

Fairness Opinions

Unternehmerische Entscheidungen absichern

ADVISORY

Bedeutende Managementinitiativen können mit Risiken verbunden sein, die sich auf die Vermögenslage eines Unternehmens auswirken, Einfluss auf dessen Wettbewerbsfähigkeit haben und im ungünstigsten Fall die Existenz bedrohen. Gerade im Zusammenhang mit Entscheidungen über Unternehmenstransaktionen, Restrukturierungsmaßnahmen und andere Investments oder Desinvestments sind Unsicherheiten nicht auszuschließen. Durch geeignete Maßnahmen zur Erfüllung von Sorgfaltspflichten lassen sich unternehmerische Entscheidungen absichern und Risiken für Management, Unternehmen und Anteilseigner eingrenzen.

Die Verankerung der Business Judgment Rule in § 93 Absatz 1 des Aktiengesetzes (AktG) verdeutlicht die gestiegenen Anforderungen an Vorstände und Aufsichtsräte von Aktiengesellschaften in Bezug auf unternehmerische Entscheidungen. Das Kriterium einer angemessenen Informationsgrundlage ist damit bei allen unternehmerischen Entscheidungen zu berücksichtigen. Auch wenn die Business Judgment Rule zunächst nur für Aktiengesellschaften verbindlich ist, werden sich die Regelungen auch auf andere Rechtsformen auswirken.

Unternehmerisches Handeln hat vor allem ein nachhaltiges Ziel: die Wertmaximierung für die Anteilseigner. Dies vorausgesetzt, basiert der Erfolg einer unternehmerischen Initiative auch darauf, dass eine adäquate Bewertung durchgeführt und auf dieser Basis eine angemessene Leistung erbracht oder Gegenleistung erzielt wird.

Eine Fairness Opinion als Stellungnahme eines unabhängigen, sachverständigen Dritten zur finanziellen Angemessenheit einer unternehmerischen Initiative sichert Entscheider ab. Die Unabhängigkeit des Erstellers ist dabei ein wesentliches Qualitätskriterium für Objektivität, Glaubwürdigkeit und Aussagekraft einer Fairness Opinion.

Unternehmerische Entscheidungen im Licht der Sorgfaltspflichten

Jede unternehmerische Initiative birgt Chancen und Risiken – für das Unternehmen, für Anteilseigner, Arbeitnehmer, Kredit gewährende Banken und andere Geschäftspartner. Dies gilt für Unternehmenstransaktionen und Restrukturierungsmaßnahmen ebenso wie für alle Arten von Investitions- und Desinvestitionsentscheidungen sowie für das Eingehen bedeutender Verträge, den Abschluss von Geschäften mit nahestehenden Personen und für viele andere unternehmerische Handlungen.

Auch wenn davon auszugehen ist, dass diese Entscheidungen immer darauf ausgerichtet sind, das Wohl oder gegebenenfalls auch das Überleben eines Unternehmens zu sichern, lassen sich Unsicherheiten zum Zeitpunkt der Entscheidung häufig nicht ausschließen.

Im Sinne der gesetzlichen Sorgfaltspflichten sind Entscheidungen auf einer hinreichenden Informationsbasis zu treffen. Darüber hinaus sind diese Informationsgrundlagen umfassend zu dokumentieren. Anteilseigner und Aufsichtsgremien sind auf diese Dokumentation angewiesen, um nachvollziehen und beurteilen zu können, ob das Management bei der

Entscheidungsfindung die Interessen des Unternehmens vertreten und alle erforderlichen Informationen eingeholt hat. Vorstände und Aufsichtsräte stehen in der Beweispflicht und müssen belegen können, dass sie ihre Sorgfaltspflichten in diesem Punkt erfüllt haben – insbesondere wenn ihre Entscheidungen im Nachhinein auf den Prüfstand gestellt werden.

