

De *Material Adverse Change*-clausule

*Mr. drs. M.R. Driedonks**

Inleiding

De *Material Adverse Change* (MAC)-clausule, ook wel *Material Adverse Event* of *Material Adverse Effect* (MAE)-clausule genoemd, komt veel voor in commerciële contracten. De MAC is ook vaak een onderwerp van felle onderhandelingen tussen de contractspartijen. De afgelopen jaren is er veel aandacht geweest voor de MAC. De wereldwijde financiële crisis en terroristische aanslagen hebben ertoe geleid dat partijen opnieuw zijn gaan bekijken op welke basis een MAC-bepaling de koper het recht geeft om van een transactie weg te lopen. Recente discussies over een gedwongen exit van Griekenland uit de Eurozone ('Grexit') en een mogelijk Brits vertrek uit de Europese Unie ('Brexit') hebben daar verder aan bijgedragen.

MAC-bepalingen komen voor in verschillende soorten contracten, zoals overnamecontracten bij (private en publieke) M&A-transacties, financierings- en leningsovereenkomsten en duurovereenkomsten. Deze bijdrage gaat in op het gebruik en de formulering van MAC-clausules in overnamecontracten. Ook zal kort worden ingegaan op de beperkte jurisprudentie over de MAC in Nederland.

Aangezien overnamecontracten in de M&A-praktijk vaak in het Engels worden opgesteld zal in deze bijdrage veelal de Engelstalige terminologie worden aangehouden.

Gebruik van de MAC

De MAC-bepaling heeft als doel de koper te beschermen tegen omstandigheden die een aanzienlijke impact hebben op de financiële positie van de doelvennootschap. Met een adequate MAC-bepaling wordt de koper beschermd tegen een daling van de waarde van de aandelen die hij heeft bedongen bij het tekenen van de koopovereenkomst.

In overnamecontracten wordt de MAC-bepaling op verschillende manieren (en in verschillende delen) gebruikt. De MAC wordt over het algemeen veel toegepast (1) in een opschortende voorwaarde, (2) in een garantie van de verkoper aan de koper, en (3) als kwalificatie van een garantie. Hieronder komen deze drie toepassingen kort aan de orde.

Opschortende voorwaarde

De MAC wordt het meest gebruikt (en besproken) in het kader van een opschortende voorwaarde (*condition precedent*). Bij een M&A-transactie is er bijna altijd sprake van een bepaalde periode tussen de ondertekening van de koopover-

eenkomst (*signing*) en de levering van de aandelen op *closing* (hierna: *closing*). Die periode wordt gebruikt om bijvoorbeeld de vereiste mededingingsgoedkeuring te krijgen. Gedurende die periode wil een koper bescherming voor veranderingen die een negatieve impact kunnen hebben op de waarde van de aandelen. Bij een MAC in een opschortende voorwaarde wordt de *closing* voorwaardelijk gemaakt aan het niet plaatsvinden van een MAC in de periode voorafgaand aan *closing*.

Een dergelijke MAC-voorwaarde zou als volgt kunnen worden opgesteld (inclusief de introducerende tekst):

'The Purchaser's obligation to complete at Closing the transactions contemplated by this agreement is subject to satisfaction or waiver by the Purchaser, of the following conditions precedent prior to Closing: (...) that since the date of this Agreement no MAC has occurred;'

De betekenis van 'no MAC has occurred' is dat de MAC ook daadwerkelijk moet hebben plaatsgevonden voor *closing*. Voor een koper is het gunstiger als de voorwaarde wordt uitgebreid naar de mogelijkheid van een MAC in de toekomst, na *closing*. Dit kan worden gedaan door de volgende tekst toe te voegen: 'no MAC has occurred nor any event or circumstance that would reasonably be expected to result in a MAC'. De verkoper zal zich hier waarschijnlijk tegen verzetten.

Als de MAC-voorwaarde ingeroepen kan worden, dan heeft de koper het recht om de koopovereenkomst te beëindigen en weg te lopen van de deal voordat *closing* plaatsvindt. De verkoper is dan in een lastige positie terechtgekomen. Aan het mislukken van een deal kleeft immers een aantal mogelijke nadelen en risico's, zoals reputatieschade voor de verkoper en de doelvennootschap, geen alternatieve verkoopmogelijkheden, weglopen van het management van de doelvennootschap, verlies van afspraken met belangrijke klanten en leveranciers en toegang van de koper tot commercieel gevoelige informatie. Hier zijn de meeste kopers zich zeker van bewust. Daarom zal de koper op het moment dat hij een beëindigingsrecht heeft er vaak voor kiezen om dat recht niet direct uit te oefenen, maar te proberen over een verlaging van de koopprijs te onderhandelen of andere gunstige voorwaarden of concessies van de verkoper af te dwingen. De MAC-clausule kan dus een uitstekend strategisch middel blijken voor een koper.

