

Mergers & Acquisitions in Recht und Praxis



Assoziiertes Institut der Universität Zürich & Kooperationspartner der ETH Zürich
RECHT BERATUNG WEITERBILDUNG

Herausgeber:
Hans-Jakob Diem

Mergers & Acquisitions in Recht und Praxis

23. Konferenz zu Mergers & Acquisitions
Tagungsband 2020

EIZ  Publishing



Mergers & Acquisitions in Recht und Praxis von Hans-Jakob Diem wird unter Creative Commons Namensnennung-Nicht kommerziell-Keine Bearbeitung 4.0 International lizenziert, sofern nichts anderes angegeben ist.

© 2022 – CC BY-NC-ND (Werk), CC BY-SA (Text)

Herausgeber: Hans-Jakob Diem

Verlag: EIZ Publishing (eizpublishing.ch)

Produktion, Satz & Vertrieb: buch & netz, buchundnetz.com

ISBN:

978-3-03805-538-9 (Print – Softcover)

978-3-03805-539-6 (PDF)

978-3-03805-540-2 (ePub)

DOI: <https://doi.org/10.36862/eiz-538>

Version: 1.00 – 20221101

Das Werk ist als gedrucktes Buch und als Open-Access-Publikation in verschiedenen digitalen Formaten verfügbar:

<https://eizpublishing.ch/publikationen/mergers-acquisitions-in-recht-und-praxis/>.

Vorwort

Am 2. September 2020 führte das Europa Institut an der Universität Zürich (EIZ) unter meiner Leitung das dreiundzwanzigste Seminar zum Thema Mergers & Acquisitions durch. Die Darstellungen befassten sich mit einer breiten Palette von Themen vor allem mit Bezug auf privat gehaltene Gesellschaften, aber auch auf öffentliche Transaktionen. So stellt Dieter Gericke die Auswirkungen des neuen Aktienrechts auf M&A und Aktivismus dar, während Philippe A. Weber und Nicolas Birkhäuser die häufig vorkommenden Non-Compete, Non-Solicitation und Retention Agreements beleuchten, die zahlreiche Rechtsfragen aufwerfen. Der Beitrag von Franziska Stadtherr-Glättli widmet sich den in der Praxis hochrelevanten Aspekten der beruflichen Vorsorge in M&A-Transaktionen. Sodann geben Frank Röhlin und Marcel Meinhardt einen Überblick über die weltweite Verbreitung und den Stand der Direktinvestitionskontrolle, und Marco Superina, Brice Bolinger und Thomas Karg stellen die M&A-Entwicklung im Spannungsfeld von COVID-19 dar. Schliesslich beleuchtet Hans-Jakob Diem unter dem Schlagwort „M&A in Uncertain Times“ die Ausstiegsmöglichkeiten aus bereits vereinbarten M&A-Transaktionen.

Für das gute Gelingen der Tagung und der Veröffentlichung des vorliegenden Bandes geht mein herzlicher Dank zunächst an die Referenten und Verfasser der Beiträge. Sodann möchte ich mich namentlich bei den Mitarbeitern des Europa Instituts und dort im Speziellen bei Frau Sue Osterwalder bedanken, ohne deren tatkräftige Unterstützung weder Tagung noch der vorliegende Band zustande gekommen wären.

Zürich, im September 2022

Hans-Jakob Diem

Inhaltsübersicht

M&A in Uncertain Times: No MAC und andere Exit-Möglichkeiten aus M&A-Transaktionen	9
HANS-JAKOB DIEM, Rechtsanwalt, LL.M., Partner bei Lenz & Staehelin, Zürich	
M&A und Aktivismus unter dem neuen Aktienrecht	57
Dr. DIETER GERICKE, Rechtsanwalt, LL.M., Partner bei Homburger AG, Zürich	
Non-Compete, Non-Solicitation und Retention-Agreements in M&A-Transaktionen	81
NICOLAS BIRKHÄUSER, Rechtsanwalt, Partner bei Niederer Kraft Frey AG, Zürich Dr. PHILIPPE A. WEBER, Rechtsanwalt, LL.M., Partner bei Niederer Kraft Frey AG, Zürich	
Aspekte der beruflichen Vorsorge in M&A-Transaktionen	139
FRANZISKA STADTHERR-GLÄTTLI, Eidg. dipl. Steuerexpertin, LL.M., Counsel bei Lenz & Staehelin, Zürich	
Foreign Direct Investment Control – von CFIUS in die Welt	165
Dr. FRANK RÖHLING, Rechtsanwalt, Partner bei Freshfields Bruckhaus Deringer LLP, Berlin Dr. MARCEL MEINHARDT, Rechtsanwalt, LL.M., Partner bei Lenz & Staehelin, Zürich	
M&A im Spannungsfeld von COVID-19	193
Dr. MARCO SUPERINA, Managing Director, Credit Suisse (Schweiz) AG, Zürich BRICE BOLINGER, CFA, Managing Director, Credit Suisse (Schweiz) AG, Zürich THOMAS KARG, Analyst, Credit Suisse (Schweiz) AG, Zürich	

