

Fairness Opinion und Angemessenheitsprüfung des Kaufpreises – Lehren aus dem Fall EnBW

Von Christoph Wöllny, Berlin*

Eine Fairness Opinion ist ein Prüfungsurteil zur finanziellen Angemessenheit eines Transaktionspreises. Unternehmensorgane holen beim Kauf und Verkauf von Unternehmen eine Fairness Opinion ein, um die Angemessenheit der Transaktion durch einen unabhängigen und sachverständigen Dritten verifizieren zu lassen. Diese Vorgehensweise erklärt sich auch aus Haftungsgesichtspunkten, die sich aus § 93 Abs. 1 Satz 2 AktG bzw. der sog. Business Judgement Rule ergeben. Eine Entscheidung im Rahmen unternehmerischen Ermessens befreit damit Vorstände und GmbH-Geschäftsführer nicht von der Einholung fachkundigen Rates. Der fachkundige Rat kann in einer Fairness Opinion bestehen. Der Wert einer Fairness Opinion ist anlässlich eines möglicherweise überhöhten Preises für den Kauf von EnBW-Anteilen jüngst in die Kritik geraten. Grund genug das Vorgehen zur Ermittlung einer Fairness Opinion im Fall des Kaufs einer Beteiligung oder eines Unternehmens auf den Prüfstand zu stellen.

1. Die Vorgeschichte im Fall EnBW

Das Land Baden-Württemberg hatte Ende 2010 eine 45%ige Beteiligung am Energiekonzern EnBW vom Anteilseigner EdF zum Preis von 4,67 Mrd. € erworben. Grundlage hierfür war die Fairness Opinion einer mit dem Kauf beauftragten Investmentbank. Der Landesrechnungshof Baden-Württemberg hatte den Vorgang untersucht und in seinem Bericht vom 26. 6. 2012 kritisiert, dass für die Transaktion eine Unternehmensbewertung auf Basis einer Unternehmensplanung und eine Due Diligence hätten erstellt werden müssen, eine Fairness Opinion sei keine Bewertung im engeren Sinne und nicht ausreichend gewesen¹. 2012 wurde eine Wirtschaftsprüfungsgesellschaft mit der Analyse und Bewertung der damaligen Transaktion beauftragt. Das Ergebnis dieser Bewertung lautet, das Land Baden-Württemberg habe für die Beteiligung 840 Mio. € zuviel bezahlt, der von der Investmentbank verwendete Paketzuschlag sei unbegründet und die von der Investmentbank für die Bewertung im Rahmen der Fairness Opinion herangezogenen Vergleichstransaktionen seien weder vergleichbar noch aktuell².

2. Die Verwendung der Fairness Opinion in der Praxis

Der Vorstand leitet die Gesellschaft nach § 76 AktG in eigener Verantwortung. Allerdings ist er dabei verpflichtet, alle zur Verfügung stehenden Erkenntnisquellen auszuschöpfen³. Handlungen des Vorstands gelten damit als die eines ordentlichen und gewissenhaften Geschäftsleiters und Pflichtverletzungen können ausgeschlossen werden, wenn der Vorstand gemäß § 93 Abs. 1 Satz 2 AktG Entscheidungen auf der Grundlage angemessener Informationen trifft. Auf GmbH-

Geschäftsführer und deren Handlungen als ordentliche und gewissenhafte Geschäftsleiter (§ 43 Abs. 1 GmbHG) ist diese Vorschrift entsprechend anzuwenden⁴. Die Angemessenheit der bei Vorständen und Geschäftsführern für eine Entscheidung verfügbaren Kenntnisse und Information ist danach zu beurteilen, wie risikoreich eine zu beurteilende Entscheidungssituation ist⁵. Als besonders risikoreich gelten der Kauf und Verkauf von Unternehmen oder Beteiligungen, woraus sich entsprechend strenge Anforderungen an die Kenntnis und Informationsbasis ergeben. Die Fairness Opinion hat sich für diese Fälle als Informationsmittel in den USA, Großbritannien, Frankreich, Österreich und der Schweiz in unterschiedlicher Ausprägung der Kodifizierung etabliert⁶. In Deutschland existiert demgegenüber keine rechtliche Verpflichtung zur Einholung einer Fairness Opinion⁷. Allerdings ergibt sich aus § 93 Abs. 1 Satz 2 AktG ein gewisser faktischer Zwang zur Einholung der Fairness Opinion. Die Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management (DVFA) sowie das Institut der Wirtschaftsprüfer (IDW) haben folgerichtig Grundsätze für die Erstellung von Fairness Opinions vorgelegt⁸. Die Investmentbank im Fall EnBW weist darauf hin, dass es für Investmentbanken in Deutschland keine Grundsätze zur Erstellung von Fairness Opinions gibt, dass die DVFA-Grundsätze aber eingehalten worden seien⁹. Der IDW Standard S8 stellt einen für Wirtschaftsprüfer im Rahmen des § 43 WPO verbindlichen Handlungsrahmen für die Erstellung von Fairness Opinions dar¹⁰.

