

Betriebs Berater

// DIE ERSTE SEITE

Dr. Martin Kock, RA/FAArbR

Gleichbehandlungsrecht: Fragen kostet nichts?

I

// WIRTSCHAFTSRECHT

Dr. Kirsten Thiergart, RAin, und Dr. Klaus Olbertz, RA/FAArbR

Börsengang leicht gemacht? – Übernahme und Verschmelzung eines Zielunternehmens auf die SPAC in der Rechtsform der SE

1547

BGH: Kausalität von Prospektfehlern – zur Vermutung aufklärungsrichtigen Verhaltens

BB-Kommentar von Karl Pörnbacher, RA, und

Dr. Philipp Massari, RA

1553

BGH: Schadenspauschalierungsklausel in AGB eines Kraftfahrzeughändlers

BB-Kommentar von Dr. Patrick Ayad, RA, und Silke Hesse, RAin

1557

// STEUERRECHT

Christian Ebner, RA/StB, und Dr. Marcus Helios, RA/StB

Kritische Kommentierung ausgewählter Aspekte des aktualisierten BMF-Schreibens zum InvStG vom 18.8.2009 (BStBl. I 2009, 931) unter Berücksichtigung des Regierungsentwurfs für ein JStG 2010 – Teil 1

1565

Helmut König, WP/StB, und Michael Hanke, StB

Die Novellierung des § 4 Nr. 11b UStG im Rahmen des Gesetzes zur Umsetzung steuerlicher EU-Vorgaben sowie zur Änderung steuerlicher Vorschriften – eine steuerliche Hydra?

1578

BMF: Ausgleichszahlungen an außenstehende Anteilseigner (Anwendung des BFH-Urteils – I R 1/08 vom 4.3.2009)

BB-Kommentar von Dr. Marc P. Scheunemann, LL.M., RA/FAStR/StB, und Dr. Heide Bauersfeld

1582

// BILANZRECHT & BETRIEBSWIRTSCHAFT

Michael Graser, Bettina C. Klüwer, RAin, und Dr. Anke Nestler

Fairness Opinion nach IDW ES 8: Mehrwert durch Standardisierung?

1587

BFH: Wertaufholungsgebot für frühere Teilwertabschreibungen verfassungsgemäß

BB-Kommentar von Dr. Kurt Gratz, WP/StB

1592

// ARBEITSRECHT

Dr. Christian Rolf, RA, und Jochen Riechwald, RA

Personalabbau im kurzarbeitenden Betrieb

1597

Prof. Dr. Frank Hohmeister

BB-Rechtsprechungsreport zum Urlaubsrecht 2009

1599

Dr. Anke Freckmann, RAin/FAinArbR

BAT-Vergütung altersdiskriminierend?

1602

BAG: Abschluss eines Tarifvertrages bei Mehrheit von Gewerkschaften

BB-Kommentar von Bettina Scharff, RAin

1604

// BERUFSPRAXIS: WEITERBILDUNG

Im Blickpunkt: Masterstudiengänge

VI

Dipl.-Kfm. Michael Graser, Bettina C. Klüwer, RAin, und Dr. Anke Nestler

Fairness Opinion nach IDW ES 8: Mehrwert durch Standardisierung?

Anfang diesen Jahres hat das Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. (IDW) den Entwurf für den IDW-Standard „Grundsätze für die Erstellung von Fairness Opinions (IDW ES 8)“ veröffentlicht und dazu aufgerufen, ihn bis zum 30.6.2010 zu kommentieren. Der nach der endgültigen Verabschiedung für deutsche Wirtschaftsprüfer verpflichtende Standard regelt, nach welchen Grundsätzen die finanzielle Angemessenheit von Transaktionspreisen durch Wirtschaftsprüfer zu beurteilen ist. Das IDW hat somit erstmals einen Standardentwurf für ein Tätigkeitsfeld herausgegeben, das traditionell durch Investmentbanken und Corporate-Finance-Berater geprägt ist. Dabei bekommt das Thema v.a. durch die viel diskutierte Verschärfung der Managementhaftung neue Impulse. In diesem Zusammenhang wird die Fairness Opinion vermehrt als geeignetes Instrument zur Eingrenzung möglicher Haftungsrisiken genannt. Der Aufsatz gibt einen Überblick über den Inhalt des IDW-Standards und erörtert zudem, was eine Fairness Opinion nach IDW ES 8 im Hinblick auf die Anforderungen an die Sorgfaltspflicht von Vorständen und Aufsichtsräten in der Praxis leisten kann.

I. Einleitung

Das Transaktionsgeschäft in Deutschland war in den letzten Jahren international geprägt, so auch im Hinblick auf die Erstellung sog. Fairness Opinions.

Eine Fairness Opinion ist grundsätzlich eine Stellungnahme eines unabhängigen Dritten zur finanziellen Angemessenheit eines Transaktionspreises im Rahmen einer geplanten unternehmerischen Initiative.¹ Sie ist keine Bewertung im eigentlichen Sinne und soll keinen abschließenden Preis festsetzen. Ihre Funktion besteht ausschließlich darin zu beurteilen, ob eine konkrete Gegenleistung, insbesondere für Unternehmensanteile und Vermögenswerte, innerhalb einer Bandbreite von fairen Werten liegt. Auftraggeber einer Fairness Opinion ist insbesondere die Gesellschaft, die Geschäftsleitung oder der Aufsichtsrat bzw. sonstige verantwortliche Gremien einer Gesellschaft.