Herausforderung Unternehmens- transaktion: Entscheidungen zwischen Chance und Risiko

Neben Restrukturierungen oder bedeutenden Investitionen und Desinvestitionen zählen insbesondere Unternehmenstransaktionen zu den Entscheidungsbereichen, die von erheblichen Unsicherheitsfaktoren und Risiken geprägt sind. Die Trag-



Die Business Judgement Rule

Bei wesentlichen unternehmerischen Initiativen ist das Management verpflichtet, die Entscheidung abzusichern und Informationslücken zu schließen. Eine umfassende Dokumentation dient den Verantwortlichen als Nachweis, dass sie zum Zeitpunkt der Entscheidung zum Wohl des Unternehmens gehandelt haben und eine hinreichende Informationsbasis zur Verfügung stand.

Nach der in § 93 Absatz 1 Satz 2 AktG kodifizierten Business Judgement Rule liegt eine Verletzung der Sorgfaltspflichten nicht vor, wenn das Vorstandsmitglied bei einer unternehmerischen Entscheidung

vernünftigerweise annehmen durfte, auf der Grundlage angemessener Information zum Wohle der Gesellschaft zu handeln. Die Business Judgement Rule ist auf die Sorgfaltspflicht und Verantwortlichkeit von Aufsichtsräten sinngemäß anzuwenden (§ 116 Satz 1 in Verbindung mit § 93 Absatz 1 Satz 2 AktG).

Zum Anwendungsbereich der Business Judgement Rule hebt die Gesetzesbegründung ausdrücklich hervor, dass das Ermessen bei unternehmerischen Entscheidungen nicht auf den Haftungstatbestand des § 93 AktG und nicht auf die Aktiengesellschaft beschränkt ist, sondern sich auch ohne positiv-rechtliche Regelung in allen Formen unternehmeri-

scher Betätigung findet (vergleiche Deutscher Bundestag, 15. Wahlperiode, Drucksache 15/5092 vom 14. März 2005, Seite 12). Insofern ist davon auszugehen, dass die Regelung in § 93 AktG auch Ausgangspunkt für die weitere Rechtsentwicklung und eine Erweiterung des Anwendungsbereichs (beispielsweise auf die Rechtsform der GmbH) sein wird.

Ziel der Business Judgement Rule ist es, einen Haftungsfreiraum für Entscheider zu schaffen, ohne deren eigenverantwortlichen Handlungsspielraum einzuschränken.

Absicherungsmöglichkeiten durch eine Fairness Opinion

weite einer Unternehmenstransaktion erfordert im Vergleich zu anderen Aktivitäten innerhalb der „normalen“ Geschäftstätigkeit eines Unternehmens eine erhöhte Sorgfalt der Unternehmensführung. Vor diesem Hintergrund ist insbesondere die Festlegung des Transaktionspreises eine herausfordernde Aufgabe. Die Höhe des Transaktionspreises ist maßgebend für die Vorteilhaftigkeit einer solchen unternehmerischen Initiative und bewertet Leistung und Gegenleistung aus finanzieller Sicht.

Das Verfehlen der durch eine Unternehmenstransaktion erwarteten Ziele oder das Scheitern einer Transaktion kann eine Vielzahl von Ursachen haben und mit erheblichen Nachteilen für die beteiligten Unternehmen verbunden sein. Dies kann zur Verschlechterung der Wettbewerbssituation des Unternehmens bis hin zur Existenzbedrohung führen. Ein solches Scheitern kann darüber hinaus für Unternehmensführung und Aufsichtsgremien rechtliche Konsequenzen nach sich ziehen.

Neben Fehlern in der Transaktionsvorbereitung und -durchführung werden häufig auch unangemessene Transaktionspreise für das Scheitern von Unternehmenstransaktionen verantwortlich gemacht. Auf Käuferseite sind hierfür in der Mehrheit der Fälle überhöhte Kaufpreise verantwortlich. Verkäufer sind darauf angewiesen, dass sie einen adäquaten Verkaufspreis erzielen. Werte und erzielbare Preise können dabei erheblich voneinander abweichen – ein Umstand, der auf eine Vielzahl von Ursachen zurückgeführt werden kann.

