

De coronacrisis en MAC-clausules in M&A-contracten

Ondernemingsrecht 2020/XIX

De waarde van een vennootschap kan als gevolg van de coronacrisis sterk zijn gedaald. Indien een koper de aandelen in die vennootschap heeft gekocht, maar de aandelen nog niet zijn overgedragen, kan de koper dan afzien van de transactie of een verlaging van de koopprijs verkrijgen? Die mogelijkheid wordt in SPA's geregeld in een zogenaamde Material Adverse Change (MAC)-clausule. De inhoud van een MAC-clausule moet door uitleg van het beding worden vastgesteld. Uit Nederlandse, Engelse en vooral Amerikaanse rechtspraak blijkt dat wil er sprake zijn van een 'material adverse change' het MAC-evenement (de gevolgen van de coronacrisis, mogelijk op de financiële positie van de doelvennootschap) een significant negatief en structureel effect (een lange termijn van enkele jaren en niet van maanden) op de resultaten van de doelvennootschap moet hebben. Naar het zich nu laat aanzien, zijn de economische gevolgen van de coronacrisis over enkele maanden tot een jaar opgelost. De doelvennootschap is dan relatief spoedig in staat eerdere verliezen te compenseren en daarna winst te maken. Onder die omstandigheden kwalificeert de coronacrisis redelijkerwijs niet als een voldoende Material Adverse Change. Een beroep op de dwingendrechtelijke bepaling van art. 6:258 BW (onvoorziene omstandigheden), indien geen MAC-clausule is overeengekomen of indien die niet van toepassing is, biedt de koper om dezelfde reden geen soelaas. De gevolgen van de coronacrisis voor een doelvennootschap kunnen mogelijk gelden als onvoorzien (niet in de overeenkomst verdisconteerd), omdat zij in concreto zo uitzonderlijk zijn, maar die gevolgen blijven voor rekening van de koper en het is niet zo dat de verkoper naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid ongewijzigde instandhouding van de overeenkomst niet hoeft te verwachten. Zoals gezegd laat het zich aanzien dat de ernstige gevolgen van de coronacrisis tijdelijk zijn, zodat de coronacrisis geen structureel effect op de resultaten van de doelvennootschap heeft. Dat rechtvaardigt geen wijziging of ontbinding van de SPA.

1. Inleiding

De wereldwijde schaal en de snelheid waarmee de uitbraak van het COVID 19-virus zich hebben ontwikkeld, de drastische overheidsmaatregelen die zijn getroffen om de gezondheidsrisico's in te dammen (waaronder allerlei soorten van lock downs²) en de economische gevol-

gen daarvan zijn ongekend in de recente geschiedenis.² Sommige bedrijfsactiviteiten zijn geheel verboden door de Nederlandse overheid (zoals grootschalige evenementen in muziek en sport, en horeca) of door buitenlandse overheden (reis- en export-/importverboden). Andere bedrijven lijden schade door een enorme teruglopende vraag van klanten (zoals de reis- en toerismedbranche, het winkelbedrijf en buitenreclame), gebrek aan (buitenlandse) grondstoffen (zoals in de bouw) of problemen met personeel door de 'social distancing' regel van 1,5 meter (onder meer de bouw). De toeleveranciers van dergelijke bedrijven ondervinden ook nadeel, evenals op hun beurt de toeleveranciers van die bedrijven. Hele ketens van bedrijven (en hun personeel) worden getroffen.

De coronacrisis heeft de fusie- en overnamepraktijk ook meteen hard geraakt. In het eerste kwartaal van 2020 zijn als gevolg van de coronacrisis wereldwijd fusies en overnames zowel in aantal transacties als in dealwaarde abrupt en sterk gedaald (met 16% respectievelijk 18%) vergeleken met het eerste kwartaal van 2019.³ De cijfers in het huidige kwartaal (april-juni 2020) en het daaropvolgende kwartaal zullen, naar het zich laat aanzien, een verdere terugloop van de M&A-markt zien. ING verwacht dat de economie in 2020 met 6-8% krimpt ten opzichte van 2019, Rabobank verwacht een krimp in 2020 van 5%.⁴

De coronacrisis is van een andere aard dan de financiële en economische crisis in 2007/2008. De financiële en economische problemen als gevolg van de coronapandemie zijn het gevolg van grote gezondheidsproblemen bij mensen en vooral de acute en omvangrijke maatregelen die nationale overheden hebben moeten treffen in het algemene belang van de bescherming van de volksgezondheid (waaronder varianten van een 'lock down').⁵ Dat is een risico dat het normale ondernemersrisico te boven gaat. De financiële crisis in 2008 werd veroorzaakt doordat banken onverantwoorde financiële risico's hadden genomen en bedrijven een te grote schuldenlast

¹ Rieme-Jan Tjittes en Annemiek Hogeterp zijn advocaten in Den Haag.

² Ter vergelijking: het aan het huidige coronavirus gerelateerde SARS-virus dat in 2003 uitbrak leidde wereldwijd tot 8.098 besmettingen en 774 overlijdens in 17 landen (waartoe Nederland niet behoorde). Het huidige COVID-19 virus heeft per 11 april 2020 geleid tot 1,69 miljoen besmettingen en 102.000 doden wereldwijd (waaronder Nederland).

³ Allen & Overy Global M&A Insights Q1 2020, p. 2

(<https://www.allenoverly.com/en-gb/global/news-and-insights/mainsights/covid-19-coronavirus-confronting-the-unknown>)

⁴ <https://www.ing.nl/zakelijk/kennis-over-de-economie/onze-economie/de-nederlandse-economie/publicaties/ing-scenarios-coronavirus-en-de-nederlandse-economie.html> en <https://economie.rabobank.com/publicaties/2020/april/nederlandse-economie-krimpt-dit-jaar-harder-dan-in-2009/#>.

⁵ Zie ook H. Schelhaas en J. Spanjaard, 'Contract en coronacrisis', *NJB* 2020, p. 957 en 966.

hadden. Een dergelijke conjuncturele beweging van de economie behoort eerder tot het ondernemersrisico.

Maar er is hoop voor de toekomst: de economische gevolgen van de coronacrisis zullen van tijdelijke aard zijn wanneer er een vaccin wordt gevonden en de gevolgen van de coronacrisis afnemen doordat mensen genezen en (enige tijd) immuun zijn (waarbij helaas ook heel veel slachtoffers zijn te betreuren) en de uiterst beperkende overheidsmaatregelen worden opgeheven zodat het economisch leven weer op gang kan komen. ING heeft geraamd dat in een basis scenario (waarin er onder meer van wordt uitgegaan dat de overheidsmaatregelen richting de zomer worden afgebouwd, 'social distancing' nog zes tot twaalf maanden van toepassing blijft, het internationale reisverkeer beperkt is, er wijdverbreid getest kan worden en er in de loop van 2021 een vaccin breed beschikbaar is) de economie vanaf eind 2021 weer terug is op het oude niveau van voor de coronacrisis. Rabobank gaat uit van een langzaam herstel in het derde kwartaal van 2020 en verder herstel in 2021. Dat herstel is sneller dan tijdens de financiële crisis van 2008.⁶

Wanneer de coronacrisis voorbij is, zal de fusie- en overnamemarkt weer aantrekken. Toen de financiële crisis in 2009 voorbij was, duurde het internationaal ongeveer zes maanden voordat de fusie- en overnamemarkt weer aantrok.⁷

Wie de aandelen in een bedrijf heeft gekocht dat na het sluiten van de koopovereenkomst economisch getroffen is door de coronacrisis, wil die wellicht niet meer hebben (geen overdracht van de aandelen) of wil die aandelen nog wel hebben mits het verlies wordt gecompenseerd (een vergoeding van de verkoper).⁸ Sinds geruime tijd kennen de nodige M&A-contracten (Sale Purchase Agreements, SPA's) een bepaling die voorziet in de gevolgen van het optreden van onvoorziene omstandigheden na het sluiten van de koopovereenkomst (de 'signing') maar voor de overdracht van aandelen (de 'closing'): de Material Adverse Change (MAC)-clausule (ook wel Material Adverse Effect-clausule genoemd).⁹ De tijd tussen 'signing' en 'closing' bedraagt door de bank genomen drie maanden tot een jaar. De MAC-clausule beoogde primair de koper te beschermen tegen onvoorziene omstandigheden die na het sluiten van het contract maar voor de overdracht van de aandelen zijn

opgetreden en die de waarde van de doelvennootschap voor de koper (ernstig) doen verminderen.

