Urs Schenker*

Die abgebrochene Übernahme von The PEP Boys Corp.

Material Adverse Change Klauseln bei Unternehmenskäufen

Inhaltsübersicht

I. Die geplante Transaktion und ihr Ende
II. Lag ein *«Company Material Adverse Effect»* vor?
III. Problemstellung für die beteiligten Unternehmen und Lehren
IV. Schweizerische Perspektive
V. Schlussfolgerungen

I. Die geplante Transaktion und ihr Ende

The PEP Boys – Manny, Moe & Jack Corp. betreibt in den USA rund 600 *Automotive Supermarkets*, in denen sie Zubehör, Ersatzteile und Verbrauchs-material für Autos verkauft. Die Gesellschaft ist an der New York Stock Exchange kotiert und erreichte 2011 einen Umsatz von USD 2'063 Mio. Der Gewinn belief sich im gleichen Jahr auf USD 29 Mio. Seit ca. 2009 sucht die Gesellschaft einen Käufer. Sie fand diesen Ende 2011 in The Gores Group LLC, einem Private Equity Unternehmen, das in den letzten 25 Jahren eine grosse Zahl von Akquisitionen getätigt hat.

Nach längeren Verhandlungen und einer Due Diligence schloss PEP Boys Corp. mit einer Gesellschaft der Gores Group am 29. Januar 2012 eine Fusionsvereinbarung ab. Diese sah einen Cash Merger vor – die Aktionäre der PEP Boys sollten pro Aktie USD 15 erhalten. Dieser Preis entsprach einer Prämie von 24 % über den am Vortag erreichten Schlusskurs der Aktie von USD 12.08 bzw. einer Prämie von 36 % über den volumengewichteten durchschnittlichen Schlusskursen der vorangehenden 30 Handelstage. Beim Abschluss gingen die Parteien davon aus, dass die Fusion, über welche die Aktionäre der PEP Boys Corp. noch abzustimmen hatten, im zweiten Quartal 2012 vollzogen würde.

Der Fusionsvertrag[1] unterstand dem Recht von Pennsylvania und entsprach im Wesentlichen dem Standard, der sich für derartige Verträge im amerikanischen Markt entwickelt hat. Wie bei allen derartigen Verträgen, war der Vollzug der Fusion verschiedenen Bedingungen unterstellt, wie insbesondere der Genehmigung durch zuständige Kartellbehörden und die Zustimmung der PEP Boys Corp. Aktionäre zur Fusion. Für den vorliegenden Fall war aber Ziff. 8.4 a des Fusionsvertrages wesentlich – eine Bedingung, die es der Übernehmerin erlaubte, auf den Vollzug zu verzichten und den Vertrag aufzulösen, sofern die Verletzung der im Vertrag vorgesehenen Zusicherungen als «*Company Material Adverse Effect*» betrachtet werden kann. Diese Klausel bezog sich auch auf Ziff. 4.9 des Fusionsvertrages, in der PEP Boys Corp. die Zusicherung abgab, dass die Geschäfte der Gesellschaft im Rahmen des ordentlichen Geschäftsganges geführt wurden und es zwischen dem 31. Januar 2012 und dem Vollzugstermin nicht zu einem «*Company Material Adverse Effect*» gekommen war. Aus dem Zusammenspiel von Ziff. 8.2 a des Fusionsvertrages und dieser Zusicherung ergab sich letztlich, dass die Übernehmerin den Fusionsvertrag nicht vollziehen musste und auflösen konnte, falls es zwischen dem 31. Januar 2012 und dem Vollzugstermin zu einem «*Company Material Adverse Effect*» kommen sollte. «*Company Material Adverse Effect*» wurde in Ziff. 10.10 des Fusionsvertrages detailliert definiert, wobei die Definition den negativen Effekt, der zu einer Auflösung berechtigte, nicht quantifizierte, sondern letztlich wieder auf den Begriff des «*Material Adverse Effect*» zurückführte:

