

Morrison & Foerster Client Alert

April 28, 2020

2020年4月28日

Recent U.S. Lawsuits Highlight Pressure Points in M&A Deals Negotiated Pre-COVID-19

By [Spencer D. Klein](#), [Joseph Sulzbach](#)
and [Mara Elyse Goodman](#)

The COVID-19 crisis is highlighting pressure points in pending M&A deals that were negotiated before the pandemic's effects became widespread.

Last month, private equity firm Sycamore Partners terminated its deal to purchase a 55% share of L Brands, Inc.'s Victoria's Secret and PINK businesses, claiming that L Brands breached the transaction agreement by taking actions that were largely in response to COVID-19.^[1] Specifically, Sycamore Partners claimed that L Brands breached certain interim operating covenants in the agreement by making operational changes, including closing its retail stores worldwide, furloughing most employees and halting rent payments for its U.S. retail stores. Sycamore Partners also alleged that the operational changes caused the businesses to suffer a "material adverse effect" and rendered several representations false, including the representation that there were no material breaches of any material contracts.

This deal is just one of many pending deals that were negotiated pre-COVID-19 and that are now the subject of a lawsuit, after the buyer terminated the deal or refused to timely close because of actions taken by the target in response to the pandemic.^[2]

Below are the key provisions that are pressure points in most, if not all, of these lawsuits, as parties to pending deals revisit the terms of their transaction agreements and consider their rights, obligations and options in light of COVID-19:

新型コロナウイルス感染症(COVID-19)拡大前に交渉された M&A 契約について、近時の米国訴訟で明らかとなった重要課題

執筆者: [Spencer D. Klein](#)、[Joseph Sulzbach](#)
及び [Mara Elyse Goodman](#)

新型コロナウイルス感染症(COVID-19)の危機下において、感染症の世界的拡大前に交渉されたものの未だクロージングに至っていない M&A 契約に関して、いくつかの重要課題が浮き彫りになっています。

プライベートエクイティ投資会社の Sycamore Partners が L Brands, Inc. のブランド「Victoria's Secret」及び「PINK」の株式 55% を買収する取引において、Sycamore Partners は L Brands, Inc. が主に新型コロナウイルス感染症拡大を受けて講じた措置により取引契約に違反したとして、先月、同契約を解除しました^[1]。具体的に Sycamore Partners は、L Brands が、世界各地の小売店舗の閉鎖、大部分の従業員を対象とする一時帰休の実施、米国店舗の賃料滞納等を含む事業運営上の変更を生じさせたことにより、クロージング前の事業運営に関する誓約(interim operating covenants)の一部に違反していると主張しました。また、事業運営上の変更により、同ブランドの事業に「重大な悪影響(material adverse effect)」が及び、重要な契約について重大な違反がない旨の表明を含む複数の表明事項が真実に反するに至ったとも主張しています。

これは新型コロナウイルス感染症拡大前に交渉されたもののクロージングに至らなかった取引のほんの一例に過ぎず、これらの多くの取引は世界的規模の感染拡大を受けた対象会社の措置が原因で買主が取引契約を解除したか、当初のクロージングを拒否したことにより、訴訟に発展しています^[2]。

上記の訴訟の(全てではないにしろ)多くの事例で争点となっている重要条項を以下に挙げます。これはクロージング前の取引の当事者が新型コロナウイルス感染症拡大を踏まえ、M&A 契約の条件を見直し、各自の権利義務やオプションを検討する状況におかれ、争点となっています。

