

Wer die Verlobung bricht, muss zahlen

Bei großen M&A-Transaktionen werden immer häufiger Break Fees vereinbart, die ein Unternehmen bei einem Scheitern an das andere bezahlen muss. Die rechtliche Zulässigkeit von Break Fees hängt jedoch vom Einzelfall ab.

Albert Birkner, Nadine Leitner

Bei der Übernahme des US-amerikanischen Saatgutproduzenten Monsanto durch den deutschen Chemiekonzern Bayer erregte nicht nur der Kaufpreis von weit mehr als 60 Milliarden Dollar Aufsehen, sondern auch die in den Fusionsverträgen vereinbarte Break Fee in Höhe von 1,5 Milliarden Dollar, die Bayer im Fall der Versagung der fusionskontrollrechtlichen Freigaben an Monsanto zu zahlen hätte. Monsanto selbst hatte davor bereits im Versuch der Übernahme des Wettbewerbers Syngenta eine Break Fee von drei Milliarden Dollar zugesagt.

Break Fees in dieser Höhe waren vor der Transaktion Bayer-Monsanto und Monsanto-Syngenta selten. Für den Fall der kartellrechtlichen Untersagung der Übernahme bedeutet die Break Fee für Bayer eine erhebliche Verbindlichkeit. Während die brasilianische Kartellbehörde der geplanten Übernahme Anfang Februar 2018 zustimmte, verlängerte die EU-Kommission die Prüffrist für die Übernahme bis April 2018. Auch die Entscheidung der Kartellbehörde der Vereinigten Staaten steht noch aus.

Eine Break Fee ist die Verpflichtung eines Zielunternehmens in einer Übernahme zur Leistung einer Zahlung an das übernehmende Unternehmen, wenn die Übernahme aufgrund vertraglich festgelegter Gründe scheitert. Ein solches Zahlungsverprechen kann auch vom übernehmenden Unternehmen gegenüber dem Zielunternehmen abgegeben werden, wird dann jedoch als Reverse Break Fee bezeichnet. Reciprocal Break Fees – wechselseitige Break-Fee-Vereinbarungen – werden insbesondere bei Mergers of Equals, also dem Zusammenschluss gleich großer und finanzstarker Unternehmen, vereinbart. Unabhängig von ihrer konkreten Ausgestaltung sichern Break Fees Unternehmen in Übernahme-situationen gegen Kostenrisiken und sonstige Verbindlichkeiten beim Scheitern der Übernahme ab. So dient die Break Fee bei der Übernahme von Monsanto durch Bayer der Absicherung des Risikos der Untersagung der Transaktion durch die Kartellbehörden, da der Markt der Saatgutproduzenten weltweit von nur fünf global agierenden Unternehmen bestimmt wird.

Sehr hohe Break Fees

Die Höhe von Break Fees steigt in der Regel mit dem Volumen der M&A-Transaktionen. Untersuchungen zeigen, dass für Unternehmen mit geringer Verschuldung die zulässige Höhe einer Break Fee in der Regel bezogen auf den Eigenkapitalwert (Equity Value) und bei höher verschuldeten Unternehmen die zulässige Höhe der Break Fee bezogen auf den Unternehmenswert (Enterprise Value) ermittelt wird. Zwischen 2011 und 2016 betrug demnach die durchschnittliche Höhe der untersuchten Reverse Break Fees 4,1 Prozent des Equity Value und 3,4 Prozent des Enterprise Value der Zielunternehmen. Innerhalb dieser Bandbreite bewegen sich auch die in absoluten Zahlen sehr hohen vereinbarten Break Fees bei den Übernahmen Bayer-Monsanto und Monsanto-Syngenta.

Die rechtliche Zulässigkeit von Break Fees muss im Einzelfall untersucht werden. Nach der im österreichischen Aktienrecht geltenden Business Judgement Rule handelt der Vorstand dann sorgfältig, wenn er sich bei einer unternehmerischen Entscheidung nicht von sachfremden Interessen leiten lässt und auf der Grundlage angemessener Informationen annehmen darf, zum Wohl der Gesellschaft zu handeln. Bezogen auf die Vereinbarung von Break Fees bedeutet das, dass der Vorstand begründet davon ausgehen muss, dass die Höhe angemessen ist und ihre Vereinbarung im Interesse der Gesellschaft liegt. In dieser Beurteilung geht es um die Frage, ob die erwarteten Vorteile aus einer Übernahme ausreichend sind, um die Vereinbarung einer Break Fee dem Grunde und der Höhe nach als dem Wohl der Gesellschaft dienende Maßnahme rechtfertigen zu können. Diese Beurtei-



Milliardenzusagen für den Fall des Scheiterns einer Fusion werden immer üblicher. Der Vorstand muss dabei aber genau abwägen.

Foto: Getty Images

lung entspricht der Beurteilung der Zulässigkeit einer Übernahme an sich, die der Vorstand einer übernehmenden Gesellschaft auch nur zum Wohle der übernehmenden Gesellschaft durchführen darf.

Der Vorstand des eine Break Fee versprechenden Unternehmens hat die Eintrittswahrscheinlichkeit der Zahlungsverpflichtung unter der Break Fee gegen die Vorteile des Unternehmens aus der Übernahme und gegen die vertraglich vereinbarten Auslösetatbestände für die Break Fee abzuwägen. Je geringer das Risiko der Auslösung einer Break Fee ist, umso eher handelt der Vorstand bei ihrer Vereinbarung sorgfältig. Höhere und wahrscheinlichere Vorteile für das die Break Fee versprechende Unternehmen aus der Übernahme können somit auch höhere Risiken sowohl hinsichtlich der Höhe der Break Fee als auch hinsichtlich ihrer Eintrittswahrscheinlichkeit rechtfertigen. Dies gilt auch dann, wenn Break Fees von Unternehmen für Fälle zugesagt werden, die nicht im Einflussbereich des Unternehmens stehen. Das betrifft etwa Break Fees, die für das Versagen von regulatorischen Zustimmungen wie Kartellfreigaben versprochen werden.

Eintrittswahrscheinlichkeit

Die Angemessenheit von Break Fees mitbestimmenden Faktoren sind neben der Transaktionsart, der Erforderlichkeit der Break Fee für die geplante Übernahme und der Bedeutung der Übernahme für das die Break Fee versprechende Unternehmen insbesondere auch die Eintrittswahrscheinlichkeit der Break Fee und die Höhe des Schadens, den das durch die Break Fee begünstigte Unternehmen im Fall des Scheiterns der Übernahme erleidet.

Break Fees können im Erfolgsinteresse eines Unternehmens liegen, wenn sich durch ihre Vereinbarung zum Beispiel nachhaltige Kostenersparnisse durch Skalen- und Synergieerträge ergeben, sich die Marktsituation des versprechenden Unternehmens maßgeblich verbessert oder die Break Fee sogar überhaupt seine wettbewerbliche Existenz absichert. Keinesfalls darf der Vorstand jedoch riskieren, dass das Unternehmen trotz größtmöglichen Interesses an einer Übernahme durch die Zahlung einer Break Fee in seiner wirtschaftlichen Existenz bedroht ist.

ALBERT BIRKNER und NADINE LEITNER sind bei Cerha Hempel Spiegelfeld Hlawati tätig. albert.birkner@chsh.com, nadine.leitner@chsh.com