

Matthias Wolf\*

## Rücktritt von der Unternehmensübernahme wegen *Material Adverse Effect*: Akorn v. Fresenius Kabi

### Inhaltsübersicht

1. Die Transaktion, die wesentlichen Vertragsbestimmungen und die Probleme bei Akorn
2. Der Rücktritt und das Verfahren
3. Wesentliche Erwägungen
  - 3.1 Die Hürden für einen Material Adverse Effect
  - 3.2 Das Nichteinhalten der Bring-Down Condition und der Covenant Compliance Condition
  - 3.3 Keine (wesentliche) eigene Vertragsverletzung
4. Bemerkungen und Beobachtungen

Die Wogen gingen hoch, als im April letzten Jahres das deutsche Healthcare-Unternehmen Fresenius von seiner Übernahme des amerikanischen NASDAQ-kotierten Generika-Herstellers Akorn zurücktrat. Der Geschäftsverlauf von Akorn hatte sich nach dem Vertragsschluss dramatisch verschlechtert und zusätzlich waren schwerwiegende regulatorische Probleme zum Vorschein gekommen. Fresenius trat im Wesentlichen gestützt auf eine *Material Adverse Effect*- (oder «MAE-»)Klausel zurück und in dem darauf folgenden Rechtsstreit erhielt Fresenius recht. Der Streit wurde am 1. Oktober 2018 vom Delaware Court of Chancery entschieden; dessen Entscheidung wurde am 7. Dezember 2018 von der Rechtsmittelinstanz bestätigt.<sup>1</sup> Für M&A-Anwälte (vor allem natürlich amerikanische) ist die Entscheidung bemerkenswert, weil damit unter dem in den USA in den Bereichen des Gesellschaftsrechts und M&A besonders wichtigen Recht von Delaware wohl erstmals ein Vertragsrücktritt gestützt auf eine MAE- (oder MAC-<sup>2</sup>)

Klausel geschützt wurde. Den amerikanischen Kollegen bietet die Entscheidung nun ein griffiges Beispiel, was für Umstände jedenfalls einen MAC oder MAE begründen können. Die Lektüre der Entscheidung bringt auch nichtamerikanischen Juristen Gewinn: Zunächst ist sie illustrativ für die amerikanische Vertragspraxis, deren prägender Einfluss auf die internationale M&A-Praxis uns allen bekannt ist. Viele der streiterheblichen Vertragsklauseln kommen in M&A-Verträgen «bei uns» in ähnlicher Form vor bzw. wurden weitgehend aus der amerikanischen Vertragspraxis übernommen, wenn auch die Verwendung von MAC- oder MAE-Qualifikationen in der US-amerikanischen Vertragsredaktion besonders häufig ist.<sup>3</sup> Darüber hinaus ist es gut möglich, dass manche Erwägungen und Begründungen von Vice Chancellor Laster in der erstinstanzlichen Entscheidung bei der Auslegung und Würdigung schlicht aufgrund ihrer Überzeugungskraft auch in anderen Ländern und vor Schiedsgerichten bei M&A-Streitigkeiten Beachtung oder sogar Autorität erlangen. Präzedenzfälle zu diesem Thema sind eher rar, daher könnte sich ein (Schieds-) Richter durchaus mit Gewinn auch an dieser Entscheidung orientieren. Dies zumal es sich beim Delaware Court of Chancery um ein Gericht handelt, dessen Richter man mit Fug und Recht als Spezialisten für M&A-Litigation bezeichnen kann, und die Entscheidung eingehend und überzeugend begründet wurde. Schliesslich lassen sich aus dem Fall auch praktische Lehren ziehen, nicht nur für die Vertragsredaktion, sondern auch für die Vorgehensweise bei der Ausübung eines solchen Rücktrittsrechts.

\* Matthias Wolf, Rechtsanwalt, LL.M., Partner bei Lenz & Staehelin, Zürich.

<sup>1</sup> Die 246-seitige Entscheidung (Memorandum Opinion) von Vice Chancellor Laster vom 1. Oktober 2018 (*Akorn, Inc. v. Fresenius Kabi AG*, C.A. No. 2018-0300-JTL [Del. Ch. Oct. 1, 2018]) ist im Internet abrufbar unter <<https://courts.delaware.gov/Opinions/Download.aspx?id=279250>> (zuletzt besucht am 11. März 2019) (hier als «Memorandum Opinion» mit Seitenzahl zitiert). Die Rechtsmittelentscheidung des Delaware Supreme Court vom 7. Dezember 2018 (*Akorn, Inc. v. Fresenius Kabi AG*, No. 535, 2018 [Del. Dec. 7, 2018]) ist im Internet abrufbar unter <<https://courts.delaware.gov/Opinions/Download.aspx?id=282110>> (zuletzt besucht am 11. März 2019).

<sup>2</sup> Die eingängigere Version «MAC» (Material Adverse Change) ist wohl etwas gebräuchlicher als «MAE» (Material Adverse Effect),

doch sind die Begriffe nach dem Empfinden des Verfassers austauschbar.

<sup>3</sup> Das Merger Agreement enthält – wenn ich richtig gezählt habe – nicht weniger als 37 Qualifikationen von Gewährleistungen, Vertragspflichten oder Bedingungen durch «Material Adverse Effect».

