

GASTBEITRAG

Fairness Opinions: Blankoscheck für Unternehmenstransaktionen?

VON CHRISTIAN STRENGER UND BERNHARD SCHWETZLER *)

Börsen-Zeitung, 3.1.2009

Gerade jüngere Unternehmenstransaktionen rücken schon bald erneut ins Blickfeld: durch den Einbruch der Wirtschaft und der Börsenkurse drohen durch „Impairments“ signifikante Abschreibungen auf erworbene Firmenwerte. Vorstände und Aufsichtsräte sehen sich zunehmend kritischen Aktionärsfragen und Haftungsrisiken ausgesetzt. Fairness Opinions, die der Beurteilung der finanziellen Angemessenheit einer Transaktion dienen sollen, gewinnen daher an Bedeutung. Kürzlich hat eine Expertengruppe der DVFA marktbezogene Anforderungen an solche Fairness Opinions entwickelt (www.dvfa.de), um dem Kapitalmarkt angemessene Standards vorzugeben.

Hohe Bewertungen

Das stark angewachsene globale M&A-Geschäft (4,5 Bill. Dollar 2007) lässt heute viele Unternehmenstransaktionen als deutlich zu hoch bewertet erscheinen. Markante Wertberichtigungen mit entsprechend negativer Auswirkung auf die Bilanz sind also vorgegeben. Manches Unternehmen wurde durch eine große Akquisition in erhebliche Schwierigkeiten gebracht:

– Schaefflers hoch fremdfinanziertes Übernahmeangebot an die Aktionäre der Continental AG (16 Mrd. Euro) erweist sich bereits vier Monate später als deutlich überzahlt (was sich auch in einem zwischenzeitlich mehr als halbierten Börsenkurs ausdrückt).

– Der ebenfalls stark durch Schuldenaufnahme finanzierte Hanson-Erwerb der Heidelberg Cement (14 Mrd. Euro) belastet auch die Merckle-Gruppe überproportional.

– Die im Sommer 2007 von der Hypo Real Estate übernommene Depfa plc (für 5,7 Mrd. Euro) ist wesentlicher Auslöser der gravierenden Krise der Bank. Dies führte allein im dritten Quartal 2008 zu Firmenwert-Abschreibungen von 2,3 Mrd. Euro.

Bei Publikumsgesellschaften erfolgen diese Transaktionen regelmäßig ohne direkte Zustimmung der Aktionäre. Kritische Fragen über die Werthaltigkeit sind auch aus dem Blick-

winkel rechtlicher Konsequenzen zu beantworten: Wurde von den Entscheidungsträgern bei der Abwägung der Risiken die erforderliche Sorgfalt der „Business Judgment Rule“ gewahrt? Dies ist dann unproblematisch, wenn die Risiken im Zeitpunkt der Akquisition nachhaltig werterhöhende Renditen versprochen. Kritisch wird es, wenn sich die Bewertung schon bald als deutlich überzogen herausstellt.

Bei der Beurteilung dieser Fälle sollte allerdings berücksichtigt werden, dass Akquisitionsentscheidungen regelmäßig mit schwer kalkulierbaren Risikofaktoren wie zukünftigen Marktbedingungen oder Kapitalmarktverhältnissen verbunden sind. Dennoch: Vorstand und Aufsichtsrat werden ggf. nachweisen müssen, dass sie die wesentlich durch § 93 i. V.

m. § 116 Aktiengesetz bestimmten Sorgfaltspflichten erfüllt haben. Beide Organe müssen sich also sorgfältig über die damit verbundenen Risiken sowie die Angemessenheit der gebotenen bzw. erhaltenen Gegenleistung informieren.

Die Organe können hierzu beratende Unterstützung von externen Experten in Anspruch nehmen. Immer öfter wird dabei eine Fairness Opinion eines externen Sachverständigen zur finanziellen Angemessenheit der Unternehmenstransaktion herangezogen, um eine angemessene Informationsgrundlage für die Transaktionsentscheidung gegenüber der Gesellschaft und den Aktionären dokumentieren zu können.