> *«Company Material Adverse Effect» means any effect, circumstance, event, change, effect, violation or occurrence that, individually or in the aggregate below with all other facts, circumstances, events, changes, effects, violations or occurrences (a) has or would be reasonably expected to have a material adverse effect on the business, financial condition, assets, liabilities or results of operations of the Company and its*

* PD Dr. iur. Urs Schenker, LL.M., Rechtsanwalt und Partner bei Baker & McKenzie Zürich. Der Autor hat nicht an der beschriebenen Transaktion mitgewirkt. Dieser Artikel basiert allein auf öffentlich zugänglichen Unterlagen. Der Autor dankt im Weiteren Herrn Dr. Markus Wolf für die kritische Durchsicht des Manuskriptes.

[1] Aufrufbar unter: http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/77449/000104746912005066/a2209026zdefm14a.htm (zuletzt besucht am 15. September 2012).

subsidiaries, taken as a whole […]» [Unterstreichung zugefügt]

Um zu verhindern, dass ein konjunktureller Abschwung zur Auflösung des Vertrages führt, wurde in dieser Definition im Weiteren festgehalten, dass «*Changes in general economic financial markets or geopolitical conditions*» sowie «*General changes or developments in any of the industries in which the Company or its subsidiaries operate*» nur dann einen «*Company Material Adverse Effect*» darstellen, wenn die entsprechenden Veränderungen auf die Gesellschaft einen «*materially disproportionate adverse effect*» hätten.

Trotz ihrer Länge führte die Definition damit wieder zu unbestimmten Rechtsbegriffen, die einem Richter einen breiten Ermessensspielraum lassen würden, da letztlich schlicht festgestellt wurde, dass ein «*Company Material Adverse Effect*» vorliegt, wenn ein bestimmtes Ereignis oder eine Entwicklung einen «*Material Adverse Effect*» hat und auch die Einschränkung bezüglich allgemeiner konjunktureller oder industriespezifischer Entwicklungen – wie oben dargestellt – nicht klar spezifiziert war.

Wie in den USA üblich, sah der Fusionsvertrag eine sogenannte «*go shop*» Periode vor. PEP Boys Corp. hatte nach Abschluss des Fusionsvertrages 45 Tage, d.h. bis zum 14. März 2012, Zeit, um einen Dritten zu finden, der im Rahmen einer Fusion oder eines öffentlichen Angebots einen höheren Preis bot. Ein derartiger Markttest ersetzt bzw. ergänzt in funktionaler Betrachtung letztlich die Fairness Opinion, da alle Beteiligten davon ausgehen können, dass der Preis «fair» ist, wenn das Angebot während der «*go shop*» Periode nicht überboten wird. Die entsprechenden Kontakte und Verhandlungen mit potentiellen Dritterwerbern, die von Bank of America Merill Lynch geführt wurden, führten nicht zu einem höheren Angebot, was PEP Boys Corp. am 16. März 2012 den Aktionären mitteilte.[2] PEP Boys Corp. gab dabei auch bekannt, dass die Parteien mit einem Vollzug der Transaktion im zweiten Quartal rechnen würden.

Am 19. April 2012 kündigte PEP Boys Corp. an, dass die Generalversammlung am 30. Mai 2012 durchgeführt würde und veröffentlichte am 1. Mai 2012 auch das definitive Proxy Statement, das Basis der Abstimmung an der Generalversammlung bilden sollte.