2009 hat das Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. (IDW) einen „Entwurf IDW Standard: Grundsätze für die Erstellung von Fairness Opinions (IDW ES 8)“ entwickelt und Anfang des Jahres 2010 publiziert.² Das IDW hat in dem Entwurf die Öffentlichkeit aufgefordert, bis zum 30.6.2010 Änderungs- und Ergänzungsvorschläge einzureichen. Unabhängig davon hat der Standardentwurf in Literatur und Praxis bislang noch wenig Resonanz gefunden.

Die Vorlage eines Standards durch das IDW ist nicht weiter überraschend. Wirtschaftsprüfer haben als Anbieter von Fairness Opinions an Bedeutung gewonnen. So belegt eine Untersuchung publizierter Übernahmeangebote mit den dort teilweise erwähnten Fairness Opinions,³ dass Wirtschaftsprüfer ihren Marktanteil von 11% (2008) auf 56% (2009) zu Lasten der Großbanken ausgeweitet ha-

ben.⁴ Gleichzeitig gab es für Wirtschaftsprüfer bis zur Veröffentlichung des Entwurfs keine eigenen und einheitlichen Richtlinien für die Erstellung von Fairness Opinions. Die DVFA Expert Group „Fairness Opinion“ hatte zwar im Jahr 2007 die „Grundsätze für die Erstellung von Fairness Opinions“⁵ herausgegeben. Diese sind aber als „Best Practise“-Standards ausgerichtet und beschränken ihren Anwendungsbereich auf Stellungnahmen nach § 27 WpÜG.⁶ Der neue IDW-Standard hat hingegen ein wesentlich breiteres Anwendungsfeld.

II. Rechtliche Rahmenbedingungen

Im internationalen Umfeld ergibt sich z.B. nach Rule 3.1 City Code, dass in Transaktionen nach englischem Recht der Board der englischen Zielgesellschaft verpflichtet ist, eine Stellungnahme eines sachkundigen Dritten zum abgegebenen Kaufangebot einzuholen. Eine solche Verpflichtung gibt es nach deutschem Recht nicht.⁷ § 27 WpÜG sieht lediglich vor, dass Vorstand und Aufsichtsrat einer Zielgesellschaft eine begründete Stellungnahme zu einem Angebot abzugeben haben, wofür jedoch keine Fairness Opinion erforderlich wäre. Der IDW ES 8 ist aus rechtlicher Sicht vielmehr in Verbindung mit der Haftung von Organen einer juristischen Person zu sehen. Der Vorstand haftet für die Sorgfalt eines ordentlichen und gewissenhaften Geschäftsleiters bei der Ausübung seiner Tätigkeit (gemäß § 93 AktG). Bei entsprechender Anwendung auf den Aufsichtsrat (gemäß § 116 AktG) haftet dieser v.a. bei der Entscheidung über die Durchführung von Unternehmenstransaktionen und Restrukturierungen. Diese Entscheidungen sind mit erheblichen Unsicherheiten für den Vorstand bzw. Aufsichtsrat verbunden und können für diese Organe eine Haftung gegenüber der Aktiengesellschaft selbst oder in wenigen besonderen Ausnahmefällen gegenüber den Aktionären der Gesellschaft begründen.⁸

Die Rechtsprechung hatte bereits im Jahr 1997 eine Pflicht des Aufsichtsrats angenommen, Schadenersatzansprüche gegen Vorstands-

¹ Zu unternehmerischen Initiativen zählen z.B. der Kauf oder Verkauf von Unternehmen, Fusionen, Zuführungen von Eigen- und Fremdkapital, Sacheinlagen, Börsengänge oder Buy Outs.

² Stand: 19.8.2009, WpG Supplement 1/2010, 112 ff., FN-IDW 1-2/2010, 20 ff.

³ Vgl. Aders/Schwetzel, Corporate Finance biz, 2010, 119.

⁴ Zu erklären ist diese Veränderung zum Teil auch durch den Rückgang an Übernahmeangeboten von 38 (2008) auf 17 (2009) und dem damit verbundenen Rückgang der Fairness Opinions. Während 2008 noch in 19 Stellungnahmen nach § 27 WpÜG auf eine Fairness Opinion Bezug genommen wurde, waren es 2009 nur noch 9 Fälle. Hinzu kommt, dass es 2009 keine einzige Transaktion über 1 Mrd. Euro gab (Vorjahr: 7), welche häufig von Großbanken begutachtet werden.

⁵ Vgl. Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management (DVFA): Grundsätze für Fairness Opinions. in: DVFA Finanzschriften Nr. 07/2007.

⁶ Im November 2008 wurden die Grundsätze um Empfehlungen für Bietergesellschaften erweitert; vgl. DVFA Grundsätze für Fairness Opinions, in: DVFA Finanzschriften Nr. 07/2008.

⁷ Vgl. Harbarth, in: Baums/Thoma (Hrsg.), WpÜG, Stand: 3. Erg.-Lfg. Nov. 2008, § 27, Rn. 72.