3. Der Unterschied zwischen Fairness Opinion und Unternehmensbewertung

Unternehmenswerte können im Zusammenhang mit gesetzlichen Bewertungsanlässen zur Bestimmung von Abfindungsbeträgen zwingend zu ermitteln sein, oder sie dienen Unternehmensorganen als Entscheidungsgrundlage bei sog. M&A-Transaktionen, d. h. beim Kauf und Verkauf von Unternehmen oder Beteiligungen. Im letzteren Fall dient die Unternehmensbewertung damit als Grundlage zur Ermittlung eines möglichen Unternehmenskauf- oder verkaufspreises i. S. eines Grenzpreises und definiert die Grenze, bis zu der ein Kauf oder Verkauf in finanzieller Hinsicht noch akzeptiert werden kann.

4 IDW Standard: Grundsätze für die Erstellung von Fairness Opinions (IDW S8), 17. 1. 2011, Tz. 9, Fn. 5; siehe auch OLG Oldenburg v. 22. 6. 2006, 1 U 34/03, NZG 2007, 434, BeckRS 2006, 11930.

5 Peters, AG 2010, 813.

6 Brandt, in: Kümpel/Wittig, Bank- und Kapitalmarktrecht, 4. Aufl., 2011, S. 2222.

7 IDW S8, (Fn. 4), Tz. 11.

8 IDW Standard: Grundsätze für die Erstellung von Fairness Opinions (IDW S8), 17. 1. 2011; DVFA, Grundsätze für Fairness Opinions (DVFA), Version 2.0, November 2008.

9 Fairness Opinions und Fairness Committees von Morgan Stanley, Tz. 13; Morgan Stanley, Stellungnahme der Morgan Stanley Bank AG zum Gutachten des Rechnungshofs Baden-Württemberg zum Thema „Ankauf der EnBW-Anteile durch das Land“, S. 5.

10 IDW S8, (Fn. 4), Tz. 1.

* Dipl. Kfm. Christoph Wöllny, Steuerberater/Wirtschaftsprüfer, ist Geschäftsführer der WOLLNY WP GmbH WPG StBG in Berlin.

1 Pressemitteilung des Rechnungshofs Baden-Württemberg v. 26. 6. 2012.

2 Vgl. Handelsblatt v. 11. 7. 2012; Pressemitteilung des Ministeriums für Finanzen und Wirtschaft Baden-Württemberg v. 11. 7. 2012.

3 Spindler, in: Goette/Habersack, MüKo AktG, 3. Aufl., 2008, § 93, S. 559, Tz. 47.

AUFSATZ

Die Fairness Opinion stellt dagegen keine Unternehmensbewertung dar¹¹. Sie trifft vielmehr eine sachverständige Aussage, ob der bereits vom Vorstand regelmäßig auf Grundlage einer Unternehmensbewertung verhandelte Unternehmenskaufpreis oder -verkaufspreis finanziell angemessen ist¹². Ein Kaufpreis gilt als finanziell angemessen, wenn er sich innerhalb oder unterhalb einer Bandbreite von Unternehmenswerten oder vergleichbaren Transaktionspreisen befindet¹³. Liegt eine Unternehmensbewertung nach IDW S1 zur Kaufpreisableitung vor, soll nach IDW S8 eine zusätzliche Betrachtung von vergleichbaren Transaktionspreisen entbehrlich sein¹⁴. Eine Orientierung an vergleichbaren Transaktionspreisen, wie von IDW S8 und DVFA vorgeschlagen¹⁵, ist abzulehnen, da bei überhitzten Märkten gezahlte Preise keine Legitimationswirkung für Fairness Opinions entwickeln sollten. D. h. Gradmesser der Angemessenheitsprüfung sollten das Kapitalwertkalkül und damit Nutzenüberlegungen sein, nicht aber die – aus welchen Gründen auch immer – gezahlten Kaufpreise. Es sei an dieser Stelle noch einmal an den Kaufpreishype der Ära des Neuen Marktes erinnert. Ein Verkaufspreis gilt als angemessen, wenn er sich innerhalb oder oberhalb einer Bandbreite von Unternehmenswerten befindet¹⁶.