In Europa en in de Benelux bevatte in 2019 ongeveer 16% respectievelijk 11% van de SPA's een MAC-clausule.¹⁰ In de Verenigde Staten is een MAC-clausule aanzienlijk meer gebruikelijk (in 2019 bij 97% van de fusies en overnames).¹¹ Als oorzaken voor dit aanzienlijke verschil worden genoemd dat in Europa in sommige landen signing en closing op één dag plaatsvinden en dat bij 'controlled auctions' in Europa de verkoper zekerheid wenst en geen MAC-clausule toestaat.¹²

In deze bijdrage gaan we in op de vraag of de huidige coronacrisis naar Nederlands recht rechtvaardigt dat een koper afziet van een deal of schadevergoeding vordert op grond van het intreden van een MAC. Hierbij bespreken wij ter inspiratie ook buitenlandse rechtspraak, omdat er bijna geen Nederlandse rechtspraak over MAC-clausules is. Wij gaan in dit artikel enkel in op private M&A-transacties en niet op openbare biedingen.

2. MAC-clausules en de rechtsgevolgen daarvan

2.1 De huidige MAC-clausules - algemeen

MAC-clausules zijn er in vele soorten en maten. MAC-clausules zijn in 20 jaar tijd geëvolueerd van een eenvoudige algemene 'boilerplate' ter bescherming van de koper tegen onvoorziene omstandigheden die de doelvennootschap treffen in de periode tussen het sluiten van de overeenkomst en de overdracht van de aandelen tot een gedetailleerde en gelaagde bepaling met risicoverdelingen tussen koper en verkoper in geval van een Material Adverse Change.¹³ De MAC-clausule is ook geen standaardbeding meer, maar een zwaar onderhandelde bepaling die een 'dealbreaker' kan zijn. In deze bijdrage gaan wij uit van de huidige, gelaagde MAC-clausule die als regel als volgt is opgebouwd.

De basis MAC-clausule omvat meestal een breed en algemeen geformuleerde Material Adverse Event. Een voorbeeld: "any occurrence, condition, change, event or effect that is materially adverse to the financial condition, business or result of operations of the company and its subsidiaries, taken as a whole."

Een koper zal trachten de werking van deze definitie van een MAC te verruimen door daaronder niet alleen feitelijk

6 <https://www.ing.nl/zakelijk/kennis-over-de-economie/onze-economie/de-nederlandse-economie/publicaties/ing-scenarios-coronavirus-en-de-nederlandse-economie.html> en <https://economie.rabobank.com/publicaties/2020/april/nederlandse-economie-krimpt-dit-jaar-harder-dan-in-2009/#..>

7 Allen & Overly, a.w., p. 6.

8 Andere vormen van fusie en overname (zoals een activa/passiva-transactie) bespreken wij niet.

9 Een variant is de zogenaamde 'Big MAC' die inhoudt dat wordt overeengekomen dat de garanties op de closing nogmaals worden verstrekt onjuist mogen zijn, tenzij de wijziging kwalificeert als een material adverse change.

10 CMS European M&A Study 2020, p. 72-73.

11 CMS, a.w., p. 74.

12 CMS, a.w., p. 74.

13 Zie daarover en de mogelijke redenen daarvoor naar Amerikaans recht A.C. Elken, Rethinking the Material Adverse Change Clause in merger and acquisition agreements: should the United States consider the British model?, Southern California Law Review, Vol. 82, 2009, p. 293, 307-318. Zie ook P.S. Bakker en A.J. Kaarls, De verhouding tussen art. 6:258 BW en de MAC-clausule, mede in het licht van de huidige krediet- en economische crisis, MvV 2009, p. 209.

opgetreden evenementen te scharen, maar ook evenementen die voor de koper of een redelijke persoon in de positie van de koper in de toekomst zijn te voorzien als een MAC. De verkoper zal zich hiertegen veelal willen verzetten, omdat dit zijn verantwoordelijkheid uitbreidt en het perspectief van de (redelijke) koper doorslaggevend is.¹⁴

In voorkomende gevallen wordt de algemeen geformuleerde MAC-clausule vervangen door of aangevuld met een MAC-clausule waarin heel specifiek de onvoorziene omstandigheden staan opgesomd alsmede de financiële kengetallen wanneer een onvoorziene omstandigheid 'material' is. Het gaat dan bijvoorbeeld om financiële kengetallen in een bepaalde periode als een zekere verlaging van de EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization, kort gezegd de winst van operationele activiteiten zonder kosten en opbrengsten van financiering), een daling van de koers met een bepaald percentage, de gekwantificeerde aantasting van de waarde van de activa (bij een activa passiva/transactie) of een stijging van de aansprakelijkheden van de doelvennootschap.¹⁵

Het voordeel van het hanteren van een financieel kengetal als doorslaggevende toetssteen in plaats van het noemen van een evenement (als een natuurramp, oorlog of pandemie) is dat discussies over causaal verband worden vermeden. Anders is altijd de vraag of het evenement de oorzaak was van de sterk dalende resultaten van de doelvennootschap of dat dit is veroorzaakt door andere oorzaken die voor rekening blijven van de koper (zoals slecht ondernemerschap of een algemene economische crisis).

In aanvulling op de algemene basis-MAC worden specifieke uitzonderingen ('carve outs') geformuleerd voor situaties waarvoor de verkoper niet verantwoordelijk wil zijn. Van de algemeen geformuleerde MAC worden dan uitgezonderd omstandigheden als wijzigingen in algemene economische, financiële of marktcondities, wijzigingen in de industrie, wetswijzigingen, wijziging in accountancy regels, oorlog en terreuraanslagen (de zogenaamde 'MAC carve outs'). De gedetailleerde 'carve outs' reflecteren de wens van verkopers om niet verantwoordelijk te zijn voor evenementen waarop zij geen invloed hebben. Het resultaat is dat algemene systeemrisico's aldus voor risico van de koper komen. De 'MAC-carve outs' worden na iedere nieuwe crisis verfijnd en aangevuld (zoals de Azië-crisis in 1997, de aanslagen op 11 september 2001, de tsunami in 2004, de orkanen in 2005 en de financieel/economische crisis van 2007/2008 en nu de coronapandemie).

De 'MAC-carve outs' in het belang van de verkoper worden op hun beurt weer beperkt door een uitzondering in het belang van de koper. De door de verkoper bedongen 'MAC-carve outs' voor algemene risico's (zoals natuurgeweld en algemene economische crises) worden op hun beurt in het belang van de koper beperkt door overeen te komen dat als de gevolgen van de onvoorziene omstandigheid de doelvennootschap vergeleken met branchegetallen buitenproportioneel raken, er door de koper wel weer een beroep op de MAC-clausule kan worden gedaan. Dergelijke meer bedrijfsspecifieke risico's komen voor risico van de verkoper.

2.2 MAC-clausules na het intreden van de coronacrisis

Een epidemie of pandemie wordt in veel SPA's van vóór de coronacrisis die in december 2019 in Wuhan in China begon, niet als 'MAC-carve out' genoemd. Uit een Amerikaans onderzoek blijkt dat in de periode juni 2006-juni 2007 een epidemie of pandemie niet als 'carve out' in de desbetreffende MAC-clausules is aangetroffen.¹⁶ Sinds de uitbraak van het COVID-19 virus wordt als 'MAC-carve out' de COVID-19 uitbraak, of meer algemeen een epidemie, pandemie of een ziekte-uitbraak, of de verergering daarvan in MAC-clausules als 'carve out' genoemd. De verkoper wil voor een dergelijk evenement, dat niet in zijn macht ligt, niet verantwoordelijk zijn. In voorkomende gevallen wordt vervolgens als uitzondering op die 'carve out' genoemd, dat de gevolgen daarvan niet (ernstig) disproportioneel zijn voor de doelvennootschap vergeleken met andere deelnemers in de desbetreffende branche of tak van industrie. Het kan nuttig zijn specifieke financiële kengetallen te noemen ter invulling van de disproportionaliteit. Die uitzondering op de 'carve out' leidt ertoe dat de koper wel een beroep op de MAC-clausule kan doen in geval van (een verergering van) een (corona-) epidemie of pandemie. Hoe de MAC-clausule te dien aanzien luidt, hangt af van de onderhandelingsmacht van verkoper respectievelijk koper (en hun wil de transactie aan te gaan en hun risico-inschatting).

