

Anforderungen an Fairness Opinions

I. Einleitung

► Im Rahmen von Unternehmenstransaktionen wurden in den letzten Jahren von den Vorständen vieler Unternehmen regelmäßig Fairness Opinions eingeholt. Damit wollen die Vorstände u.a. ihre Sorgfaltspflicht eines ordentlichen und gewissenhaften Geschäftsleiters dokumentieren. Eine Pflichtverletzung im Sinne des § 93 Absatz 1 S.2 AktG liegt nämlich nicht vor, wenn das Vorstandsmitglied bei einer unternehmerischen Entscheidung vernünftigerweise annehmen durfte, auf der Grundlage angemessener Information zum Wohle der Gesellschaft zu handeln. Darüber hinaus werden Fairness Opinions häufig von ausländischen oder institutionellen Investoren zur Überprüfung von Managemententscheidungen eingeholt.

In der Bewertungspraxis werden Fairness Opinions häufig von Investmentbanken erstellt. Nicht selten handelt es sich dabei jedoch auch um Investmentbanken, die im Rahmen ihrer Akquisitionberatung wesentlich am Zustandekommen der Transaktion beteiligt waren. Außerdem werden Wirtschaftsprüfer und andere Bewertungsprofes-

sionals mit der Erstellung von Fairness Opinions beauftragt. Vor dem Hintergrund der ständig steigenden Nachfrage nach der Ermittlung von „Fair Values“, auch bei nicht börsennotierten Unternehmen, gewinnen Fairness Opinions von neutralen und unabhängigen Sachverständigen ständig an Bedeutung. Das Marktvolumen in diesem Bewertungsteilsegment wächst ständig.

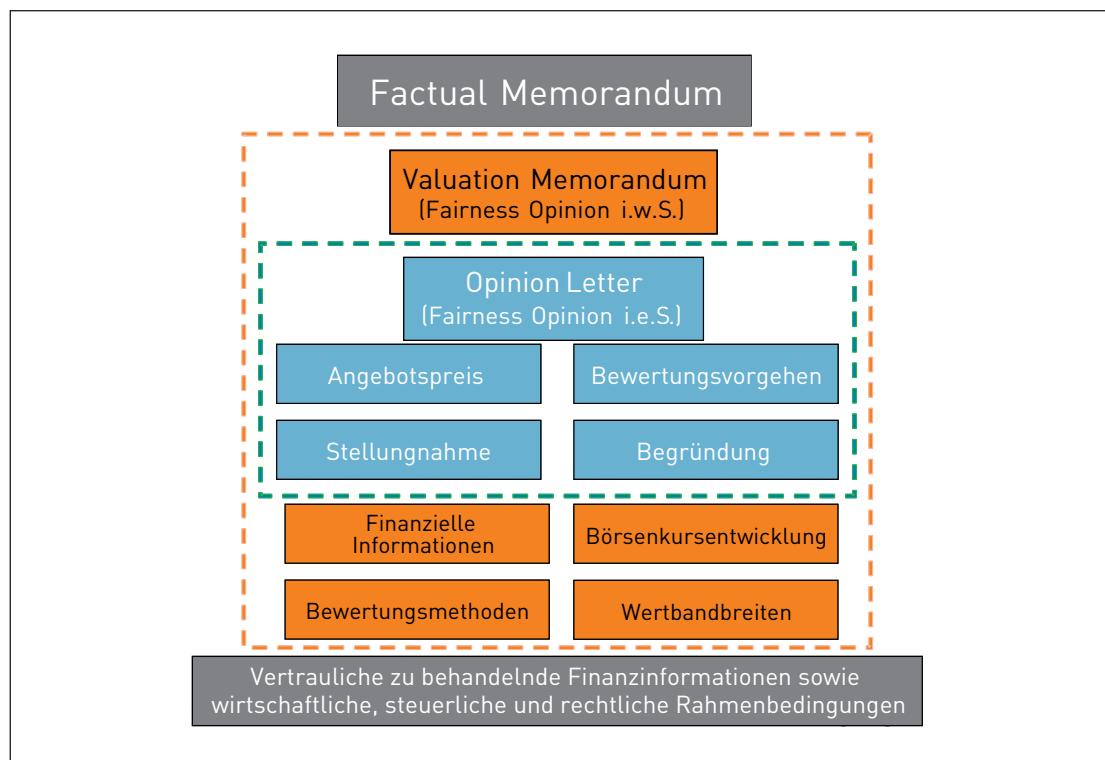
Bislang gibt es keine einheitlichen Regelungen, welche Anforderungen an den Inhalt einer Fairness Opinion zu stellen sind. Der folgende Beitrag soll eine Diskussion über die Anforderungen an eine Fairness Opinion in Gang setzen. Dabei geht es um Anforderungen im Hinblick auf