Bei der Angemessenheitsprüfung ist jeweils auf die Sicht des Auftraggebers, also der kaufenden oder verkaufenden Aktiengesellschaft, abzustellen. Ausgangspunkt der Bewertung ist der Stand-alone-Wert der zu beurteilenden Unternehmung oder Beteiligung und somit faktisch der objektivierte Unternehmenswert¹⁷. Dieser ist in einem zweiten Bearbeitungsschritt im Fall des Kaufs um die zu erwartenden Synergieeffekte und Reorganisationseffekte zu erhöhen¹⁸. Darüber hinaus dient die Fairness Opinion der Information der Aktionäre im Zusammenhang mit Erwerbs- und Übernahmeangeboten im Rahmen des § 27 WpÜG.

Wie ist nun zu verfahren, wenn der Vorstand zwar Kaufpreisvorstellungen aufgrund der bisherigen sondierenden Verhandlungen mitteilt, hierzu aber keine Unternehmensbewertung und keine Due Diligence vorliegt? Kann dann eine Beurteilung des erwogenen Kaufpreises lediglich durch eine Fairness Opinion erfolgen und wenn ja, wie ist die Fairness Opinion dann auszugestalten? Die Fragestellung zielt auf die Vorwürfe, denen sich im Moment die Investmentbank im Fall EnBW ausgesetzt sieht.

4. Die Erstellung der Fairness Opinion

4.1 Welche Bewertungsmethoden kommen bei der Fairness Opinion zum Einsatz?

Unternehmenswerte können je nach Bewertungsanlass unter Verwendung von Ertragswertverfahren, Discounted-

Cashflow-Verfahren oder auch Multiplikatorverfahren ermittelt werden¹⁹. Letztere, als vereinfachende Verfahren, sollen aus Kostengründen insbesondere zur Kaufpreisbestimmung kleiner und mittlerer Unternehmen Anwendung finden²⁰. Einer vom DVFA vorgeschlagenen weiterreichenden Verwendung der Multiplikatorverfahren hat das IDW eine Absage erteilt²¹. Multiples zur Verwendung von Multiplikatorverfahren sollen aus zeitnahen Transaktionen oder Börsennotierungen vergleichbarer Peer-Group-Unternehmen ermittelt werden²². Häufig leiten sie sich in der Praxis aber auch nur vom „Hörensagen“ ab²³. Für die Erstellung einer Fairness Opinion finden die angeführten Bewertungsverfahren entsprechende Anwendung²⁴.

Bei gesetzlichen Bewertungsanlässen kommen ausschließlich Ertragswertverfahren zur Anwendung²⁵. Bei der Bewertung börsennotierter Unternehmen ist in diesem Fall der Börsenkurs als Mindestwert zu berücksichtigen²⁶. Sollen Börsenkurse Verwendung finden, müssen diese auf funktionierenden, d. h. liquiden Märkten entstanden sein²⁷. Multiplikatorverfahren dienen bei gesetzlichen Bewertungsanlässen vorrangig zur Plausibilisierung von Unternehmenswerten, die zunächst durch Gesamtbewertungsverfahren ermittelt wurden²⁸.

4.2 Kritische Anmerkungen zur Angemessenheitsprüfung durch Börsenkurse

Die verfassungsrechtliche Anordnung des Börsenkurses als Mindestabfindung qualifiziert diesen nicht als akzeptablen Unternehmenskaufpreis. Abfindungen sind zwingende Konsequenz einer dominierten Verhandlungssituation, Kaufpreise Ausdruck kaufmännischer Entscheidung. Bei der Verwendung von Börsenkursen zur Ermittlung eines Transaktionspreises ist sicherzustellen, dass die Börsenbewertung des Zielunternehmens oder des Peer-Group-Unternehmens den wahren inneren Wert des jeweiligen Unternehmens repräsentiert, und nicht Ergebnis spekulativer und damit in diesem Sinne fehlerhafter Preisbildung ist. Derartige Werthaltigkeitsprüfungen des Börsenkurses finden auf dem Kapitalmarkt regelmäßig statt um festzustellen, ob eine Aktie ein „Kauf“ oder ein „Verkauf“ ist.