Skadden heeft de MAC-clausules bekeken van 31 SPA's die zijn gesloten in de periode van 27 januari-2 maart 2020.¹⁷ De aanwezigheid van het coronavirus was toen bekend. In slechts één MAC-clausule wordt gerefereerd aan het coronavirus en wordt dit aangemerkt als een 'carve out' in de MAC als gevolg waarvan een verkoper geen verantwoordelijkheid aanvaardt en het risico dus bij de koper ligt. In dertien andere clausules wordt verwezen naar een pandemie, epidemie of een ziekte uitbraak als een 'MAC carve out'. De andere gevallen kennen 'MAC-carve outs' voor een wijziging in economische omstandigheden, evenementen die de industrie aantasten waarin de doelvennootschap actief is, en natuurrampen en dergelijke.

14 M.R. Driedonks, 'De Material Adverse Change-clausule', *V&O* 2015, p. 106 en 108.

15 Driedonks, a.w., p. 107 en M.A. van Valen en S. Boufadiss, 'De MAC-bepaling en de huidige downturn', *TOP* 2009, p. 98.

16 Elken, a.w., p. 303-304.

17 Skadden c.s., *Coronavirus and M&A*, 2020.

2.3 *Rechtsgevolgen van de MAC-clausule: opschortende voorwaarde of garantie*

Een MAC-clausule wordt vaak op twee manieren vormgegeven: als opschortende voorwaarde ('condition precedent') of als garantie ('warranty').¹⁸ De gekozen juridische vorm voor de MAC brengt een verschil in bewijslast en rechtsgevolgen met zich. In voorkomende gevallen geldt tevens een contractuele mededelingsplicht voor de verkoper (een informatieggarantie) dat zich een MAC heeft voorgedaan.¹⁹

Indien de MAC-clausule is vormgegeven als een opschortende voorwaarde in de SPA dan houdt dit in dat de koper zich erop mag beroepen dat de koopovereenkomst geen juridische werking heeft (art. 6:22 BW) en de 'closing' dus geen doorgang vindt als er sprake is van een wezenlijke onvoorziene omstandigheid die de doelvennootschap raakt op een wijze zoals bepaald in de MAC-clausule.²⁰ Naar Nederlands recht rust de bewijslast op de partij die beweert dat zij als crediteur rechten aan de overeenkomst onder opschortende voorwaarde kan ontlenen. Die partij moet het bestaan, de inhoud en het vervuld zijn van de voorwaarde stellen en bewijzen.²¹ Dit betekent dat als de verkoper nakoming van de overeenkomst vordert (levering van de aandelen tegen betaling van de koopprijs), hij moet stellen en bewijzen dat de opschortende voorwaarde is vervuld en dat zich geen MAC heeft voorgedaan. In geval van een MAC-clausule geformuleerd als opschortende voorwaarde ligt de 'burden' bij de verkoper en niet bij de koper. Wij vragen ons af of deze bewijslastverdeling wel helder op het netvlies van M&A-juristen staat. Voor verkopers is het gunstiger als de MAC-clausule wordt vormgegeven als een ontbindende voorwaarde. In dat geval werkt de SPA (en moet op het overeengekomen tijdstip geleverd en betaald worden), tenzij zich een ontbindende voorwaarde voordoet (art. 6:22 BW). Op een partij die zich beroept op bevrijding van haar verbintenis (het vervallen van de SPA) omdat zich een ontbindende voorwaarde heeft voorgedaan (het intreden van een MAC), rust de bewijslast van het bestaan, de inhoud en het vervuld zijn van de voorwaarde.²² Het staat partijen vrij in de MAC een andere bewijslastverdeling overeen te komen bij een opschortende voorwaarde.

Een MAC-clausule in de vorm van een opschortende voorwaarde geeft de koper die medewerking aan levering (en betaling) van de aandelen in de doelvennootschap met een beroep op een MAC weigert enig pressiemiddel. Een koper zal er in veel gevallen voor kiezen om niet direct

over te gaan tot uitoefening van zijn beëindigingsrecht (als dat al aan de orde is), maar zal proberen om de MAC-clausule als drukmiddel te gebruiken om een lagere koopprijs of andere gunstigere voorwaarden te onderhandelen. Aan het mislukken van een deal kleeft immers een aantal grote risico's voor de verkoper en de targetvennootschap, zoals reputatieschade, het ontbreken van alternatieve verkoopmogelijkheden en dat de koper toegang heeft gehad tot commercieel gevoelige informatie van de doelvennootschap.²³ Deze nadelen spelen minder bij de volgende variant van de MAC-clausule (een garantie, waarbij in geval van een MAC de transactie in stand blijft maar de koper recht heeft op een vergoeding).

Wanneer de MAC-clausule is vormgegeven als een garantie van de verkoper, dan houdt dit in dat de verkoper garandeert dat vanaf een zekere datum (de 'signing' of eerder) tot de 'closing' zich geen MAC-event heeft voorgedaan. Indien een dergelijke MAC-garantie (een contractsbeding) is geschonden, is er sprake van wanprestatie (art. 6:74 BW) en heeft de koper recht op schadevergoeding uit dien hoofde. In voorkomende gevallen geldt bij schending van een garantie een prijsaanpassingsmechanisme. De koper kan zich in geval van een MAC-garantie dus niet aan de overname onttrekken. Schending van een garantie geeft als tekortkoming weliswaar ook recht op ontbinding van de overeenkomst (art. 6:265 BW), maar in vrijwel alle SPA's staat dat in geval van schending van een garantie ontbinding en andere wijzen van beëindiging zijn uitgesloten en dat de koper alleen recht heeft op schadevergoeding.²⁴ De stelplicht en bewijslast dat een garantie is geschonden en de omvang van de schadevergoeding rusten op de koper. In geval een MAC-clausule een garantie inhoudt, wordt gesteld dat die stelplicht en bewijslast zwaarder zijn dan bij een normale garantie.²⁵ Bij een 'MAC-garantie' moet de koper de aanwezigheid van de overeengekomen wezenlijke wijziging stellen en bewijzen.

Beide varianten van de MAC-clausule zijn veelal nogal digitaal wat betreft de rechtsgevolgen (door het niet-voldoen aan de opschortende voorwaarde gaat de overdracht niet door; vanwege schending van de garantie is schadevergoeding verschuldigd). Meer genuanceerde rechtsgevolgen, zoals een (primaire) heronderhandelingsplicht, een tijdelijke opschorting van de transactie of een verdeling van schadevergoeding worden veelal niet overeengekomen. Dat verdient overdenking, zeker bij schadevergoeding waar het een gegeven is dat de deal doorgaat en snelle zekerheid omtrent het niet doorgaan van de deal niet aan de orde is.

18 Zie voor voorbeelden daarvan Van Schooten, a.w., p. 9 (par. 2.1).

19 Zie over de informatieggarantie nader R.P.J.L. Tjittes, *Commercieel Contractenrecht, deel I: totstandkoming en inhoud*, 2018, p. 436 e.v.

20 Dit kwalificeert niet als een ongeoorloofde 'zuivere potestatieve voorwaarde', zie kort Tjittes, a.w., p. 113-115.

21 HR 7 december 2001, NJ 2002, 494 (*Probis/De Smedt*).

22 HR 22 april 2011, NJ 2011/188 (*Batavus/Race Productions*) en HR 17 april 2009, NJ 2009, 196 (*Vermijeren/Van Rijen*).