M&A in Uncertain Times: No MAC und andere Exit-Möglichkeiten aus M&A-Transaktionen

Hans-Jakob Diem

Inhalt

I.	Einleitung.....	10
II.	No Material Adverse Change (No MAC-Bedingung).....	11
1.	Hauptmerkmale und Verbreitung.....	11
2.	Arten und Ausgestaltung von No MAC-Bedingungen.....	12
a)	Allgemeine vs. spezifische MACs.....	12
b)	Quantifizierte vs. nicht quantifizierte MAC-Klauseln.....	14
c)	Company MACs vs. Market MACs.....	14
d)	„Two Prong“ MACs.....	15
e)	Carve-outs und Gegen Ausnahme.....	16
3.	Beurteilung eines behaupteten Material Adverse Change.....	17
a)	Prüfprogramm und Nachweis.....	17
b)	Wesentlichkeit in quantitativer und zeitlicher Hinsicht.....	18
c)	Carve-out und disproportionaler Effekt.....	21
d)	Vorhersehbarkeit als Ausschlussgrund?.....	22
4.	In öffentlichen Kaufangeboten (quantifizierte No MAC-Klausel).....	23
5.	Lehren für die Vertragsredaktion.....	25
III.	No Breach of Interim Covenants (Covenant Compliance Condition).....	27
1.	Hauptmerkmale und Verbreitung.....	27
2.	Kasuistik.....	29
3.	Beurteilung eines behaupteten Ausfalls der Covenant Compliance Condition.....	31
a)	Was bedeutet „Ordinary Course“ in einer Krisensituation?.....	31
b)	Beurteilung unter Schweizer Recht.....	33
4.	Lehren für die Vertragsredaktion.....	36
IV.	No Breach of Representations and Warranties (Bring-Down Condition).....	38
V.	Gesetzliche Anpassungs- bzw. Beendigungsrechte.....	40
1.	Clausula rebus sic stantibus.....	40
2.	Nachträgliche Unmöglichkeit.....	42
3.	Willensmangel.....	43
VI.	Rechtsbehelfe und Durchsetzung.....	44
1.	Die Rechtsbehelfe und das Dilemma des Verkäufers.....	44
2.	Lösungsansatz Delaware: Expedited Proceedings.....	45

3. Lösungsansätze unter Schweizer Recht	46
a) Rechtsschutz in klaren Fällen (Art. 257 ZPO).....	46
b) Vorsorglicher Rechtsschutz (Art. 261 ZPO).....	47
c) Fast Track Arbitration.....	48
d) MAE Reverse Termination Fee.....	50
VII. Schlussfolgerungen.....	50
Literaturverzeichnis.....	53

I. Einleitung

Unternehmenskäufe und Zusammenschlüsse werden in der Mehrzahl der Fälle nicht am gleichen Tag unterzeichnet und vollzogen. Vielmehr findet der Vollzug regelmässig einige Tage bis Wochen, bei grossen und internationalen Transaktionen auch mehrere Monate oder Quartale nach dem Signing statt, weil vorgängig noch gewisse notwendige Bedingungen erfüllt sein müssen, namentlich regulatorische Bewilligungen einzuholen sind¹. Während dieser Zeitspanne ist die Transaktion in der Schwebe. Das allgemeine Marktumfeld, die Kapital- und Finanzmärkte, die rechtlichen, steuerlichen und regulatorischen Rahmenbedingungen und natürlich das Zielunternehmen selbst verändern sich. Meistens sind die Entwicklungen überschaubar und liegen im Bereich dessen, was nach allgemeiner Lebenserfahrung im Zeitpunkt der Unterzeichnung zu erwarten war und damit eingepreist wurde.

Manchmal verändern sich die allgemeinen Umstände oder das Zielunternehmen zwischen Unterzeichnung und Vollzug einer M&A-Transaktion aber tiefgreifend, sodass bei der einen oder anderen Partei – beim Unternehmenskauf bzw. einer Übernahme i.d.R. beim Erwerber – der Wunsch aufkommt, aus der Transaktion auszusteigen. Jüngst hat der Ausbruch der COVID 19-Pandemie im ersten Quartal 2020 dies eindrücklich vor Augen geführt. Aufgrund der Pandemie und der damit verbundenen wirtschaftlichen Auswirkungen wurden allein in den USA in der ersten Hälfte des Jahres 2020 Transaktionen im Wert von mehr als einhundert Milliarden Dollar einseitig beendet², und in ähnlichem

¹ Siehe z.B. Tschäni/Diem, Vollzug, 92 ff.; Schenker, Veränderungen, 280 f.

² Siehe dazu Dholakia/White.

Umfang dürften Deals nachverhandelt und angepasst worden sein³. Auch in der Schweiz wurden Transaktionen, die noch vor dem Ausbruch der Pandemie vereinbart worden waren, in Frage gestellt, auch wenn spektakuläre Exits ausgeblieben sind⁴. Der vorliegende Beitrag befasst sich mit der Frage, ob und unter welchen Umständen ein Ausstieg aus einer einmal vereinbarten Transaktion oder eine einseitige Anpassung nach der Vertragsunterzeichnung möglich ist.