⁸ Grundsätzlich kennt das AktG nur eine Binnenhaftung der Organe gegenüber der AG. Eine Außenhaftung der Organe gegenüber den Aktionären kommt z.B. in Betracht, wenn die Gläubiger keine Befriedigung erlangen könnten (§ 93 Abs. 5 AktG) oder eine Verletzung von absoluten Rechtsgütern oder eines Schutzgesetzes i. S. d. § 823 BGB vorliegen (z.B. § 92 Abs. 2 AktG; Zahlungsverbot bei Insolvenz, §§ 44 ff. BörsG, §§ 37b, 37c WpHG [Emittentenhaftung], § 15a WpHG).

mitglieder wegen Verletzung ihrer Sorgfaltspflicht im Namen der AG geltend zu machen.⁹ Mit der Verabschiedung des Gesetzes zur Unternehmensintegrität und Modernisierung des Anfechtungsrechts vom 22.9.2005 (UMAG) hat der Gesetzgeber die Möglichkeit für (eine Minderheit der) Aktionäre geschaffen, eine Geltendmachung im Namen der AG zu erzwingen.¹⁰ Der Gesetzgeber hat damit in erheblichem Umfang die Rechte der Aktionäre bei der Durchsetzung von Schadenersatzansprüchen gegen Organe gestärkt.

Um sich gegen dieses größere Risiko der Inanspruchnahme besser zu schützen, kann es für ein Organ ggf. ratsam sein, die sachkundige Stellungnahme eines Dritten einzuholen. Diese soll dokumentieren, dass das Organ seine Entscheidungsgrundlage abgesichert hat und sorgfältig vorgegangen ist. Inwieweit es durch Einholung einer Fairness Opinion auf Basis des IDW ES 8 seiner Sorgfaltspflicht genügen kann, wird in Abschnitt V diskutiert werden.

III. IDW ES 8 im Überblick

1. Zielsetzung des IDW

Der IDW-Standard IDW ES 8 legt die Grundsätze dar, nach denen Wirtschaftsprüfer zur finanziellen Angemessenheit von Transaktionen im Rahmen von unternehmerischen Initiativen Stellung nehmen sollen. Grundsätzlich soll die Veröffentlichung von IDW-Standards und übrigen Verlautbarungen der einheitlichen und fachgerechten Berufsausübung dienen. Mitglieder des IDW sind verpflichtet, im Rahmen ihrer beruflichen Eigenverantwortlichkeit die von den Fachausschüssen des IDW abgegebenen Standards zu beachten.¹¹

Durch die Verabschiedung des IDW ES 8 soll somit eine Leitlinie für die Erstellung von Fairness Opinions gegeben werden, die für die Mitglieder des IDW bindend ist. Für alle anderen Ersteller von Fairness Opinions (z. B. Investmentbanken oder Corporate-Finance-Berater) kann der Standard lediglich Empfehlungscharakter haben.

2. Wesentliche Inhalte

a) Überblick

Der IDW ES 8 will die in Theorie und Praxis entwickelten Standpunkte in ein einheitliches Vorgehen für den Berufsstand der Wirtschaftsprüfer zusammenfassen. Der Standard ist – neben der Vorbemerkung – in fünf Abschnitte aufgeteilt:

- Begriffliche Grundlagen,
- Auftragsannahme und Auftragsinhalt,
- Auftragsdurchführung,
- Berichterstattung und Dokumentation,
- Besonderheiten bei der Erstellung von Fairness Opinions im Zusammenhang mit Stellungnahmen nach § 27 WpÜG.

Als Anlage enthält der IDW ES 8 eine beispielhafte Formulierung eines Opinion Letters zur Information von Vorstand und Aufsichtsrat des Zielunternehmens für eine Stellungnahme nach § 27 WpÜG.

b) Begriffliche Grundlagen

Gemäß der Definition in Tz. 5 des IDW ES 8 handelt es sich bei einer Fairness Opinion um „... eine Stellungnahme eines Wirtschaftsprüfers zur finanziellen Angemessenheit eines Transaktionspreises im Rahmen einer unternehmerischen Initiative“. Eine Gegenleistung ist dann finanziell angemessen, wenn sie innerhalb einer Bandbreite von vergleichbaren Transaktionspreisen liegt.¹² Die Feststellung in der Fairness Opinion muss sich auf einen Zeitpunkt

nahe an der Entscheidung über die Durchführung der Transaktion beziehen.¹³

Wesentlich für die Tätigkeit eines Wirtschaftsprüfers ist die Definition der Perspektive, aus der eine Stellungnahme abgegeben wird (Käufer oder Verkäufer). Die Fairness Opinion soll dabei das Urteil eines unparteiischen Dritten zum Ausdruck bringen.¹⁴

c) Auftragsannahme und Auftragsinhalt

In dem Auftragsverhältnis zwischen Wirtschaftsprüfer und Auftraggeber besteht prinzipiell Vertragsfreiheit. Der Wirtschaftsprüfer wird hier auch nicht im Rahmen einer sog. Vorbehaltsaufgabe¹⁵ oder als Abschlussprüfer tätig. Das IDW will die Beauftragung für eine Fairness Opinion für den Berufsstand weitgehend standardisieren.¹⁶ So wird in dem IDW ES 8 stichwortartig aufgelistet, welche Gesichtspunkte bei der Gestaltung des Auftragsverhältnisses beachtet werden sollen, v. a. Anlass der Beauftragung, Festlegung des Gegenstands der Beurteilung, Mitwirkungspflichten des Auftraggebers, Form und Umfang der Berichterstattung sowie Regelung zur Drittverwendung und Weitergabebeschränkung.¹⁷

Ein wesentlicher Bestandteil des Auftrags soll die Abgrenzung der Tätigkeit des Wirtschaftsprüfers sein. Insbesondere soll vereinbart werden, was der Wirtschaftsprüfer nicht leisten wird:¹⁸

- Die der Fairness Opinion zugrunde liegenden Informationen und Unterlagen sind weder geprüft noch prüferisch durchgesehen.
- Die Fairness Opinion ist keine Empfehlung zur wirtschaftlichen Disposition im Zusammenhang mit der Transaktion.
- Die Fairness Opinion ist keine Beurteilung der Vollständigkeit und Richtigkeit einer durch den Auftraggeber verfassten Stellungnahme.

d) Auftragsdurchführung

Die Hinweise im IDW ES 8 für die Auftragsdurchführung gehen auf die Informationsgrundlagen, den anzulegenden Wertmaßstab und auf die methodische Vorgehensweise einer Fairness Opinion ein.