23 Driedonks, a.w., p. 106-109.

24 Zie daarover Tjittes (2018), p. 455 e.v.

25 Driedonks, a.w., p. 107.

3. De betekenis van MAC-clausules

3.1 Iedere MAC-clausule moet worden uitgelegd

Een MAC-clausule is een contractsbeding. Net als ieder ander contractsbeding moet de inhoud en betekenis daarvan worden vastgesteld door uitleg daarvan. Een MAC-clausule heeft geen vastomlijnde betekenis maar is het product van stevige onderhandeling van de desbetreffende partijen. De tekst van iedere MAC is anders. Ondanks het feit dat in de nodige SPA's een MAC-clausule voorkomt en zich de afgelopen jaren de nodige crises hebben voorgedaan, is er in Nederland en wereldwijd weinig gepubliceerde rechtspraak over de uitleg van een MAC-clausule. Blair J verklaart dit in de Engelse uitspraak *Grupo Hotelero* (2013) met betrekking tot een MAC-clausule in een financieringsovereenkomst als volgt:

“(...) there is little case law, perhaps reflecting the fact that (...) the interpretation of such provisions may be uncertain, proof of breach difficult, and the consequences of wrongful invocation by the lender severe, both in terms of reputation, and legal liability to the borrower.”²⁶

Geschillen over toepassing van een MAC-clausule komen veelal niet voor de rechter, omdat een koper een MAC-evenement zal aangrijpen om tot een heronderhandeling te komen met de verkoper en de verkoper daarin tot op zekere hoogte in meegaat vooral vanwege reputatieschade als de deal niet doorgaat. Waar een beroep op een MAC-clausule bijna nooit slaagt, zal de schikkingsbereidheid van de verkoper niet gelegen zijn in enige ongewisse uitkomst van uitleg en toepassing van de MAC-clausule.

Naar Nederlands recht komt het bij de uitleg van een contractsbeding, zoals een MAC-clausule, aan op hetgeen partijen ten aanzien van de MAC-clausule over en weer hebben verklaard en uit elkaars verklaringen en gedragingen redelijkerwijs hebben mogen afleiden (de *Haviltex*-norm).²⁷ In de rechtspraak wordt veelal aangenomen dat indien er sprake is van een beding (zoals een MAC-clausule) in een commercieel contract (zoals een SPA), gesloten tussen professionele partijen die kennelijk zorg hebben besteed aan de formulering van het contractsbeding (hetgeen onder meer kan blijken uit de gedetailleerdheid daarvan, de aanwezigheid van een 'entire agreement clause' en dat juristen van beide partijen waren betrokken bij het formuleren van het beding) aan een taalkundige betekenis van dit beding zwaar gewicht toekomt (dan wel dat gewerkt wordt met een bewijsvermoeden dat de taalkundige betekenis voorshands de juiste uitleg inhoudt, behoudens te leveren tegenbewijs).²⁸ Waar

een MAC-clausule op verschillende wijzen is geformuleerd en is overeengekomen tussen verschillende partijen bestaat er geen standaarduitleg van een MAC-clausule.

Een zuiver taalkundige uitleg van een MAC-clausule leidt niet tot een zinvol resultaat bij het uitleggen van vage begrippen als 'material adverse change'. Daarbij moeten meer gezichtspunten worden betrokken, zoals de onderhandelingsgeschiedenis van de MAC-clausule, de aard van de overeenkomst, de aard van de partijen, en de aannemelijkheid van de rechtsgevolgen van de ene of de andere uitleg.

3.2 Wanneer is een evenement 'materially adverse'?

Over de vraag wat een 'material adverse change' is, bestaat wereldwijd enige rechtspraak.

Door de bank genomen eist de rechtspraak in diverse landen dat er eerst sprake is van een 'material adverse change/event' indien de omstandigheid een wezenlijk negatief en structureel (lange termijn) effect heeft op de resultaten van de doelvennootschap.²⁹ Een geringe en tijdelijke verslechtering van resultaten is niet voldoende. Dat is althans het geval bij een strategische koper die geacht wordt een lange en niet een korte termijnvisie te hebben. Mogelijk ligt dit anders bij een financiële koper die kan aantonen dat de verkoper weet dat hij een zeer korte termijnvisie heeft. De huidige MAC-clausule brengt met zich dat verder is vereist dat de aantasting van de financiële positie van de doelvennootschap niet moet zijn veroorzaakt door generieke of sector-brede systeemrisico's (zoals een algemene economische of monetaire crisis). Hierop wordt weer een uitzondering gemaakt indien de generieke of sector-brede systeemrisico's de doelvennootschap disproportioneel treffen.

3.2.1 Nederland

In Nederland is de uitleg van een 'material adverse change' aan de orde geweest in de bekende zaak *Phoenix/Philips*.³⁰ Philips verkocht op 27 september 1998 de aandelen in doelvennootschap BCC aan Phoenix. De 'closing' was gepland op 15 januari 1999. De SPA bevatte een MAC-clausule in de vorm van een garantie (die de koper recht geeft op schadevergoeding of kooprijksvermindering). 'Material Adverse Change' is in de desbetreffende SPA gedefinieerd als "an occurrence or event or combination thereof that would reasonably be expected to have a Material Adverse Effect." 'Material Adverse Effect' is vervolgens gedefinieerd als "an effect that is materially adverse to the business, financial condition or results of operations of the Business taken as a whole." Koper Phoenix heeft van verkoper Philips schadevergoeding dan wel vermindering van de kooprijks gevorderd, omdat Philips de Material Adverse Event niet zoals gegarandeerd (tijdig) aan Phoenix had medegedeeld (schending informatieggarantie). Phoenix beroept zich (onder meer) op de MAC-

26 Blair J in *Grupo Hotelero v Carey Value Added* [2013] EWHC 1039 (Comm), par. 334.

27 HR 5 april 2013, NJ 2013, 214 (*Lundiform/Mexx*).

28 HR 19 januari 2007, JOR 2007/166 (*Meyer Europe/PontMeyer*), verduidelijkt in het arrest *Lundiform/Mexx*. Zie over uitleg van commerciële contracten nader Tjittes, a.w., p. 280 e.v.

29 Zie ook Van Valen en Boufadiss, a.w., p. 98.

30 HR 7 september 2007, JOR 2007/291, m.nt. Tjittes (*Phoenix/Philips*).

clausule omdat BCC als gevolg van de naijlende effecten van de Azië-crisis (in 1997) eind 1998 een aanzienlijk lagere EBITDA had in vergelijking met voorgaande maanden, die de verkoper op grond van de SPA aan de koper had moeten melden. Het hof oordeelt, overeenkomstig de tekst van de MAC, dat een verandering of trend in externe marktomstandigheden als een MAC kwalificeert maar dat daarvoor noodzakelijk is dat van de gestelde marktverandering op de “business, financial conditions or results of operations of the Business taken as a whole” een wezenlijke invloed uitgaat, althans dat dit op grond van de wijziging redelijkerwijs moet worden verwacht. Wat het hof door uitleg toevoegt dat het als indicator daarvoor de EBITDA (de winst vóór aftrek van rente, belasting, afschrijvingen en afwaarderingen) over 1998 van de onderneming maatgevend acht. De EBITDA biedt volgens het hof inzicht in de structurele winstgevendheid van de onderneming, met name doordat de ‘incidentals’ (niet-structurele kosten of opbrengsten) daaruit zijn verwijderd. Het hof neemt aan dat een aanzienlijk lagere (gerealiseerde) EBITDA over 1998 voor Philips aanleiding zou hebben moeten zijn de aanwezigheid van een MAC te veronderstellen. Specifieke cijfers wanneer er volgens het hof sprake zou zijn van een MAC noemt het hof niet, omdat het hof uiteindelijk oordeelt dat Philips de informatieggarantie (een contractuele mededelingsplicht) sowieso niet heeft geschonden, omdat daar volgens de SPA voor of op de ‘closing’ feitelijke wetenschap van de MAC (de ernstige daling van de EBITDA in 1998) bij bepaalde contractueel aangewezen personen van Philips is vereist,³¹ welke feitelijke wetenschap ontbreekt. Waar de uitleg van een contractsbeding feitelijk van aard is, treedt de Hoge Raad niet in de uitleg van de MAC-clausule door het hof.