Nach dem Abschluss des Fusionsvertrages verschlechterten sich allerdings die Ergebnisse der PEP Boys Corp., da die konjunkturelle Entwicklung zu einem Rückgang der Nachfrage für Autoersatzteile und Zubehör geführt hatte. In der zweiten Hälfte April 2012 teilte PEP Boys Corp. der Gores Group daher mit, dass der Gewinn im ersten Quartal (Februar bis April 2012) erheblich unter den Schätzungen der Analysten und dem Resultat der entsprechenden Vorjahresperiode liegen werde. Am 26. April 2012 teilte Gores Group der PEP Boys Corp. mit, dass aufgrund der Verschlechterung der Gewinnsituation ein «*Company Material Adverse Effect*» vorliegen könnte und verlangte, dass PEP Boys Corp. im Rahmen des Proxy Statements ihren Aktionären mitteile, dass Gores Group sich das Recht vorbehalte, vom Fusionsvertrag zurückzutreten. Gleichzeitig mit der Veröffentlichung des Proxy Statements am 1. Mai 2012 publizierte PEP Boys Corp. diese Mitteilung und teilte auch mit, dass der Gewinn pro Aktie im ersten Quartal zwischen USD 0.00 und 0.04 liegen dürfte, verglichen mit USD 0.23 im Vorjahr.

Nach dieser Veröffentlichung fanden Verhandlungen zwischen PEP Boys Corp. und Gores Group statt, die am 29. Mai 2012 dazu führten, dass die Fusionsvereinbarung aufgehoben wurde, wobei aber Gores Group der PEP Boys Corp. eine Entschädigung von USD 50 Mio. zahlte, was eine Vergleichsleistung war, da der Vertrag für den Fall eines Rücktritts aufgrund eines «*Company Material Adverse Effects*» keine derartige Zahlung vorsah. Der Kurs der PEP Boys Corp. Aktien, der bereits aufgrund der Mitteilung vom 1. Mai 2012 deutlich unter den Betrag der Barabfindung von USD 15 gesunken war, ging in der Folge auf USD 8.9 zurück. Seit diesem Zeitpunkt hat er sich bis zum 14. September 2012 wieder auf USD 10.30 erholt[3], was allerdings immer noch deutlich unter dem Betrag der Barabfindung und auch unter dem Kurs unmittelbar vor Ankündigung der Übernahme liegt. Das Management der PEP Boys Corp. teilte mit, dass sich das Unternehmen auf die Bewältigung operativer Probleme und die Verbesserung des Gewinnes konzentrieren und die Suche nach einem Käufer einstellen werde.

II. Lag ein «*Company Material Adverse Effect*» vor?

Die Auseinandersetzung zwischen der PEP Boys Corp. und Gores Group konzentrierte sich auf die Frage, ob ein «*Company Material Adverse Effect*» vorlag. Obwohl es zur Frage des Material Adverse Change in den USA eine Anzahl von Entscheiden gibt, besteht bei der Auslegung dieses Begriffes eine erhebliche Unsicherheit, die durch den oben wiedergegebenen Wortlaut verstärkt wurde. Konkret musste sich ja die Frage stellen, inwieweit der Gewinnrückgang auf Konjunktur- und Industrietrends zurückzuführen war bzw. ob PEP Boys Corp. von diesen negativen Trends überproportional betroffen war. Für das Vorliegen eines «*Company Material Adverse Effect*» im Sinne des Fusionsvertrages sprach, dass der Gewinn im ersten Quartal gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode um 90 % zurückgegangen war. Da-

[2] http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/77449/000110465912018959/a12-7400_1ex99d1.htm (zuletzt besucht am 15. September 2012).

[3] Stand 15. September 2012.

gegen sprach aber, dass die Analysten davon ausgingen, dass der Gewinn für 2012 trotz dem Rückgang im ersten Quartal gesamthaft immer noch 10 % über dem Vorjahr lag[4]. Überdies war der Gewinnrückgang auch nicht völlig überraschend, da der Gewinn bereits im vorangehenden Quartal (November 2011 bis Januar 2012) zurückgegangen war[5]. Ausserdem waren auch die Gewinne anderer im Autoersatzteilhandel tätigen Unternehmen im ersten Quartal 2012 zurückgegangen, sodass ein industrieweiter Trend vorlag, was gemäss der oben zitierten Vertragsklausel gegen einen «*Company Material Adverse Effect*» sprach.