II. No Material Adverse Change (No MAC-Bedingung)

Eine naheliegende Variante, um den Ausstieg aus einer vereinbarten, aber noch nicht vollzogenen M&A-Transaktion zu suchen, besteht darin, einen Material Adverse Change anzurufen.

1. Hauptmerkmale und Verbreitung

Eine „No Material Adverse Change“- oder „No MAC“-Bedingung⁵ stellt die aufschiebende Bedingung dar, welche der begünstigten Partei das Recht gibt, die Transaktion nicht zu vollziehen und den Vertrag am sog. Long Stop Date bzw. Outside Date zu beenden⁶, falls zwischen Vertragsabschluss und Vollzug wesentliche nachteilige Veränderungen am Zielunternehmen eintreten oder bekannt werden⁷. Beim Unternehmenskauf und bei Übernahmen wird die Voll-

³ So z.B. die am 25. November 2019 angekündigte Übernahme von *Tiffany & Co.* durch LVMH Moët Hennessy Louis Vuitton SE, in der sich die Parteien nach Einleitung verschiedener Gerichtsverfahren Ende Oktober 2020 schliesslich darauf einigten, den ursprünglich vereinbarten Preis von USD 16.2 Mrd. auf rund USD 15.8 Mrd. zu reduzieren; siehe dazu Schenker/Chernaya, 528 ff. Für einen Überblick über die Transaktionen, die infolge der Pandemie beendet oder angepasst wurden, siehe auch die tabellarischen Übersichten bei Subramanian/Petrucci, 1438 ff.

⁴ Zu erwähnen ist namentlich der Ende Februar 2020 annoncierte Verkauf der *Magazine zum Globus AG* durch den Migros-Genossenschafts-Bund, dessen Vollzug sich dem Vernehmen nach verzögerte, weil die Käuferin ein Entgegenkommen von der Verkäuferin forderte; siehe Martel/Gratwohl.

⁵ Anstelle von „Material Adverse Change“ („MAC“) wird überwiegend „Material Adverse Effect“ („MAE“) verwendet. Die Begriffe sind synonym zu verstehen.

⁶ Manchmal sieht der Vertrag für den Fall, dass die Bedingung am Long Stop Date noch ausstehend ist, auch die automatische Beendigung vor, was für die begünstigte Partei nachteilig sein kann; siehe Diem, 18.

⁷ Siehe statt vieler Schleiffer, 54 ff.; allgemein zu Vollzugsbedingungen und deren Charakterisierung als aufschiebende Bedingungen Tschäni/Diem/Wolf, Rz. 381, sowie Schenker, Unternehmenskauf, 259.

zugsbedingung i.d.R. nur einseitig zugunsten des Erwerbers vereinbart, bei Zusammenschlüssen regelmässig reziprok zugunsten beider Zusammenschlussparteien. Eine mögliche Formulierung lautet z.B. wie folgt⁸:

„From the date of this Agreement, no Material Adverse Change shall have occurred or become known which is subsisting on the Closing Date.“

Der Zweck von No MAC-Klauseln liegt darin, das wirtschaftliche Risiko von wesentlichen nachteiligen Ereignissen oder Veränderungen des Zielunternehmens während des Zeitraums zwischen Unterzeichnung und Vollzug einer Transaktion auf den Verkäufer bzw. die von der Veränderung betroffene Zusammenschlusspartei zu allozieren. Je länger dieser Zeitraum ist, desto grösser sind auf Seiten des Käufers das Bedürfnis für eine No MAC-Bedingung und umgekehrt, auf Seiten des Verkäufers, das damit verbundene Risiko.

Im US-amerikanischen Rechtsraum werden No MAC-Klauseln standardmässig vereinbart⁹. In Europa und auch der Schweiz hingegen ist die Bedingung in dem seit einigen Jahren vorherrschenden Verkäufermarkt bei privaten Unternehmenskäufen selten geworden¹⁰ und namentlich in kompetitiven Auktionssituationen kaum je darstellbar. Bei öffentlichen Kaufangeboten, Zusammenschlüssen oder internationalen Grosstransaktionen sind No MAC-Bedingungen aber auch in der Schweiz oft anzutreffen.

2. Arten und Ausgestaltung von No MAC-Bedingungen

a) Allgemeine vs. spezifische MACs

MAC-Klauseln kommen in der Praxis in vielen Ausgestaltungen vor¹¹. Im Wesentlichen haben sich jedoch allgemeine No MAC-Bedingungen durchgesetzt. Sie umschreiben die ursächlichen Ereignisse, die der negativen Auswirkung zugrunde liegen müssen, damit ein Material Adverse Change angerufen werden kann, im Sinne einer Generalklausel offen und unbestimmt, z.B. wie folgt:

⁸ Bei den in diesem Beitrag verwendeten Vertragsklauseln handelt es sich um Beispielklauseln. Sie stellen weder einen Marktstandard dar, noch sind sie für spezifische Vertragsverhandlungen repräsentativ.

⁹ Gemäss einschlägigen Studien findet sich in über 90% aller US-Transaktionen (technisch meistens als Mergers strukturiert) eine No MAC-Bedingung.