MAC-garantie

De MAC kan ook worden gebruikt in een garantie van de koper aan de verkoper. De koper garandeert dan op *closing*

* Mr. drs. M.R. Driedonks is advocaat bij Allen & Overy te Amsterdam.

dat er geen MAC heeft plaatsgevonden sinds een bepaalde referentiedatum. Als referentie wordt meestal de balansdatum genomen van de financiële verslaggeving op basis waarvan de koper zijn koopprijs heeft berekend. Een simpele vorm van een MAC-garantie luidt als volgt: 'Since the date of the Balance Sheet of the Acquired Company, no MAC has occurred.' Een inbreuk op de MAC-garantie leidt meestal tot een claim door de koper voor schadevergoeding.

Naast de MAC als voorwaarde of als garantie wordt in de literatuur ook wel verwezen naar een tussenvorm: een zogenaamde *backdoor* of *bring-down*-MAC. Een dergelijke MAC-bepaling is in feite een opschortende voorwaarde, waaraan niet is voldaan als er voor closing een schending is van de MAC-garantie.

Kwalificatie van een garantie

Een MAC wordt ook vaak gebruikt als kwalificatie van een garantie van de verkoper die ziet op een bepaald aspect van de bedrijfsvoering van de doelvennootschap. Een voorbeeld:

'There have been no breakdowns of any information technology systems used by the Acquired Company that would reasonably be expected to result in a MAC.'

Door de garantie te kwalificeren met een MAC wordt de mogelijkheid voor de koper om onder de garantie te claimen beperkt. In de garantie wordt een (hoge) MAC-drempel opgeworpen, die moet worden overschreden voordat er sprake kan zijn van een inbreuk.

Behalve de hierboven beschreven drie toepassingen komen MAC-bepalingen ook geregeld voor in andere delen van een koopovereenkomst. Een voorbeeld hiervan is een informatieplicht op de verkoper jegens de koper in het geval van een MAC voorafgaande aan closing.

De definitie van MAC

In een koopovereenkomst wordt meestal een definitie van de term MAC gebruikt waarvan de betekenis terug te vinden is in de definitielijst. Op het eerste gezicht lijkt een dergelijke definitie relatief simpel en wordt dan ook wel eens gezien als een standaardbepaling. In de praktijk blijken de betekenis en invulling van de MAC echter vrij complex en bestaat er geen 'one size fits all'-definitie.

De formulering van de MAC-definitie is vaak algemeen en ruim. Een veelvoorkomende definitie luidt als volgt:

"MAC" means a material adverse change in the assets, business, operations, liabilities, results of operations or financial condition of the Acquired Company.'

Hieronder wordt ingegaan op een aantal aspecten uit deze definitie.

Wat betekent 'material adverse change'?

'Adverse change' in 'material adverse change' betekent evident dat er sprake moet zijn van een verslechtering van een bepaalde situatie door een verandering. Hierover bestaat geen discussie. Het is juist het element *material* dat tot problemen leidt. Die term is nogal onbepaald en vaag.

Een definitie van *material* wordt maar zelden opgenomen in de MAC-definitie of ergens anders in de koopovereenkomst. Partijen stellen die discussie blijkbaar graag uit tot een later moment. Mogelijk gaan partijen ervan uit dat materialiteit onderling of door een rechtbank eenvoudig is vast te stellen. Er bestaat echter geen algemene overeenstemming, test of benchmark voor materialiteit. Of een nadelige verandering materieel is, hangt af van de concrete feiten en omstandigheden van het geval.

In het arrest Phoenix/Philips¹ uit 2007 wordt door het hof enige richting gegeven. Het hof overweegt dat er voor een MAC sprake dient te zijn van een (markt)verandering waarvan een 'wezenlijke nadelige invloed' uitgaat op de onderneming. Dit arrest wordt nader besproken in de voorlaatste paragraaf van deze bijdrage.

Verder kan de vraag opkomen vanuit welke invalshoek de materialiteit moet worden bekeken en vastgesteld. Vanuit de verkoper of de koper? Om ervoor te zorgen dat een MAC-bepaling wordt geïnterpreteerd vanuit de optiek van de koper zou het volgende aan de clause kunnen worden toegevoegd: 'any material adverse change in (...), as determined from the perspective of a reasonable purchaser of the Acquired Company'.