- a) die Auswahl des Bewertungsprofessionals,
- b) die Auswahl und sachgerechte Anwendung der Bewertungsmethoden sowie ein einheitliches Verständnis über die Vorgehensweise bei der Ableitung der Aussage über die finanzielle Angemessenheit einer Unternehmenstransaktion, sowie
- c) die Art und Weise der Berichterstattung.



Von Andreas Creutzmann, Vorstandsvorsitzender der PKF Valuation & Advisory AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Frankfurt, und der IACVA-Germany e. V. sowie geschäftsführender Gesellschafter der Creutzmann & Co. GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Steuerberatungsgesellschaft, Landau. Arbeitsbereichsleiter Unternehmensbewertung und Value Based Management an der SRH Hochschule Calw und DVFA-Mitglied der „Experten-Gruppe Valuation“.

Abbildung 1: Arten von Fairness Options



II. Inhalt und Funktion einer Fairness Opinion

Im International Glossary of Business Valuation Terms, das von den führenden Bewertungsorganisationen in Nordamerika gemeinsam herausgegeben wurde (vgl. http://www.nacva.com/association/A_bv_terms.html), wird eine Fairness Opinion wie folgt definiert:

„an opinion as to whether or not the consideration in a transaction is fair from a financial point of view“.

Schwetzler, Aders et al definieren eine Fairness Opinion als eine **„Stellungnahme eines unabhängigen Sachverständigen zur finanziellen Angemessenheit einer Angebotsleistung im Rahmen einer Transaktion“** (vgl. FINANZ BETRIEB 2/2005, S. 107). Sie teilen die üblicherweise in der Praxis anzutreffenden Fairness Opinions in 3 Arten ein, die sich bezogen auf den Inhalt und Umfang wesentlich unterscheiden (siehe Abbildung 1).

Demnach weist der **Opinion Letter** den geringsten Informationsgehalt auf. Im Opinion Letter beschreibt der Sachverständige rudimentär seine Vorgehensweise, nennt dabei nur vage die einbezogenen Informationen und begründet seine Einschätzung. Abschliessend wird lediglich die Einschätzung „angemessen“ oder „nicht angemessen“ getroffen, wobei letzteres wohl nie publiziert werden würde. Beispielsweise verwendete J. P. Morgan im Rahmen der Abgabe ihrer Fairness Opinion gegenüber der Bayerische Hypo- und Vereinsbank AG anlässlich ihrer Stellungnahme zur finanziellen Angemessenheit des Umtauschverhältnisses im Rahmen der Transaktion mit der UniCredito Italiano S.p.A. folgende Schlussformulierung:

„Auf der Grundlage und vorbehaltlich der vorstehenden Ausführungen sind wir der Auffassung, dass zum Datum dieser Stellungnahme das Umtauschverhältnis in der beabsichtigten Transaktion aus finanzieller Sicht angemessen für die Gesellschaft und ihre Aktionäre ist.“

Das **Valuation Memorandum** erweitert den Opinion Letter um Informationen, auf denen die Stellungnahme zur Angemessenheit des Transaktionspreises beruht. Hierin findet man u.a. neben den Bewertungsergebnissen auch eine Beschreibung der Bewertungsmethoden sowie die Ableitung der Kapitalkosten.

Das **Factual Memorandum** beinhaltet – vor allem für Nachweis- und Dokumentationszwecke – die

vollständige Datengrundlage, die der Stellungnahme zugrunde liegt. Hier werden regelmäßig detaillierte Informationen über wirtschaftliche, rechtliche und steuerliche Rahmenbedingungen dargestellt.