¹⁰ Gemäss einer einschlägigen Untersuchung enthielten im Jahr 2013 lediglich 17% aller Unternehmenskaufverträge im deutschsprachigen Raum eine No MAC-Bedingung; siehe Blum, 252 f. Diese Grössenordnung wird durch andere einschlägige Studien bestätigt.

¹¹ Schenker, Unternehmenskauf, 266.

„Material Adverse Effect shall mean any event, change, condition or occurrence that, individually or in the aggregate, has or is reasonably likely to have a material adverse effect on the business, results of operations or financial condition of the Company and its Subsidiaries, taken as a whole.“¹²

Bei dieser gängigen Formulierung beurteilt sich die Frage, ob ein MAC vorliegt, in erster Linie nach den Auswirkungen, grundsätzlich unabhängig vom ursächlichen Ereignis. Im Unterschied dazu können bei den seltener anzutreffenden spezifischen No MAC-Bedingungen nur die vertraglich definierten, bestimmten Ereignisse, wie etwa terroristische Anschläge, zu einem Bedingungsausfall führen, z.B.:

„... shall mean any terrorist attack, act of war, social unrest, natural disaster, nuclear incident or fire that prevents the Company for a material period of time from conducting its business as presently conducted.“

Im Vergleich zu der allgemeinen Bedingung begrenzen spezifische MAC-Klauseln das Risiko der belasteten Partei, indem die begünstigte Partei einen Material Adverse Change nur geltend machen kann, wenn eines der vertraglich definierten Ereignisse eintritt¹³. So hätte gestützt auf den Wortlaut der vorstehenden spezifischen Klausel z.B. der Ausbruch der COVID-19-Pandemie im März 2020 oder der globalen Finanzkrise im August 2007 auf den ersten Blick nicht für einen MAC qualifiziert, während die allgemein formulierte Bedingung zunächst ungeachtet der ursächlichen Ereignisse angerufen werden kann. Allerdings wird auch bei allgemeinen MAC-Klauseln die Generalklausel regelmässig durch spezifische Negativausnahmen, sog. Carve-outs, wieder eingeschränkt¹⁴, was die beiden MAC-Arten in der Substanz einander angleicht.

¹² Nicht selten verlangen Käufer, dass neben den Auswirkungen auf das Geschäft, die Vermögens-, Ertrags- oder Finanzlage des Zielunternehmens bereits auch eine Beeinträchtigung dessen Zukunftsaussichten („prospects“) für einen MAC genügen soll; siehe dazu die Diskussion im Entscheid des Delaware Court of Chancery i.S. *AB Stable VIII LLC v. Maps Hotels & Resorts One LLC*, C.A. 2020-0310-JTL (Del. Ch. Nov. 30, 2020), 141 (abrufbar unter <<https://courts.delaware.gov/Opinions/Download.aspx?id=313600>>). Manchmal wird – ebenfalls käuferseitig – versucht, mit Bezug auf die Eintretenswahrscheinlichkeit („or is reasonably likely to have“) eine niedrigere Hürde („is reasonably capable of having“) festzusetzen. Solche und ähnliche Vorschläge stossen bei Verkäufern naturgemäss auf Widerstand.

¹³ In der Beispielklausel sind neben den Ursachen auch die erforderlichen Auswirkungen spezifiziert (Verhinderung der Geschäftstätigkeit des Zielunternehmens während eines erheblichen Zeitraums). Dies schränkt den Anwendungsbereich der Bedingung natürlich noch weiter ein.

¹⁴ Zu den Carve-outs und der Gegenausnahme siehe I.2.e) unten.

b) *Quantifizierte vs. nicht quantifizierte MAC-Klauseln*

Mit Bezug auf die Umschreibung der erforderlichen negativen Auswirkung lassen sich quantifizierte und nicht quantifizierte No MAC-Bedingungen unterscheiden. Letztere begnügen sich damit, in unbestimmter Weise eine „wesentliche negative Auswirkung“ („material adverse effect“) auf das Geschäft, die Vermögens-, Ertrags- oder Finanzlage des Zielunternehmens für einen MAC zu verlangen¹⁵, während quantifizierte Klauseln eine ziffernmässig bestimmte Reduktion messbarer Unternehmenskennzahlen (namentlich Umsatz, Ertrag bzw. EBITDA¹⁶ oder Eigenkapital) voraussetzen, damit die Bedingung ausfällt. Da quantifizierte No MAC-Bedingungen die Voraussehbarkeit und Rechtssicherheit erhöhen, sind sie gemäss der Praxis der Übernahmekommission in öffentlichen Kaufangeboten die einzige zulässige Art solcher Bedingungen und werden dort auch regelmässig vorgesehen¹⁷. Im Übrigen sind – jedenfalls in der US-amerikanischen Vertragspraxis – die unbestimmten, nicht-quantifizierten Klauseln vorherrschend¹⁸.