Aber selbst „wahre“ Börsenkurse i. S. quotaler innerer Werte führen nicht unmittelbar zum Referenzwert für einen Beteiligungspreis, sondern sind grundsätzlich um Paketzuschläge zu erhöhen²⁹. Die Notwendigkeit von Paketzuschlä-

11 IDW S8, (Fn. 4), Tz. 2; Brandt, (Fn. 6), S. 2226.

12 IDW S8, (Fn. 4), Tz. 1; DVFA, (Fn. 8), S. 4.

13 IDW S8, (Fn. 4), Tz. 30.

14 IDW S8, (Fn. 4), Tz. 6.

15 IDW S8, (Fn. 4), Tz. 6; DVFA, (Fn. 8), S. 6, B. 2.2 a.

16 IDW S8, (Fn. 4), Tz. 30.

17 IDW S8, (Fn. 4), Tz. 41; DVFA (Fn. 8), S. 7, B. 2.2. b und S. 8 B. 3.2.

18 IDW S8, (Fn. 4), Tz. 42 und Tz. 45, DVFA, (Fn. 8), S. 7, b und c und S. 8, B. 3.2; siehe dazu den gleichlautenden Vorschlag des Verfassers in Wöllny, Der objektivierte Unternehmenswert, 2008, S. 36; siehe auch IDW S1, Tz. 30 und WP-Handbuch, Bd. II, 1992, S. 7, Tz. 11.

19 IDW S1, Tz. 145, 167.

20 IDW S1, Tz. 168.

21 Stellungnahme des IDW vom 6. 2. 2012 zu dem Entwurf „Best-Practice-Empfehlungen Unternehmensbewertung“ des DVFA.

22 IDW S8, (Fn. 4), Tz. 37 und 38.

23 Siehe die gebräuchliche Faustregel „4 bis 7 mal EBIT“.

24 DVFA, (Fn. 8), S. 6 und S. 7; IDW S8, (Fn. 4), Tz. 26.

25 BGH v. 21. 7. 2003, II ZB 17/01, DStR 2003, 1938; OLG München v. 17. 7. 2007, 31 Wx 060/06, AG 2008, 29, BeckRS 2007, 12209.

26 OLG München v. 26. 7. 2012, Wx 250/11, AG 2012, 750, BeckRS 2012, 17631; BVerfG v. 27. 4. 1999, 1 BvR 1613/94, DStRE 1999, 689; IDW S1, Tz. 16 und Tz. 178.

27 BGH v. 12. 3. 2001, II ZB 15/00, Datev, DokNr 0164290, S. 3, BeckRS 2001, 30166970; OLG Stuttgart v. 14. 2. 2008, 20 W 9/06, AG 2008, 787, BeckRS 2008, 04445.

28 IDW S1, Tz. 13 und Tz. 167.

29 IDW S8, (Fn. 4), Tz. 33.

AUFSATZ

gen ergibt sich aus dem Umstand, dass Börsenkurse den Preis einer einzelnen Aktie und damit nur einer Stimme repräsentieren. Mit einer Stimme kann allerdings die Unternehmensstrategie nicht beeinflusst werden. Die Inhaberschaft ganzer Unternehmen oder von strategischen Beteiligungen vermittelt dagegen Einfluss. Der Wert dieser Möglichkeit zur Einflussnahme soll durch Paketzuschläge quantifiziert werden³⁰.

Der Hinweis, Paketzuschläge seien bei der Kaufpreisermittlung anhand von Börsenkursen zu berücksichtigen, ist in der praktischen Umsetzung allerdings wenig hilfreich und erinnert an die apodiktischen Vorgaben in den Erbschaftsteuerrichtlinien. Dort ist bei der Übertragung von mehr als 25% der Anteile ein Paketzuschlag vorzunehmen³¹. Die Berücksichtigung eines Paketzuschlages setzt aber nicht nur die gesellschaftsrechtliche Macht zur Einflussnahme voraus, sondern konkrete Vorstellungen über die Art und Wirksamkeit der gewinnerhöhenden Maßnahmen als praktizierte Machtausübung. Die Abbildung derartiger Maßnahmen kann in einer Unternehmensplanung erfolgen. Die Bewertung der aus dieser Unternehmensplanung ableitbaren Gewinne weist dann den gestiegenen Unternehmenswert aus, bzw. im Vergleich zum Börsenwert den Spielraum für einen maximal bezahlbaren Paketzuschlag. Die Ermittlung des Paketzuschlages bedarf damit ebenso der Verwendung eines Gesamtbewertungsverfahrens wie die Beurteilung des „inneren“ Wertes der Aktie, womit die Frage nach der Sinnhaftigkeit einer Bewertung mittels des Börsenkurses erlaubt sein sollte. Die in der Wirtschaftspresse kommunizierten Paketzuschläge sind immer nur das Ergebnis eines Vergleichs bekanntgewordener Paketkaufpreise mit der einschlägigen Börsenbewertung. Sie stellen somit nicht originäre Bewertungsergebnisse, sondern nur das Resultat einer retrograden Betrachtung dar³². Die reflexhafte Erhöhung der Börsennotierung oder einer Multiplikatorbewertung um derartige „marktbasierte“ Paketzuschläge (wie auch immer diese bestimmt wurden?) als „Erfahrungswert“ muss somit zwingend zu einer unzutreffenden Bewertung führen, da sie den potenziellen Wert unter Umständen geänderter Unternehmensstrategien verallgemeinert.

