



Deal Protection – Wunsch und Wirklichkeit



21. Mai 2015

Dr. Benedict F. Christ, LL.M., VISCHER AG

● Einführung

Käufer wie Verkäufer wünschen Deal Protection oder Deal Security, wenn sie einen M&A-Vertrag unterzeichnen, meinen aber unterschiedliches. Der Verkäufer möchte möglichst rasch vollziehen und seinen Kaufpreis erhalten. Dazu verlangt er insbesondere Finanzierungsnachweise. Die Wünsche des Käufers sind differenzierter. Er möchte nur vollziehen, wenn die Grundlagen, die seiner Bewertung zugrunde liegen, bei Vollzug auch gegeben sind; mithin seine Vollzugsbedingungen (*conditions precedent*) erfüllt sind und sich das Target bis zum Vollzug nicht nachteilig verändert hat (insbesondere kein *material adverse change* und Einhaltung der *interim covenants*). Dieses Referat diskutiert wie effektiv die üblichen Klauseln sind, um den Wunsch nach Deal Protection für die Parteien Wirklichkeit werden zu lassen.

● Finanzierungsnachweise und Garantien

Der Jelmoli-Fall von 2007 zeigt exemplarisch, warum sich der Verkäufer absichern muss. Im Jelmoli-Fall hatten die Käufer den Vollzug verweigert, weil sie im Zuge der beginnenden Subprime-Krise den Kaufpreis nicht mehr finanzieren konnten. Die formelle Gegenpartei war ein SPV ohne Substanz. Damit war es trotz rechtlichem Anspruch auf Vollzug faktisch aussichtslos, den Anspruch durchzusetzen. Darum sollte ein Verkäufer bei Käufern ohne Substanz bei Private Equity Käufern Finanzierungsnachweise der Investoren und Finanzierungszusagen von Banken und bei strategischen Käufern gegebenenfalls Garantien verlangen. Weniger üblich sind in der Schweiz Break Fees; das heisst, Strafzahlungen, die bei Scheitern des Vollzugs fällig würden.

● Material Adverse Change (MAC)

Ein Käufer möchte bei einem Material Adverse Change (MAC) auf den Vollzug verzichten können. Die MAC-Klausel ist eine Konkretisierung des allgemein geltenden *clausula rebus sic stantibus* Vorbehalts. Ein MAC ist ein Ereignis, das zu einer fundamentalen Verschlechterung des Targets führt. Nicht als MAC gelten typischerweise (je nach Ausgestaltung) systemische Änderungen, das heisst Ereignisse, welche die Wirtschaft gesamthaft betreffen. Die Frankenaufwertung vom Januar 2015 wäre also kein MAC gewesen, eben so wenig wie die Subprime Krise in den USA ab 2007. Trotz geringer Eintretenswahrscheinlichkeit ist die MAC-Klausel wegen ihres hohen Schadenspotentials wichtig. Abzugrenzen ist der MAC von der absichtlichen Täuschung und dem Grundlagenirrtum.

● Auflagen (Covenants) zwischen Signing und Closing

Gerade bei längeren Interim Periods kann sich das Target negativ gegenüber dem Zustand verändern, der Grundlage für den Kaufentscheid war. Darum verlangt ein Käufer Covenants (*interim covenants* mit *restricted actions*), in denen sich der Verkäufer (vorbehältlich wettbewerbsrechtlicher Schranken) verpflichtet, das Target bis zum Closing im *ordinary course of business* weiterzuführen und gewisse Geschäften genehmigen zu lassen. Bei einer Verletzung kann der Käufer allenfalls den Vollzug verweigern und möglicherweise Schadenersatz geltend machen. In der Regel dürfte die Durchsetzung aber, gerade bei kleineren Verstößen, schwierig sein.

● Conditions Precedent

Die *conditions precedent* (CP) dienen zur Absicherung des Deals; hier definiert der Käufer, was für ihn erfüllt sein muss, damit er vollziehen kann. Nebst allgemeinen CP, wie dem MAC, gibt es spezielle – oft dealspezifische CP. Diese können bestandsichernd (wie Filings oder *change of control* Zustimmungen) oder bestandsändernd sein (wie Aus- oder Eingliederungen oder der Abschluss von neuen Verträgen). Die CP sind primär im Interesse des Käufers. Ein Verkäufer wird darauf hinwirken, die CP möglichst eng zu fassen. Insbesondere sollte der Käufer keine diskretionären Ausstiegsmöglichkeiten erhalten. Auch möchte ein Verkäufer vermeiden, dass ihn Dritte wie Mitarbeiter oder Gegenparteien, welche Zustimmungen geben müssen, unter Druck setzen können.