## 1. Die Transaktion, die wesentlichen Vertragsbestimmungen und die Probleme bei Akorn

Am 24. April 2017 schlossen Fresenius und Akorn ihr «Merger Agreement»<sup>4</sup> ab. Wie in den USA üblich war die Transaktion als Dreiparteienfusion strukturiert; der Kaufpreis bzw. die Fusionsabgeltung für die Akorn-Aktionäre betrug USD 34 pro Akorn-Aktie.<sup>5</sup> Zu diesem Preis hatte sich Fresenius nach einem längeren Transaktionsprozess in Verhandlungen durchgerungen. Er entsprach einer Bewertung von USD 4.3 Mia., was gegenüber dem Aktienkurs vor dem Bekanntwerden der geplanten Transaktion (am 6. April 2017) eine Prämie von 34,8 % bedeutete. Der Fusionsvertrag sah weitgehend übliche Vollzugsbedingungen (closing conditions) vor, unter anderem die folgenden:

- die allgemeine MAE-Vollzugsbedingung («stand-alone general MAE condition»), wonach die Vollzugspflicht des Erwerbers unter der Bedingung steht, dass Akorn seit dem Vertragsschluss keinen MAE erlitten haben darf;
- die sog. «Bring-Down Condition», wonach die Vollzugspflicht des Erwerbers unter der Bedingung steht, dass die Zusicherungen und Garantien von Akorn (auch) am Vollzugstag nicht verletzt sein dürfen, ausser soweit von einer solchen Verletzung nicht angenommen werden muss, sie habe einen MAE zur Folge;
- die «Covenant Compliance Condition», wonach die Vollzugspflicht des Erwerbers darauf bedingt ist, dass Akorn ihre Vertragspflichten in allen wesentlichen Belangen («in all material respects») eingehalten und erfüllt hat.

Dabei war die allgemeine MAE-Bedingung so formuliert, dass ihre Nichterfüllung die Vollzugspflicht des Erwerbers aufschob und bei Erreichen des sog. «Outside Date» (am 24. April 2016) zu einem Rücktrittsrecht führte. Der Ausfall einer der beiden anderen Bedingungen (Bring-Down Condition und Covenant Compliance Condition) führte gemäss den Vertragsbestimmungen

zu einem sofortigen Rücktrittsrecht, wenn erstens die betreffende Verletzung nicht bis zum Outside Date beseitigt bzw. geheilt werden konnte und zweitens dem Erwerber (Fresenius) nicht selbst eine wesentliche Vertragsverletzung anzulasten war. Ein solches Geflecht von Vollzugsbedingungen mit dem Rücktrittsrecht und den Ausnahmen und Voraussetzungen dafür ist bei solchen Verträgen in den USA nicht unüblich. Es liest sich etwas kompliziert, ergibt aber insgesamt als Regelung durchaus Sinn.

Ausserdem enthielt das Merger Agreement:

- eine Gewährleistung von Akorn hinsichtlich der Einhaltung der auf sie anwendbaren Gesetze und regulatorischen Bedingungen, insbesondere der Regulierung der amerikanischen Arzneimittelbehörde FDA, soweit eine Nichteinhaltung geeignet ist, zu einem Material Adverse Effect zu führen;
- eine Pflicht von Akorn, «commercially reasonable efforts» aufzuwenden, um das Geschäft zwischen Vertragsschluss und Vollzug in allen wesentlichen Belangen im ordentlichen und üblichen Geschäftsgang zu führen («to carry on the business [...] in all material respects in the ordinary course of business»);
- eine sog. «hell or high water» (also «komme, was wolle»)-Pflicht von Fresenius, sämtliche notwendigen Schritte zu unternehmen und alle Bedingungen und Auflagen zu akzeptieren, um die Freigabe der Zusammenschlusskontrolle zu erlangen.

Auch solche Vertragsbedingungen bewegen sich weitgehend im Bereich des Üblichen bei solchen Transaktionen in den USA wie auch international.

Schon kurz nach Vertragsschluss setzte bei Akorn eine eigentliche Erosion der Geschäftsergebnisse ein. Parallel dazu traten erhebliche Compliance-Probleme zutage. Diese Vorgänge werden im Urteil auf über 100 Seiten detailliert beschrieben. In den plastischen Worten des Richters stürzten die Betriebsergebnisse in den Abgrund («fell off a cliff»). Beim Vertragsabschluss Ende April hatte Akorn auf Nachfragen von Fresenius noch ihre prognostizierte (und publizierte) Ertragsprognose («earnings guidance») für das Jahr 2017 ausdrücklich bestätigt. Bereits im Juli 2017 teilte Akorn jedoch mit, sie habe im zweiten Quartal lediglich Erträge von USD 199 Mio. (anstelle der gemäss Business Plan prognostizierten USD 243 Mio.) erzielt. Im Vorjahresvergleich bedeutete dies einen Rückgang von 29 %. Das Betriebsergebnis erlitt im Vorjahresvergleich eine Einbusse von 84 %. Die Ertragsprognose für das ganze Jahr wurde von USD 1 Mia. auf USD 930 Mio. gesenkt. Die schlechten Ergebnisse führte Akorn im Wesentlichen auf unerwartete neue Wettbewerber für ihre Produkte und den Verlust eines wichtigen Vertrags zurück. Akorn bezeichnete die Einbussen als vorübergehend. Fresenius' Vorstandsvorsitzender (CEO) schätzte die Lage entschieden anders ein und meinte, der Vorfall sei «the

<sup>4</sup> Interessierte finden das «Agreement and Plan of Merger» (Fusionsvertrag) im Internet in den SEC Filings von Akorn unter <[https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/3116/000130817917000193/lakrx2017\\_defm14a.htm](https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/3116/000130817917000193/lakrx2017_defm14a.htm)> (zuletzt besucht am 11. März 2019) (als Annex A zum Proxy Statement für die ausserordentliche Generalversammlung von Akorn, welche über die Fusion beschloss).