4.3 Kritische Anmerkungen zur Angemessenheitsprüfung durch Multiplikatorverfahren

Multiplikatorverfahren sollen, im Gegensatz zur Unternehmensbewertung, bei Fairness Opinions gleichberechtigte Verfahren zur Beurteilung des Verhandlungspreises darstellen³³. Die erhöhte Bedeutung der Multiplikatorverfahren könnte damit begründet werden, dass Fairness Opinions oft unter Zeitdruck und einer eingeschränkten Informationsgrundlage erstellt werden müssen und die vereinfachte Bewertung durch Multiplikatorverfahren damit naheliegend ist. Multiplikatoren bergen allerdings Fehlerpotenziale.

Transaktionspreise aus vergleichbaren Unternehmensverkäufen sind Verhandlungspreise, da es für Unternehmen keinen Markt und damit keine Preisbildung über Angebot und

Nachfrage gibt³⁴. Damit fließen eine Vielzahl von spezifischen Besonderheiten der Vergleichstransaktion (z.B. Finanzierungsengpässe der Verkäufer, Nachfolgeprobleme, Abhängigkeitsbeziehungen und Verhandlungsmacht) in den so zustande gekommenen Kaufpreis ein³⁵. Unterstellt, man findet zur Umsetzung des Multiplikatoransatzes überhaupt eine zeitnahe Unternehmenstransaktion eines weitgehend identischen Unternehmens und man nimmt weiterhin an, dass für diese Transaktion die spezifischen Besonderheiten der Kaufpreisentstehung bekannt seien, dann müssen diese spezifischen Besonderheiten des dort realisierten Verhandlungspreises bereinigt werden, um einen „sauberen“ Vergleichspreis für die Fairness Opinion abzuleiten. Ein Anspruch, der regelmäßig an der mangelnden Publizität und Transparenz der Details einer Transaktion scheitert. Ohne diese Bereinigung resultieren aber die wohlbekanntesten und regelmäßig nicht aufklärbaren Bandbreiten von Multiplikatorbewertungen³⁶. Zudem weisen öffentlich verfügbare Informationen nicht die Aktualität und Güte der firmenintern vorhandenen bewertungsrelevanten Daten auf. Diese These lässt sich durch Verweis auf die Arbeit der Bewertungsprüfer bei aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen belegen, die ungehinderten Zugang zu den firmeninternen Daten haben (müssen) und nicht auf die Verwendung öffentlich verfügbarer Daten beschränkt werden³⁷. Werden Multiplikatorverfahren ausschließlich auf Basis öffentlich verfügbarer Daten eingesetzt, verbindet sich das bestehende Vergleichbarkeitsproblem mit der reduzierten Qualität der Informationsbasis zu einem vagen Bewertungsergebnis. Dass eine auf diese Weise ermittelte Fairness Opinion einen überhöhten Kaufpreis für eine Beteiligung gutgeheißen haben soll, wird der Investmentbank im Fall EnBW zum Vorwurf gemacht³⁸.

4.4 Informationsbedarf für eine Unternehmensbewertung und eine Fairness Opinion

Die Ermittlung belastbarer Unternehmenswerte setzt in jedem Fall valide Informationen über die zukünftige Unternehmensentwicklung voraus. Die rechentechnische Abbildung dieser Zukunftserwartungen erfolgt in einer Unternehmensplanung³⁹. Deren Ausgestaltung als integrierte Unternehmensplanung bestehend aus Plan-Gewinn- und Verlustrechnung, Plan-Liquiditätsrechnung und Plan-Bilanz gilt heute als Standard⁴⁰. Aktiengesellschaften sind nach § 90 Abs. 1 AktG ohnehin verpflichtet, eine Unternehmensplanung zu erstellen. Ertragswert- und DCF-Verfahren als Gesamtbewertungsverfahren diskontieren die je Planjahr ausgewiesenen Ausschüttungen und leiten so den Unternehmenswert bezogen auf den schuldrechtlich relevanten Bewertungsstichtag ab⁴¹.