Durch Fairness Opinions können Vorstände und Geschäftsführer wesentliche Entscheidungen absichern und Risiken eingrenzen. Sie sind ein anerkanntes Instrument sorgfältiger Unternehmensführung und können die in der Business Judgement Rule des Aktiengesetzes (§ 93 Absatz 1 Satz 2) formulierte Verpflichtung zur sorgfältigen Prüfung von unternehmerischen Handlungen erfüllen.

Im Rahmen von Fairness Opinions würdigen die Ersteller die finanzielle Angemessenheit von Leistung und Gegenleistung, beispielsweise bei folgenden Anlässen:

- Anlässlich von Käufen und Verkäufen von Unternehmen, Unternehmensanteilen oder wesentlichen Vermögenswerten begrenzen Fairness Opinions das Risiko, dass zu hohe Leistungen erbracht beziehungsweise Kaufpreise bezahlt oder zu geringe Gegenleistungen beziehungsweise Verkaufspreise akzeptiert werden.
- Börsennotierten Zielunternehmen dient eine Fairness Opinion im Rahmen öffentlicher Unternehmensübernahmen insbesondere zur Unterstützung von Aufsichtsrat und Vorstand hinsichtlich ihrer Informationspflichten gegenüber den Aktionären.
- Im Falle von bedeutenden operativen Investitionsentscheidungen nehmen Fairness Opinions eine Beurteilung vor, ob die Rückflüsse aus der Investition in einem angemessenen Verhältnis zur Investitionssumme stehen.
- Bei Transaktionen zwischen nahestehenden Personen verhindern Fairness Opinions interessen geleitete Entscheidungen zu Lasten der Unternehmenseigner.

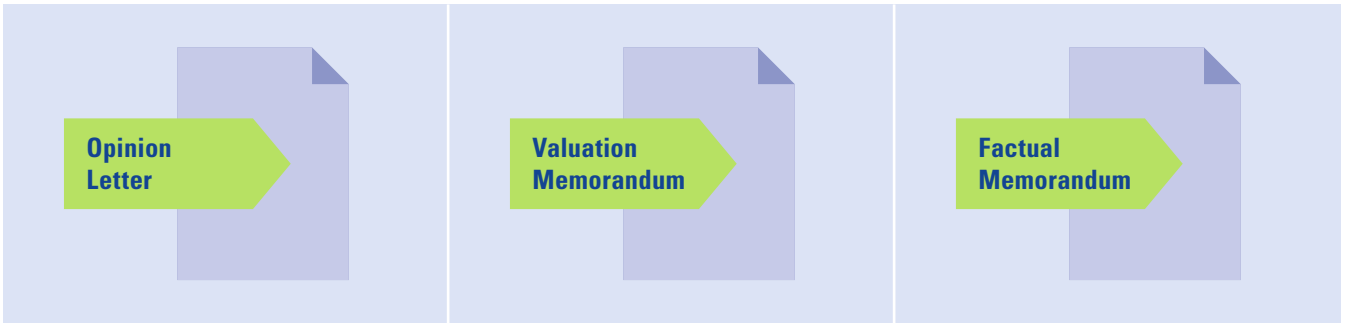
- Im Falle von Transaktionen zwischen einzelnen Fondsgesellschaften dienen Fairness Opinions als Nachweis der Angemessenheit des Vermögenstausches.
- Anlässlich von Restrukturierungsmaßnahmen ermitteln unabhängige Sachverständige geeignete Maßstäbe, um Entscheidungen, die zum Beispiel unter Auflagen oder zum Erhalt eines Unternehmens getroffen werden müssen, abzusichern.
- Im Falle von gerichtlichen Auseinandersetzungen erfüllen Fairness Opinions Dokumentations- und Beweispflichten.
- Schließlich werden Fairness Opinions auch anlässlich von Nachverhandlungen und Kaufpreisanpassungen genutzt, um als unabhängiges Instrument Entscheidungsgrundlagen nachvollziehbar zu dokumentieren.