<sup>5</sup> D.h. Fresenius hatte eine US-Tochtergesellschaft (MergerSub) gegründet, deren einziger Zweck es war, im Rahmen der Transaktion als Fusionspartner von Akorn zu dienen und durch die Fusion aufgelöst zu werden, womit die Zielgesellschaft zu einer Tochtergesellschaft der Fresenius würde. Weder die Dreiparteienfusion (hier als sog. reverse triangular merger) noch die Barabgeltung ist in den USA bei Transaktionen mit börsenkotierten Zielgesellschaften aussergewöhnlich. Durch diese Elemente entspricht die Fusion in den Auswirkungen weitgehend einem Kauf. Für die hier behandelten Themen ist diese Transaktionsstruktur nicht von Bedeutung.

most embarrassing personal or professional thing», das ihm je begegnet sei. Bemerkenswerterweise waren aber gemäss internen Dokumenten die meisten Reaktionen bei Fresenius in diesem Stadium primär darauf ausgerichtet, weitere Synergiepotenziale zu identifizieren und den Business Plan der kombinierten Einheit anzupassen, um die Transaktion weiterhin als ökonomisch sinnvoll darstellen zu können. Gleichzeitig begann Fresenius allerdings, die rechtliche Möglichkeit eines Rücktritts von der Transaktion abzuklären. Die weiteren Quartalsergebnisse im Jahr 2017 und anfangs 2018 fielen ebenfalls dramatisch enttäuschend aus.<sup>6</sup> Diese starke und anhaltende Verschlechterung stand in deutlichem Kontrast zum mehrjährigen Trend von Akorn über die letzten fünf Jahre seit 2012, während denen Umsatz und Betriebsergebnis stetig angestiegen waren.

Die zusätzlich aufgetauchten Compliance-Probleme bei Akorn bestanden vor allem in schwerwiegenden «data integrity issues». Das Unternehmen hatte wiederholt und wohl wissentlich oder zumindest in fahrlässiger Unkenntnis dem Regulator gegenüber (insbesondere in Zulassungsanträgen für neue Produkte) unrichtige oder unvollständige Testergebnisse und weitere Angaben gemacht. Fresenius hatte von diesen Rechtsverletzungen nach Vertragsschluss durch Whistleblower-Briefe erfahren. In der Folge verlangte und erhielt Fresenius gestützt auf eine entsprechende Klausel im Vertrag Zugang zu Informationen von Akorn. Wie sich herausstellte, hatten Vertreter von Akorn tatsächlich unrichtige Berichte an die FDA geliefert sowie Daten gefälscht oder geschönt. Ausserdem erfüllten mehrere Entwicklungs- und Produktionsstätten die regulatorischen Voraussetzungen in schwerwiegender Weise nicht. Im Beweisverfahren waren die Expertenaussagen hierzu vernichtend. Anscheinend fielen auch die Massnahmen, um diese Probleme in den Griff zu kriegen, ungenügend aus. Akorn schien eher bemüht, Zeit zu gewinnen, um die Probleme bis nach dem Closing zu übertünchen oder kleinzureden. Eine eigene Untersuchung führte Akorn nicht oder nur halbherzig durch; eine durch Fresenius angestellte Untersuchung wurde behindert und verzögert.

## 2. Der Rücktritt und das Verfahren

Im Februar 2018 verstärkten sich die Spannungen zwischen den Parteien und es entwickelte sich eine hitzige Korrespondenz der beteiligten Anwälte und Berater zu den Compliance-Themen. Am 27. Februar 2018 hatte

<sup>6</sup> Im Q3 waren gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode ein Umsatzrückgang von 29% und ein Ergebnisrückgang (operating income) von 89% zu verzeichnen, im Q4 betrugen die Umsatz- bzw. Ergebnisrückgänge gegenüber den jeweiligen Vorjahresperioden 34% bzw. 292%, über das gesamte Jahr 25% bzw. 105% und im ersten Quartal 2018 27% und 134%.

Fresenius ihren «Earnings Call» mit Analysten und Medienvertretern. Fresenius machte bei dieser Gelegenheit publik, sie sei daran, von anonymer Seite zugestellte Informationen zu untersuchen, die auf Mängel und Verfehlungen im Produktentwicklungsprozess von Akorn hinweisen. Der CEO von Fresenius ergänzte am Earnings Call, falls sich Gewährleistungsverletzungen im Bereich der Regulierung und Compliance als derart erheblich herausstellen sollten, dass die Grundlage der Übernahme in Frage gestellt würde, werde Fresenius die Ausübung ihres Rücktrittsrechts unter dem Merger Agreement erwägen. Auf diese Nachricht hin stürzte der Börsenkurs von Akorn ab.