● Handlungsempfehlungen

- Um Deal Security Wirklichkeit werden zu lassen empfiehlt sich für den Verkäufer, schon bei Signing Finanzierungsnachweise des Käufers und dessen Banken zu erhalten. Daneben wird ein Verkäufer darauf hinwirken, den Umfang der CP und der *interim covenants* möglichst einzuschränken, indem er den Verkaufsprozess straff führt und sein Target gut für den Verkauf vorbereitet.
- Wichtig für den Käufer sind eine Ausstiegsmöglichkeit (MAC) bei sich ändernden Verhältnissen, keine Veränderungen des Targets zwischen Signing und Closing (*interim covenants*) und die Umsetzung aller Bedingungen (CP).
- Für beide Parteien empfiehlt es sich, die Zeit zwischen Signing und Closing möglichst kurz zu halten.

● Anhang

Beispiel MAC-Klausel

"**Material Adverse Effect**" shall mean any event, change, or occurrence which results[, or [could][would reasonably be expected to] result] in, individually or together with any other such event, change or occurrence [an] [a materially adverse] effect on the assets, the liabilities, the financial position or the operations of the Companies [or on the ability of the Companies to continue to conduct their business as currently conducted, or on the ability of the Companies to timely consummate the transactions contemplated hereby] [which] [[(a) individually or together with any other such event, change or occurrence, adversely impairs the value of the Companies as a whole by more than CHF [AMOUNT],][makes it unconscionable in light of all circumstances for the Buyer to continue to be bound by this Agreement]] [(b) was not already known and was and could not [reasonably] be expected to have been taken into account by the Seller [and the Buyer] at the date of this Agreement,] [and] [(c) is not [(i) the result of a general economic decline at large or in the conditions of the industry in which the Companies operate,] [(ii) the result of the announcement or the consummation of the transaction contemplated by this Agreement] [or] [(iii) the result of changes in laws, regulations or governmental policies]].

● Anhang

Beispiel Interim Covenant

The Seller shall not, and shall procure that the Companies do not, without prior consent of the Buyer (or, if applicable merger control laws do not so permit, prior consultation of the Buyer) do or agree to do any of the following actions from the date of this Agreement through to the Closing:

- (i) do anything or omit to do anything that could materially interfere with the consummation of the transactions contemplated under this Agreement;
- (ii) do or omit to do anything which would have a Material Adverse Effect;
- (iii) make any material change in the terms of employment of any director, officer or employee of the Companies other than in accordance with past practice or existing commitments as well as existing collective bargaining arrangements;
- (iv) form, enter into, vary, terminate or withdraw from any material partnership, consortium, joint venture or other incorporated association;
- (v) make amendments to the articles of incorporation or organizational regulations of the Companies;
- (vi) transfer any shares that are directly or indirectly held by any Company to a third party or transfer any assets of the Companies to a third party;
- (vii) increase or reduce or otherwise change the share capital or grant any option or conversion rights on the equity of any Company;
- (viii) enter into, increase or extend any liability under any guarantee or indemnity in favor of any third party;
- (ix) make, increase or extend any loan or advance or grant any credit to any third party;
- (x) grant, create or allow to be created any lien over any of its assets other than charges arising by operation of law;
- (xi) borrow any money or incur any indebtedness or other liability as against a third party;
- (xii) declare, make or pay any dividend or other distribution, payable in cash, stock, property or otherwise, with respect to any of the Shares or to any of the Companies' capital stock;
- (xiii) enter into, amend, modify or give notice of, or consent to the, termination of any license, customer or supply agreement or amend, waive, modify, terminate or consent to the termination of any of the Companies' rights thereunder;
- (xiv) change the accounting procedures, principles or practice of the Companies in effect at the date of this Agreement;
- (xv) incur, or agree to incur, a commitment or commitments involving individual items of capital expenditure exceeding in total CHF [AMOUNT];
- (xvi) enter into any transaction between the Sellers on the one hand and any of the Companies on the other except for transactions provided for under Section ;
- (xvii) institute or settle any litigation; or
- (xviii) change the payment and collection policy as to the accounts payable and accounts receivable respectively.



Telephon: +41 58 211 34 62

Email: bfchrist@vischer.com

Dr. Benedict F. Christ, LL.M. ist Co-Leiter des Praxisteamts Gesellschaftsrecht/M&A bei der Kanzlei VISCHER in Zürich. Er ist seit 2002 als Anwalt bei VISCHER in den Bereichen Mergers & Acquisitions, Handels- und Gesellschaftsrecht sowie Banken- und Finanzrecht aktiv. Benedict F. Christ hat breite Transaktionserfahrung, insbesondere in den Bereichen Private-Equity, Finanzierungen, Immobilien und Kapitalmarkt.

Benedict F. Christ hat in Freiburg im Ue. und Manchester UK Recht studiert und in Freiburg promoviert. Sein LL.M. erlangte er an der New York University. Er ist als Anwalt in der Schweiz und in New York zugelassen. Vor seiner Tätigkeit bei VISCHER arbeitete er als Anwalt bei Mayer Brown LLP in New York.



Herzlichen
Dank.

Zürich

Schützengasse 1
Postfach 1230
CH-8021 Zürich
Tel +41 58 211 34 00
Fax +41 58 211 34 10

Basel

Aeschenvorstadt 4
Postfach 526
CH-4010 Basel
Tel +41 58 211 33 00
Fax +41 58 211 33 10