Nutzen und Aussagekraft einer Fairness Opinion hängen in hohem Maße davon ab, dass die Dokumentation und Würdigung von einem unparteiischen und sachverständigen Dritten durchgeführt wird und den neuesten Erkenntnissen und Standards entspricht. Fairness Opinions unterstützen somit die Entscheidungsträger. Sie tragen zur Sicherheit unternehmerischer Initiativen sowie zur Steigerung der Qualität von Entscheidungsprozessen bei und reduzieren die Kosten wie auch das Risiko von Fehlentscheidungen. Die Gefahr von interessen geleiteten Entscheidungen wird erheblich reduziert.



Bestandteile einer Fairness Opinion

Eine Fairness Opinion besteht grundsätzlich aus drei Bestandteilen: Opinion Letter, Valuation Memorandum und Factual Memorandum.



Der **Opinion Letter** ist die eigentliche Fairness Opinion. Er beinhaltet eine ausführliche schriftliche Stellungnahme zur Angemessenheit der zu beurteilenden Leistung beziehungsweise Gegenleistung. Darüber hinaus enthält er eine Beschreibung der unternehmerischen Initiative, die Festlegung des Beurteilungsmaßstabs für die Angemessenheit, die angewandten Verfahren (beispielsweise kapitalwertorientierte Bewertungsverfahren, Börsenkursanalysen, marktpreisorientierte Verfahren), die zugrunde gelegten Informationen, die Angabe wesentlicher Bewertungsparameter unter Beachtung von Geschäftsgeheimnissen sowie die in die Beurteilung einbezogenen Informationen. Der Opinion Letter schließt mit einer eindeutigen und begründeten Stellungnahme, die wie folgt lauten könnte:

„Auf Basis der von uns durchgeführten und vorstehend dargestellten Analysen sind wir der Ansicht, dass der Transaktionspreis für die vorgesehene Transaktion aus Sicht der Muster AG in finanzieller Hinsicht angemessen ist. Beurteilungstichtag dieser Fairness Opinion ist [Datum].“

Das **Valuation Memorandum** ergänzt den Opinion Letter um detaillierte Informationen, auf denen die Stellungnahme beruht. Einen Schwerpunkt bildet dabei neben den Bewertungsergebnissen insbesondere die detaillierte Beschreibung der Bewertungsmethoden und -annahmen. Zusätzlich werden detaillierte Informationen über die unternehmerische Initiative, den Entscheidungsprozess, die Börsenkursentwicklung sowie die Analyse des Kapitalmarkt- und Transaktionsumfelds aufgenommen.

Opinion Letter und Valuation Memorandum können in Abhängigkeit von der vertraglich mit dem Auftraggeber getroffenen Absprache veröffentlicht werden.

Das **Factual Memorandum** fasst zusätzlich vertrauliche und ausführliche Finanzinformationen für die Beurteilung des Transaktionspreises zusammen. Das Factual Memorandum ist nicht zur Veröffentlichung bestimmt und ist wesentlicher Bestandteil der Dokumentation der zum Entscheidungszeitpunkt verfügbaren Informationen.



Was Sie zu Fairness Opinions wissen sollten

Welchen Nutzen hat eine Fairness Opinion?

Bei bedeutenden unternehmerischen Initiativen (beispielsweise Transaktionen, Restrukturierungen) dient die unabhängige und unparteiische Beurteilung der Angemessenheit von Transaktionspreisen oder anderen finanziellen Entscheidungsgrundlagen der Absicherung des Managements im Entscheidungsprozess.