30 IDW S8, (Fn. 4), Tz. 38.

31 R B 11.6 Abs. 3, ErbStR 2011.

32 Betsch/Groh/Lohmann, Corporate Finance, 1998, S. 143.

33 IDW S8, (Fn. 4), Tz. 6, Tz. 26 und Tz. 52; DVFA, (Fn. 8), S. 6, B.2.1 und S. 9, B.3.3.

34 BGH v. 17. 1. 1973, IV ZR 142/70, NJW, 1973, 509; BFH v. 5. 3. 1986, II R 232/82, BStBl II 1986, 591, BeckRS 1986, 220017599; a. A. IDW S1, Tz. 13.

35 IDW S8, (Fn. 4), Tz. 27.

36 IDW S8, (Fn. 4), Tz. 39.

37 Siehe z. B. § 327 c Abs. 2 AktG i. V. m. § 293 d AktG.

38 Jonas, EnBW: Streit der Gutachter, Das Land hat einen überhöhten Preis gezahlt, Handelsblatt v. 15. 10. 2012.

39 IDW S1, Tz. 5 und Tz. 25 und Tz. 27.

40 IDW S1, Tz. 27.

AUFSATZ

Energieversorger haben in den Zeiten der Energiewende eine Vielzahl von Einflussgrößen in der Planung abzubilden. Rückbauverpflichtungen von Kraftwerken oder Sanierungsmaßnahmen zur Erfüllung von Sicherheitsstandards, Investitionen in Kohle- oder Gaskraftwerke oder regenerative Energiequellen, mögliche Entwicklungspfade der Gesetzgebung zu Kraftwerkslaufzeiten oder Einspeisevergütungen, jeweils mit Einflüssen und Rückwirkungen auf die Netzstabilität und sich daraus ergebenden Notwendigkeiten, darauf durch die Bereitstellung von Energiekapazitäten zu reagieren. Kurzum, die Unternehmensplanung eines Energieversorgers ist momentan nicht durch eine einwertige Fortschreibung von Vergangenheitswerten gekennzeichnet, sondern weist zwangsläufig stark divergierende potenzielle Entwicklungspfade auf. Die Bewertung eines Energieversorgers durch ein Multiplikatorverfahren gleich welcher Ausprägung kann somit schwerlich auch nur einen annähernd zutreffenden Unternehmenswert abbilden, da aus der Vielzahl der Plandaten dann nur ein repräsentatives Planjahr oder ein repräsentativer Durchschnittsjahreswert multipliziert und damit Verwendung finden kann⁴². Die Verwendung einer zu stark pauschalisierten Bewertungsgrundlage im Rahmen einer Multiplikatorbewertung wird der Investmentbank im Fall EnBW vorgeworfen⁴³. Die mit Multiplikatorbewertungen regelmäßig einhergehende Komplexitätsreduktion stellt somit ein Kernproblem dieses Bewertungsansatzes dar.

Unternehmensbewertung kann nur die Daten verarbeiten, die zur Verfügung gestellt werden. Die Güte des Unternehmenswertes oder der Fairness Opinion dazu ist somit eine Funktion der verwendeten Datengrundlage und der mehr oder weniger differenzierten Verarbeitung im Bewertungsgang. Im Falle eines Unternehmenskaufs werden die Daten vom Kaufinteressenten angefordert bzw. vom Verkäufer im Rahmen eines Datenraumes zur Verfügung gestellt. Das Procedere der Analyse und Verarbeitung der Daten wird als Due Diligence bezeichnet. Die Durchführung einer Due Diligence beim Unternehmenskauf hat sich als Standard etabliert. Ein Verzicht darauf soll nur dann als nicht pflichtwidriges Verhalten des Vorstandes einzuschätzen sein, wenn es sich um eine Akquisition untergeordneter Bedeutung handelt⁴⁴. Diese Voraussetzung wird bei strategischen Investments in der Regel nicht gegeben sein, weswegen die Notwendigkeit der Due Diligence als Grundsatz formuliert werden kann.