3.2.2 Verenigde Staten

In de Verenigde Staten wordt een ‘material adverse change’ eveneens veelal eerst aanvaard indien de omstandigheid effect heeft op de ‘long term earning potential’.³² De Delaware Court of Chancery, die veel gezag geniet in ondernemingsrechtelijke geschillen, oordeelde in de bekende IBP-zaak (2001) dat een algemene MAC-clausule “is best read as a backstop protecting the acquirer from the occurrence of *unknown events* that substantially threaten the overall earnings potential of the target in a durationally-significant manner. A short term hiccup in earnings should not suffice; rather the Material Adverse Effect should be material when viewed from the longer-term perspective of a reasonable acquirer.” (als toetssteen gebruikte de Delaware Court de winst van IBP over vijf jaar geschoond voor incidentele posten).³³ De Delaware Court besliste verder dat indien de koper een strategische

partij is (en niet een financiële partij) er sprake moet zijn van een “durationally significant adverse event”.³⁴

De nieuwste loot aan de Amerikaanse MAC-rechtspraak is de uitspraak van de Delaware Court of Chancery in *Akorn v Fresius* (2018).³⁵ In deze zaak heeft de Court voor de eerste keer een beroep van de koper op (onder meer) een MAC-clausule in de vorm van een opschortende voorwaarde om niet tot ‘closing’ over te gaan gehonoreerd. De Court oordeelde dat in de vier kwartalen na ‘signing’ de bedrijfsprestaties van Akorn (met wie Fresenius zou fuseren) “dropped off a cliff”: de omzet daalde met 29%, 29%, 34% en 27%, en het bedrijfsresultaat daalde met 84%, 89%, 292% en 134% vergeleken met hetzelfde kwartaal in het jaar daarvoor. De vergelijking met hetzelfde kwartaal een jaar eerder is gedaan om seizoensfluctuaties uit te sluiten. De Court oordeelde dat Akorn op de lange termijn een wezenlijke achteruitgang in prestaties had geleden (de neergang duurde al meer dan een jaar) die het gevolg was van onvoorziene bedrijfsspecifieke problemen. De Court aanvaardde niet een beroep op een ‘MAC-carve out’, in het bijzonder niet dat de afname het gevolg was van “industry wide effects”. De Court gaf, onder verwijzing naar in het bijzonder zijn eerdere uitspraken in IBP en Hexion, een exposé wanneer er sprake is van een ‘material adverse effect’:

“A buyer faces a heavy burden when it attempts to invoke a material adverse effect clause in order to avoid its obligation to close.” [...] “A short-term hiccup in earnings should not suffice; rather the Material Adverse Effect should be material when viewed from the longer-term perspective of a reasonable acquirer.” [...] “In the absence of evidence to the contrary, a corporate acquirer may be assumed to be purchasing the target as part of a long-term strategy.” [...] “The important consideration therefore is whether there has been an adverse change in the target’s business that is consequential to the company’s long-term earnings power over a commercially reasonable period, which one would expect to be measured in years rather than months.” [...] “This, of course, is not to say that evidence of a significant decline in earnings by the target corporation during the period after signing but prior to the time appointed for closing is irrelevant. Rather, it means that for such a decline to constitute a material adverse effect, poor earnings results must be expected to persist significantly into the future. Put differently, the effect should “substantially threaten the overall earnings potential of the target in a durationally-significant manner.” [...] “The Hexion decision teaches that when

31 Zie over contractuele bepalingen betreffende toerekening van kennis Tjittes, a.w. (2018), p. 191 e.v.

32 *Pan Am v Delta Airlines*, 75 BR 438 (SDNY, 1994), par. 493.

33 *IBP v Shareholders Litigation*, 789 A.2d 14, 111 (Del. Ch. 2001). In gelijke zin *Hexion v. Huntsman*, No. 3841-VCL (Del. Ch. Sept. 29, 2008).

34 *Genesco v The Finish Line*, No. 07-2137-II(III) (Tenn. Ch. Dec. 27, 2007)

35 *Akorn v Fresius*, No. 2018-0300-JTL (Del. Ch. October 1, 2018), bevestigd door de Delaware Supreme Court (*Akorn v Fresius*, No. 535-2018 Del. Supreme Court December 7, 2018). Zie over deze uitspraak N.C. Stive, De MAC-clausule, mede in het licht van recente ontwikkelingen, *TOP* 2019, p. 20 e.v.

evaluating the magnitude of a decline, a company's performance generally should be evaluated against its results during the same quarter of the prior year, which minimizes the effect of seasonal fluctuations."³⁶

De Delaware Court of Chancery oordeelde dat er in het concrete geval sprake was van een MAE:

"Fresenius (de koper, RJT/AH) carried its heavy burden and showed that the decline in Akorn's performance is material when viewed from the longer-term perspective of a reasonable acquirer, which is measured in years. Fresenius also showed that Akorn's poor performance resulted from Company-specific problems, rather than industry-wide conditions. Nevertheless, assuming for the sake of argument that the results could be attributed to industry-wide conditions, those conditions affected Akorn disproportionately. Neither Akorn nor Fresenius knew about the events that caused Akorn's problems, which were unforeseen."³⁷

Voor het mogen invoeren van een algemene MAC zijn volgens de Delaware Court of Chancery de volgende elementen van belang:

- De bewijslast van het intreden van een MAC-evenement rust op de koper en is zwaar.
- Er moet sprake zijn van een significante aantasting van de prestaties (met name de verdien capaciteit) van de doelvennootschap.
- Of er sprake is van een significante aantasting moet beoordeeld worden vanuit het lange termijnperspectief van een redelijke koper. Het gaat om een periode van jaren en niet van maanden. Een strategische koper heeft een lange termijnvisie en geen korte termijnvisie.
- De aantasting van de prestaties moet worden veroorzaakt door bedrijfsspecifieke problemen en niet door generieke of sector-brede systeemrisico's.
- Op het vorenstaande moet een uitzondering worden gemaakt indien de generieke of sector-brede systeemrisico's de doelvennootschap disproportioneel treffen.
- Het evenement moet niet voorzienbaar zijn geweest.

Wanneer er sprake is van een 'material change' is niet in een specifiek financieel-economisch kengetal uit te drukken. Wat 'material' is hangt af van het specifieke bedrijf in de specifieke economische tijd. In het gezaghebbende³⁸ werk van Klinger en Nugent wordt als vuistregel gesteld dat een MAC kan worden aangenomen indien het resultaat 40% of lager uitvalt in de desbetreffende periode.³⁹ In

de Hexion-zaak werd een afname van de EBITDA in 2007 met 3% vergeleken met de EBITDA in 2006 niet wezenlijk geoordeeld, evenmin als een afname van de vooruitzichten van de EBITDA over 2008 met 7%. Chancellor Allen suggereerde dat een afname van inkomsten met 50% over twee opeenvolgende kwartalen een MAC kan constitueren.⁴⁰ Wetten van Meden en Perzen zijn dit niet. Een grotere of kleinere wijziging kan aan de orde zijn in het concrete geval. Zo is in de zaak IBP geoordeeld dat een inkomstendaling van 64% in een kwartaal onvoldoende was. Daaraan zal mede ten grondslag liggen dat het maar om één kwartaal ging en er geen sprake was van een bestendige terugval.

3.2.3 Engeland

Naar Engels recht wordt aanvaard dat de vraag of er sprake is van een 'material adverse change' objectief moet worden beoordeeld (en dat niet het subjectieve perspectief van de koper doorslaggevend is) en dat tevens is vereist dat het effect van de wijziging niet tijdelijk mag zijn, maar structureel dient te zijn.⁴¹ Blair J oordeelde in Grupo Hotelero met betrekking tot een MAC-beding in een financieringsovereenkomst dat de wijziging 'significant' moet zijn⁴² en niet-tijdelijk (dus structureel):

"In order to be material, any change must not merely be temporary. This is consistent with the approach which the courts have taken in relation to MAC clauses in company acquisition agreements (...)."⁴³

Indien een omstandigheid algemeen voorzienbaar was dan wordt in het Anglo-Amerikaanse recht eveneens een beroep op een MAC-clausule niet aanvaard.⁴⁴

In Engeland oordeelt het Engelse Takeover Panel (de Engelse "markmeester" bij openbare biedingen) over MAC-clausules bij openbare biedingen betreffende een fusie of overname. Het heeft de bevoegdheid te oordelen of eenieder zijn bod al dan niet gestand hoeft te doen indien hij zich op een MAC-clausule beroept.⁴⁵ Een veel aangehaald oordeel van de Takeover Panel over MAC-clausule is de zaak van WPP tegen Tempus.⁴⁶ In de Engelse City Code on Takeovers and Mergers staat (thans in art. 13(a))

³⁶ Voetnoten met verwijzingen naar rechtspraak zijn weggelaten.