Am 18. April 2018 schrieb Fresenius an Akorn und machte Gewährleistungsverletzungen insbesondere im Bereich der Regulierung und Compliance geltend. Fresenius erklärte aber noch nicht den Rücktritt, sondern bot an, das «Outside Date» (d.h. jenes Datum, bis zu dem der Vollzug zu erfolgen hatte), um zwei Monate zu verschieben. Dies, um Akorn Gelegenheit zu geben, die Probleme zu untersuchen und ihren gegenteiligen Standpunkt nachzuweisen. Akorn lehnte dieses Angebot ab, worauf Fresenius am 22. April 2018 den Rücktritt erklärte. Sie stützte diesen auf die Gewährleistungsverletzungen, insbesondere der Gewährleistungen zur Compliance, und die Verletzung der Vertragspflicht von Akorn zur Führung der Geschäfte im «ordinary course», welche dazu führen würden, dass die Bring-Down Condition und die Covenant Compliance Condition nicht erfüllt seien. Fresenius führte zudem an, dass zwei Tage später (am Outside Date) ein Rücktrittsrecht auch aufgrund des Material Adverse Effect erwachse.

Bereits am Tag darauf reichte Akorn Klage ein und begehrt, dass Fresenius zur Realerfüllung verpflichtet werde. Das Beweisverfahren (trial) fand im Juli 2018 statt und die erstinstanzliche Entscheidung zugunsten von Fresenius erging am 1. Oktober 2018.

## 3. Wesentliche Erwägungen

### 3.1 Die Hürden für einen Material Adverse Effect

Bei der MAE-Definition des Vertrags handelte es sich um eine weitgehend übliche (wenn auch den Leser etwas strapazierende) allgemeine MAE-Definition.<sup>7</sup> Ein MAE ist, stark vereinfacht, eine negative Entwicklung der Zielgesellschaft, die entweder die Transaktion und die Erfüllung des Vertrages gefährdet oder das Geschäft der Zielgesellschaft und ihrer Tochtergesellschaften er-

<sup>7</sup> Die Definition findet sich bei den Definitionen in Section 8.12 des Vertrages auf der Annex-Seite A-58. In der Gerichtsentscheidung wird der Text leserfreundlich in Unterabsätzen dargestellt.

heblich nachteilig beeinflusst. Daraufhin folgt ein Ausnahmekatalog von Umständen oder Entwicklungen, deren Auswirkungen nicht als MAE gelten sollen und mit denen zusammengefasst das Marktrisiko und das Risiko anderer Veränderungen, die nicht direkt im Geschäft des Zielunternehmens ihre Ursache haben, auf den Käufer überwältigt werden. Die wohl wichtigsten Ausnahmen sind die allgemeine Entwicklung der Wirtschaft und der betreffenden Branche sowie die Entwicklung des Kapitalmarkts, Gesetzesänderungen, Auswirkungen der Transaktion selbst sowie Umstände höherer Gewalt. Zu diesen Ausnahmen gibt es dann eine «Gegenausnahme», wonach die Auswirkungen solcher Ereignisse und Entwicklungen trotzdem als MAE gelten können, wenn die Zielgesellschaft davon «überproportional» stärker betroffen ist als andere Unternehmen derselben Branche.

Das erste, was bei der MAE-Definition auffällt, ist die Unbestimmtheit des Kerns, nämlich die Hürde der «materiality» selbst. In der amerikanischen Praxis ist es üblich, den MAE oder MAC unbestimmt zu formulieren, also namentlich nicht durch Finanzzahlen oder ähnliche Parameter zu spezifizieren. Dieses Vorgehen erfolgt durchaus nicht unreflektiert und es ist Gegenstand rechtswissenschaftlicher Diskussion in der ökonomischen Analyse des Rechts und diverser Publikationen.<sup>8</sup> Die Praxis des unbestimmten MAC bei M&A-Verträgen hat sich auch nicht im Zuge der 9/11-Ereignisse und der Finanzkrise erheblich geändert, obwohl dies zum Teil von Autoren und Beobachtern in der Folge dieser Ereignisse erwartet worden ist.

Was das geforderte Ausmass der negativen Entwicklung betrifft, so hielt Vice Chancellor Laster dieses im vorliegenden Fall angesichts der drastischen Ergebnisverschlechterung von Akorn und deren nachhaltigem Effekt für gegeben. Massgebend waren dabei die Rückgänge bei Ertrag, EBITDA und Gewinn pro Aktie gemessen an den jeweiligen Vorjahreszahlen, die für sämtliche vier Quartale seit dem Vertragsschluss Rückgänge von jeweils über 25 % (Ertrag), bzw. über 80 % (EBITDA) und über 95 % (Gewinn pro Aktie) zeigten, was auch in markantem Kontrast zu den fünf vergangenen Geschäftsjahren stand. Die Erklärungen von Akorn, wonach die negative Entwicklung ihre Ursachen in erhöhtem Wettbewerbsdruck und dem Verlust eines wichtigen Vertrages hatte, deuteten zudem darauf, dass der negative Effekt längerfristiger Natur war, denn der Richter fand keine Anzeichen dafür, dass der Konkurrenzdruck abnehmen oder der verlorene Vertrag wieder zurückgewonnen würde. Ein Nachweis der Längerfristigkeit der negativen Entwicklung wurde auch darin gesehen, dass Akorn selbst bei der Beurteilung der Transaktion eine

DCF-Bewertung bei J.P. Morgan eingeholt hatte, welche auf eine Bewertungsspanne mit einem Mittelwert von USD 32.13 pro Aktie kam. Die Bewertungen von Wertpapieranalysten bewegten sich in der Zwischenzeit aber in der Höhe von bloss noch USD 5–12 pro Aktie und deren Ertragsschätzungen für die Jahre 2018–2020 waren um über 60 % tiefer als sie es um die Zeit des Vertragsschlusses waren.<sup>9</sup>

Akorn machte in diesem Zusammenhang geltend, der Rückgang ihres Unternehmenswerts sollte nicht anhand ihrer Ergebnisse als eigenständiges Unternehmen gemessen werden, sondern anhand des Werts für Fresenius als strategischen Käufer mit Synergiezielen und -potenzial. Man müsse deshalb mit Werten der kombinierten Unternehmensgruppe vergleichen. Vice Chancellor Laster wies dies zurück, einmal gestützt auf den Wortlaut der vertraglichen Definition (welcher wie üblich auf «the Company and its Subsidiaries, taken as a whole») lautete und zweitens gestützt darauf, dass die MAE-Definition selbst die Auswirkungen der Transaktion (wozu auch Synergien zählen) für unerheblich erklärte.