Grundsätzlich ist zu unterscheiden, ob die Fairness Opinion für den Erwerbsfall oder den Veräußerungsfall erstellt wird. Dies ist wichtig für den Umfang der Informationsbasis. So ist im Erwerbsfall der Zugang zu Unternehmensinformationen oft nur eingeschränkt möglich, was i. d. R. zu einer geringeren Beurteilungssicherheit führt.¹⁹

Weiterhin ist die Unterscheidung nach Erwerbs- und Veräußerungsfall der Maßstab für die Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des Transaktionspreises. Folglich sind subjektive Faktoren aus der Perspektive der betreffenden Partei einzubeziehen. Die Preisuntergrenze im Veräußerungsfall errechnet sich z. B. aus dem Stand-Alone-

9 BGH, 21.4.1997 – II ZR 175/95, BB 1997, 1169, NJW 1997, 1926.

10 Aktionäre können auf Basis eines Hauptversammlungsbeschlusses die Geltendmachung eines Anspruchs gegen die Organe erwirken (§ 147 AktG) oder durch Zulassungsklage, wenn sie 1% oder nominal 100 000 Euro am Grundkapital halten.

11 Vgl. IDW, WP Handbuch 2006, Bd. I, 13. Aufl. 2006, B8–18.

12 Vgl. IDW ES 8 (Fn. 2), Tz. 6.

13 Vgl. IDW ES 8 (Fn. 2), Tz. 9.

14 Vgl. IDW ES 8 (Fn. 2), Tz. 4, 7.

15 Aufgrund des Berufsrechts gibt es einige sog. Vorbehaltsaufgaben, d. h. Tätigkeiten, die ausschließlich ein Wirtschaftsprüfer durchführen kann. Im Bewertungsbereich ist nur die sachverständige Prüfung in aktienrechtlichen Verfahren eine solche Vorbehaltsaufgabe (d. h. Unternehmensvertragsprüfung gem. § 293b ff. AktG, Squeeze-Out Prüfung gem. § 327c Abs. 2 S. 2–4 AktG, Verschmelzungsprüfung gem. § 9 ff. UmwG).

16 Vergleichbare Empfehlungen zur Auftragsannahme sind im DVFA-Standard nicht gegeben. Der Schwerpunkt dieser Grundsätze liegt eher auf dem Inhalt und der Transparenz von Fairness Opinions im Zusammenhang mit Stellungnahmen nach § 27 WpÜG.

17 Vgl. IDW ES 8 (Fn. 2), Tz. 17.

18 Vgl. IDW ES 8 (Fn. 2), Tz. 20.

19 Vgl. IDW ES 8 (Fn. 2), Tz. 24, 50.

Wert des Transaktionsobjekts zuzüglich sog. unechter Synergien, d.h. Synergien, die bereits eingeleitet oder im Unternehmenskonzept dokumentiert sind und sich auch ohne Durchführung der Transaktion realisieren ließen. Ebenso sind echte Synergien, die aus Sicht des Verkäufers wegfallen würden, bei der Berechnung des Grenzpreises zu berücksichtigen. Synergien, die sich für den Erwerber aus der Akquisition ergeben, sind nicht maßgebend. Anders sind im Erwerbsfall – ausgehend vom Stand-Alone-Wert – nicht nur die unechten, sondern auch die echten Synergien in die Bestimmung der Preisobergrenze des Erwerbers einzubeziehen.²⁰

Als übliche Bewertungsverfahren werden in IDW ES 8 kapitalwertorientierte Bewertungsverfahren (Discounted Cashflow- oder Ertragswertverfahren) sowie marktpreisorientierte Verfahren (Analyse von Börsenkursen des Transaktionsobjekts oder Multiplikatoren) genannt. Ergänzend sind öffentlich verfügbare Analysen und Stellungnahmen von Finanzanalysten heranzuziehen.²¹

In der Regel sollen mehrere Verfahren parallel durchgeführt werden. Aus den verschiedenen Verfahren zur Beurteilung der Angemessenheit resultiert so eine Bandbreite von Vergleichswerten. Dabei soll der Wirtschaftsprüfer die Güte und Aussagekraft der verschiedenen Ergebnisse beurteilen und die Bandbreite ggf. verdichten. Der zu untersuchende Transaktionspreis ist dann angemessen, wenn er im Veräußerungsfall inner- oder oberhalb der Bandbreite bzw. im Erwerbsfall inner- oder unterhalb der Bandbreite liegt.²²

Bei den methodischen Grundlagen wird in dem Standard praxisnah das Multiplikator-Verfahren recht ausführlich beschrieben. Es erfolgt etwa eine Unterscheidung der Herkunft möglicher Vergleichspreise (Transaktions- bzw. Börsen-Multiples²³), eine Beschreibung der finanziellen Bezugsgrößen (z.B. Prognosen für Umsatz, EBITDA, EBIT) sowie eine Auflistung von Kriterien für die Abgrenzung von vergleichbaren Peer-Group-Unternehmen.