Der Verkäufer einer GmbH-Beteiligung ist über die Satzung regelmäßig an die Zustimmung der Mitgesellschafter und insofern auf die Informationsbereitschaft des Unternehmens angewiesen. Das Informationsrecht des Beteiligungskäufers richtet sich abgesehen davon nach § 51a GmbHG, womit ihm weitreichende Einsichtsrechte unabhängig vom Beteiligungsumfang gewährt werden. Dieses Recht ist gesellschaftsrechtlich nicht beschränkbar. Die auf eine Vielzahl von Aktionären angelegte Aktiengesellschaft und die Verkehrsfä-

higkeit von Aktien führten zu einer stärkeren Entkoppelung der Informationsinteressen des Aktionärs von den Informations-Lieferpflichten des Vorstandes. Die Preisgabe von Informationen, zu deren Geheimhaltung der Vorstand zunächst aktienrechtlich verpflichtet ist, gilt im Rahmen einer Due Diligence als zulässig. Allerdings zeigt sich, dass der direkte Zugriff eines potenziellen Käufers eines Aktienpaketes auf die erforderlichen Informationen der Aktiengesellschaft nicht wie im Fall einer GmbH gewährleistet ist. Dem Aktionär steht gemäß § 131 AktG nur das Auskunftsrecht in der Hauptversammlung zu. Der Zugriff auf Informationen ist allerdings unabhängig davon eine Funktion des zur Diskussion stehenden Beteiligungsumfanges und des Kaufpreises. Soll nur ein kleinerer Aktienumfang den Eigentümer wechseln, wird man als Käufer auf öffentlich verfügbare Informationen beschränkt sein. Die Bewertung wird damit rudimentärer angelegt sein und kann ggf. unter Kosten-Nutzen-Gesichtspunkten adäquat mit einer Multiplikatorbewertung und zwangsläufig ohne Due Diligence firmeninterner Daten erfolgen. Beim Kauf eines Aktienpaketes von 45% des Grundkapitals, wie im Falle EnBW, und einem Preis in der Größenordnung von Milliarden sollte die Notwendigkeit einer Due Diligence und die Durchführung einer differenzierten Unternehmensbewertung nach einem Ertrags- oder DCF-Verfahren außer jeder Frage stehen. Die Bewertung beim potenziellen Anteilsverkauf weist in allen Fallgestaltungen das tendenziell geringere Problem der Bereitstellung von Informationen auf⁴⁵.

Der Ersteller einer Fairness Opinion greift schwerpunktmäßig auf die Daten zurück, die der Unternehmensbewertung zur Kaufpreisbemessung zugrunde lagen⁴⁶. Die Ergänzung einer zur Verfügung gestellten und als unzureichend erkannten Informationsbasis kann als Selbstverständlichkeit des die Fairness Opinion bearbeitenden Sachverständigen unterstellt werden. Die Fairness Opinion bezieht sich auf den Bewertungsstichtag der Unternehmensbewertung⁴⁷. Formal ist damit eine Fairness Opinion ohne Unternehmensbewertung nicht möglich, da eine fundierte Kaufpreisableitung eine Unternehmensbewertung voraussetzt und die Aussage zur Fairness eines Bewertungsergebnisses sachlogisch wiederum die Unternehmensbewertung voraussetzt. Der Landesrechnungshof Baden-Württemberg bemängelt im Fall EnBW, dass keine Due Diligence und keine Unternehmensbewertung durchgeführt worden sein soll⁴⁸.

5. Die Entscheidung zwischen Unternehmensbewertung und Fairness Opinion

Fairness Opinions sollen keine Unternehmensbewertung sein⁴⁹, werden aber unter Verwendung von Ertragswert- und DCF-Verfahren, Multiplikatorverfahren und Börsenbewertungen erstellt⁵⁰. Ein zunächst verwirrendes Ergebnis, dass

41 IDW S1, Tz. 22.

42 IDW S8, (Fn. 4), Tz. 36.

43 <http://www.rechnungshof.baden-wuerttemberg.de/de/informationen/presse/287042.html>; *Morgan Stanley*, (Fn. 9), S. 14, widerspricht dieser Aussage.

44 *Spindler*, (Fn. 3), § 93, S. 573, Tz. 86.

45 IDW S8, (Fn. 4), Tz. 22.

46 IDW S8, (Fn. 4), Tz. 2, 14 und 24.

47 DVFA, (Fn. 8), S. 6, B.2.1.

48 *Schüppen*, Due-Diligence-Prüfung im Lichte jüngerer BGH-Rechtsprechung – Kür oder Pflicht?, BB 2012, Nr. 39, S. I; *Morgan Stanley*, (Fn. 9), S. 16.