Akorn führte ausserdem an, die Ertrags- und Ergebnisrückgänge seien auf allgemeine Entwicklungen in der Branche zurückzuführen, nämlich auf die Konsolidierung der Nachfrager, was zu Preisreduktionen geführt habe, auf die Politik der FDA, Generika grosszügig zuzulassen, was zu zusätzlichen Markteintritten von Wettbewerbern geführt habe, und schliesslich auf gesetzgeberische Vorstösse zur Preissenkung von Arzneimitteln. Akorn berief sich mithin auf eine Ausnahme in der MAE-Definition des Vertrags. Der Richter wies diese Einwände ebenfalls zurück und fand, die Ursachen seien primär im Aufkommen zusätzlicher Konkurrenten in drei bestimmten Produktklassen von Akorn und ausserdem im Verlust eines bedeutenden Auftrags zu finden. Selbst wenn man aber diese Faktoren als allgemeine Marktentwicklungen qualifizieren wollte, so zeige sich doch, dass Akorn unverhältnismässig stärker davon betroffen war als andere Unternehmen der Branche («Gegenausnahme» gemäss MAE-Definition), womit die entsprechende Ausnahme vom MAE nicht zur Anwendung kam.

Schliesslich machte Akorn geltend, Fresenius dürfe die MAE-Bedingung nicht anrufen, soweit es um Risiken gehe, von denen sie durch die Due Diligence-Prüfung oder ihren Markteinblick Kenntnis hatte oder hätte haben müssen. Auch dieser Einwand wurde zurückgewiesen, weil der Vertrag dafür keine Grundlage bot und weil die konkreten Ursachen Fresenius ebenso wenig bekannt waren, wie Akorn selbst, die ja ihre Ertragsprognose bei Vertragsschluss noch ausdrücklich

<sup>8</sup> Eingehend zum «Case for Vagueness» ist der Aufsatz von ALBERT CHOI und GEORGE TRIANTIS, *Strategic Vagueness in Contract Design: The Case of Corporate Acquisitions*, 119 *Yale Law Journal*, S. 848 ff., 2010.

<sup>9</sup> Eine Diskussion darüber, ob die Analystenerwartungen zu jenem Zeitpunkt nicht allenfalls von dem erwarteten Dahinfallen der Transaktion beeinflusst waren, fand hierbei allerdings nicht statt.

bestätigt hatte und deren CEO verschiedentlich die Entwicklung als unerwartet bezeichnet hatte. Ausserdem könnte selbst wenn ein solcher Ausschluss bei Kenntnis gelten würde, die Kenntnis allgemeiner Risiken nicht gleichgesetzt werden mit der Kenntnis bzw. Erwartung konkreter Ereignisse.

### 3.2 Das Nichteinhalten der Bring-Down Condition und der Covenant Compliance Condition

Fresenius' Rücktritt wurde auch für zulässig gehalten, weil die «Bring-Down Condition» nicht eingehalten war, d.h. die Vollzugsbedingung, wonach die Gewährleistungen eingehalten sein müssen, ausser soweit eine Gewährleistungsverletzung nicht erwarten lässt, einen Material Adverse Effect zu bewirken («except where the failure to be true and correct would not reasonably be expected to have a Material Adverse Effect»). Dass die Compliance-Gewährleistung verletzt war, war offensichtlich. Fraglich und Gegenstand eingehender Erwägungen war einzig, ob diese Verletzungen als derart gravierend einzustufen waren, dass als Folge ein Material Adverse Effect zu erwarten war.

Interessant ist hier die Unterscheidung, dass bei diesem Test die nachteilige Entwicklung selbst noch nicht eingetreten sein musste, sondern lediglich in objektiver Hinsicht eine entsprechende Erwartung bzw. Befürchtung bestehen muss. Dazu wandte das Gericht einen qualitativen und quantitativen Test an. Das qualitative Element wurde als gegeben betrachtet angesichts der schweren und vielfältigen Verstösse gegen die FDA-Regulierung, die einlässlich nachgewiesen waren. Was das quantitative Element betrifft, so hatte sich das Gericht – nicht unerwartet – mit unterschiedlichen und weit auseinander liegenden Schätzungen der erwarteten Kosten und Wertebussen der Parteien auseinandersetzen.<sup>10</sup> Der Richter gestand ein, die Auswirkung auf den Wert nicht zuverlässig bestimmen zu können und schätzte diese schliesslich nach seinem Ermessen auf USD 900 Mio. Bei einem Wert von Akorn zum Zeitpunkt des Vertragsschlusses von USD 4.3 Mia. entsprach dies einem Wertrückgang von 21 %. Der Vice Chancellor Laster hielt eine Wertebusse von über 20 % aufgrund seiner «intuition and experience» für wesentlich. Er verwies dabei darauf, dass ein 20 %-Kurssturz an der Börse nach verschiedenen Publikationen als «bear market» empfunden wird und ein Kursrückgang innerhalb eines Tages in dieser Höhe der zweitgrösste in der Geschichte wäre. Weitere publizierte

Erfahrungswerte dienten ihm zur Plausibilisierung seiner Einschätzung.

