

2018/2019

EQUITY GUIDE

Der Beteiligungsmarkt im deutschsprachigen Raum



- **Private Equity**
- **Mergers & Acquisitions**
- **Venture Capital**

MAJUNKE
CONSULTING

Die Causa Fresenius – Wie ein gescheiterter Unternehmenskauf Rechtsgeschichte schrieb

Der MAC Clause als Spezialfall des Rechtsinstituts des Wegfalls der Geschäftsgrundlage



Eine Hintertür im Unternehmenskaufvertrag, ein Ausweg, wenn sich die Zahlen des Zielunternehmens zwischen Vertragsunterzeichnung und seinem dinglichen Vollzug wesentlich verschlechtern? Einen solchen Weg beschritt unlängst Fresenius, als das Unternehmen Ende April 2018 bekannt gab, die Transaktion mit Akorn nunmehr doch nicht durchführen zu wollen, und den Unternehmenskaufvertrag aufkündigte.

Akorn, Inc. v. Fresenius Kabi AG

Die Fresenius Kabi AG und die Akorn, Inc., ein amerikanischer Generika-Hersteller, schlossen im April 2017 einen Übernahmevertrag. Zu einem Kaufpreis von 4,8 Milliarden Dollar beziehungsweise 34 Dollar pro Anteil hatte Fresenius Akorn übernehmen wollen, doch es kam alles ganz anders. Im zweiten Viertel des Jahres 2017 brachen die Zahlen bei Akorn plötzlich ein. Akorn meldete den Verlust eines Hauptkunden, Lieferschwierigkeiten sowie eine unerwartete Zunahme des Wettbewerbs, während die Gewinnprognose des Unternehmens um 86 Prozent zusammenschrumpfte. Grund genug für Fresenius, sich von der Transaktion lösen zu wollen. Dafür fand sich eine „MAC Clause“, in der sich die Parteien für den Fall eines „Material Adverse Change“, kurz MAC, einer unvorhersehbaren oder unvorhergesehenen, späteren, wesentlichen nachteiligen Vertragsveränderung, auf ein Sonderkündigungsrecht einigten. Die besagte Klausel lautete:

No Material Adverse Effect. Since the date of this Agreement there shall not have occurred and be continuing any effect, change, event or occurrence that, individually or in the aggregate, has had or would reasonably be expected to have a Material Adverse Effect. [...] “Material Adverse Effect” means any effect, change, event or occurrence that, individually or in the aggregate (i) would prevent or materially delay, interfere with, impair or hinder the consummation of the [Merger] or the compliance by the Company with its obligations under this Agreement or (ii) has a material adverse effect on the business, results of operations or financial condition of the Company and its Subsidiaries, taken as a whole. [...]

Eine solche Klausel befindet sich so oder so ähnlich in rund 93 Prozent aller amerikanischen Fusions- und Übernahmeverträge. Nach dem Ergebnis der CMS European M&A Studie, trifft dies für Fusionen und Übernahmen innerhalb der Europäischen Union nur auf rund 13 Prozent der Vertragswerke zu. In dem nun vorliegenden Urteil hat der amerikanische Court of Chancery des Bundesstaates Delaware erstmals einen Rücktritt aus einem Übernahmevertrag aufgrund einer MAC-Klausel zugelassen. Grund genug den Fall und dieses Mittel der Vertragsgestaltung näher zu betrachten.

Die MAC-Klausel als vertraglich geregelter Wegfall der Geschäftsgrundlage

Im Grunde lässt sich die MAC-Klausel mit einem vertraglich geregelten Wegfall der Geschäftsgrundlage (§ 313 BGB) vergleichen. Anders als § 313 BGB, kann man eine MAC-Klausel allerdings viel konkreter fassen und sie zum Beispiel an das Erreichen bestimmter Grenz- oder Schwellenwerte koppeln:

„Ereignisse, Umstände oder Entwicklungen stellen nur dann wesentliche negative Ereignisse in diesem Sinne dar, wenn sie insgesamt zu Verlusten oder Schäden führen oder nach vernünftiger Einschätzung führen werden, die über EUR [Betrag] liegen, oder [z.B.] das EBITDA der Zielgesellschaft im laufenden Geschäftsjahr um [Prozentsatz (z.B. 20 %)] senken oder nach vernünftiger Einschätzung senken werden.“ [Kindt/Stanek, BB 2010, S.1490]

Ein Bedürfnis für MAC-Klauseln besteht insbesondere bei großen Transaktionen. Gerade hier kann der Zeitraum zwischen Vertragsunterzeichnung und Vollzug, mehrere Monate betragen. Während dieser Zeitspanne hat der Käufer der Zielgesellschaft nur einen geringen Einfluss auf deren Betrieb. Der Verkäufer andererseits wird in der Regel ab Vertragsschluss davon ausgehen, das Unternehmen nicht über den Zeitraum des Closing hinaus zu führen. Eine wertmaximierende Investition in die Zielgesellschaft lohnt sich für ihn daher nicht mehr.