49 IDW S8, (Fn. 4), Tz. 2.

50 IDW S8, (Fn. 4), Tz. 26 und Tz. 32; DVFA, (Fn. 8), S. 6, B.2.1, S. 9, B.3.3.

RECHTSPRECHUNG

hier nicht weiter analysiert werden kann. Im Kern lässt sich die akademische Differenzierung zwischen Unternehmensbewertung und Fairness Opinion auf die Fragestellung reduzieren, anhand welcher Informationen der Vorstand oder GmbH-Geschäftsführer eine Entscheidung insbesondere zum Kauf eines Unternehmens fällen sollte, um sich im Rahmen der Business Judgement Rule zu bewegen. Entscheidungen setzen ausreichende Informationen voraus. Dies sind beim Unternehmenskauf vor allem auch firmeninterne Informationen des Zielunternehmens. Diese können nur durch eine Due Diligence gewonnen und gewürdigt werden. Die Due Diligence stellt wiederum die verifizierte Informationsbasis für eine fundierte Unternehmensbewertung bereit. Eine darauf folgende Fairness Opinion ist ein Mittel, um die Bewertung und die daraus abgeleitete Kaufpreisvorstellung des Vorstandes oder GmbH-Geschäftsführers durch einen dritten unabhängigen Sachverständigen einer Beurteilung zu unterziehen. Der Vorstand oder GmbH-Geschäftsführer hat bei diesem Vorgehen alles getan, um eine umfassende Grundlage für seine Entscheidung zu schaffen.

Der Hinweis, eine Due Diligence sei nicht möglich und damit firmeninterne Informationen nicht zu erlangen, sollte für den Vorstand oder GmbH-Geschäftsführer dagegen immer das klare Signal zur Aufgabe einer Kaufabsicht sein. Entscheidungen auf der Basis von Zufallsvariablen gehören an den Roulettetisch, aber nicht in den Rahmen kaufmännischer Entscheidungen. Informationen zu den im Internet recherchierbaren Marktverhältnissen i. S. einer Commercial Due Diligence können eine Financial-, Tax- und Legal Due Diligence im Zielunternehmen nicht ersetzen. Multiplikatoren und wie auch immer benannte Zuschläge, die auf Erfahrungswerten oder Marktdaten beruhen, ersetzen keine Fundamentaltbewertung. Wird eine Fairness Opinion zur Würdigung einer Kaufpreisvorstellung beauftragt, ohne dass eine Due Diligence oder eine Unternehmensbewertung vorliegt, dann haben nach Ansicht des Verfassers für die Fairness Opinion die Anforderungen einer Unternehmensbewertung nach IDW S1 zu gelten. D. h. es gehört dann zur Aufgabe des Sachverständigen, den Auftraggeber über die unzureichende Infor-

mationsbasis und die Notwendigkeit einer Unternehmensbewertung aufzuklären. Eine andere Verfahrensweise mag zwar formal immer noch die Überschrift „Fairness Opinion“ rechtfertigen, sie dient aber am Ende weder den Interessen der Anteilseigner, noch im Zweifel, wie im Fall EnBW zu sehen, den Interessen des Auftraggebers und des Sachverständigen.

6. Zusammenfassung

Die Anwendung von Multiplikatoren unterstellt den eingeschwungenen Zustand eines Unternehmens, der für den Einsatz der Barwertformel der ewigen Rente Voraussetzung ist. Ein derartig stabiles Geschäftsmodell trifft auf die Verhältnisse der Energieversorger gegenwärtig nicht zu. Börsenkurse bedürfen einer Analyse hinsichtlich des inneren Wertes der Aktie und darüber hinaus einer Modifikation durch Zuschläge, um einen Paketkaufpreis angemessen abzubilden. Liegen ausreichende Informationen zur Unternehmensbewertung vor, liefert ein Gesamtbewertungsverfahren differenziertere Bewertungsergebnisse als eine Multiplikator- oder Börsenkursbewertung. Eine Fairness Opinion stellt implizit das Urteil eines unabhängigen Sachverständigen dar, dass die vorliegende Unternehmensbewertung technisch richtig ist und explizit, dass die daraus abgeleiteten Kaufpreis- bzw. Verkaufsvorschläge höchstens bzw. mindestens dem Unternehmenswert entsprechen und somit angemessen sind.

Fehlt es an ausreichenden Informationen für eine Gesamtbewertung und sind diese auch nicht zu erlangen, sollten Vorstand oder Geschäftsführung von einer Akquisition Abstand nehmen, da dann fundierte Entscheidungen auch im Rahmen der Business Judgement Rule nicht mehr als ordentlicher und gewissenhafter Geschäftsleiter möglich sind. Eine Fairness Opinion ist keine Legitimation, um fehlende Informationen über das Zielunternehmen und eine nicht vorhandene Unternehmensbewertung durch eine wie auch immer vereinfachte Bewertung zu ersetzen. Es sollte zur Aufgabe des beauftragten Sachverständigen gehören, den Auftraggeber über diese Zusammenhänge aufzuklären, um so potenziellen Schaden von allen Beteiligten abzuwenden.