Kein Blankoscheck

Ziel einer Fairness Opinion sollte somit ein transparent nachvollziehbarer Entscheidungsprozess, aber kein Blankoscheck für die Organe sein. Voraussetzung dafür ist, dass die Ersteller von Fairness Opinions bestimmte Anforderungen bezüglich des Inhalts, der Transparenz sowie der Unabhängigkeit erfüllen.

Die Erfahrungen aus der Praxis zeigen jedoch, dass im Umgang mit Fairness Opinions noch signifikante Defizite bestehen. Die von einer DVFA-Expertengruppe (bestehend aus Experten für Gesellschaftsrecht,

Investment Banking, Private Equity und Kapitalmarktfragen sowie Unternehmensvertretern) jetzt vorgelegten Grundsätze geben detaillierte Best-Practice-Empfehlungen:

1. Grundsätze zum Umgang mit Transparenz und Urteilsbildung

Fairness Opinions werden bisher selten veröffentlicht. Im Fall der Zielgesellschaft werden die Inhalte meist nur stark zusammengefasst im Zusammenhang mit der im WpÜG geforderten Stellungnahme (§ 27 WpÜG) wiedergegeben: So weisen die Organe der Continental AG in der Stellungnahme zum ersten Übernahmeangebot von Schaeffler lediglich auf die „Unterstützung“ von zwei Investmentbanken bei der Beurteilung des Angebots hin, ohne explizit den Begriff „Fairness Opinion“ zu verwenden. Im Fall Heidelberg Cement/Hanson verweist die gemeinsame Stellungnahme nach Rule 2.5 Takeover Act (UK) lediglich auf die beratende Bank der Zielgesellschaft, welche die Übernahmekonditionen als angemessen bewertet.

Dass der Vorstand eines Bieterunternehmens eine Fairness Opinion einholt, wird auch nur in Ausnahmefällen publik: Im Fall der Akquisition der Depfa durch die Hypo Real Estate wurde in der Stellungnahme des Vorstands für die Ausnutzung des genehmigten Kapitals kurz darauf hingewiesen, dass die Angemessenheit der Transaktionsbedingungen auch durch eine Fairness Opinion einer Investmentbank bestätigt wurde. Zusätzlich wurde noch auf das für die Werthaltigkeitsprüfung der Sacheinlage eingeholte Bewertungsgutachten nach IDW S1 verwiesen.

Ob der Vorstand lediglich auf eine Fairness Opinion verweist oder sie seinen Aktionären zugänglich macht, steht zwar in seinem eigenen Ermessen. Gerade durch das generell steigende Transparenzgebot sollte die Publizität aber zunehmen.

Bezüglich des Inhalts formulieren die DVFA-Grundsätze folgende Anforderungen:

– Die Grundzüge der Urteilsbildung (z. B. verwendete Bewertungsmethoden) sollen nachvollziehbar dargestellt werden.

– Bezüglich der Beurteilung der „Fairness“ und der Wahl der verwen-

deten Bewertungsmethode gilt der Grundsatz „Transparenz vor Regulierung“. Die Empfehlungen geben keine Bewertungs- und Beurteilungsmethodik vor, formulieren jedoch Empfehlungen für deren konsistente Anwendung und Offenlegung. Für die Beurteilung der finanziellen Angemessenheit ist der Transaktion ein geeigneter Vergleichsmaßstab gegenüberzustellen.

Zentral ist auch das Stichtagsprinzip: Die Fairness Opinion muss deutlich machen, auf welchen Zeitpunkt sich die Beurteilung der Angemessenheit bezieht. Dieser Stichtag muss für das zu beurteilende Angebot und die herangezogenen Vergleichsmaßstäbe identisch sein. Es sind lediglich solche Vergleichsmaßstäbe zulässig, die tatsächliche Alternativen des Anteilseigners im Zeitpunkt des Übernahmeangebots abbilden.