e) Dokumentation

Der IDW ES 8 standardisiert den Umfang der Dokumentation, indem fester Bestandteil einer Fairness Opinion ein sog. Opinion Letter und ein Valuation Memorandum sein soll. Ein sog. Factual Memorandum kann ergänzend erstellt werden (siehe Abbildung).²⁴

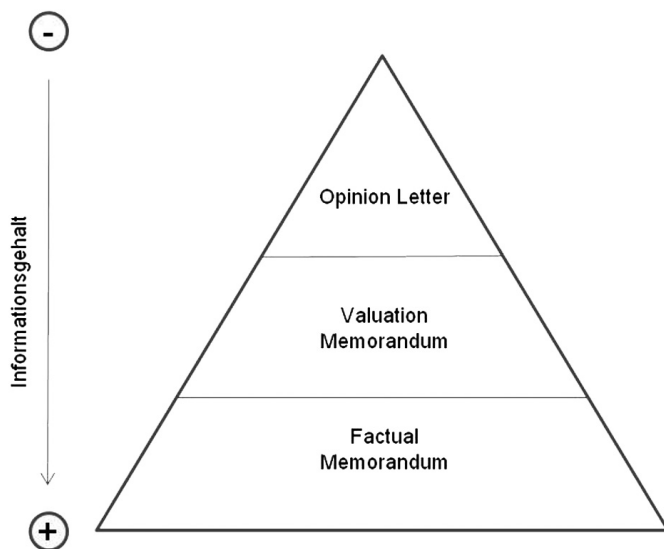


Abbildung: Formen der Berichterstattung

Der Opinion Letter ist die eigentliche Fairness Opinion und enthält neben einer kurzen Darstellung des Transaktionsobjekts, einer Beschreibung der zu Grunde gelegten Daten und Analysen die Stellungnahme zur finanziellen Angemessenheit. Das Valuation Memorandum beinhaltet die für die Schlussfolgerung im Opinion Letter ergänzenden Erläuterungen (Bewertungsvorgehen, Prämissen und Beurteilungsergebnis). Das Factual Memorandum ist eine vollständige Dokumentation der vorgenommenen Angemessenheitsbeurteilung und gibt detailliert Auskunft über die der Fairness Opinion zu Grunde gelegten Informationen und Unterlagen.²⁵

f) Übernahmen nach WpÜG

Im Rahmen von öffentlichen Übernahmen haben Fairness Opinions eine besondere Bedeutung: Liegt für eine Gesellschaft ein öffentliches Übernahmeangebot vor, haben Vorstand und Aufsichtsrat der Zielgesellschaft nach § 27 WpÜG eine begründete Stellungnahme zu dem Angebot sowie zu jeder seiner Änderungen abzugeben. Eine Fairness Opinion kann die eigenständige Würdigung der Gegenleistung durch Vorstand und Aufsichtsrat nicht ersetzen.²⁶ Sie dient vielmehr als Information für den Vorstand und Aufsichtsrat der Zielgesellschaft.

Sofern Vorstand und Aufsichtsrat der Zielgesellschaft beabsichtigen, sich in ihrer Stellungnahme an die Aktionäre auf die Fairness Opinion zu beziehen, sollte der Wirtschaftsprüfer vorher vereinbaren, dass in der Stellungnahme genaue Angaben über Adressat, Zweck, Inhalt und Bedeutung der Fairness Opinion klargestellt werden.

IV. Rechtliche Maßstäbe für Fairness Opinions in Deutschland

Der Rahmen für Umfang und Inhalt von Fairness Opinions lässt sich neben der spezifischen Situation, für die die Fairness Opinion abgegeben wird, aus den Regelungen zur Haftung von Organen in Deutschland ableiten. Im deutschen Aktienrecht wird dem Vorstand ein grundsätzlicher Ermessensspielraum zugestanden, der auch wirtschaftlich riskante Entscheidungen umfasst.²⁷ Zugleich ist er damit konfrontiert, für gerade diese riskanten Entscheidungen möglicherweise persönlich gegenüber der Gesellschaft zu haften.

Korrespondierend zu der durch das UMAG verschärften Haftung der Organmitglieder ist im materiell rechtlichen Bereich die gesetzliche Regelung der aus dem amerikanischen Recht bekannten Business Judgement Rule (§ 93 Abs. 1 S. 2 AktG) eingeführt worden.²⁸ Sinn der Business Judgement Rule ist, dem handelnden Organ bei Ausübung seiner Tätigkeit einen gewissen „Safe Harbour“ einzuräumen, innerhalb dessen eine Pflichtwidrigkeit seines Handelns entfällt.

Bei Heranziehung der nunmehr kodifizierten Business Judgement Rule liegt eine Pflichtverletzung dann nicht vor, wenn das Vorstandsmitglied bei einer unternehmerischen Entscheidung vernünftigerwei-

20 Vgl. IDW ES 8 (Fn. 2), Tz. 43 ff.
 21 Vgl. IDW ES 8 (Fn. 2), Tz. 29 f.
 22 Vgl. IDW ES 8 (Fn. 2), Tz. 32.
 23 Vgl. hierzu auch Wagner, in: Krolle/Schmitt/Schwetzer (Hrsg.), Multiplikatorverfahren in der Unternehmensbewertung, 2005, S. 6.
 24 Vgl. hierzu und im Folgenden IDW ES 8 (Fn. 2), Tz. 53 ff.
 25 Vergleichbare Vorgaben für die Berichterstattung sind im DVFA-Standard nicht enthalten.
 26 Vgl. hierzu und im Folgenden IDW ES 8 (Fn. 2), Tz. 60.
 27 BGH, 21.4.1997 – II ZR 175/95, BB 1997, 1169, NJW 1997, 1926.
 28 Vgl. Spindler, in: Goette/Habersack/Kals (Hrsg.), Münchener Kommentar zum Aktiengesetz, Bd. 2, 3. Aufl. 2008, Vorbem., Rn. 32.