Kwantificeerbare MAC

In sommige gevallen wordt een kwantitatieve drempel of financieel kengetal opgenomen in de MAC-definitie om duidelijkheid te creëren wanneer een verandering materieel is. Uit het hierboven genoemde arrest Phoenix/Philips² blijkt dat indien een MAC-definitie geen financieel kengetal bevat om een MAC vast te stellen, een rechter zelf aansluiting kan zoeken bij een bepaald kengetal. Als partijen de uitleg van de MAC in eigen hand willen houden, dan zullen zij de MAC-definitie nader moeten kwantificeren.

Partijen kiezen er soms voor om een drempel op te nemen die als exclusieve grondslag dient om vast te stellen of de nadelige verandering een MAC is. Hieronder volgt een voorbeeld:

"MAC" means a material adverse change in the assets, business or results of operations of the Acquired Company in an amount equal to EUR 5 million or more.'

1. HR 7 september 2007, ECLI:NL:HR:2007:BA2014, JOR 2007/291 m.nt. R.P.J.L. Tjittes (Phoenix/Philips).
2. HR 7 september 2007, ECLI:NL:HR:2007:BA2014, JOR 2007/291 m.nt. R.P.J.L. Tjittes (Phoenix/Philips).

Het is echter onwaarschijnlijk dat er een ‘one size fits all’-drempel bestaat die op alle nadelige veranderingen kan worden toegepast. Verschillende veranderingen dienen te worden beoordeeld aan de hand van verschillende financiële criteria. Aan de andere kant is het opnemen van meerdere financiële criteria een tijdrovend onderhandelingsproces.

Verder heeft de MAC-bepaling als doel de koper te beschermen tegen onbekende veranderingen in de periode tot aan closing. Indien een partij een bepaalde bezorgdheid zo precies kan omschrijven dat die kwantificeerbaar is, dan zou die bezorgdheid misschien beter in een andere bepaling geregeld kunnen worden dan in de MAC.

Een nadelige verandering van wat?

In de MAC-definitie moet duidelijk zijn waarop de nadelige verandering betrekking dient te hebben. Vanuit het oogpunt van een koper is het adequaat om op te nemen dat de MAC een nadelige verandering moet inhouden van ‘the assets, business, operations, liabilities, results of operations or financial condition’ van de doelvennootschap. Hiermee is de reikwijdte van de MAC breed genoeg. De concrete formulering hangt echter af van het soort transactie. Bij een activa/passiva-deal zal een koper in de MAC-definitie meer nadruk willen leggen op nadelige veranderingen met betrekking tot de specifieke assets die worden gekocht.

De koper zal ook graag het woordje *prospects* in de zinsnede hierboven toegevoegd willen zien. Daarmee wordt de scope van de MAC uitgebreid naar wijzigingen van bijvoorbeeld de winstprognoses van de doelvennootschap. De verkoper zal zich hiertegen verzetten omdat naar zijn mening de business wordt verkocht zoals die op closing wordt gerund, en dat toekomstverwachtingen voor risico van de koper zijn (tenzij die specifiek worden gegarandeerd).

Hierboven werd al de mogelijkheid besproken dat een MAC in de toekomst (na closing) binnen de reikwijdte zou kunnen vallen als aan de definitie wordt toegevoegd dat: ‘no MAC has occurred nor any event or circumstance that would reasonably be expected to result in a MAC’. In dat geval zou kunnen worden beargumenteerd dat die ook strekt tot bepaalde toekomstverwachtingen zonder dat een verwijzing naar *prospects* nodig is.

Uitzonderingen op de MAC

In de huidige praktijk worden vaak bepaalde specifieke nadelige veranderingen uitgesloten van de MAC-definitie, zogenaamde *MAC-carve-outs*. Hierdoor wordt de MAC beperkt en verschuift het risico van de verkoper naar de koper. Zulke uitzonderingen worden doorgaans als volgt ingeleid:

“MAC” means a material adverse change in (...) provided that none of the following, either alone or in combination, shall be taken into account in determining a MAC: (...)

De uitzonderingen zijn meestal algemeen geformuleerd en niet beperkt tot een bepaalde periode. Sommige uitzonderingen kunnen zelf ook weer onderworpen zijn aan een uitzondering. Er bestaan veel soorten *MAC-carve-outs*, waarvan er hieronder een aantal volgt:

- algemene economische of financiële marktontwikkelingen;
- veranderingen van de industrie waarin de doelvennootschap actief is (hieraan kan nog worden toegevoegd dat deze *carve-out* niet van toepassing is indien die een disproportionele impact heeft op de doelvennootschap vergeleken met concurrenten);
- het niet halen van gepubliceerde toekomstverwachtingen;
- wijzigingen in de economische, politieke of marktomstandigheden, waaronder een negatieve ontwikkeling met betrekking tot de Europese Unie of de eurozone, inclusief een lidstaat die de Europese Unie of de eurozone (al dan niet) gedwongen verlaat;
- feiten waarvan de koper de verkoper op de hoogte heeft gesteld (*disclosure*);
- wetswijzigingen of wijzigingen in de algemeen aanvaarde accountingprincipes;
- vertrek van werknemers als gevolg van de transactie;
- terroristische aanslagen, oorlog of natuurrampen.