- *Material Adverse Effect*. Under most transaction agreements, if a target suffers a “material adverse effect” between signing and closing, the buyer would not be obligated to close. The definition of material adverse effect often contains a list of exceptions that cannot be taken into account when determining if a material adverse effect has occurred. Prior to COVID-19, pandemics, epidemics and other similar events were seldom included as specific exceptions. However, the definition usually did include, as exceptions, changes generally affecting the industries in which the target operates, changes in general market conditions and acts of God. In addition, for most material adverse effect definitions, even if pandemics or other similar events were to fall within an exception, if that event had a disproportionate adverse impact on the target relative to other companies in the industry in which the target operates, that disproportionate impact may nonetheless be considered when determining if a material adverse effect has occurred. Ultimately, the specific facts and circumstances, as well as the particular words of the transaction agreement, will play a significant role in the outcome of whether a material adverse effect has occurred due to COVID-19.
- *Representations & Warranties Bring Down*. In most deals, as a condition to closing, the target’s representations and warranties must be true as if made at the time of the closing, with the business representations typically qualified by a materiality or material adverse effect standard. In light of the massive disruptions caused by COVID-19, it may not be possible for some targets to remake all of their representations as of closing. The following representations are examples of those that could be impacted (depending, of course, on the specific language of the representations):
 - **Material Contracts**: Has the target or any counterparty breached or defaulted under the terms of any material contract?
- **重大な悪影響** 大部分のM&A契約では、サインングからクロージングまでの間に対象会社に「重大な悪影響 (material adverse effect)」が生じた場合、買主は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。重大な悪影響の定義においては、重大な悪影響の有無を判断するにあたって考慮対象から除外される例外事由が列挙されることが多くあります。新型コロナウイルス感染症の発生前は、特定地域又は世界的規模の感染症等の病気の拡大、その他同様の事象が例外事由とされることは稀でした。それでも、対象会社が属する産業に広く影響を及ぼす変化、市場一般の変化及び天災を定義の例外事由とすることは一般的でした。また、仮に世界的規模の感染症等の病気の拡大その他同様の事象が例外事由にあたる場合だとしても、重大な悪影響の定義のほとんどでは、かかる事象が対象会社の属する産業の同業他社に比して「不均衡な影響 (disproportionate impact)」を対象会社に与えるものであれば、当該不均衡な影響は重大な悪影響の有無を判断するにあたって考慮され得るとされています。最終的には、新型コロナウイルス感染症によって重大な悪影響が発生したか否かについては、M&A契約上の具体的な文言のほか、個々の事実関係及び事情が重要な判断材料となります。
- **表明保証条項のブリングダウン (Bring Down)** ほとんどのM&A契約では、クロージング条件として、対象会社の表明保証がクロージングの時点で真実であることが求められており、事業運営に関する表明については、「重要性 (materiality)」又は「重大な悪影響 (material adverse effect)」の基準が要件とされるのが一般的です。新型コロナウイルス感染症が引き起こした大規模な障害に鑑みると、対象会社によっては、クロージング時において表明事項の全てを再度表明するのは可能ではないでしょう。問題となり得る表明事項を以下に列挙します (ただし、当然のことながら、各表明の具体的文言にもよります。)
 - **重要な契約**: 対象会社又は取引相手が、重要な契約の条件に違反し、又は同条件に関して債務不履行に陥ったことがあるか。

- **Real Property:** Is the target still in material compliance with the terms of its real property leases, including the requirement to timely pay rent?
- **Material Customers:** Are the material customers still operating, and, if so, are they purchasing products/services from the target at the same levels as prior to signing?
- **Material Suppliers:** Are each of the material suppliers still in business, and, if so, do they continue to supply the target at the same level as prior to signing?
- **Inventory:** Has inventory been maintained in accordance with the target's regular business and accounting practice?
- **Labor Matters:** Has the target taken any actions that would require compliance with the WARN Act? Has the target experienced any work stoppages?
- **No Undisclosed Liabilities:** Has COVID-19 created additional liabilities that were not incurred in the ordinary course of business?
- **Data Security:** If the target's workforce is "working from home," is the target complying with all data security requirements in connection with this new arrangement?
- **不動産:** 対象会社は、賃料を期限内に支払うこと等、不動産賃貸借契約の条件をいまだ重要な点において遵守しているか。
- **重要な顧客:** 重要な顧客はサインング時と変わらず事業を営んでいるか。営んでいる場合、対象会社から商品・サービスをサインング前と同じ水準で購入しているか。
- **重要なサプライヤー:** 重要なサプライヤーはそれぞれサインング時と変わらず事業を営んでいるか。営んでいる場合、対象会社に対して引き続きサインング前と同じ水準で供給を行っているか。
- **在庫:** 在庫は、対象会社の通常の事業慣行・会計慣行に則って維持されているか。
- **労働問題:** 対象会社は、労働者調整・再訓練予告法(WARN法)の遵守が求められる措置を講じたことがあるか。また、対象会社において操業停止が発生したことはあるか。
- **未開示の債務がないこと:** 新型コロナウイルス感染症拡大によって、通常の事業運営 (ordinary course of business) では発生しない債務が新たに生じていないか。
- **データセキュリティ:** 対象会社の従業員が「在宅勤務」を行っている場合、対象会社は、この新たな就労形態に関して、データセキュリティ上のすべての要件を遵守しているか。
- **Interim Operating Covenants.** In most deals, the target is required to operate its business between signing and closing in the "ordinary course" and sometimes "consistent with past practice." The requirement to operate this way can be qualified by an efforts standard (e.g., "commercially reasonable efforts," "reasonable best efforts" or "best efforts"), though it can also be an unqualified requirement. There is also typically a carve-out for actions required by applicable law. Transaction agreements also
- **クロージング前の事業運営に関する誓約** ほとんどの取引において、対象会社は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、また場合によっては「過去の慣行と整合する (consistent with past practice)」形で運営する義務を負います。このような形で運営する義務は、努力義務の基準(「商業上合理的な努力 (commercially reasonable efforts)」、「合理的な最善の努力 (reasonable best efforts)」又は「最善の努力 (best efforts)」等)によって条件付きとすることができ、逆に無条件とすることもでき