se annehmen durfte, auf der Grundlage angemessener Information zum Wohle der Gesellschaft zu handeln (§ 93 Abs. 1 S. 2 AktG). Dabei kommt es maßgeblich auf eine ex-ante-Betrachtung an, und die Angemessenheitsprüfung darf nicht in „hindsight“ vorgenommen werden.²⁹ Die Kernfrage lautet daher, welches Niveau der informationellen Entscheidungsfundierung als ausreichend sorgfältig und daher auch im Falle einer gesellschaftsschädigenden Fehlentscheidung als haftungsausschließend anzusehen ist.³⁰

Die angemessene Informationsbeschaffung steht damit – sofern der Vorstand von der Business Judgement Rule profitieren will – nicht in seinem Ermessen, sondern ist maßgebliche Pflicht.³¹ Zur Gewährleistung eines angemessenen Informationsniveaus hat er dabei sämtliche ihm zur Verfügung stehende Erkenntnisquellen auszuschöpfen, d.h. durch organisatorische Maßnahmen auch Informationsquellen im eigenen Unternehmen zu erschließen und zu nutzen.³²

Eine allgemeine Pflicht des Vorstands zur Einholung einer Stellungnahme eines Dritten gibt es auf dieser Grundlage nicht. Vielmehr hat der Vorstand unter Abwägung von Kosten und Nutzen bei Einbeziehung der Eilbedürftigkeit der Entscheidung die Reichweite seiner Ermittlungen in seinem Ermessen festzulegen.³³ Eine Verpflichtung zur Einholung könnte jedoch dann angenommen werden, wenn ohne einen entsprechenden Rat eine ordnungsgemäß begründete Stellungnahme nicht abgegeben werden kann.³⁴ Dies gilt insbesondere dann, wenn Vorstand und Aufsichtsrat aus eigener Kenntnis nicht in der Lage sind, die Angemessenheit der Gegenleistung zu beurteilen. Vielfach wird sich ein Vorstand auch für die Einholung eines Drittgutachtens entscheiden, um seine eigene Glaubwürdigkeit z.B. bei Gewährung von Aktien als Gegenleistung, eventuellen Interessenkonflikten des Vorstands oder Interesse der Gesellschaft an einer Übernahme durch den betreffenden Bieter zu untermauern.

Sollte sich der Vorstand für die Einholung einer Fairness Opinion entscheiden, kommt dieser also primär die Funktion zu nachzuweisen, dass die Entscheidung des Vorstands auf angemessenen Informationen basierte. Anhand dieses Maßstabs sollte sich dann auch der Inhalt der Fairness Opinion ausrichten.

V. Diskussion praktischer Anwendungsfragen

1. Inhaltliche Diskussion

Ein wichtiger Schwerpunkt des Standards liegt auf der Bewertungsmethodik. Das Multiplikator-Verfahren wird erstmals in einem IDW-Standard ausgiebig beschrieben und als ein bevorzugtes Verfahren eingestuft, was auch der üblichen Transaktionspraxis entspricht. Dabei liegt der Fokus auf der Erläuterung der erforderlichen Vorgehensweise einer Multiplikatorbewertung (wie z.B. analytische Ableitung einer Peer Group). Bewertungsthemen, die in der Praxis zu Interpretationsspielräumen führen, wie z.B. die Abgrenzung von Nettofinanzverbindlichkeiten,³⁵ werden in dem Standard nicht aufgegriffen. Damit ist der Standard in der Darlegung von bekannten Bewertungsmethoden eher detailliert, während auslegungsbedürftige Inhalte offenbleiben. Allerdings sind einer abschließenden Regelung in einem solchen Standard naturgemäß auch Grenzen gesetzt.

Positiv ist, dass die Regelungen des IDW ES 8 von dem Wirtschaftsprüfer einen gewissen Tiefgang der Analysen für die Multiplikatorbewertung erwarten,³⁶ zumal die Intensität der Analyse eine unmittel-

bare Auswirkung auf die Qualität der Aussagen hat.³⁷ Diese Information über den Detaillierungsgrad der Analysen ist daher für den Adressat sehr wichtig.

Die Dreiteilung der Dokumentation in Opinion Letter, Valuation Memorandum und Factual Memorandum hat einen formellen Charakter, der so in der Transaktionspraxis nicht durchgängig gelebt wird. Für die Informationsfunktion einer Fairness Opinion ist positiv, dass in der Dokumentation u.a. auf die Verfügbarkeit und Qualität der Daten eingegangen werden soll.³⁸ Es wäre dabei wünschenswert, wenn der Wirtschaftsprüfer in der Dokumentation – etwa in vergleichbarem Sinn wie § 8 UmwG in der sachverständigen Prüfung – auch auf generelle Bewertungsschwierigkeiten eingehen würde.³⁹ Bei Umsetzung des Grundgedankens dieser Vorschrift, nämlich die Adressaten über besondere Bewertungsschwierigkeiten zu informieren, würde der Fairness Opinion zusätzliche Aussagekraft verliehen. Formelhafte Erklärungen sollten dabei möglichst vermieden werden.