Aufgrund fehlender Informationen ist es Aufsichtsgremien und Anteilseignern oft schwer möglich, die finanzielle Angemessenheit einzuschätzen. Fairness Opinions – als fachliche Stellungnahme zu einem Entscheidungsprozess – schließen diese Lücke. Als Stellungnahme eines unabhängigen Sachverständigen verhindern sie interessen geleitete Entscheidungen.

Eine Fairness Opinion dient der Dokumentation, dass der Angebotspreis auf einer angemessenen Informationsbasis festgelegt beziehungsweise beurteilt wurde und dass kein unangemessener Preis gezahlt wird. Die Fairness Opinion liefert somit Sicherheit bei der Entscheidungsfindung und einen wichtigen Beitrag zur verlässlichen Dokumentation der Erfüllung von Sorgfaltspflichten im Sinne der Business Judgement Rule.

Im Rahmen von öffentlichen Erwerbs- und Übernahmeangeboten ergänzt sie die Stellungnahme von Vorstand und Aufsichtsrat der Zielgesellschaft zum Übernahmeangebot (§ 27 Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz – WpÜG). Durch die Einholung einer Fairness Opinion kann von Vorstand und Aufsichtsrat geprüft werden, ob das Angebot des Bieters für die eigenen Aktionäre finanziell angemessen ist.

Für welche unternehmerischen Initiativen sind Fairness Opinions sinnvoll?

Eine Fairness Opinion liefert Transparenz bezüglich aller Arten von unternehmerischen Entscheidungen im Hinblick auf den Transaktionspreis, die Investitionskosten oder Wirtschaftlichkeitsaspekte. Bei Transaktionen ist sie sowohl für die Käuferseite wie auch für die Verkäuferseite von hohem Wert. Dies gilt insbesondere für folgende Anlässe:

- Käufe und Verkäufe von Unternehmen, Unternehmensanteilen oder wesentlichen Vermögenswerten
- Weitere bedeutende, unter anderem operative Investitionsentscheidungen
- Öffentliche Erwerbs- und Übernahmeangebote
- Transaktionen zwischen nahestehenden Personen
- Transaktionen zwischen einzelnen Fondsgesellschaften (beispielsweise Private Equity-Fonds)
- Restrukturierungsmaßnahmen
- Finanzierungsentscheidungen
- Gerichtliche Auseinandersetzungen
- Nachverhandlungen und Kaufpreisanpassungen

Welchen Anforderungen muss die Fairness Opinion genügen?

Qualifizierte Fairness Opinions sind hinsichtlich Vorgehensweise, Beurteilungsmaßstab, angewandten Verfahren und Nachvollziehbarkeit sowie Berichterstattung nach berufsständischen Standards zu erstellen.

Vor diesem Hintergrund hat das Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. (IDW) den Entwurf eines IDW-Standards „Grundsätze für die Erstellung von Fairness Opinions (IDW ES 8)“ erarbeitet.

Fairness Opinions, die diesen neu veröffentlichten Standard umsetzen, sind für Vorstände, Geschäftsführer und Aufsichtsräte ein zuverlässiger Nachweis der Einhaltung von Sorgfaltspflichten.

Wann kommt die Fairness Opinion zum Tragen?

Fairness Opinions nehmen zur finanziellen Angemessenheit zum Zeitpunkt einer Entscheidung eindeutige Stellung.

Sie spannen im Vorfeld einer Maßnahme ein zusätzliches Sicherheitsnetz und liefern zum Zeitpunkt der Entscheidung eine unabhängige sowie unparteiische Sicht auf die vorliegenden Informationen und eine Beurteilung der finanziellen Angemessenheit der unternehmerischen Initiative.

Eine nachträgliche Erstellung von Fairness Opinions ist in Einzelfällen möglich, erschwert aufgrund der fehlenden zeitlichen Nähe zum Entscheidungszeitpunkt allerdings den Nachweis der Angemessenheit.

In gerichtlichen Auseinandersetzungen kann eine solche nachträgliche Erstellung trotzdem klärend und entlastend für die Beweisführung sein.