contain various negative covenants that govern the target's operations between signing and closing with respect to certain specific actions, including termination of employees, the collection of accounts receivable, the maintenance of inventory levels and cash management.

Many of the recent lawsuits focus on the tension between these covenants and the operational changes made by targets in response to COVID-19. For example, in *Level 4 Yoga, LLC v. CorePower Yoga, LLC*, Level 4 Yoga claimed that CorePower Yoga had wrongfully terminated the deal based on, among other things, Level 4 Yoga's alleged breach of its covenant to operate in the ordinary course of business by closing yoga studios due to COVID-19. Similarly, in the *Victoria's Secret* lawsuit, Sycamore Partners asserted that L Brands breached its obligation to operate the business in the ordinary course consistent with past practice during the interim period.

- *Outside Date*. Transaction agreements set an outside date, which is the date the deal can be terminated by either party (to the extent that party is not in breach) if the deal has not closed by that time. The outside date is typically chosen based on practitioner experience of how long it will take to satisfy the closing conditions, with the time to obtain regulatory approvals (e.g., HSR, CFIUS) often being the main consideration. As regulatory agencies manage "working from home" and other work-related constraints, they are not moving at the speed they once did, and it could take longer to obtain the approvals necessary to close deals. Indeed, the FTC and DOJ announced that early termination for antitrust review will be granted in fewer cases, and more slowly, than under normal circumstances. Moreover, for deals that raise substantial antitrust issues and likely to be subjected to an in-depth second request investigation, it may take parties longer to comply with the document and information requests while employees are working remotely, and agencies are likely to insist that any negotiated timing agreements relating to the

ます。また、適用法上求められる行為についても除外項目 (carve-out) が設けられるのが一般的です。さらに、従業員の解雇、売掛金の回収、在庫水準の維持及び現金管理を含む特定の行為について、サイニングからクロージングまでの間における対象会社の事業運営に適用される各種の否定的誓約 (negative covenants) もM&A契約に盛り込まれます。

近時の訴訟の多くでは、上記のような誓約と、新型コロナウイルス感染症拡大を受けて対象会社が行った事業運営上の変更との間で、緊張関係が生じており、これが焦点となっています。例えば、*Level 4 Yoga, LLC v. CorePower Yoga, LLC* 事件においては、CorePower Yoga は、相手方の Level 4 Yoga が新型コロナウイルス感染症拡大を理由にヨガスタジオを閉鎖したことが通常の事業運営に従って運営する旨の誓約に違反しているとして、取引契約を解除しましたが、これに対して Level 4 Yoga はこれを不当であると主張しました。同様に、「Victoria's Secret」をめぐる訴訟でも、Sycamore Partners は、相手方である L Brands がクロージング前の期間を通じて過去の慣行と整合する通常の事業運営に従って運営する義務に違反しているとして主張しています。