³⁷ Akorn v Fresenius, No. 2018-0300-JTL (Del.Ch. October 1, 2018), p. 156.

³⁸ Aldus de Akorn-uitspraak, p. 131 en voetnoot 558 (vermelding van uitspraken waarin verwezen wordt naar dit boek).

³⁹ L.R. Klinger en E.T. Nugent, *Negotiated Acquisitions of Companies, Subsidiaries and Divisions*, 2005, par. 11.04 [9], at 11-66.

⁴⁰ Raskin v. Birmingham Steel Corp., 1990 WL 193326, at *5 (Del. Ch. Dec. 4, 1990) (Allen, C.): "While it is possible that on a full record and placed in a larger context one might conclude that a reported 50% decline in earnings over two consecutive quarters might not be held to constitute a material adverse development, it is (...) unlikely to think that that might happen."

⁴¹ Zie Burton J in Decura v UBS [2015] EWHC 171 (Comm), par. 11, verwijzend naar de Grupo Hotelero-uitspraak.

⁴² Grupo Hotelero v Carey Value Added [2013] EWHC 1039 (Comm), par. 357.

⁴³ Grupo Hotelero v Carey Value Added [2013] EWHC 1039 (Comm), par. 363, waarbij ook wordt verwezen naar het oordeel van de Delaware Chancery Court in de zaak IBP.

⁴⁴ Grupo Hotelero v Carey Value Added [2013] EWHC 1039 (Comm), par. 361 en 362 met verwijzing naar Amerikaanse bronnen.

⁴⁵ Zie daarover Elken, a.w., p. 319-325.

⁴⁶ Panel Statement 2001/15 van 6 november 2001 inzake WPP v Tempus. Zie www.thetakeoverpanel.org.uk

dat een bieder geen beroep kan doen op een beding die het aanbod doet vervallen, tenzij de omstandigheden die recht geven op het invoeren van het beding “are of a material significance to the offeror in the context of the offer”. Een verandering in algemene economische, industriële of politieke omstandigheden rechtvaardigt niet een openbaar bod niet gestand te doen. Daarvoor zijn vereist “circumstances of an exceptional and specific nature”. Een dag na een bod van WBB op Tempus (twee bedrijven in de mediawereld) vonden de terroristische aanslagen van 11 september 2001 plaats. WPP wilde daarom haar bod op Tempus intrekken met een beroep op de desbetreffende MAC-clausule. Het Panel oordeelde dat wil er sprake zijn van een MAC, het moet gaan om een “adverse change of very considerable significance striking at the heart of the purpose of the transaction in question, analogous (...) to something that would justify frustration of a legal contract.” In Practice Statement No. 5 heeft de Takeover Panel verhelderd dat dit een hoge drempel is, maar dat er geen sprake hoeft te zijn van het uiterst beperkte leerstuk van ‘frustration’ in juridische zin.⁴⁷ Ter bescherming van investeerders en marktintegriteit legt de Takeover Panel een hoge standaard aan om een beroep te mogen doen op een MAC-clausule. De extreem terughoudende benadering van het Takeover Panel om een beroep op een MAC-clausule toe te staan om een openbaar bod in te trekken, geldt niet bij private fusies en overnames. Veel maakt dit niet uit, omdat een beroep op een MAC-clausule in private verhoudingen ook zelden zal worden aanvaard.

3.3 Is de coronacrisis een MAC-evenement?

Of een specifieke MAC-clausule wordt getriggerd door de uitbraak van het corona-virus en/of de gevolgen daarvan (zoals een lockdown en de dientengevolge veroorzaakte acute en dramatische vraaguitval in veel sectoren), hangt af van de formulering van de desbetreffende MAC-clausule en de feitelijke omstandigheden van het geval. Het is daarom niet goed mogelijk daarover algemene uitspraken te doen.

Zoals gezegd zal sinds het uitbreken van het coronavirus eind 2019 in MAC-clausules in SPA's nadien expliciet rekening zijn gehouden met die uitbraak en de gevolgen daarvan. Wij bespreken daarom hier alleen de MAC-clausule waarin daaraan niet op afdoende wijze wordt gerefereerd. Daarbij moet in de eerste plaats bedacht worden dat in-

dien als MAC-event beperkende overheidsmaatregelen in algemene zin worden genoemd, overheidsmaatregelen die zien op de bestrijding van het coronavirus daar ook onder kunnen vallen. Als regel zijn algemene overheidsmaatregelen een ‘MAC-carve out’ die voor rekening van de koper komen en geen recht geven een geslaagd beroep te doen op een MAC-clausule. Daar kan dan weer een uitzondering op zijn gemaakt indien de overheidsmaatregelen de doelvennootschap disproportioneel treffen vergeleken met andere bedrijven in de desbetreffende branche of tak van industrie. In dat geval kan de koper in voorkomende gevallen wel een beroep doen op de MAC-clausule. Dan zal nog wel voldaan moeten worden aan de materialiteitseis (waarover aanstonds meer). Ten tweede, indien een MAC enkel is gedefinieerd als een wijziging van specifieke financiële kengetallen, ongeacht de oorzaak daarvan, kunnen de gevolgen van de coronacrisis voor de doelvennootschap daar ook onder worden geschaard.

Wij beperken ons tot de vraag of de coronacrisis een ‘Material Adverse’ evenement is. Als regel moet gekeken worden naar de financiële situatie van de doelvennootschap (in het bijzonder de resultaten). Wil er sprake zijn van een ‘Material Adverse Change’ dan moet de financiële positie (waaronder de resultaten) van de doelvennootschap wezenlijk (significant) zijn aangetast als gevolg van de coronacrisis. Hier speelt ook een kwestie van causaal verband: is de daling van resultaat van de coronacrisis of is de vraag naar het product of de dienst mede afgenomen door marktomstandigheden naast de crisis? Verder wordt in rechtspraak in binnen- en buitenland eerst een MAC aangenomen indien de wezenlijke vermindering van het resultaat van de doelvennootschap een structureel karakter heeft. De Amerikaanse rechtspraak ziet een structureel karakter in termen van jaren en niet van enkele maanden.

Hier wringt nu de schoen bij de coronacrisis. Wie kijkt naar de huidige voorspellingen van banken over het verloop van de coronacrisis ziet, uitgaande van het eerder geschetste scenario, dat de economische gevolgen van de coronacrisis op dit moment (maart-mei 2020) snel en diep zijn, maar dat in zijn algemeenheid het herstel redelijk snel zal inzetten (vanaf het derde kwartaal 2020) en dat in vrijwel alle sectoren in 2021 positieve cijfers worden verwacht. Hierbij tekenen we aan dat het niet voldoende is als een sector economisch is geraakt door de coronacrisis, maar of een specifieke doelvennootschap dat in het concrete geval is (en wel op structurele en significant nadelige wijze). De gevolgen van de coronacrisis zullen voor veel bedrijven in de huidige situatie nog niet kwalificeren als een – algemeen geformuleerde – MAC. Het is op dit moment immers nog onduidelijk wat de duur en de impact van de corona-uitbraak zal zijn voor specifieke bedrijven en sectoren. De koper zal daarom in de meeste gevallen nog niet kunnen aannemelijk kunnen maken dat de coronacrisis voor de financiële positie van de targetvennootschap een significant nadelig effect heeft op de lange ter-