Anforderungen an eine Fairness Opinion und an deren Ersteller

Unsere Leistungen

Unabhängigkeit und Unparteilichkeit

Der unparteiische Dritte darf keine eigenen Interessen im Zusammenhang mit der zu beurteilenden unternehmerischen Initiative verfolgen und dabei insbesondere nicht in Abhängigkeit vom erfolgreichen Zustandekommen der Maßnahme oder in Abhängigkeit einer positiven Aussage zur Angemessenheit vergütet werden.

Fachliche Qualifikation und Erfahrung

Fachliche Qualifikation und Reputation auf dem Gebiet der Unternehmensbewertung sind notwendige Voraussetzungen für die qualifizierte Erstellung einer Fairness Opinion. Darüber hinaus sind neben Transaktions- und Branchenerfahrung jedoch auch fundierte Kenntnisse der Rechnungslegung sowie der gesellschaftsrechtlichen und steuerrechtlichen Rahmenbedingungen erforderlich.

Konformität mit Standards

Hohe Verlässlichkeit und Akzeptanz erlangen Fairness Opinions, wenn sie auf Basis der berufsständischen Standards erstellt werden und insbesondere dem Entwurf des IDW-Standards „Grundsätze für die Erstellung von Fairness Opinions (IDW ES 8)“ entsprechen.

Umfang und Veröffentlichung der Berichterstattung

Veröffentlichte Fairness Opinions waren in der Vergangenheit zumeist kurze Schreiben, die neben der Kernaussage zur finanziellen Angemessenheit keine weiteren wesentlichen Informationen enthielten. Aussagekraft und Nachvollziehbarkeit steigen jedoch erheblich mit einer umfangreichen Berichterstattung, in der die Vorgehensweise bei der Würdigung des Transaktionspreises oder anderer finanzieller Entscheidungsgrundlagen umfangreich dokumentiert und das Ergebnis begründet wird.

- Aussagekräftige Fairness Opinions zur Absicherung unternehmerischer Entscheidungen
- Gewährleistung der notwendigen Unabhängigkeit
- Professionelle Berichterstattung, die das Management zur Information von Aufsichtsgremien und Anteilseignern über die finanzielle Angemessenheit von Transaktionspreisen und anderen wirtschaftlichen Entscheidungen nutzen kann
- Erstellung von Fairness Opinions unter Beachtung des Entwurfs des IDW-Standards „Grundsätze für die Erstellung von Fairness Opinions (IDW ES 8)“ des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V.
- Langjährige Erfahrung durch umfassende Expertise im Bereich der Unternehmensbewertung
- Kombination von Transaktions- und Branchenerfahrung sowie fundiertes Wissen und umfangreiche Erfahrung in Unternehmensbewertung und Rechnungslegung einschließlich weiterer relevanter Aspekte (beispielsweise Gesellschaftsrecht und Steuern)
- Umfassende Erfahrung bei der Vorbereitung und Begleitung von Hauptversammlungen, bei denen unternehmerische Entscheidungen beschlossen werden oder bei denen Vorstand und/oder Aufsichtsrat bestimmte wirtschaftliche Entscheidungen begründen müssen

Kontakt

KPMG AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, München

Wirtschaftsprüfer, Steuerberater

Michael Salcher
Partner
T +49 89 9282-1239
msalcher@kpmg.com

KPMG AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, München

Wirtschaftsprüfer, Steuerberater

Gertraud Dirscherl
Partner
T +49 89 9282-1200
gdirscherl@kpmg.com

KPMG AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Frankfurt am Main

Wirtschaftsprüfer, Steuerberater

Gernot Zeidler
Partner
T +49 69 9587-2864
gzeidler@kpmg.com

KPMG AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, München

Wirtschaftsprüfer, Steuerberater

Thomas Kupke
Associate Director
T +49 89 9282-1543
tkupke@kpmg.com