Der Käufer hat somit das Bedürfnis, sich vor Verschlechterungen und Fehlentwicklungen zu schützen. In den meisten Fällen werden sich diesbezügliche Schutzmaßnahmen auf die herkömmlichen Zusicherungen (Representations and Warranties) beschränken. Garantien und Gewährleistungsrechte können dabei aber nur die Erhaltung der darin bezeichneten Güter und Einhaltung bestimmter Kennzahlen erreichen. Das Tätigen von Investitionen oder Transaktionen, die der Zielgesellschaft zugutekämen, sind davon gerade nicht erfasst. Dies hat zur Folge, dass der Verkäufer in dem Zeitraum nach Closing die wertmaximierenden Aspekte der Zielgesellschaft nicht mehr in dem ursprünglichen Umfang berücksichtigen wird.

Die MAC-Klausel gibt dem Käufer somit primär das Recht, sich bei Eintritt eines sich negativ auf den Wert der Zielgesellschaft auswirkenden Ereignisses vom Vertrag zu lösen bzw. von seiner Durchführung Abstand zu nehmen oder den Kaufpreis neu zu verhandeln und setzt darüber hinaus noch einen Anreiz an den Verkäufer, wertmaximierende Maßnahmen durchzuführen.

Ausgestaltung einer MAC-Klausel

Wie bereits dargestellt, können MAC-Klauseln in unterschiedlichsten Formen vorkommen. Dabei ist immer der zentrale Punkt die Frage, welche Umstände und Ereignisse einen MAC darstellen sollen.

Es lässt sich hierbei insbesondere zwischen unternehmensbezogenen und marktbezogenen MAC-Klauseln unterscheiden, sowie solchen, die auf höhere Gewalt Bezug nehmen. Die unternehmensbezogene MAC-Klausel betrifft interne betriebliche Umstände der Zielgesellschaft. Da diese Umstände bereits häufig Gegenstand von Garantien und Freistellungsvereinbarungen sind, berechtigen sie den Käufer nur in Ausnahmefällen auch zum Rücktritt von Vertrag. Bei marktbezogenen MAC-Klauseln ist regelmäßig ein Rücktrittsrecht für wesentliche nachteilige Veränderungen, etwa der allgemeinen Wirtschaftslage oder des Finanzmarktes vorgesehen. Was dabei eine „wesentliche“ Veränderung der jeweiligen vereinbarten Marktkennziffer ist, hängt in erheblichem Maße davon ab, wie sich der jeweilige Markt in den Monaten vor der Transaktion verhalten hat. Dabei wird der Versuch, die „Wesentlichkeit“ zahlenmäßig zu definieren, den Interessen der Parteien nicht immer gerecht werden.

Um im Streitfall einer unvorhersehbaren und möglicherweise so ungewollten Auslegung des Gerichts zuvorzukommen, kann es empfehlenswert sein, Ereignisse und Veränderungen, die bereits bei Vertragsschluss vorhersehbar sind, möglichst detailliert als Beispiele (sog. „inclusions“) in die MAC-Klausel aufzunehmen. Bei Eintritt eines Ereignisses, das nicht als inclusion ausdrücklich in die MAC-Klausel aufgenommen wird, besteht allerdings das Restrisiko, dass es im Zweifel nicht als MAC bewertet wird.

Was im konkreten Fall letztlich besser ist, wird eine Einzelfallbetrachtung bleiben – ein Patentrezept wird es hier nicht geben können.

Entscheidet man sich für eine weit gefasste Definition des MAC, wird dieser häufig durch Carve-Outs eingeschränkt. Die Parteien nehmen bestimmte Umstände oder Ereignisse ausdrücklich aus dem Anwendungsbereich der MAC-Klausel heraus.

Sie stellen für den Verkäufer die Möglichkeit dar, die eröffneten Risiken durch die weite Definition des MAC zu begrenzen. In der Praxis werden die Carve-Outs vor allem für Ereignisse vereinbart, über die der Verkäufer keine Kontrolle hat, wie zum Beispiel Veränderungen der makroökonomischen Rahmenbedingungen oder negative Entwicklungen des gesamten Industriezweiges der Zielgesellschaft. Dabei sind allgemeine Branchenrisiken vom Erwerber hinzunehmen, spezifische Unternehmensrisiken hingegen vom Verkäufer zu verantworten.