Als Stichtag wird der Zeitpunkt der Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe eines Angebots nach § 10 Abs. 1 WpÜG durch das Bieterunternehmen empfohlen. Für die Zielgesellschaft ist unter bestimmten Bedingungen die Berücksichtigung von Einflüssen vor und nach dem Stichtag zulässig: Tritt nach dem Stichtag eine deutliche Veränderung des Kapitalmarktumfelds ein, so kann diese über eine Wertaufhellungsregel berücksichtigt werden. In begründeten Ausnahmefällen (z. B. bei Auftreten deutlicher außergewöhnlicher spekulativer Einflüsse auf den Börsenkurs bereits vor dem Stichtag) ist die Wahl eines Stichtags vor dem Zeitpunkt der Angebotsveröffentlichung zulässig.

Zur Bildung des Gesamturteils

werden regelmäßig mehrere verschiedene Beurteilungsmaßstäbe herangezogen. Die Grundsätze fordern, dass neben den angewendeten Vergleichsmaßstäben auch die Aggregation der unterschiedlichen Einzelergebnisse zum Gesamturteil offengelegt wird.

– Für die Bietergesellschaft können die Publizitäts- und Transparenzanforderungen deutlich niedriger ausfallen: Allgemeine Angaben zu den verwendeten Bewertungsmethoden sind ausreichend, da detaillierte Aussagen zur Ermittlung des Angebotspreises bei noch laufenden Verfahren die Verhandlungsposition der Bieter gegenüber der Zielgesellschaft schwächen können.

2.Grundsätze zum Umgang mit Interessenkonflikten

Wesentlich ist hierbei der sachgerechte Umgang mit potenziellen Interessenkonflikten der Verfasser der Opinion, insbesondere wenn gleichzeitig eine erfolgsabhängig vergütete Beratung bei der zu beurteilenden Transaktion erfolgt. Die DVFA-Grundsätze fordern, alle möglichen Interessenkonflikte in der Fairness Opinion in vollem Umfang offenzulegen. Hier sind bei den öffentlich zugänglichen Fairness Opinions noch deutliche Abweichungen festzustellen: So waren nach dem HHL/D&P Fairness Opinion Monitor 2007 in mehr als einem Drittel der Fälle keine Aussagen über ein ggf. vereinbartes Beratungsmandat des Erstellers der Fairness Opinion enthalten.

Weitere Vorgabe ist, dass die Vergütung für die Fairness Opinion unabhängig von der damit verbundenen Beurteilung sein soll. Wurde im

Zusammenhang mit anderen Beratungsleistungen der geplanten Transaktion eine erfolgsabhängige Vergütung vereinbart, so sind neben diesem Sachverhalt auch die Faktoren, von denen diese Vergütung abhängig ist, offenzulegen.

– Schließlich wurde bei der Ausarbeitung der Grundsätze intensiv die Frage diskutiert, ob die Fairness Opinion auch Interessenkonflikte des Managements bei einem Übernahmeangebot behandeln sollte. Die DVFA-Grundsätze haben sich nicht dafür ausgesprochen, da der Umgang mit Interessenkonflikten der Organe der Bieter- bzw. Zielgesellschaft bereits gesetzlich (WpÜG, AktG) vollumfänglich geregelt ist.

Best-Practice-Vorgabe

Können Fairness Opinions wesentlicher Bestandteil gelungener M& A-Transaktionen sein? Auch wenn dies hoch gegriffen ist: Eine Opinion, die anspruchsvollen Kriterien der Transparenz über die Angemessenheit, die Bewertungsmaßstäbe und die Interessenkonflikte der Parteien bzw. der Ersteller genügt, ermöglicht den vorrangig betroffenen Aktionären, die sachgemäße Verwendung ihres Risikokapitals nachzuvollziehen. Gleichmaßen sind die DVFA-Grundsätze aber auch für die mit der Transaktion befassten Parteien eine gute Best- Practice-Vorgabe, um die Erfüllung ihrer durch die Business Judgment Rule und sonstige Vorschriften bestehenden Pflichten zu dokumentieren.