Schliesslich bejahte das Gericht auch den Ausfall der «Covenant Compliance Condition», d.h. jener Vollzugsbedingung, wonach Akorn ihre Verpflichtungen unter dem Vertrag in allen wesentlichen Belangen erfüllt bzw. eingehalten haben muss. Die Vertragsverletzung bestand in der Verletzung des «Ordinary Course»-Covenant, d.h. der Pflicht von Akorn, «to use commercially reasonable efforts to carry on its business in all material respects in the ordinary course of business». Das Gericht verstand hier den «ordinary course» im Sinne eines objektiven und (auch rechtlich) angemessenen Verhaltens, womit die verschiedenen Compliance-Verstösse, namentlich das Unterlassen der Durchführung einer ernstzunehmenden eigenen Untersuchung zu den regulatorischen Problemen, das Einreichen gefälschter Testdaten, die Einstellung von regelmässigen Audits und weitere Verstösse als Pflichtverletzungen galten. Dass es dabei nur um «efforts» ging, war nicht erheblich. Anders als bei der «Bring-Down Condition» war hier nur die wesentliche Verletzung («failure to comply in all material respects») vorausgesetzt. Ein zusätzlicher Material Adverse Effect (oder dass ein solcher bei vernünftiger Beurteilung zu befürchten sei) war nicht gefordert. Der «in all material respects»-Standard impliziere eine deutlich tiefere Schwelle.<sup>11</sup>

### 3.3 Keine (wesentliche) eigene Vertragsverletzung

Für einen Rücktritt gestützt auf diese beiden Bedingungen war zusätzlich vorausgesetzt, dass Fresenius selbst ihre Vertragspflichten nicht wesentlich verletzt hatte. Diese Bedingung war durch das Merger Agreement gesetzt. Akorn machte geltend, Fresenius bereue einfach das Geschäft, weil es sich als ungünstig herausstelle, und habe darum ihre eigenen Vertragspflichten verletzt. Sie habe es erstens unterlassen, «reasonable best efforts» zu unternehmen, um die Erfüllung der Vollzugsbedingungen und den Vollzug der Transaktion herbeizuführen. Zweitens habe sie den «hell or high water covenant» verletzt, d.h. ihre Pflicht, alles zu unternehmen, um die Freigabe der Zusammenschlusskontrolle so rasch als möglich herbeizuführen.

Das Gericht nahm diese Einwände ernst und nahm eine sorgfältige Prüfung und Abwägung vor, wie weit der Erwerber gehen müsse, um seine Erfüllungspflicht weiterhin einzuhalten, aber gleichzeitig seine (Rücktritts-)

<sup>10</sup> Akorn rechnete mit lediglich USD 44 Mio. in Kosten und keinem Werteeinfluss, während Fresenius Kosten von USD 254 Mio. und eine Wertebusse (v.a. aufgrund befürchteter Aussetzung von Zulassungen und Verzögerungen in der Produktentwicklung und Zulassung neuer Produkte) von USD 1.9 Mia. geltend machte.

<sup>11</sup> Wo diese genau liegt, wird aus dem Entscheid nicht recht klar. Der Hinweis auf die Formel «requires a substantial likelihood that the [breach] would have been viewed by the reasonable investor as having significantly altered the «total mix» of information made available» ist nur beschränkt aussagekräftig.

Rechte verfolgen dürfe. Es stellte fest, die allgemeine Pflicht, sich in vernünftigem Umfang nach besten Kräften um die Erfüllung zu bemühen, zwingt eine Partei nicht dazu, ihre vertraglichen Rücktrittsrechte zu opfern. Unter einem solchen Standard müsse die betreffende Partei aber begründeten Anlass für die Verfolgung eines Rücktrittsrechts haben und sie müsse ein aufgetauchtes Problem zur Sprache bringen. In verschiedenen Präzedenzfällen war eine Berufung auf einen MAE oder andere, nicht erfüllte Vollzugsbedingungen unter anderem daran gescheitert, dass die rücktrittswillige Partei die Probleme nicht mit der Gegenpartei angesprochen hatte. Im vorliegenden Fall fand das Gericht, Fresenius habe durch die erodierenden Geschäftsergebnisse und die Whistleblower-Briefe berechtigten Anlass gehabt, ihre Rücktrittsrechte und die Erfüllung der Vollzugsbedingungen zu prüfen. Sie habe auch ihr vertragliches Informationsrecht ausüben dürfen, um nach Umständen zu forschen, welche den Ausfall der Bedingung beweisen würden. Es war für das Gericht aber anscheinend von entscheidender Bedeutung, dass Fresenius aufzeigen konnte, dass sie stets auch weiterhin ihre Arbeiten im Hinblick auf den Vollzug weiterverfolgte, mit Akorn im Gespräch blieb und ihre Absichten nicht verbarg. Dass Fresenius das Geschäft bereute und die Ausübung ihres Rücktrittsrechts erwog und prüfte, bezeichnete das Gericht ausdrücklich als legitim. Ein interessantes Detail ist, dass Akorn unter anderem Fresenius bzw. deren Berater der unerlaubten Verwendung von auf vertraulicher Basis offen gelegten Informationen bezichtigte, weil die Vertraulichkeitsvereinbarung aus der Due Diligence die Verwendung nur für «evaluating, negotiating and executing the transaction» erlaubt hatte. Der Richter fand, «executing» sei hier als «Durchführung» zu verstehen, was auch die Prüfung jener Informationen im Hinblick auf im Vertrag vorgesehene Rechte einschloss.