2. Erfüllung der Business Judgement Rule?

Ob eine Fairness Opinion, die nach den Grundsätzen des IDW ES 8 erstellt ist, eine hinreichende Erkenntnisquelle für den Vorstand darstellt, ist aufgrund des Wortlauts des Standards nicht automatisch zu bejahen. Bei der Auswahl des Dritten muss der Vorstand neben der Fachkompetenz und möglichen Interessenkonflikten auch die Plausibilität und Verbindlichkeit der Beratung sowie Kosten und Nutzen prüfen.⁴⁰ Wenn nunmehr der IDW ES 8 als Standard eine Reihe von Einschränkungen vorsieht, unter denen die Fairness Opinion abgegeben wird, ist fraglich, ob der Vorstand noch den Nutzen erlangt, den er durch deren Einholung erwartet. Der IDW weist dabei zu Recht darauf hin, dass die Fairness Opinion keinen Ersatz für die eigenverantwortliche Beurteilung des Transaktionspreises durch den Auftraggeber ist. Vor diesem Hintergrund hat der Auftraggeber Kosten und Nutzen einer Fairness Opinion nach IDW ES 8 abzuwägen.

So liegt z.B. der Fokus der Fairness Opinion nach IDW ES 8 auf der Verarbeitung und Analyse von Daten, nicht aber auf der eigenständigen Überprüfung der zugrunde liegenden Unterlagen. Es ist zwar nachvollziehbar, dass eine „Prüfung“ der vorgelegten Daten aus rein praktischen Überlegungen und in Hinblick auf die Zeit kaum möglich sein wird. Eine generelle Plausibilitätskontrolle und eine zumindest stichprobenweise Überprüfung der Widerspruchsfreiheit und Eignung der verfügbaren Daten für die Erstellung einer Fairness Opinion wären aber aus der Sicht eines Organs möglicherweise zur Erfüllung der Sorgfaltspflicht wünschenswert. Zu denken wäre etwa daran, inwieweit z.B. die vorgelegten Daten für

29 BGH, 3.3.2008 – II ZR 124/06, NZG 2008, 389.

30 Vgl. *Grundeis/Werder*, AG 2005, 825, 826.

31 OLG Frankfurt, 12.12.2007 – 17 U 111/07, AG 2008, 453 ff. Die Entscheidung muss vielmehr mit aller Sorgfalt branchenüblich vorbereitet werden. Voraussetzung für den von der Rechtsprechung eingeräumten Handlungsspielraum ist dementsprechend, dass die Entscheidung auf informierter Grundlage und nachvollziehbar getroffen wurde.“

32 OLG Düsseldorf, 9.12.2009 – I-6 W 45/09, AG 2010, 126 ff. dazu alle ihm zur Verfügung stehenden Erkenntnisquellen auszuschöpfen. ... sind gehalten, eigene Informationsquellen im Unternehmen zu schaffen sowie ihr Funktionieren zu überwachen und sie zu nutzen.“

33 OLG Celle, 28.5.2008 – 9 U 184/07, WM 2008, 1745 ff.

34 OLG Stuttgart, 25.11.2009 – 20 U 5/09, NZG 2010, 141.

35 Vgl. *Hölscher/Nestler/Otto*, Handbuch Financial Due Diligence, 2007, S. 351 ff.

36 Vgl. IDW ES 8 (Fn.2), Tz. 24.

37 Vgl. *Peemüller/Meister/Beckmann*, FB 2002, 203 ff.

38 Vgl. IDW ES 8 (Fn. 2), Tz. 52.

39 Vgl. hierzu z.B. IDW, WP Handbuch 2008, Bd. II, 13. Aufl. 2007, D75.

40 BGH, 14.5.2007 – II ZR 48/06, BB 2007, 1801–1803, mit BB-Komm. *Müller-Seils*, BB 2007, 1803, OLG Stuttgart, 25.11.2009 – 20 U 5/09, NZG 2010, 141; OLG Celle, 28.5.2008 – 9 U 184/07, WM 2008, 1745 ff.

die Fairness Opinion ausreichend aktuell sind oder im Abgleich mit Unternehmensnachrichten konsistent sind. Da eine Fairness Opinion gerade nicht gesetzlich geregelt ist, könnte der Wirtschaftsprüfer prinzipiell den Auftrag flexibel vereinbaren. Wird die Tätigkeit für eine Fairness Opinion aber quasi per IDW-Standard für den Berufsstand fixiert, ist dies für den Wirtschaftsprüfer (sofern er Mitglied des IDW ist⁴¹) grundsätzlich bindend. Eine Erweiterung des Tätigkeitsspektrums für den einzelnen Wirtschaftsprüfer auf Wunsch eines Auftraggebers kann hier möglicherweise zu Friktionen führen. Die Folge ist, dass die Anforderung an die Beschaffung anderweitiger Informationen für den Vorstand und die Entscheidung über die Angemessenheit – trotz Fairness Opinion – erhöht sind.

Insofern ist die Fairness Opinion, wie sie das IDW vorsieht, letztlich keine Garantie dafür, dass bei ihrem Vorliegen mehr oder weniger automatisch von einer angemessenen Informationsbeschaffung ausgegangen werden kann. Ein Vorstand, der die Anforderungen der Business Judgement Rule erfüllen möchte, müsste die Regelungen des IDW ES 8 daraufhin kritisch überprüfen, ob diese seinen Anforderungen genügen.