Neben der Informationsfunktion für Investoren über die finanzielle Angemessenheit der Transaktion hat die Fairness Opinion vor allem auch eine Absicherungsfunktion des Managements für unternehmerische Entscheidungen. Mit der Auftragserteilung zur Erstellung einer Fairness Opinion will sich das Management im Hinblick auf eine mögliche Sorgfaltspflichtverletzung exkulpiert. Die Geschäftsleitung sowie die Überwachungsorgane haben durch die Einholung einer Fairness Opinion durch einen externen Sachverständigen die Möglichkeit eine Haftungsfreistellung zu bewirken, wenn sie ihre unternehmerische Ermessensentscheidung im Rahmen der sog. Business Judgement Rule treffen. Neben anderen Kriterien hat dabei für Vorstände und Aufsichtsräte das Handeln auf Grundlage angemessener Information eine besondere Bedeutung. Vor diesem Hintergrund erscheint es zweckmäßig bestimmte Anforderungen an eine Fairness Opinion zu stellen, damit das Ziel der Haftungsfreistellung auch erreicht werden kann.

III. Anforderungen an die Fairness Opinion

1. Unerheblichkeit des Empfängers

Sofern die Funktion einer Fairness Opinion darin bestehen soll, dass ein sachverständiger Dritter ein qualifiziertes Urteil über die finanzielle Angemessenheit einer Transaktion abgibt, bietet es sich an Anforderungen an eine Fairness Opinion zu definieren, die es gleichermaßen für alle zu erfüllen gilt. Dabei macht es keinen Sinn eine Unterscheidung vorzunehmen, wer Empfänger (Unternehmensleitung oder Investor) der Stellungnahme ist. Andernfalls würde die Geschäftsleitung mit dem Vorwurf konfrontiert, dass sie zur Absicherung ihrer unternehmerischen Entscheidung lediglich ein Gefälligkeitsgutachten eingeholt hat. Inwieweit die Geschäftsführung dadurch ihrer Sorgfaltspflicht nachkommt und eine Haftungsfreistellung erreichen kann, ist zweifelhaft. Schlussendlich muss es darum gehen, dass ein Sachverständiger im Rahmen seiner Fairness Opinion ein Urteil abgibt, das sowohl für die Geschäftsleitung bzw. Überwachungsorgane als auch für den Investor eine Entscheidungsgrundlage sein kann. Insoweit sollten für die Erstellung einer Fairness Opinion einheitliche Grundsätze gelten, und es sind an alle Bewertungsprofessionals die gleichen Anforderungen zu stellen.

2. Auswahl des Bewertungsprofessionals

Die Anforderungen im Hinblick auf die Auswahl des Bewertungsprofessionals durch die Geschäftsleitung bzw. die Überwachungsorgane betreffen folgende Punkte:

a) Unabhängigkeit und

b) Qualifikation

Sofern die Geschäftsleitung und die Überwachungsorgane dem Vorwurf eines Auswahlverschuldens bei der Beauftragung eines Sachverständigen zur Erstellung einer Fairness Opinion entgegen wollen, sind sie gut beraten, wenn sie sich von dem zu beauftragenden Bewertungsprofessional seine Unabhängigkeit schriftlich bestätigen lassen und Nachweise über die Qualifikation des Sachverständigen einholen.

Damit ist eine zwingende Anforderung an eine Fairness Opinion, dass sie nur von einem Sachverständigen Dritten erstellt werden sollte, der nicht im Rahmen einer Finanzberatung an der Transaktion beratend mitgewirkt hat. Mithin ist es äußerst bedenklich, wenn die die Unternehmenstransaktion beratende Investmentbank als einen sog. „Added Value“ im Rahmen ihres Mandates zusätzlich noch eine Fairness Opinion über die finanzielle Angemessenheit der Transaktion abgibt und diese Fairness Opinion dann in Anzeigen veröffentlicht wird. Der Hinweis innerhalb der Fairness Opinion, dass sie sich ausschliesslich an die Unternehmensleitung richtet und sie allein dazu dient, diesen bei seiner eigenständigen Beurteilung der Transaktion zu unterstützen, ist unter Vernachlässigung von Aspekten der Dritthaftung entbehrlich, wenn sie von einem unabhängigen und nicht an der Transaktion beratend beteiligtem Dritten erstellt wird.