Was die Einhaltung des «hell or high water covenant» betraf, war für Fresenius problematisch, dass sie während einer Phase im Antitrust Approval-Prozess eine Handlungsalternative verfolgt hatte, welche zu einer Verzögerung des Closings um zwei bis drei Monate geführt hätte, was eine Verletzung dieser strengen Pflicht bedeutete. Fresenius hatte aber bereits nach einer Woche diese Handlungsalternative wieder aufgegeben. Das Gericht fand daher, diese Vertragsverletzung sei nicht wesentlich («material»).

#### 4. Bemerkungen und Beobachtungen

##### Erforderliches Ausmass eines Material Adverse Effect

Was die vorausgesetzte Höhe eines Gewinneinbruchs für einen «standalone MAE» betrifft, ist die Entscheidung vielleicht nur von beschränkter Aussagekraft. Der bei

Akorn eingetretene Gewinneinbruch betrug gegenüber den Vorjahresperioden über vier aufeinanderfolgende Quartale jeweils über 80 % (und bis zu 134 %). Dass dies – falls es nicht nur vorübergehend ist – jedenfalls «für einen MAC reicht», entspricht auch den in der Entscheidung aufgeführten (amerikanischen) Literaturstimmen und Gerichtsentscheidungen, welche anscheinend bei Gewinneinbrüchen von 40–50 % das Vorliegen eines MAC für sehr gut möglich halten. Vergleicht man dies etwa mit der Praxis bei öffentlichen Übernahmen in der Schweiz (wo regelmässig erwartete Gewinnrückgänge auf Jahresbasis von bereits 10 % vorgesehen und für zulässig erachtet werden), so erscheint dies weiterhin als hohe Hürde. Die Entscheidung warnt aber deutlich, dass sie keine zahlenmässige Regelgrenze festlege, so etwas könnten die Parteien ja selbst vereinbaren, wenn sie es wünschen. Damit steht in einem gewissen Spannungsverhältnis, dass das Gericht für den Test, ob eine Gewährleistungsverletzung vernünftigerweise einen «Material Adverse Effect» befürchten lasse («would reasonably be expected to have a Material Adverse Effect») einigermassen deutlich die Grenze einer (zu erwartenden) Werteinbusse<sup>12</sup> von 20 % annimmt.

##### «Disproportionate Effect»

Aus dem Gesichtspunkt der Vertragsredaktion hat sich für Fresenius ausbezahlt, dass die MAE-Definition ausdrücklich die «disproportionate effect»-Gegenausnahme vorsah, wonach selbst bei Auswirkungen von allgemeinen wirtschaftlichen Entwicklungen oder Entwicklungen der Branche ein MAE nicht ausgeschlossen ist, wenn sich diese bei der Zielgesellschaft unverhältnismässig stärker zeigen als bei anderen Unternehmen der gleichen Branche. Mit dem Verweis auf diese Passage im Vertrag konnten verschiedene Einwände zurückgewiesen werden.

##### Bekannte oder vorhersehbare Entwicklungen

Interessant ist ferner die Stellungnahme zu der Frage, ob ein (rücktrittsbegründender) MAE auch auf Entwicklungen und Umstände zurückzuführen sein dürfe, die dem Käufer bekannt sind. Die Frage war nicht direkt entscheidend für den Ausgang, denn der Richter fand, von den konkreten Gründen für die Ergebnisverschlechterung hätte bei Vertragsschluss keine der Parteien Kenntnis gehabt bzw. sie erwartet. Es kommt hin und wieder vor, dass eine MAC-Definition ausdrücklich verlangt, eine Veränderung müsse auf von den Parteien nicht vorhergesehene (oder: nicht vorhersehbare) Ereignisse oder Entwicklungen zurückzuführen sein. Häufiger noch ist der Ausschluss von Umständen, die der Verkäufer ausdrücklich (typischerweise im Hinblick

<sup>12</sup> Wobei das Gericht hier auf den durch den Kaufpreis pro Aktie implizierten Equity Value abstellt.

auf seine Gewährleistungshaftung) offengelegt hat. Das Delaware-Gericht mag eine solche Voraussetzung nicht in die allgemeine MAE-Klausel «hineinlesen», obwohl gewisse Passagen in Präzedenzfällen dies nahegelegt hatten. In jenen Präzedenzfällen<sup>13</sup> war es um industriespezifische Veränderungen (zyklische Effekte in der Fleischindustrie) bzw. um gestiegene Rohöl- und Gaspreise sowie Wechselkursschwankungen gegangen. Das Gericht präziserte, diese Abgrenzung orientiere sich nicht primär an der tatsächlichen oder zu erwartenden Kenntnis der Marktteilnehmer, sondern daran, ob es sich um vom Käufer zu tragende «systematische» Risiken (d.h. hauptsächlich: Marktrisiken) handelt oder um unternehmensspezifische Risiken, welche – wenn die Folgen besonders schwerwiegend sind –, einen MAC auslösen und dann vom Verkäufer getragen werden. Ob die Sache gleich zu entscheiden wäre, wenn es sich um *konkrete* und den Parteien *tatsächlich bekannte* Entwicklungen handeln sollte, ist fraglich.<sup>14</sup> Soweit der Verkäufer einen Gewährleistungsausschluss für gewisse Umstände oder Risiken ausgehandelt hat, spricht einiges dafür, dass auch ein Rücktritt des Käufers gestützt auf diese Umstände oder bei Eintritt dieser Risiken nicht zulässig ist. Akorn hatte ihre Gewährleistungen ausdrücklich unter Ausschluss der in ihrem Disclosure Letter offen gelegten Umstände abgegeben. Die schwerwiegenden Rechtsverstöße gegenüber der FDA waren aber dort nicht aufgeführt.