⁴⁷ Practice Statement No. 5 van 28 april 2004 (laatst gewijzigd op 19 september 2011). Een beroep op het contractenrechtelijke leerstuk “frustration”, tot op zekere hoogte vergelijkbaar met ons leerstuk onvoorziene omstandigheden (art. 6:258 BW), wordt naar Engels recht uiterst zelden aanvaard. Er moet sprake zijn van een zodanige onmogelijkheid, die aan geen van de partijen is toe te rekenen, dat bij instandhouding van het contract een prestatie zou moeten worden geleverd die “radically different” is ten opzichte van hetgeen partijen zijn overeengekomen. Zie Davis Contractors Ltd. v. Fareham U.D.C. [1956] AC 696, 729. Een beroep op frustration slaagt bij voorbeeld als het object van het contract is vernietigd, maar niet als de koper een aanzienlijk financieel verlies zou lijden, ernstig winst zou derven of de waarde van de prestatie voor de crediteur ernstig is verminderd bij gestanddoening van het contract.

mijn. Dit kan evenwel veranderen naarmate de (intelligente) lock down situatie voortduurt en de economische prognoses negatiever worden wat betreft de duur voordat er sprake is van herstel. Daarnaast laten MAC-clausules soms ruimte voor een beroep op feiten waarvan redelijkerwijs kan worden verwacht dat die feiten resulteren in een MAC, maar ook daar is nog geen aanleiding voor bij de huidige verwachtingen over het verloop van de economische gevolgen van de coronacrisis. De verwachtingen zijn nu dat eind dit jaar en in de loop van komend jaar de resultaten weer opkrabbelen tot (bijna) het niveau van voor de coronacrisis.

Kort en goed: een beroep op een MAC-clausule met een beroep op de significante gevolgen van de coronacrisis voor de desbetreffende doelvennootschap zal niet slagen, omdat – naar het zich nu laat aanzien – die wezenlijk negatieve financiële gevolgen – gelukkig – onvoldoende lang duren.

4. Is er ruimte voor toepassing van art. 6:258 BW (onvoorziene omstandigheden) naast de MAC-clausule?

Indien moet worden geconcludeerd dat de coronacrisis geen beroep op een MAC-clausule rechtvaardigt, dan kan de vraag rijzen of in dat geval wel een beroep mogelijk is op de wettelijke regeling van de onvoorziene omstandigheden (art. 6:258 BW). Een geslaagd beroep op onvoorziene omstandigheden in de zin van art. 6:258 BW kan leiden tot wijziging van de overeenkomst (zoals een wijziging van de koopprijs) of (gedeeltelijke) ontbinding van de overeenkomst.

Art. 6:258 BW is van dwingend recht. Ingevolge art. 6:250 BW kan van art. 6:258 BW contractueel niet worden afgevoerd. Een contractuele regeling, zoals een MAC-clausule, kan derhalve art. 6:258 BW niet opzijzetten. Alhoewel ontbinding als regel in de SPA is uitgesloten,⁴⁸ is het daarom niet mogelijk een (gedeeltelijke) ontbinding of wijziging van de overeenkomst op grond van art. 6:258 BW uit te sluiten.

Een MAC-clausule beperkt een beroep op art. 6:258 BW wel aanzienlijk. Partijen kunnen wijziging of ontbinding op de voet van art. 6:258 BW in die zin indirect 'uitsluiten', door de mogelijkheid dat zekere omstandigheden zich zullen voordoen in de overeenkomst te verdisconteren.⁴⁹ Dan is er geen sprake meer van een onvoorziene omstandigheid in de zin van art. 6:258 BW en mist die bepaling toepassing.⁵⁰ Van een onvoorziene omstandigheid in de zin van art. 6:258 BW is sprake als het gaat om niet in de overeenkomst opgenomen of verdisconteerde om-

standigheden.⁵¹ Indien een omstandigheid wel in de overeenkomst is verdisconteerd (in een MAC-clausule), kan art. 6:258 BW niet worden toegepast. Niet beslissend is of de omstandigheden ten tijde van het sluiten van de overeenkomst feitelijk voorzienbaar waren (zoals dat er ooit een pandemie in de wereld heeft plaatsgevonden, zoals de Spaanse griep in 1918 of SARS in 2003), maar of partijen in de mogelijkheid van het optreden van de desbetreffende omstandigheden hebben willen voorzien of deze mogelijkheid stilzwijgend in de overeenkomst hebben verdisconteerd.⁵² Zo zijn in de parlementaire geschiedenis een natuurramp en een oorlog aangemerkt als onvoorziene omstandigheden, terwijl het voorzienbaar is dat zich af en toe natuurrampen en oorlogen voordoen.⁵³ Het gaat er, zoals gezegd, om of de desbetreffende omstandigheid door partijen in de overeenkomst is verdisconteerd (althans dat zij dat redelijkerwijs over en weer mochten denken). Indien partijen bij een omstandigheid hebben stilgestaan (bijvoorbeeld het optreden van een pandemie), maar ervan hebben afgezien dienaangaande een regeling in het contract te treffen (bijvoorbeeld in een MAC-clausule) is die omstandigheid wel verdisconteerd in het contract.⁵⁴

In de literatuur is gesuggereerd dat een gedetailleerde MAC-clausule minder ruimte laat voor een beroep op onvoorziene omstandigheden in de zin van art. 6:258 BW, omdat de omstandigheden die al dan niet een MAC opleveren zijn verdisconteerd in de overeenkomst.⁵⁵ Op zich is dat waar, maar zelfs het enkele feit dat een epidemie of pandemie als een MAC-omstandigheid is genoemd, betekent niet dat de huidige coronacrisis en de gevolgen daarvan per definitie zijn verdisconteerd in het contract. Indien de coronacrisis en de gevolgen daarvan voor de doelvennootschap veel ernstiger zijn dan partijen redelijkerwijs mochten denken dan is voorzien in de MAC-clausule die verwijst naar een 'epidemie' of een 'pandemie', dan is een beroep op onvoorziene omstandigheden mogelijk. Immers die omstandigheid is dan in die mate niet verdisconteerd in het contract.⁵⁶ Waar de huidige coronacrisis wat betreft snelheid, omvang en ingrijpendheid van de getroffen maatregelen en gevolgen ernstiger is dan eerdere epidemieën of pandemieën binnen ons collectieve geheugen, is het niet ondenkbaar dat er sprake is van een onvoorziene omstandigheid en dat er in theorie enige ruimte is voor toepassing van art. 6:258 BW naast een

48 Zie Tjittes, a.w., p. 455 e.v.

49 MvA II, Parl. Gesch. Boek 6, p. 975.

50 Rb. Midden-Nederland 11 september 2013, ECLI:NL:RBMNE:2013:3667.

51 Zie TM, Parl. Gesch. Boek 6, p. 968 en MvA II, Parl. Gesch. Boek 6, p. 973.

Zie ook W.L. Valk, 'Rechtshandeling en overeenkomst', *SBR*, 2016, par. 287.

52 TM, Parl. Gesch. 6, p. 968; MvA II, Parl. Gesch. 6, p. 973. Zie ook Hof 's-Hertogenbosch 1 april 2008, ECLI:NL:GHSHE:2008:BC8909 (rov. 4.14: vogelgriep niet verdisconteerd).

53 TM, Parl. Gesch. Boek 6, p. 969.

54 Zie Schelhaas/Spanjaard, a.w., p. 965.

55 Bakker en Kaarls, a.w., p. 211.

56 Bakker en De Groot (2009), p. 377, R.J.Q. Klomp, 'Drafting tips & skills: onvoorziene omstandigheden, hoe daar mee om te gaan?', *ORP* 2014/4, p. 45, J.H.M. Spanjaard, 'Verwacht altijd het onverwachte', *Contracteren* 2018/1, p. 31 en Stive, a.w., p. 24 (noot 26) en Schelhaas/Spanjaard, a.w., p. 965 (specifiek m.b.t. de coronacrisis).

contractuele regeling betreffende onvoorziene omstandigheden (zoals een MAC-clausule) die uitdrukkelijk een epidemie of pandemie vermeldt.⁵⁷

Voor wijziging of ontbinding van een overeenkomst op grond van art. 6:258 BW is naast de aanwezigheid van een onvoorziene omstandigheid vereist dat de wederpartij naar redelijkheid en billijkheid een ongewijzigde instandhouding van de overeenkomst niet mag verwachten.