c) *Company MACs vs. Market MACs*

Bei rein marktbezogenen No MAC-Bedingungen oder kurz „Market MACs“ genügt eine wesentliche nachteilige Veränderung der Marktverhältnisse für einen Material Adverse Change, ohne dass eine Auswirkung auf das Zielunternehmen vorausgesetzt wäre. Als betroffene Märkte kommen insb. die Finanz- und Kapitalmärkte oder die einschlägigen Absatzmärkte in Betracht. Kapitalmarktbezogene Market MACs sind bei Kapitalmarkttransaktionen, namentlich in Underwriting Agreements zwischen Emittenten und übernehmenden Banken, nicht unüblich. In M&A-Transaktionen sind sie hingegen, abgesehen von vereinzelt Ausnahmen, nicht anzutreffen¹⁹. Zwar kommen auch bei allgemeinen No MAC-Bedingungen²⁰ nachteilige Marktveränderungen als Ursache für einen MAC zunächst in Frage, verlangt wird aber jedenfalls eine wesentli-

¹⁵ Siehe die erste Beispielklausel in I.2.a) oben.

¹⁶ Earnings before Interest, Tax, Depreciation and Amortisation (Gewinn vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen auf Sachanlagen sowie immateriellen Vermögensgegenständen).

¹⁷ Für eine typische Formulierung und zur Praxis der Übernahmekommission (UEK) siehe Tschäni/Diem/Gaberthüel, Rz. 531 ff.

¹⁸ Zu den Gründen siehe Wolf, 128.

¹⁹ In öffentlichen Kaufangeboten sind reine Market MACs nach der Praxis der UEK auch nicht statthaft; siehe Tschäni/Diem/Gaberthüel, Rz. 535; vgl. ferner Gericke/Wiedmer, Art. 13, N 65, die sich mit überzeugender Begründung für die Zulässigkeit spezifischer Market MACs in öffentlichen Kaufangeboten aussprechen.

²⁰ Siehe die erste Beispielklausel in I.2.a) oben.

che Auswirkung auf das Zielunternehmen selbst. Darüber hinaus werden allgemeine Markt- oder Industrierisiken in M&A-Transaktionen mittels Carve-outs in der Regel von der MAC-Definition ausgenommen, es sei denn, das Zielunternehmen sei im Vergleich zu seinen Peers überproportional beeinträchtigt worden²¹.

d) „Two Prong“ MACs

Namentlich in der US-amerikanischen Transaktionspraxis werden oft sog. „Two Prong“ MACs vereinbart²². Sie sehen im Wesentlichen zwei Kategorien von Material Adverse Changes vor. Im ersten Prong wird die wesentliche nachteilige Veränderung des Zielunternehmens, wie vorstehend beschrieben, adressiert. Zusätzlich werden im zweiten Prong Ereignisse erfasst, welche die Vertragserfüllung, namentlich die Erbringung der vertragstypischen Leistung durch die belastete Partei (beim Unternehmenskauf den Verkäufer) verunmöglichen, erheblich behindern oder verzögern:

„... shall mean any event, change, condition or occurrence that:

(i) has or is reasonably likely to have a material adverse effect on the Company ...; or

(ii) would prevent, materially delay or materially impede the performance by the Seller of its obligations under this Agreement or the consummation by the Seller of the transactions contemplated by this Agreement.“

In ihrem zweiten „Prong“ geht die Beispielklausel sehr weit. Sie erfasst nicht nur diejenigen Fälle, in welchen der Verkäufer seiner Hauptpflicht, die verkauften Aktien bzw. das verkaufte Unternehmen am Vollzugstag auf den Käufer zu übertragen, im Sinne einer Unmöglichkeit bzw. „Force Majeure“ nicht mehr nachkommen kann²³. Potenziell betroffen sind vielmehr alle vertraglichen Pflichten und damit auch Nebenpflichten. So können nach der Beispielklausel auch Umstände zu einem MAC führen, welche die Erfüllung von Interim Covenants verunmöglichen, erheblich behindern oder verzögern. Hinzu kommt, dass die Carve-outs, welche den Material Adverse Change einschränken²⁴, zuweilen nur für den ersten, nicht aber den zweiten „Prong“ gelten.

²¹ Zu Carve-outs und der Gegen Ausnahme siehe I.2.e) unten.

²² Gemäss einschlägigen Studien enthalten durchschnittlich rund 60% der US Merger Agreements betreffend die Übernahme von Publikumsgesellschaften Two Prong-MACs.

²³ Zu „Force Majeure“ und der Abgrenzung zum Material Adverse Change siehe Schleiffer, 60 f.; Schenker, Veränderungen, 305 f. m.w.H.

²⁴ Zu Carve-outs und der Gegen Ausnahme siehe I.2.e) unten.