Letztlich wusste im Mai 2012 aber aufgrund der relativ offenen Formulierung der Material Adverse Change Klausel keine der beteiligten Parteien, wie ein Prozess ausgehen würde, sodass der Vergleich als angemessene Lösung erschien. Mit der Vergleichszahlung konnte PEP Boys Corp. immerhin die Transaktionskosten decken und hatte auch noch einen Liquiditätszufluss, der es ihr gemäss den Aussagen des Managements ermöglichte, Schulden zu reduzieren, was allen Aktionären zugutekam.

III. Problemstellung für die beteiligten Unternehmen und Lehren

Für die Zielgesellschaft PEP Boys Corp. führte der Abbruch der Übernahme zu erheblichen Problemen, da sich das Unternehmen ab Januar 2012 völlig auf die Übernahme durch die Gores Group eingestellt hatte. Dies hatte dazu geführt, dass sich sowohl strategische wie auch operative Prozesse völlig auf dieses Ziel ausrichteten Auch die Manager begannen sich individuell entsprechend zu positionieren, d.h. neue Stelle zu suchen, soweit sie nach der Übernahme bei PEP Boys Corp. keine Zukunft mehr für sich sahen. Für den Verwaltungsrat und die Geschäftsleitung der PEP Boys Corp. bedeutete der Abbruch der Verhandlungen letztlich in vielen Beziehungen einen völligen Neustart. Überdies wurde das Management auch mit Vorwürfen aus dem Kreis der Aktionäre konfrontiert, da die Kurseinbussen für die Aktionäre relativ gross waren.

Für die Gores Group war der Schaden geringer. Die finanzielle Einbusse beschränkte sich auf die Zahlung von USD 50 Mio. und die Kosten, die im Zusammenhang mit der Vorbereitung der Transaktion angefallen waren. Dem stand der Vorteil gegenüber, dass die Gores Group den Kauf der PEP Boys Corp. zu einem Preis vermieden hatte, der nach Ansicht der Gores Group im Lichte der Gewinnentwicklung im ersten Quartal 2012 übersetzt war. Neben dem finanziellen Schaden führt ein Rückzug unter Berufung auf eine Material Adverse Change Klausel aber auch zu einem Reputationsschaden. Die Erfahrung zeigt, dass Private Equity Fonds, die sich auf eine Material Adverse Change Klausel berufen, bei weiteren Übernahmen Probleme haben, da ihre Angebote kritischer betrachtet werden; ein Verkäufer muss davon ausgehen, dass ein derartiges Unternehmen sich bei Problemen wieder auf die Material Adverse Change Klausel berufen und mindestens versuchen wird, die Bedingungen des Kaufs neu auszuhandeln.

IV. Schweizerische Perspektive

Gerade wenn zwischen der Unterzeichnung eines Unternehmenskaufvertrages und dem Vollzug ein erheblicher Zeitraum liegt[6], verlangen die Käufer auch in der Schweiz meist, dass der Vertrag einer Material Adverse Change Klausel unterstellt wird. Dies bedeutet, dass der Vertrag nur vollzogen werden muss, wenn bis zum Vollzug beim gekauften Unternehmen oder im wirtschaftlich relevanten Umfeld keine Entwicklungen eingetreten sind, die zu einer erheblichen Verschlechterung der wirtschaftlichen Situation des Unternehmens führen bzw. den Wert des gekauften Unternehmens erheblich vermindern[7]. Bei einer Material Adverse Change Klausel handelt es sich im Wesentlichen um eine vertraglich formulierte *clausula rebus sic stantibus*, die es dem Käufer erlaubt, auf den Kauf zu verzichten, wenn die wirtschaftliche Grundlage der vereinbarten Transaktion wegfällt bzw. diese sich erheblich zu seinen Ungunsten verschlechtert[8].