3. Unabhängigkeit des Wirtschaftsprüfers

Die Frage der Unabhängigkeit bei der Erstattung von Fairness Opinions wurde in der Literatur schon umfangreich diskutiert.⁴² So besteht z.B. ein offensichtlicher Konflikt, wenn der Ersteller einer unabhängigen Fairness Opinion im Zusammenhang mit der zu beurteilenden Transaktion weitere Beratungs- oder Finanzierungsleistungen erbringt. Insbesondere eine bereits über einen langen Zeitraum bestehende Geschäftsbeziehung zwischen Auftraggeber und Ersteller der Fairness Opinion ist als konfliktgefährdet zu beurteilen.

Der IDW ES 8, Tz. 52 sieht vor, dass in dem Opinion Letter eine „Erklärung zur Unabhängigkeit und Unparteilichkeit“ abgegeben werden muss, was der Wirtschaftsprüfer eigenverantwortlich prüfen muss. Wie diese Erklärung konkret auszuführen ist, bleibt offen. In der Praxis sind hier verschiedene Varianten, von einer formelhaften Erklärung bis zu einer Erläuterung möglicher Beziehungen zum Auftraggeber, denkbar. Die Empfehlungen des DVFA zur Erstellung von Fairness Opinions gehen in diesem sensiblen Punkt deutlich weiter: So hat der Ersteller alle vertraglichen Beziehungen mit den betreffenden Unternehmen, die Interessenskonflikte begründen können, offenzulegen (z.B. Abschlussprüfung). Ebenso sollte darauf hingewiesen werden, wenn für die Erstellung der Fairness Opinion eine erfolgsabhängige Vergütung oder eine Haftungsfreistellung vereinbart wurde.⁴³ Eine solche wie vom DVFA vorgesehene Dokumentation erhöht die Transparenz der Rolle des Erstellers einer Fairness Opinion und führt aufgrund dieser quasi öffentlichen Transparenz zu einem gewissen „Korrektiv“.

VI. Zusammenfassung

1. Der IDW ES 8 gibt genaue Vorgaben für eine von einem Wirtschaftsprüfer durchgeführte Fairness Opinion für die Auftragsannahme, wobei bestimmte Tätigkeiten – wie eine zumindest cursorische Durchsicht der Datenbasis – nicht vorgesehen sind. Der Auftraggeber sollte prüfen, ob der Auftragsumfang ausreicht oder ob in Hinblick auf die Erfüllung seiner Sorgfaltspflicht zumin-

dest einige Plausibilitätsprüfungen und Stichproben zur Informationsbasis an sich in das Auftragschreiben mit aufgenommen werden sollten. Durch die Bindung des Wirtschaftsprüfers an den Standard kann es hier aber zu Friktionen kommen, falls das IDW den jetzigen Entwurf des Standards unverändert verabschiedet.

2. Bei den Bewertungsthemen liegt der Schwerpunkt auf den Multiplikatorverfahren, die in einem möglichst analytischen Ansatz herangezogen werden sollten. Der Tiefgang der durchgeführten Analysen bei diesem Verfahren beeinflusst die Qualität der Ergebnisse.
3. Der IDW ES 8 erweckt den Eindruck, dass sich bei Anwendung weitgehend Standardformulierungen in den von Wirtschaftsprüfern erstellten Fairness Opinions finden werden. Der Nutzen einer Fairness Opinion dürfte für den Adressaten aber am größten sein, wenn formelhafte Beschreibungen nur selektiv verwendet werden und stattdessen die Rahmenbedingungen, die Informationsbasis, die Besonderheiten sowie Bewertungsschwierigkeiten der zu beurteilenden Transaktion aus der entsprechenden Perspektive individuell herausgearbeitet werden.
4. Gemäß IDW ES 8 soll der Wirtschaftsprüfer nach eigener Verantwortung seine Unabhängigkeit für die Erstellung der Fairness Opinion prüfen. Eine neutrale, transparente Darstellung bestehender Beziehungen des Wirtschaftsprüfers in der laufenden Transaktion (wie z.B. im DVFA-Standard vorgeschlagen) würde den Aussagegehalt einer Fairness Opinion nach IDW ES 8 erheblich stärken.

// Autoren

Dipl.-Kfm. Michael Graser ist Certified Valuation Analyst und Director bei der Valnes Corporate Finance GmbH, Frankfurt. Er ist Experte für die Bewertung von Unternehmen und immateriellen Vermögenswerten, Financial Due Diligences sowie für Kaufpreisallokationen.



Bettina C. Klüwer, RAin, ist Counsel bei Linklaters LLP, Frankfurt. Ihre Tätigkeitsschwerpunkte sind Unternehmenskäufe und -verkäufe, Joint Ventures sowie die gesellschaftsrechtliche Beratung von Restrukturierungen.



Dr. Anke Nestler ist öffentlich bestellte und vereidigte Sachverständige für Unternehmensbewertung sowie für die Bewertung immaterieller Vermögenswerte (IHK Frankfurt) und geschäftsführende Gesellschafterin der Valnes Corporate Finance GmbH, Frankfurt.



⁴¹ Laut Aussage des IDW ist die absolute Mehrheit der Wirtschaftsprüfer entweder direkt (85,62 % aller Wirtschaftsprüfer) oder über eine Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Mitglied des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V.

⁴² Vgl. hierzu z.B. Borowicz, M&A Review 2005, 257 ff., DVFA Expert Group „Fairness Opinion“, FB, 2007, 678; Davidoff, American University Law Review Vol. 55, 2006, 1586.

⁴³ Vgl. DVFA Grundsätze für Fairness Opinions, in: DVFA Finanzschriften Nr. 07/2008, insbes. Abschn. B.6.