### Wesentliche Verletzung des «Ordinary Course-Covenant» als Grundlage für Rücktritt

Ein Warnsignal für Verkäufer könnte darin gesehen werden, dass die Verletzung des «ordinary course covenant» (also der Pflicht, sich nach besten Kräften zu bemühen, das Geschäft in der Zeit zwischen Vertragsschluss und Vollzug [nur] im normalen Geschäftsgang zu betreiben) aufgrund der «covenant compliance condition» (also der Bedingung, dass der Verkäufer bzw. die Zielgesellschaft ihre Vertragspflichten im Wesentlichen eingehalten haben muss) als eigenständige Grundlage für den Rücktritt anerkannt wurde. Dieser Aspekt ist vielleicht durch die anderen beiden bejahten Rücktrittsgrundlagen (Eintritt eines «standalone MAE» und Gewährleistungsverletzung, welche den Eintritt eines MAE befürchten lässt) etwas in den Hintergrund geraten. Eine solche «ordinary course» Verpflichtung, die zum Standardinhalt praktisch jeden Akquisitionsvertrages gehört (wenn

Abschluss und Vollzug zeitlich auseinanderfallen), wird damit zu einem scharfen Schwert der Käufer. Nach den Vertragsbedingungen war nur vereinbart, dass eine solche Verletzung über den «in all material respects»-Standard hinausgehen musste. Man kann sich natürlich (vor allem mit Blick auf die Verhandlung und Redaktion von M&A-Verträgen) fragen, ob nicht alle Vertragsverletzungen, welche die Gegenpartei zum Rücktritt berechtigen, eine ähnlich hohe Hürde erreichen sollten. Die Auslegung, wonach die Einhaltung des «ordinary course of business» auch ein zumindest im Wesentlichen rechtsinhaltendes Verhalten meint, verdient m.E. grundsätzlich Zustimmung.

### Informationsrechte vor Vollzug

Weiter zeigt der Entscheid, dass Informations- und Zugangsrechte des Käufers während der Zeit zwischen Abschluss und Vollzug Bedeutung erlangen können. Es war gestützt auf eine solche Klausel, dass Fresenius die Umstände näher abklären und das Ausmass der Probleme bei Akorn überhaupt erst erkennen konnte. Und natürlich konnte man so die tatsächlichen Grundlagen für das Rücktrittsrecht erarbeiten.

### «Efforts»-Verpflichtungen

Die Bedeutung der auch hierzulande häufig verwendeten «efforts»-Verpflichtungen und ihre Abstufungen (best efforts, reasonable efforts, commercially reasonable efforts etc.) wird in dem Entscheid ein weiteres Mal angesprochen. Das Gericht scheint von den vertraglichen Nuancierungen wenig zu halten, insbesondere von der Qualifikation durch «reasonable». Ein «reasonableness»-Test bestehe ohnehin, Unzumutbares werde nicht verlangt, wenn etwas vernünftigerweise ausserhalb der Kontrolle einer Partei ist. Wie weit eine «efforts»-Verpflichtung geht, wird anhand des konkreten Falls bestimmt. Das ist verständlich, wenn man daran denkt, wie unterschiedlich die Dinge sind, wozu sich Parteien verpflichten, «efforts» aufzuwenden. Wenn man also (insbesondere als verpflichtete Partei) sicher sein will, dass einem diese Verpflichtung nicht zwingt, bestimmte Dinge auf sich zu nehmen (insbesondere Kosten), dann sollte man dies wohl ausdrücklich vereinbaren.

### Vorgehen des Käufers

Das Vorgehen von Fresenius, die aufgetauchten Probleme proaktiv mit der Verkäuferin (bzw. der Gesellschaft) anzusprechen, den vertraglichen Informationszugang auszunutzen, den Rücktritt zu prüfen und die Voraussetzungen dafür zu dokumentieren, aber gleichzeitig die Vorbereitungen im Hinblick auf den Vollzug weiter zu betreiben, erwies sich als taktisch klug, um den Verdacht zu entkräften, es sei nur die Reue über ein schlecht gewordenes Geschäft, die sie zum Rückzug veranlasse.

<sup>13</sup> Es handelt sich um *In re IBP, Inc. Shareholders Litigation*, 789 A.2d 14, 42–43 (Del. Ch. 2001) und *Hexion Specialty Chems., Inc. v. Huntsman Corp.*, 965 A.2d 715 (Del. Ch. 2008), zwei oft zitierte Entscheidungen, in denen ein MAC jeweils verneint wurde.

<sup>14</sup> Gegen Berücksichtigung der Vorhersehbarkeit als Kriterium (ausser soweit anders vereinbart) aber für Ausschluss bei ausdrücklicher Offenlegung durch den Verkäufer (z.B. gegenüber Gewährleistungen) ist PATRICK SCHLEIFFER, *No Material Adverse Change*, in: Rudolf Tschäni (Hrsg.), *Mergers & Acquisitions VI*, Zürich 2004, 77 f., und 74 Fn. 82.