acquirors seek to take advantage of the dramatically lower stock prices. Directors of listed companies should keep in mind that their companies may become targets of opportunistic acquirors or activists and, when time allows, consider their preparations in that regard. Among other things, while premature implementation of a rights plan may draw criticism from proxy advisory services like ISS and Glass Lewis, directors might consider whether it would be prudent to have a rights plan “on the shelf” and ready to launch if needed to protect the interests of stockholders.

Morrison & Foerster Associate Amy Chen (qualified to practice in England and Wales, but not licensed to practice in California) assisted in the preparation of this client alert

[1] For a more detailed discussion of *Akorn*, see our client alerts, [Delaware Supreme Court Upholds Lower Court’s Material Adverse Effect Finding](#) (Dec. 10, 2018), and [Delaware Court of Chancery Finds a Material Adverse Event and Excuses Buyer from Obligation to Close](#) (Oct. 9, 2018).

[2] For example, the agreement between Morgan Stanley and E-Trade, announced on February 20, 2020, carved out “any acts of God, natural disasters, terrorism, armed hostilities, sabotage, war or any escalation or worsening of acts of war, epidemic, pandemic or disease outbreak (including the COVID-19 virus).”

[3] 5 out of 22 of the most recent acquisitions of private companies with agreements filed by public companies with the SEC expressly carved out pandemics, epidemics or outbreaks of diseases.

[4] For further information on antitrust issues, see our client alert, [The Impact of COVID-19 on U.S. Antitrust Enforcement: Updates and Practical Guidance for M&A](#) (March 19, 2020).

敵対的買収の積極化

新型コロナウイルス感染症拡大により、高まる市場不安も相まって、安定的な立場にある企業等が急激な株価下落に付け込もうと考えて、敵対的買収が積極化するおそれが生じています。上場企業の取締役は、自社が日和見主義的・積極的な買収者の標的になり得ることに留意するとともに、時間が許すならば、かかる買収に対する対策を検討すべきです。とりわけ、ライツプラン (rights plan) は、時期尚早に実施すれば ISS や Glass Lewis 等の株主議決権行使助言機関の批判を招くものの、株主の利益を保護するために機能するため、取締役は必要となればいつでも実施できるようにライツプランを用意しておくべきか検討するのが望ましいでしょう。

執筆協力: Amy Chen、アソシエイト

[1] *Akorn, Inc. v. Fresenius Kabi AG* 判決の詳細については、当事務所のクライアントアラート「[Delaware Supreme Court Upholds Lower Court’s Material Adverse Effect Finding](#)」(2018年12月10日)及び「[Delaware Court of Chancery Finds a Material Adverse Event and Excuses Buyer from Obligation to Close](#)」(2018年10月9日)をご参照ください。

[2] 例えば、2020年2月20日に公表されたモルガン・スタンレーとEトレードとの間の契約においては、「天災、自然災害、テロ行為、武力攻撃、破壊行為、戦争若しくは戦争行為の激化・悪化、特定地域若しくは世界的規模の感染症等の病気の拡大(新型コロナウイルス感染症を含む。)」と規定し、新型コロナウイルスを除外しています。

[3] 公開会社が米証券取引委員会 (SEC) に契約を届け出た買収案件のうち、非公開会社を対象とする直近の22件中5件において、特定地域若しくは世界的規模の感染症等の病気の拡大が明示的に除外されています。

[4] 反トラスト法上の課題の詳細については、当事務所のクライアントアラート「[The Impact of CDeOVID-19 on U.S. Antitrust Enforcement: Updates and Practical Guidance for M&A](#)」(2020年3月19日)をご参照ください。

For the latest information on how to navigate potential business and legal challenges stemming from the COVID-19 outbreak, please visit Morrison & Foerster's [Coronavirus \(COVID-19\) Resource Center](#). The center provides up-to-date insights and recommendations, as well as key contacts across regions and practice areas. Please stay healthy and informed.

* * *

For more information, please contact:

[Randy Laxer](#)
Tokyo
03 3214 6522
RLaxer@mofo.com

About Morrison & Foerster:

We are Morrison & Foerster—a global firm of exceptional credentials. Our clients include some of the largest financial institutions, investment banks, Fortune 100, technology and life science companies. We've been included on *The American Lawyer's* A-List for 13 straight years, and *Fortune* named us one of the "100 Best Companies to Work For." Our lawyers are committed to achieving innovative and business-minded results for our clients, while preserving the differences that make us stronger. This is MoFo. Visit us at www.mofo.com.

Because of the generality of this update, the information provided herein may not be applicable in all situations and should not be acted upon without specific legal advice based on particular situations. Prior results do not guarantee a similar outcome.

新型コロナウイルスの大流行に端を発して今後生じ得る経営課題や法的問題について、その対応方法の最新情報については、当事務所の [Coronavirus \(COVID-19\) Resource Center](#) をご覧ください。センターでは、最新の識見及び提言、並びに各地域・プラクティス分野の問合せ先を掲載しています。どうか健康に留意し、情報収集にお努めください。

* * *

コンタクト

[小田 望未](#)
東京
03 3214 6522
NOda@mofo.com

モリソン・フォースターについて

モリソン・フォースターは優れた実績を誇る世界的な法律事務所です。クライアントには大手金融機関、投資銀行、Fortune 100 企業、テクノロジー・ライフサイエンス関連企業等が名を連ねています。American Lawyer 誌の A-List に過去 13 年間連続で選ばれただけでなく、Fortune 誌が「働きたい全米トップ 100 企業」として当事務所を挙げています。モリソン・フォースターの弁護士はクライアントのために最良の結果を出すことに全力を注ぐ一方で、より強固な事務所となるべく各弁護士の個性を失わないよう配慮しています。詳しくは、当事務所のウェブサイト (www.mofo.com) をご覧ください。

本稿は一般的なもので、ここに含まれる情報はあらゆる事案に適用されるものではなく、また個別の事案に対する具体的な法的アドバイスを提供するものでもありません。過去の結果が今後も同様に当てはまることが保証されているものではありません。