- *契約解除期限日 (Outside Date)* M&A契約では解除期限日 (outside date) が定められ、この日までに取引がクロージングに至らなかった場合、いずれの当事者も(契約に違反しない範囲で)同日をもって契約を解除することができます。解除期限日は、クロージング条件の成就にどの程度時間を要するかに関する実務経験を踏まえて選択されるのが通例で、その際に主たる検討要素となることが多いのは、規制当局から承認(ハート・スコット・ロディノ法(HSR法)に基づく承認や対米外国投資委員会(CFIUS)の承認等)を得るのに要する時間です。「在宅勤務」をはじめとする労務上の制約を受ける中、規制当局は以前のようなスピードで対応できておらず、クロージングに必要な承認取得は普段以上に時間がかかると思われます。実際、連邦取引委員会(FTC)や米司法省の発表によると、反トラスト法上の審査において、禁止期間の短縮(early termination)が認められる事例は減っており、そのタイミングも平時に比べて遅れているとのこと。加えて、反トラスト法上の重要問題が生じる取引であって、追加資料の提出要請(second request)を通じた詳細調査の対象となり得るものについては、従業員が在宅勤務を行う間は、当事者が資料や情報の提出要請に応じるのに時間がかかるようになっています。そして、調査の範囲と期間に関するタイミング・アグリーメント(timing

scope and duration of the investigation provide them with sufficient time to complete their review following the parties' compliance with the second request. If antitrust and other regulatory clearances take longer than anticipated and begin to push up against the outside date, some buyers may threaten termination and try renegotiating aspects of the deal. In addition, some sellers may allege that buyers are not using the required efforts to obtain regulatory approvals (for example, by dragging their feet in response to document and information requests), hoping to reach the outside date and be excused from continuing to pursue the deal.

agreement)の交渉を規制当局との間で行う際には、追加資料の提出要請に応じてから審査完了までに十分な時間が確保されるよう当局から求められるでしょう。反トラスト当局その他の規制当局の承認手続に想定より時間がかかり、契約解除期限日が迫っている場合、買主の中には、契約解除をちらつかせ、あらゆる角度から取引について再交渉しようとする者が現れるかもしれません。また、売主としては、買主は契約解除期限日が過ぎることで取引継続を免れようとしており、規制当局からの承認取得に必要な努力を怠っている(例えば、資料・情報の提出要請に対してなかなか対応しない)と主張することも考えられます。

[1] SP VS Buyer LP v. L Brands, Inc., No. 2020-0297 (Del. Ch.).

[2] See AB Stable VIII LLC v. MAPS Hotel and Resorts One LLC, No. 2020-0310 (Del. Ch.); Bed Bath & Beyond Inc. v. 1-800-Flowers.com, Inc., No. 2020-0245 (Del. Ch.); Level 4 Yoga, LLC v. CorePower Yoga, LLC, No. 2020-0249 (Del. Ch.); and Snow Phipps Group, LLC v. KCAKE Acquisition, Inc., No. 2020-0282 (Del. Ch.).

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:

Louise C. Stoupe
Tokyo
03 3214 6522
LStoupe@mofo.com

J. Alexander Lawrence
Tokyo
03 3214 6522
ALawrence@mofo.com

Andrew Meyer
Tokyo
03 3214 6522
AMeyer@mofo.com

[1] SP VS Buyer LP v. L Brands, Inc., No. 2020-0297 (Del. Ch.).

[2] AB Stable VIII LLC v. MAPS Hotel and Resorts One LLC, No. 2020-0310 (Del. Ch.)、Bed Bath & Beyond Inc. v. 1-800-Flowers.com, Inc., No. 2020-0245 (Del. Ch.)、Level 4 Yoga, LLC v. CorePower Yoga, LLC, No. 2020-0249 (Del. Ch.)及び Snow Phipps Group, LLC v. KCAKE Acquisition, Inc., No. 2020-0282 (Del. Ch.)をご参照ください。

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 \(英文のみ\)](#) 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

矢倉 千栄
東京
03 3214 6522
CYakura@mofo.com

寺澤 幸裕
東京
03 3214 6522
YTerazawa@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.

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はありません。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。