Uit deze voorbeelden blijkt dat uitzonderingen cruciaal zijn voor de reikwijdte van de MAC. De verkoper zal beargumenteren dat de uitsluitingen zien op zaken waarover hij geen controle heeft en daarom buiten de MAC moeten vallen. Die gedachte geeft een koper echter beperkte wegluopmogelijkheden.

Jurisprudentie

De hoeveelheid overnamecontracten die een MAC bevatten en de moeite die wordt besteed aan het uitonderhandelen daarvan staan in schril contrast tot de zeer beperkte jurisprudentie die beschikbaar is op dit vlak. Mij is slechts één uitspraak bekend over de MAC in een overnamecontract. In een arrest van de Hoge Raad van 7 september 2007³ ging het over een *Sale and Purchase Agreement* (hierna: SPA), waarbij Philips haar aandelen in BCC verkocht aan Phoenix. In die SPA was de volgende garantie van de verkoper opgenomen:

‘To the Knowledge of Seller, since December 31, 1997 the Business (...) has not suffered a Material Adverse Change.’

In de SPA is de MAC gedefinieerd als:

‘an occurrence or event or combination thereof that would reasonably be expected to have a Material Adverse Effect’.

Een ‘Material Adverse Effect’ is volgens de SPA:

3. HR 7 september 2007, ECLI:NL:HR:2007:BA2014, JOR 2007/291 m.nt. R.P.J.L. Tjittes (Phoenix/Philips).

‘an effect that is materially adverse to the business, financial condition or results of operations of the Business taken as a whole’.

De SPA bevat verder een informatieplicht voor de verkoper jegens de koper indien BCC een MAC heeft geleden voor closing.

Phoenix vorderde van Philips een schadevergoeding omdat een MAC zou hebben plaatsgevonden die vervolgens niet door Philips aan Phoenix is gemeld. Het hof stelde vast dat

‘veranderingen of trends in externe marktomstandigheden als een MAC zullen kunnen worden gekwalificeerd, maar dat daarvoor wel noodzakelijk is dat van de gestelde marktverandering op “*the business, financial condition or results of operations of the Business taken as a whole*” een wezenlijke nadelige invloed uitgaat, althans dat dit op grond van die verandering redelijkerwijs moet worden verwacht’.

Om vast te stellen of een MAC heeft plaatsgevonden, keek het hof naar de EBITDA (*Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortisation*) van BCC. Het hof zoekt hier dus zelf aansluiting bij een bepaald financieel kengetal. Het hof oordeelde verder dat de EBITDA, met name doordat de *incidentals* (niet-structurele kosten of opbrengsten) daaruit zijn verwijderd, inzicht biedt in de structurele winstgevendheid. Verkort weergegeven oordeelde het hof dat er sprake was van een MAC, omdat BCC een aanzienlijk lagere (gerealiseerde) EBITDA over een bepaald jaar bleek te hebben dan was verwacht. De MAC-garantie was uiteindelijk niet geschonden omdat die gerealiseerde EBITDA ten tijde van de closing niet bekend was bij Philips. De Hoge Raad heeft de uitspraak van het hof in stand gelaten.

Tot slot

MAC's zijn er in allerlei soorten en maten. In overnamecontracten komt de MAC het meest voor als opschortende voorwaarde, als separate garantie en als beperkende drempel voor een schending van garanties. De eerste twee soorten zien op het niet plaatsvinden van een MAC gedurende een bepaalde periode en worden daarom ook wel *absolute* MAC's genoemd.

Helaas is de jurisprudentie over de interpretatie van de MAC erg beperkt. Een goede les die op basis van het arrest Philips/Phoenix getrokken kan worden, is dat als partijen willen voorkomen dat een rechter een kwalitatieve invulling geeft aan een MAC, partijen die zelf zullen moeten definiëren in de koopovereenkomst. Dat is in de praktijk echter nog niet zo makkelijk, omdat verschillende negatieve veranderingen vaak beoordeeld worden aan de hand van verschillende financiële criteria.