Dementsprechend haben sich während der COVID-19-Pandemie denn auch einige Käufer in US-amerikanischen Transaktionen auf den zweiten „Prong“ der MAC-Klausel berufen²⁵.

e) *Carve-outs und Gegen Ausnahme*

No MAC-Klauseln, insbesondere die heute gängigen, generalklauselartig formulierten MAC-Bedingungen, sehen regelmässig einen Katalog von spezifischen Negativausnahmen, sog. Carve-outs, vor. Darin werden die ursächlichen Ereignisse aufgezählt, die nach der Parteimeinung grundsätzlich keinen Material Adverse Change darstellen sollen. Zusammenfassend handelt es sich um allgemeine Markt- und Industrierisiken, die grundsätzlich beim Verkäufer verbleiben sollen, wie z.B. allgemeine wirtschaftliche oder rechtliche Entwicklungen, Naturkatastrophen, kriegerische Auseinandersetzungen oder Entwicklungen an den Kapital- oder Finanzmärkten:

„..., provided that any of the following changes, events, occurrences, circumstances or effects shall not be taken into account in determining whether a Material Adverse Effect has occurred: (i) general economic, legal, tax, political or regulatory conditions that, in each case, generally affect any of the geographic regions or industries in which the Company conducts its business; (ii) any change in the financial, banking, credit, currency or capital markets in general (whether in any country or in any international market), including changes in interest rates, commodity prices or raw material prices; (iii) conditions generally affecting any industry in which the Company operates; (iv) acts of God, pandemics, natural disasters, national or international political or social conditions, including the engagement in hostilities by any country in which the Company is located or operates, whether commenced before or after the date of this Agreement; (v) ...;“

Die derart in den Carve-outs definierten Ursachen schliessen einen MAC aus, auch wenn sie zu einer wesentlichen nachteiligen Veränderung des Zielunternehmens führen²⁶. Hierzu wird jedoch in den meisten Fällen wiederum eine Gegen Ausnahme statuiert, wonach ein Material Adverse Change trotzdem vorliegen soll, wenn das Zielunternehmen bzw. dessen Geschäft im Vergleich zu Peers überproportional beeinträchtigt wurde:

²⁵ So berief sich z.B. LVMH Moët Hennessy-Louis Vuitton SE u.a. auf den zweiten Prong, als sie erklärte, die Übernahme von Tiffany & Co. nicht zu vollziehen; siehe zu diesem Fall die Besprechung von Schenker/Chernaya, 528 ff.

²⁶ Siehe dazu I.3.c) unten.

„..., provided further, that any of the exclusions specified in (i) to (v) above shall not apply to the extent the Company or its Business is disproportionately adversely affected by any change, event, occurrence, circumstance or effect specified therein relative to other similarly situated participants in industries in which the Company or the Business operates.“

Weil die eigentliche No MAC-Bedingung in der heutigen Vertragspraxis mehrheitlich unbestimmt und offen formuliert wird, sind die dazu vorgesehenen spezifischen Ausnahmen für die Vertragsauslegung offensichtlich von erheblicher Bedeutung, wenn es um die Frage geht, ob ein Material Adverse Change eingetreten ist. Dementsprechend sind die Carve-outs nicht selten Gegenstand lebhafter Verhandlungen.

3. Beurteilung eines behaupteten Material Adverse Change

a) Prüfprogramm und Nachweis

Behauptet ein Käufer bzw. eine Zusammenschlusspartei einen Material Adverse Change gestützt auf die heute typische, allgemeine und nicht quantifizierte No MAC-Klausel mit Carve-outs und Gegenausnahme, so sind drei Fragen zu beurteilen²⁷. Erstens, ob ein wesentlicher nachteiliger Effekt im Sinne der Klausel vorliegt (Wesentlichkeit); zweitens, ob eine Ausnahme einschlägig ist (Carve-out); und drittens, ob die Gegenausnahme greift. Die Beweislast für den ersten Punkt liegt bei der begünstigten Partei, beim Unternehmenskauf also beim Käufer²⁸. Behauptet die belastete Partei, beim Unternehmenskauf also der Verkäufer, dass eine Ausnahme (Carve-out) greift, so obliegt ihr der diesbezügliche Nachweis, während gegebenenfalls der Käufer wiederum

²⁷ So auch das vom Delaware Court of Chancery angewandte Prüfschema; siehe *Snow Phipps Group, LLC, and Decopac Holdings Inc. v. KCake Acquisition, Inc.*, C.A. No. 2020-0282-KSJM (Del. Ch. April 30, 2021), 65 ff. (abrufbar unter <<https://courts.delaware.gov/Opinions/Download.aspx?id=319750>>); siehe zum Fall *Snow Phipps* auch die Entscheibbesprechung von Gerhard, 408 ff.; ferner *Akorn, Inc. v. Fresenius Kabi AG*, C.A. No. 2018-0300-JTL (Del. Ch. Oct. 1, 2018), 48 f., (abrufbar unter <<https://courts.delaware.gov/Opinions/Download.aspx?id=279250>>), bestätigt durch das Delaware Supreme Court in *Akorn, Inc. v. Fresenius Kabi AG*, No. 535, 2018 (Del. Dec. 7, 2018) (abrufbar unter <<https://courts.delaware.gov/Opinions/Download.aspx?id=282110>>).