Mit einer Material Adverse Change Klausel werden letztlich die Risiken, die sich aus einer negativen Veränderung des gekauften Unternehmens zwischen Vertragsabschluss und Vollzug ergeben können, zwischen den Parteien alloziert. Ohne eine derartige Klausel muss der Käufer das Unternehmen auch dann zu den vertraglich vereinbarten Bedingungen kaufen, wenn es sich in dieser Zeit verschlechtert, da er gemäss Art. 185 OR das Risiko einer derartigen Verschlechterung trägt.

---

4 Value Line schätzte in ihrem Analysereport vom 3. August 2012 den Gewinn des gesamten Jahres auf USD 0.60 pro Aktie, was zwar unter der ursprünglichen Schätzung von USD 0.90, aber über dem Vorjahresergebnis von USD 0.54 lag.

5 In der Periode von November 2011 bis Januar 2012 hatte PEP Boys Corp. einen Verlust von USD 0.08 pro Aktie erzielt, während sie in der Periode vom 31. Oktober 2010 bis 31. Januar 2011 einen Gewinn von USD 0.14 pro Aktie erzielt hatte.

6 Z.B. weil zunächst noch der Abschluss eines kartellrechtlichen Fusionskontrollverfahrens abgewartet werden muss.

7 Rudolf Tschäni, M&A Transaktionen nach Schweizer Recht, Zürich 2003, 144; Ralph Malacrida, Front-End Loaded Versus Back-End Loaded: Effiziente Vertragsgestaltung beim Unternehmenskauf, in: Oertle/Breitenstein/Wolf/Diem (Hrsg.), M&A Recht und Wirtschaft in der Praxis, Liber Amicorum für Rudolf Tschäni, Zürich 2010, 15 ff., 29; Patrick Schleiffer, No Material Adverse Change, in: Tschäni (Hrsg.), M&A VI, Zürich 2004, 53 ff., 55.

8 Michael Moser, Kaufpreisklauseln in Unternehmenskaufverträgen, in: Berens/Brauner/Strauch (Hrsg.), Due Diligence bei Unternehmensakquisitionen, 6. Aufl., Stuttgart 2011, 331 ff., 355.

In der Praxis gibt es viele Varianten für die konkrete Formulierung einer Material Adverse Change Klausel[9]. Sie kann sich auf äussere Veränderungen wie z.B. Naturkatastrophen, Kriege oder ähnlich einschneidende Ereignisse beziehen, auf gesamtwirtschaftliche Entwicklungen[10] oder auf Veränderungen und Ereignisse beim Unternehmen selbst[11]. In der Praxis liegt meist eine Kombination vor, wobei je nach Interessenlage und Verhandlungsstärke der Parteien auch einzelne Arten von Veränderungen ausgeschlossen werden, wie insbesondere Veränderungen, die durch Konjunktureinbrüche oder Ereignisse, welche die gesamte Branche betreffen, ausgelöst werden[12]. Meist versucht der Käufer, die entsprechende Klausel so zu formulieren, dass er im eigenen Ermessen entscheiden kann, ob ein Material Adverse Change vorliegt[13], um zu verhindern, dass es später zu einer gerichtlichen Beurteilung dieser Frage kommen muss. Material Adverse Change Klauseln, die sehr breit formuliert sind und den Entscheid über den Eintritt der Bedingungen dem Käufer vorbehalten, unterstellen den Vollzug des Verkaufs letztlich aber dem freien Ermessen des Käufers und werden deshalb von Verkäufern meist abgelehnt[14]. Aus wirtschaftlicher Sicht führt eine derart breit formulierte Klausel praktisch zu einem «*Opt out*»-Recht des Käufers, das es ihm ermöglicht, bei jeder Art von Problemen vom Vertrag zurückzutreten und die vertraglichen Bestimmungen neu zu verhandeln.