Die MAC-Klausel in der deutschen M&A Praxis

Dass die MAC-Klausel wie erwähnt in deutschen bzw. europäischen Vertragswerken in der letzten Zeit eher selten anzutreffen war, mag daran liegen, dass der Transaktionsmarkt momentan ein Verkäufermarkt ist. Noch 2010, zwei Jahre nach der Finanzkrise sah dies ganz anders aus. Hier wurden Investoren gesucht, weshalb die für den Verkäufer als eher nachteilig empfundene MAC-Klausel häufiger durch den Käufer durchgesetzt werden konnte. So bestätigte die bereits erwähnte CMS European M&A Studie, dass dank der soliden Wirtschaftsdaten in Europa das Gesamttransaktionsvolumen gegenüber 2016 um 14 Prozent auf 929,3 Milliarden US-Dollar anstieg. Die Transaktionsdaten für 2018 deuten darauf hin, dass sich der Trend von 2017 fortsetzt. Laut der Studie hat sich 2017 im Vergleich zu 2016 auch die Risikoverteilung verändert. Die Position der Verkäufer wurde 2017 dank einer größeren Anzahl von Transaktionen mit Locked-Box-Regelungen, W&I-Versicherungen und niedrigeren Haftungshöchstgrenzen gestärkt. Hier bleibt nur wenig bis kein Raum für ein spezielles Rücktrittsrecht in Form einer MAC-Klausel auf Käuferseite.

Zurück zu Fresenius – ein Blick in die USA

Der Court of Chancery in Delaware, USA hat natürlich auch in seinem Urteil zugunsten von Fresenius nicht pauschal der Lösung vom Vertrag zugestimmt. Dafür ausschlaggebend war letztendlich eine Gesamtschau der Umstände und eine sehr genaue rechtliche Analyse der zugrundeliegenden vertraglichen MAC-Klausel. Hier zeigt sich wiederum wie wichtig eine präzise Formulierung einer solchen vertraglichen Vereinbarung ist. Bereits in früheren Entscheidungen des Delaware Court of Chancery (IBP, Inc. v. Tyson Foods, Inc., 789 A.2d 14, Del. Ch. 2001 und Hexion Speciality Chemicals, Inc. v. Huntsman Corp., 965 A.2d 715 Del. Ch. 2008) hatte das US-Gericht eine Lösung vom Vertrag aufgrund der vertraglich vereinbarten MAC-Klausel abgelehnt und als Kriterien für deren Anwendung festgelegt, dass es für die Annahme eines MAC einer, aus der Perspektive eines vernünftigen Käufers betrachtet, dauerhaft bedeutsamen („durationaly significant“) und, gemessen in Jahren, wesentlichen Veränderung („material when viewed from the longer term perspective, of a reasonable acquirer, which is measured in years“) des Zielunternehmens bedarf. Diese Kriterien sah das Gericht nunmehr erstmals im Fall Fresenius als erfüllt an. Im Geschäftsjahr 2017 nach Unterzeichnung des Übernahmevertrags mit Akorn brach Akorn's EBITDA um 86 Prozent ein.

Im Fall IBP, Inc. gegen Tyson Foods, Inc. war es hingegen „nur“ ein Einbruch um 64 Prozent gewesen. Zudem ergab eine interne Untersuchung innerhalb von Akorn erhebliche Defizite bezüglich des Qualitätsmanagements inklusive der Verfälschung von Daten, die an die amerikanische Food and Drug Administration (FDA), zur Zulassung und Marktüberwachung von Lebensmitteln, Medikamenten und Medizinprodukten von Akorn zu übermitteln waren. Dies schädigte den Ruf und das Vertrauen in das Zielunternehmen nachhaltig. Auch hatte Akorn nach Abschluss des Vertrags betriebliche Veränderungen in Qualitätskontrolle und IT Management ohne die notwendige Zustimmung von Fresenius vorgenommen.

So kam es letztendlich aufgrund mehrerer kumulierender Umstände zu besagter Entscheidung. Die MAC-Klausel wurde dabei vom Gericht als eine Art Risikoverteilung gesehen, die zwar das allgemeine Branchenrisiko auf den Käufer verlagere, nicht aber das zielunternehmenseigene Geschäftsrisiko, dass sich letztendlich anhand der auch im deutschen Recht bekannten Formel der Führung der Geschäfte mit der Sorgfalt eines ordentlichen Kaufmanns messen lassen müsse.

Das US-Gericht ging bei seiner Entscheidung davon aus, dass ein MAC sowohl zu qualitativen als auch zu quantitativen gravierenden Verschlechterungen beim Zielunternehmen führen muss, die nicht allein auf die allgemeine wirtschaftliche Lage zurückzuführen sind.

Die Autoren



Prof. Dr. Clemens Just, LL.M. Rechtsanwalt, Solicitor, Partner ist auf Gesellschaftsrecht und M&A-Transaktionen spezialisiert. Seit 2018 ist Prof. Dr. Just in Frankfurt am Main als Notar zugelassen.



Isabelle Suzanne Müller, Rechtsanwältin, Associate, berät deutsche und internationale Mandanten bei grenzüberschreitenden Fusionen und Übernahmen, Private Equity Transaktionen sowie im Bereich Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht.



Marie Hummel arbeitet als wissenschaftliche Mitarbeiterin im Bereich Gesellschaftsrecht und Finanzierung bei McDermott, Will and Emery.