²⁸ Art. 8 des Schweizerischen Zivilgesetzbuch vom 10. Dezember 1907 (ZGB, SR 210).

nachweisen müsste, dass das Zielunternehmen im Sinne der Gegenausnahme disproportional beeinträchtigt wurde²⁹.

b) *Wesentlichkeit in quantitativer und zeitlicher Hinsicht*

Die heute gängige Definition des Material Adverse Change ist in ihrem Kern offen und unbestimmt³⁰. Einschlägige Entscheide von Schweizer Gerichten oder Schiedsgerichten zu der Frage, wann eine nachteilige Veränderung derart wesentlich ist, dass sie dem Erwerber gestattet, einen MAC zu „ziehen“, sind nicht bekannt. Eine gewisse Orientierungshilfe geben die Urteile angelsächsischer Gerichte, vorab des *Delaware Court of Chancery*, das sich bereits in einigen Fällen mit der Frage auseinanderzusetzen hatte und dessen Richter mit Fug als Spezialisten für M&A Litigation bezeichnet werden³¹. Nach ständiger Praxis dieses Gerichts ist ein Material Adverse Change mit Zurückhaltung anzunehmen. Vorausgesetzt sind Ereignisse, welche das Ertragspotenzial des Zielunternehmens insgesamt *in zeitlich signifikanter Weise* substanziell gefährden³². Sie müssen sich auf die *langfristige Ertragskraft* über eine wirtschaftlich vernünftige Zeitperiode auswirken, wobei namentlich bei strategischen Käufern *eher von Jahren als Monaten* auszugehen sei³³. Ob eine Änderung in diesem Sinne wesentlich ist, prüft das Gericht u.a. anhand der Entwicklung der historischen Unternehmenskennzahlen vor und nach dem Si-

²⁹ So auch das Delaware Court of Chancery i.S. *Snow Phipps*, 66 f.; ebenso das Ontario Superior Court of Justice (Commercial List) i.S. *Fairstone Financial Holdings Inc. v. Duo Bank of Canada*, 2020 ONSC 7397 (Dec. 2, 2020), Rz. 31 ff. (abrufbar unter <<http://canlii.ca/t/jc1z4>>).

³⁰ Wolf, 128. Die Definition ist auch zirkulär („eine wesentliche nachteilige Veränderung ist eine Veränderung, die eine wesentliche nachteilige Auswirkung hat oder voraussichtlich haben wird“) und damit wenig hilfreich; siehe *Fairstone*, Rz. 64: „The definition ... is not particularly helpful because it refers back to itself.“

³¹ Siehe Wolf, 125.

³² Siehe den Grundsatzentscheid des Delaware Court of Chancery i.S. *In Re IBP, Inc. Shareholders Litigation*, 789 A.2d 14, 68 (Del. Ch. 2001), zitiert in *Akorn*, Delaware Court of Chancery, 130: „... unknown events that substantially threaten the overall earnings potential of the target in a durationally-significant manner“.

³³ Siehe den Entscheid des Delaware Court of Chancery i.S. *Hexion Specialty Chemicals, Inc. v. Huntsman Corp.*, C.A. No. 3841-VCL (Del. Ch. Sept. 29 / Nov. 19, 2008), 39 (abrufbar unter <<https://courts.delaware.gov/Opinions/Download.aspx?id=112500>>): „In the absence of evidence to the contrary, a corporate acquirer may be assumed to be purchasing the target as part of a long-term strategy. The important consideration therefore 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 commercially reasonable period, which one would expect to be measured in years rather than months.“

gning, um in einem zweiten Schritt zu beurteilen, ob daraus und aus den Begleitumständen auf eine längerfristige Auswirkung auf das Ertragspotenzial zu schliessen ist. Nach Auffassung des Gerichts indiziert ein nachgewiesener Ertragsseinbruch in der Grössenordnung von 50% in zwei aufeinanderfolgenden Quartalen gegenüber den Vorjahresquartalen im Allgemeinen einen MAC³⁴, eine (COVID-19-bedingte) Reduktion von 16% in einem Quartal nach einem Anstieg von 15% im Vorquartal hingegen nicht³⁵. In einem anderen Fall wurde ein EBITDA-Rückgang in den beiden Halbjahren nach dem Signing um knapp 20% gegenüber Vorjahr bzw. 22% gegenüber Forecast als nicht ausreichend betrachtet³⁶. Auch ein (witterungsbedingter bzw. industriezyklischer) Ertragsseinbruch um 64% in einem Quartal gegenüber dem Vorjahr wurde nicht als genügend wesentlich eingestuft, weil sich eine Trendumkehr andeutete und die Analysten für das Folgejahr eine Rückkehr zu gesunden Gewinnen prognostizierten³⁷. In *Akorn, Inc.*, dem einzigen Fall überhaupt, in welchem das Delaware Court of Chancery bislang einen Material Adverse Effect annahm, war das EBITDA der Zielgesellschaft während fünf aufeinanderfolgenden Geschäftsjahren vor der Transaktion Jahr um Jahr gestiegen, um im Geschäftsjahr, in dem die Transaktion vereinbart wurde, abrupt um 55% zu fallen³⁸. Auch das von Analysten prognostizierte EBITDA für die drei künftigen Geschäftsjahre lag jeweils um mehr als 60% tiefer als im Zeitpunkt des Vertragsabschlusses³⁹. Diese Ergebnisverschlechterungen bzw. Einschätzungen reflektierten sich sodann auch im Unternehmenswert pro Aktie, der gemäss einer DCF-Bewertung im Unterzeichnungszeitpunkt bei rund 33 Dollar lag und nach Bekanntwerden der Ereignisse von Analysten auf 5 bis 12 Dollar geschätzt wurde. Als Ursachen für die Rückgänge wurden erhöhter Wettbewerbsdruck, der Verlust eines wichtigen Vertrages sowie Compliance-Probleme der Zielgesellschaft

³⁴ Siehe *Akorn*, Delaware Court of Chancery, 131 f. m.w.H.