In der Regel sehen viele Beratungsmandate von Investmentbanken eine größtenteils erfolgsabhängige Vergütung vor. Die Erfolgsabhängigkeit bezieht sich dabei auch auf das Zustandekommen der Transaktion. Es ist offensichtlich, dass in diesem Fall Interessenkonflikte vorliegen und der Tatbestand der Unabhängigkeit nicht erfüllt sein kann. Die Unabhängigkeit des Bewertungsprofessionals ist jedoch eine unabdingbare Voraussetzung an die Erstellung einer Fairness Opinion. Im Übrigen verlangt jedes Amtsgericht bei der Bestellung von Sachverständigen im Rahmen der Prüfung der Werthaltigkeit von Sachkapitalerhöhungen eine Bestätigung des Bewertungsprofessionals über seine Unabhängigkeit. Es spricht insoweit nichts dagegen, wenn die Geschäftsleitung eine entsprechende Erklärung

des Bewertungsprofessionals einfordert und darauf achtet, dass die Auftragserteilung nur an Personen erfolgt, die nicht beratend oder vermittelnd an der Transaktion mitgewirkt haben. Dies gilt gleichermaßen für die Aufsichtsorgane, die im Rahmen ihrer Überwachungsfunktion die Unabhängigkeit des Erstellers hinterfragt haben sollten.

Des Weiteren sollten der für die Fairness Opinion verantwortliche Bewertungsprofessional sowie das Bewertungsteam ihre Qualifikation gegenüber dem Auftraggeber nachweisen. Bislang besteht in vielen Vorstandsetagen die Auffassung, dass ein klingvoller Name einer internationalen Investmentbank oder einer internationalen Wirtschaftsprüfungsgesellschaft automatisch sicherstellt, dass der Bewertungsprofessional über eine entsprechende Qualifikation auf dem Gebiet der Unternehmensbewertung verfügt. Dies wird häufig auch der Fall sein, da mit der Marke eines Unternehmens eine bestimmte Assoziation über die Qualität der Dienstleistungen in Verbindung gebracht wird.

Vor dem Hintergrund der in der Praxis immer häufiger anzutreffenden Unabhängigkeitsprobleme bzw. der Interessenskonflikte beispielsweise der Big Four Wirtschaftsprüfungsgesellschaften und dem Verbot der gleichzeitigen Erbringung von Jahresabschlussprüfungen und Bewertungsleistungen, müssen die börsennotierten Unternehmen jedoch immer häufiger auf mittelständische Wirtschaftsprüfungs- und Beratungsgesellschaften bei der Beauftragung von Unternehmensbewertungen zurückgreifen. Vor diesem Hintergrund sind die Geschäftsleitung und die Überwachungsorgane bei der Auftragserteilung einer Fairness Opinion gut beraten, wenn sie auf die Qualifikation des einzelnen Bewertungsprofessionals abstellen und sich nicht an der Größe des Unternehmens orientieren. Schlussendlich erstellen Fairness Opinions Menschen und nicht die Unternehmen. Insoweit sollten sich die Geschäftsleitung und die Aufsichtsorgane gezielt bei der Auftragserteilung nach der Qualifikation und den Qualifikationsnachweisen des Bewertungsteams erkundigen.

3. Auswahl der Bewertungsmethoden und ein einheitliches Verständnis der Ableitung eines „Fair Values“

Typischerweise wird im Rahmen einer Fairness Opinion kein expliziter Wert angegeben. In der Praxis muss jedoch ein Bewertungsprofessional einen konkreten Unternehmenswert ermitteln, um eine Aussage über die finanzielle Angemessenheit der Transaktion abzugeben. Aus diesem

Grund ist es zweckmäßig, dass alle Bewertungsprofessionals bei der Erstellung einer Fairness Opinion eine einheitliche Vorgehensweise zur Wertermittlung wählen.

Im Hinblick auf die Bewertungsmethoden sollten nur die kapitalwertbasierten Bewertungsmethoden zur Anwendung kommen, da die Anwendung der Multiplikatormethoden schlussendlich lediglich Aussagen über den Preis am Kapitalmarkt eines Unternehmens machen, aber keine Grundlage zur Ermittlung eines „inneren Wertes“ eines Unternehmens darstellen.

Es ist dann unerheblich, ob die von Investmentbankern bevorzugte und international üblichen DCF-Methoden oder die von deutschen Wirtschaftsprüfern präferierte Ertragswertmethode zur Anwendung kommen, da bei völlig gleichen Bewertungsprämissen die Bewertungsmethoden zu identischen Unternehmenswerten führen.