De situatie dat als gevolg van een onvoorziene omstandigheid (hier: de coronacrisis) de prestatie voor de crediteur (de waarde van de doelvennootschap voor de koper) in ernstige mate in waarde is gedaald, is een situatie die uitdrukkelijk in de parlementaire geschiedenis is genoemd als een geval waarin ongewijzigde nakoming uitermate bezwaarlijk is geworden en een beroep op art. 6:258 BW mogelijk is (als aan alle voorwaarden is voldaan).⁵⁸

Dat de wederpartij naar redelijkheid en billijkheid een ongewijzigde instandhouding van de overeenkomst niet mag verwachten, zal niet spoedig worden aanvaard gelet op de bindende kracht van een overeenkomst. De rechter moet volgens de Hoge Raad terughoudendheid betrachten bij het aanvaarden van een beroep op onvoorziene omstandigheden.⁵⁹ Verder is vereist, hetgeen eigenlijk een uitwerking is van het tweede vereiste, dat de onvoorziene omstandigheden niet voor rekening komen van degene die zich daarop beroept, gelet op (i) de aard van de overeenkomst of (ii) de verkeersopvattingen (art. 6:258 lid 2 BW). Zo zullen veranderde marktomstandigheden eerder voor rekening komen van degene die een beroep doet op onvoorziene omstandigheden ingeval er sprake is van een overeenkomst die naar zijn aard een speculatief karakter heeft.⁶⁰ De rechtspraak is erop bedacht te voorkomen dat commerciële risico's worden afgewenteld op de wederpartij. Dat was de reden dat de gevolgen van de financieel-economische crisis (2007-2008) als regel als ondernemersrisico voor rekening zijn gelaten van de partij die het risico treft.⁶¹ In de rechtspraak is meermaals aangenomen dat een beroep op onvoorziene omstandigheden pas mogelijk is wanneer zich omstandigheden voordoen als gevolg waarvan een partij in grote financiële en/of bedrijfs-economische problemen zou komen te verkeren.⁶² Als voorbeelden worden in de rechtspraak genoemd dat een fabriek niet langer economisch rendabel kan worden ge-

exploiteerd of een partij die op het randje van faillissement komt te verkeren.⁶³

Indien wordt aangenomen dat de gevolgen van de coronacrisis een onvoorziene omstandigheid vormen, mag de verkoper van een doelvennootschap dan naar redelijkheid en billijkheid een ongewijzigde instandhouding van de SPA niet verwachten? Naar onze mening niet. De onvoorziene omstandigheid van het intreden van de coronacrisis en de gevolgen daarvan blijven als geen MAC-clausule is overeengekomen of van toepassing is als regel voor rekening van de koper gelet op de aard van de SPA en de verkeersopvattingen. Naar onze mening mag de verkoper als gevolg van de als onvoorziene omstandigheden aan te merken gevolgen van de coronacrisis voor de resultaten van de doelvennootschap eerst geen ongewijzigde instandhouding van de SPA verwachten, en komen die omstandigheden niet voor rekening van de koper, indien er sprake is van een significante aantasting van de prestaties (met name de verdiencapaciteit) van de doelvennootschap op de lange termijn (een periode van jaren en niet maanden), die disproportioneel is ten opzichte van branchegenoten. Op dit moment is het meest waarschijnlijke scenario dat de thans ernstige gevolgen van de coronacrisis voor bedrijven over enkele maanden veel minder zijn en in de loop van 2021 grotendeels zijn opgelost. Dat rechtvaardigt voor een strategische koper geen beroep op wijziging of ontbinding van de SPA.

5. Conclusies

Door de wereldwijde uitbraak van het Covid-19 virus en de verstrekende maatregelen die overheden hebben genomen in het belang van de volksgezondheid, zijn grote delen van de economie plat komen te liggen. De waarde van een vennootschap kan als gevolg van die coronacrisis sterk zijn gedaald. Indien een koper de aandelen in die vennootschap heeft gekocht, maar de aandelen nog niet zijn overgedragen, kan de koper dan afzien van de transactie of een verlaging van de koopprijs of schadevergoeding verkrijgen? Die mogelijkheid wordt in SPA's geregeld in een zogenoemde Material Adverse Change-clausule. Dergelijke clausules hebben geen vastomlijnde betekenis. Hun inhoud moet door uitleg van het beding worden vastgesteld. Uit Nederlandse, Engelse en vooral Amerikaanse rechtspraak blijkt dat wil er sprake zijn van een 'material adverse change' het MAC-evenement (de gevolgen van de coronacrisis, mogelijk op de financiële positie van de doelvennootschap) een significant negatief en structureel effect (een lange termijn van enkele jaren en niet van maanden) op de resultaten van de doelvennootschap moet hebben. Een geringe en tijdelijke verslechtering van resultaten is niet voldoende. Dat geldt althans voor een strategische koper die een visie op de langere termijn heeft. Naar het zich nu laat aanzien, zijn de economische gevol-

⁵⁷ Zie ook Schelhaas/Spanjaard, a.w., p. 965.

⁵⁸ TM, Parl. Gesch. Boek 6, p. 969.

⁵⁹ HR 20 februari 1998, NJ 1998/493 (*Briljant Schreuders/ABP*) en HR 13 oktober 2017, ECLI:NL:HR:2017:2615 (rov. 3.3.4). Zo ook TM, Parl. Gesch. Boek 6, p. 969 en MvA II, Parl. Gesch. Boek 6, p. 974.

⁶⁰ Zie bijvoorbeeld Rb. Amsterdam 24 april 2013, ECLI:NL:RBAMS:2013:CA2158 en Hof 's-Hertogenbosch 17 november 1983, BR 1984, p. 152 en Rb. Den Haag 24 augustus 2011, ECLI:NL:RBSGR:2011:BT2510, r.o. 4.18.

⁶¹ Zie bij voorbeeld Hof 's-Hertogenbosch 30 mei 2017, ECLI:NL:GHSHE:2017:2299, r.o. 6.5.7.

⁶² Zie Rb. 's-Hertogenbosch 28 oktober 2009, ECLI:NL:RBSHE:2009:BK3241 en Rb. Den Haag 24 augustus 2011, ECLI:NL:RBSGR:2011:BT2510. Zie ook Hijma e.a. 2016, nr. 287, zie ook Valk, a.w., nr. 287 (p. 314).

⁶³ Rb. Den Haag 24 augustus 2011, ECLI:NL:RBSGR:2011:BT2510.

gen van de coronacrisis over enkele maanden tot een jaar opgelost. De coronacrisis is weliswaar diep, maar duurt mogelijk niet lang. De doelvennootschap is dan relatief spoedig in staat eerdere verliezen te compenseren en daarna winst te maken. Onder die omstandigheden kwalificeert de coronacrisis redelijkerwijs niet als een voldoende *Material Adverse Change*. Een beroep op de dwingend-rechtelijke bepaling van art. 6:258 BW (onvoorziene omstandigheden), indien geen MAC-clausule is overeengekomen of indien die niet van toepassing is, biedt de koper om dezelfde reden geen soelaas. De gevolgen van de coronacrisis voor een doelvennootschap kunnen mogelijk gelden als onvoorzien (niet in de overeenkomst verdisconteerd), omdat zij in concreto zo uitzonderlijk zijn, maar die gevolgen blijven voor rekening van de koper en het is niet zo dat de verkoper naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid ongewijzigde instandhouding van de overeenkomst niet hoeft te verwachten. Zoals gezegd laat het zich aanzien dat de ernstige gevolgen van de coronacrisis tijdelijk zijn, zodat de coronacrisis geen structureel effect (een lange termijn van enkele jaren en niet van maanden) op de resultaten van de doelvennootschap heeft. Dat rechtvaardigt geen wijziging of ontbinding van de SPA. De strategische koper moet even doorbijten, gesteund door overheidsmaatregelen, totdat betere tijden aanbreken. Dat sluit niet uit dat in een individueel geval een koper sneuvelt, hetgeen voor die partij een zeer hard gelag is.