³⁵ Siehe *Snow Phipps*, Delaware Court of Chancery, 70.

³⁶ Siehe *Hexion*, Delaware Court of Chancery, 44. In diesem Fall hatte der Käufer ausserdem versucht, den MAC damit zu begründen, dass das Target die vor dem Signing abgegebenen Prognosen bei weitem verfehlt hatte. Das Gericht hatte dafür kein Gehör, im Wesentlichen mit der Begründung, dass der Käufer aufgrund des üblichen vertraglichen Gewährleistungsausschlusses bezüglich Einschätzungen zum künftigen Geschäftsgang auch unter dem Titel des MAC nicht darauf vertrauen durfte, dass die (zugegebenermassen optimistischen) Prognosen erreicht würden.

³⁷ Siehe *IBP*, Delaware Court of Chancery, 70, zusammengefasst in *Snow Phipps*, Delaware Court of Chancery, 75.

³⁸ Siehe *Akorn*, Delaware Court of Chancery, 135 f.; siehe dazu die ausführliche Fallbesprechung von Wolf, 125 ff.

³⁹ Siehe *Akorn*, Delaware Court of Chancery, 138 f.

benannt, was ebenfalls darauf hindeutete, dass es sich um eine nachhaltige Verschlechterung und nicht bloss um einen temporären Einbruch handelte.

Auch das *Ontario Superior Court of Justice* hatte im Zusammenhang mit der COVID-19-Pandemie einen behaupteten Material Adverse Change zu beurteilen⁴⁰. Im betreffenden Fall fiel der monatliche Umsatz des Target in den Monaten Mai, Juni und Juli 2020 im Vergleich zu den entsprechenden Vorjahresmonaten um 56%, 36.6% bzw. 21%. Das Gericht ging davon aus, dass diese negative Entwicklung, wenn auch auf unbekanntem Niveau, bis ins Jahr 2022 fortauern würde, und gelangte in diesem Fall zum Schluss, dass damit die Wesentlichkeitsschwelle für einen Material Adverse Effect erreicht sei⁴¹.

Betrachtet man die Präzedenzfälle, so fällt zunächst auf, dass bei der Beurteilung eines Material Adverse Change stets die *Unternehmensperformance* (Gewinn bzw. Ertrag oder EBITDA) im Vordergrund stand. Auswirkungen auf *Bilanzpositionen* (wie im oft bemühten Beispiel der abgebrannten Fabrik) standen in keinem der Fälle zur Diskussion. Sodann waren stets Ereignisse bzw. Entwicklungen zu beurteilen, die bereits einen messbaren Effekt hatten, d.h. die im Vergleich zu den entsprechenden Perioden der Vorjahre einen signifikanten Ertragsrückgang bewirkt hatten. Nicht zu beurteilen waren Konstellationen, in denen zwar ein mutmasslich negatives Ereignis (z.B. eine unvorhergesehene Milliardenklage) eingetreten war, dieses sich jedoch noch nicht konkret auf den Ertrag ausgewirkt hatte⁴². Sodann muss man aus den Präzedenzfällen schliessen, dass die *Wesentlichkeitsschwelle* für die Annahme eines Material Adverse Change in quantitativer Hinsicht um einiges höher liegt, als man (aus kontinentaleuropäischer Sicht) gemeinhin annehmen könnte. Auch wenn in den Entscheiden keine zahlenmässigen Regelgrenzen festgelegt werden, so liegen die darin genannten Ertragseinbrüche doch markant jenseits der Schwelle von 10%, die auf annualisierter Basis in öffentlichen Kaufangeboten die untere Grenze des Zulässigen darstellt⁴³. Schliesslich legen die Entscheide mit Blick auf die zeitliche Dimension nahe, dass Ereignisse, die lediglich einen „One-off Impact“ auf den Ertrag des Zielunternehmens haben, im Allgemeinen nicht als MAC betrachtet werden dürften. Vorausgesetzt ist viel-

⁴⁰ Siehe den Fall *Fairstone*, Ontario Superior Court.

⁴¹ *Fairstone*, Ontario Superior Court, Rz. 87. Ein MAC wurde dann jedoch aufgrund der Carve-outs verneint.

⁴² Wie das Delaware Court of Chancery allerdings mehrfach festhielt, ist bei entsprechender Formulierung der No MAC-Bedingung („has or would have“, „has or is reasonably likely to have“ o.ä.) klar, dass auch Ereignisse oder Veränderungen, die erst in der Zukunft eine wesentliche negative Auswirkung haben, von der Klausel erfasst sind; siehe *Snow Phipps*, 69, m.w.H. Allerdings wird der Nachweis natürlich oft Schwierigkeiten bereiten.

⁴³ Siehe I.4 unten.