Von hoher Relevanz ist jedoch die Frage, ob bei einer Ableitung eines Unternehmenswertes die persönlichen Steuern des Anteilseigners (Einkommensteuer) in das Bewertungskalkül eingehen sollen oder nicht. Der Berufsstand der Wirtschaftsprüfer vertritt seit längerem die Auffassung, dass bei der Ermittlung von Unternehmenswerten die Steuern des Anteilseigners zu berücksichtigen sind. Dies ist bei internationalen Investmentbanken eher unüblich. Aus diesem Grund sollten einheitliche Grundsätze bei der Vorgehensweise zur Ableitung des Urteils über die finanzielle Angemessenheit der Transaktion festgelegt werden, die gleichermaßen für alle Bewertungsprofessionals gelten. Dadurch wird das im Rahmen einer Fairness Opinion abgegebene Urteil vergleichbarer und gleichermaßen für die Unternehmensleitung und die Investoren transparenter.

4. Art und Weise der Berichterstattung

Die Veröffentlichung einer Fairness Opinion beschränkt sich in der Regel auf den Opinion Letter. Der Inhalt des Opinion Letters weist den geringsten Informationsumfang einer Fairness Opinion aus. Dieser Ansatz steht diametral im Gegensatz zu den heute üblichen Berichterstattungsformen im Rahmen der internationalen Rechnungslegung nach IAS/IFRS. Hier werden im Rahmen der „Notes“ umfangreiche Angaben zur Erläuterung des Jahresabschlusses gemacht. Die Informationsfunktion des Anlegers ist das dominierende Prinzip der Rechnungslegung nach IAS/IFRS. Eine Veröffentlichung einer Fairness Opinion soll eine vertrauensbildende Maßnahme sein und soll sich auf die Zustimmung des Investors für die

Durchführung der Transaktion positiv auswirken. Demnach sollte auch hier die Information an den Investor im Vordergrund stehen.

Insoweit sollten selbst in Hinblick auf einen Opinion Letter (Fairness Opinion i.e.S.) bestimmte Mindestinhalte festgelegt werden, die gleichermaßen für alle Bewertungsprofessionals gelten, die eine Fairness Opinion erstellen. Im Einzelnen sollten folgende einheitlichen Anforderungen an die Stellungnahme gestellt werden:

- Hinweis auf die für die Stellungnahme wesentlichen Informationen sowie Informationsstand mit Angabe des Datums
- Informationen über die Planungsrechnungen (Datengrundlage, Planungszeitraum, Ersteller, etc.)
- Konkrete Angabe über die angewandte(n) Bewertungsmethode(n) (z. B. DCF-WACC-Ansatz, Ertragswertverfahren, etc.)
- Angabe der der Bewertung zugrunde liegenden Kapitalkosten sowie des im nachhaltigen Ergebnis angesetzten Wachstumsabschlages
- Einheitliche Schlussformulierung mit Unabhängigkeitsbestätigung
- Angabe des Verfassers der Stellungnahme sowie seiner beruflichen Qualifikation

IV. Fazit

Ziel dieses Beitrages war es, eine Diskussion über Anforderungen an die Erstellung einer Fairness Opinion in Gang zu setzen. Die Aussage über die finanzielle Angemessenheit einer Transaktion eines Bewertungsprofessionals sollte gleichermaßen für die Unternehmensleitung wie für die potenziellen Investoren als Empfänger gelten. Dabei ist auf die Unabhängigkeit des für die Stellungnahme verantwortlichen Bewertungsprofessionals zu achten. Es sollten einheitliche Grundsätze für die Erstellung einer Fairness Opinion ermittelt werden, die gleichermaßen für alle Bewertungsprofessionals gelten. Dabei gilt es zu klären, ob im Rahmen der kapitalwertbasierten Bewertungsmethoden eine Wertermittlung unter Einbezug der Steuern auf Ebene des Anteilseigners erfolgen soll. Insbesondere im Hinblick auf die Berichterstattung im Rahmen einer Fairness Opinion gilt es, einheitliche Grundsätze der Berichterstattung zu entwickeln, die für alle Bewertungsprofessionals geltende Mindestangaben in ihren Stellungnahmen vorsehen.