Um für die Parteien klare Verhältnisse zu schaffen und um zu verhindern, dass der Kaufvertrag zu einer blossen Kaufoption für den Käufer wird, sollte eine Material Adverse Change Klausel daher so formuliert werden, dass die Bedingung nur durch Ereignisse ausgelöst wird, die entweder im Unternehmen selbst eingetreten sind oder dessen Geschäftstätigkeit direkt beeinflussen, unvorhersehbar sind bzw. ausserhalb des ordentlichen Geschäftsganges liegen und beim Unternehmen zu einer wesentlichen Werteinbusse geführt haben. Dabei empfiehlt es sich, mindestens aus Sicht des Verkäufers, den Begriff der wesentlichen Werteinbusse im Vertrag zu quantifizieren, um auf diese Weise Rechtssicherheit zu schaffen[15].

V. Schlussfolgerungen

Der Abbruch der PEP Boys Corp./Gores Group Transaktion zeigt deutlich die Gefahren von Material Adverse Change Klauseln. Häufig sind sich die Parteien in der Praxis nicht bewusst, welche Folgen eine Auflösung des Vertrages kurz vor dem Vollzug nach sich ziehen kann, gehen aber aufgrund ihrer Erfahrung mit früheren Transaktionen davon aus, dass sich «anständige» Käufer nicht auf derartige Klauseln berufen. Die wirtschaftliche Notwendigkeit kann aber von einem Käufer manchmal verlangen, dass er sich trotz grundsätzlicher Vertragstreue auf eine derartige Klausel beruft, weil er seinen eigenen Aktionären bzw. Investoren zu einem sorgfältigen Verhalten und zur Vermeidung von Verlusten verpflichtet ist. Die Notwendigkeit, sich auf eine Material Adverse Change Klausel zu berufen, kann sich aber auch daraus ergeben, dass eine Bank, welche die Transaktion finanziert, sich auf eine derartige Klausel im Kreditvertrag beruft und so die Transaktion für den Käufer faktisch unmöglich wird.

Angesichts der latenten Gefahr, die von Material Adverse Change Klauseln ausgeht, ist es für Verkäufer wesentlich, dass sie Material Adverse Change Klauseln genügend Aufmerksamkeit widmen und versuchen, diese möglichst objektiv zu gestalten[16]. Insbesondere sollte aus Verkäufersicht darauf geachtet werden, dass wenn immer möglich der Begriff der Wesentlichkeit *(materiality)* betraglich eingegrenzt wird.

---

9 Vgl. dazu im Einzelnen Schleiffer (FN 7), 62 ff.

10 Die Bezugnahme auf Veränderungen von Währungen oder Aktienindizes finden sich vor allem bei öffentlichen Angeboten, bei denen sich *Material Adverse Change* Klauseln an möglichst objektiven Gegebenheiten orientieren müssen (vgl. Urs Schenker, Schweizerisches Übernahmerecht, Bern 2009, 311 f.).

11 Moser (FN 8), 355, unterscheidet in diesem Sinne zwischen *Force Majeure*-ähnlichen Klauseln, gesamtwirtschaftlichen und unternehmensbezogenen Klauseln.

12 In der oben zitierten *Company Material Adverse Effect* Definition im Fusionsvertrag zwischen PEP Boys Corp. und Gores Group wurde in dieser Hinsicht eine gewisse Einschränkung gemacht.

13 Derartige Formulierungen finden sich vor allem in den von Banken abgeschlossenen Finanzierungsverträgen.

14 Vgl. zu diesen subjektiven Material Adverse Change Klauseln Schleiffer (FN 7), 61 f.

15 Z.B. 10 % des Unternehmenswertes, vgl. Malacrida (FN 7), der feststellt, dass präzise Material Adverse Change Klauseln wünschenswert sind, dass aber in der Praxis sehr viel mit unbestimmten und allgemeinen Begriffen gearbeitet wird. Vgl. zu den Problemen bei der Bestimmung von Wesentlichkeit bzw. der «*Materiality*» Schleiffer (FN 7), 71 ff.

16 Bei öffentlichen Übernahmen wird zum Teil vorgesehen, dass ein Dritter bestimmt, ob die für eine Material Adverse Change Klausel massgebende Wertgrenze erreicht wird.