

Nr. 07/08

**Grundsätze
für
Fairness Opinions**

Version 2.0 vom November 2008



Impressum:

DVFA
Einsteinstraße 5
63303 Dreieich
Tel.: +49 (0)6103 - 58 33-0
Fax: +49 (0)6103 - 58 33-34
Mail: info@dvfa.de
Web: www.dvfa.de

Das Werk einschließlich all seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jegliche Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetz ist ohne Zustimmung der DVFA unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

Fairness Opinions für Vorstand und Aufsichtsrat von Ziel- und Bietergesellschaften ('Fairness Opinion')

Grundsätze für die Erstellung im Zusammenhang
mit Angeboten zum Erwerb von Wertpapieren nach dem WpÜG

Expertgroup „Fairness Opinions“

Leitung:

Prof. Dr. Bernhard Schwetzler

Handelshochschule Leipzig

Mitglieder:

Dr. Christian Aders, CEFA

Duff & Phelps GmbH

Dr. Ulrike Binder

Mayer, Brown, Rowe & Maw LLP

Dr. Thomas Gasteyer

Clifford Chance LLP

Andreas Heinrichs

Vontobel Securities AG

Guido Kerkhoff

Deutsche Telekom AG

Dr. Gerhard Killat

Lazard & Co. GmbH

Dr. Thomas Krecek

Clifford Chance

Dr. Hanns Ostmeier

Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften e.V.

Dr. Maximilian Schiessl, LL.M.

Hengeler Mueller

Christian Strenger

DWS Investment GmbH

Joachim von Brockhausen

WestLB AG

Dr. Robert Weber

White & Case LLP

Dr. Andreas Wilms/Nikolas Westphal

Handelshochschule Leipzig

Einleitung

Das vorliegende Papier über Fairness Opinions ist das Ergebnis einer intensiven Diskussion zwischen Investoren, Investment Bankern, Fachanwälten und Spezialisten für Unternehmensbewertungen und -transaktionen. Es wurde im Rahmen der DVFA-Expertgroup „Fairness Opinions“ unter der Leitung von Professor Dr. Bernhard Schwetzler, Handelshochschule Leipzig, erstellt.

Fairness Opinions sind Stellungnahmen zur finanziellen Angemessenheit einer Unternehmenstransaktion. Sie werden im Zusammenhang mit einer Unternehmensübernahme, in Deutschland überwiegend für und im Auftrag von Vorstand und Aufsichtsrat des Bieter- oder des Zielunternehmens erstellt. Verfasser sind regelmäßig die beratenden Investmentbanken des Unternehmens. Fairness Opinions sind eine wichtige Informationsquelle, können aber eine eigenständige Beurteilung der Transaktion durch die Investoren nicht ersetzen.

Obwohl die Bedeutung von Fairness Opinions im Rahmen von Unternehmenstransaktionen in Deutschland in den vergangenen Jahren zugenommen hat, existieren bislang keine einheitlichen Maßstäbe. Ziel des DVFA-Gremiums war es daher, Grundsätze zu Inhalt und Transparenz sowie Publizität und Interessenskonflikten zu erarbeiten.

Da Fairness Opinions inzwischen regelmäßig von Investoren als wichtige Beurteilungsgröße für die Angemessenheit der Transaktion herangezogen werden, ist es aus Sicht der DVFA unerlässlich, dass diese in Punkto Qualität, Verlässlichkeit und angewandter Methodik Best Practice-Standards erfüllen.

Teil A

Grundsätzliches

A.1. Vorbemerkung

Die hier dargelegten Grundsätze beziehen sich auf Fairness Opinions für Vorstände und Aufsichtsräte von Bieter- und Zielunternehmen, die im Zusammenhang mit Angeboten zum Erwerb von Wertpapieren nach dem WpÜG eingeholt werden. Sie beurteilen die Angemessenheit einer Angebotsleistung für die Anteile der Zielgesellschaft i.S.d. WpÜG aus der Sicht der Aktionäre der Bieter- oder der Zielgesellschaft.

Eine Fairness Opinion besteht regelmäßig aus zwei Teilen:¹

- dem Valuation Memorandum, in dem ausführlich die Transaktion, die verwendeten Informationsgrundlagen, Bewertungsverfahren und die Ableitung des Urteils dargestellt werden;
- dem Opinion Letter, der in aggregierter Form die Transaktion und deren abschließende Beurteilung beschreibt.

Aktionäre der Bieter- oder Zielgesellschaft können indirekte Adressaten der Fairness Opinion werden, wenn die Gesellschaftsorgane in der Kommunikation mit ihnen auf eine Fairness Opinion Bezug nehmen:

- Für die Organe der **Zielgesellschaft** ergibt sich die Möglichkeit zum Bezug auf eine Fairness Opinion über die Pflicht zur

Stellungnahme zu einem Angebot nach § 27 WpÜG. Im Zusammenhang mit der darin geforderten Beurteilung der Angemessenheit der angebotenen Gegenleistung können Vorstand und Aufsichtsrat auf eine eingeholte Fairness Opinion verweisen.

Abgesehen von den sich aus dem WpÜG, WpHG oder gegebenenfalls aktienrechtlichen Grundsätzen ergebenden allgemeinen Informationspflichten besteht für die Organe der **Bietergesellschaft** gegenüber den eigenen Aktionären kein gesetzliches Erfordernis, eine etwa angestrebte Unternehmenstransaktion und ihre Vorteilhaftigkeit zu kommentieren.² Dennoch kann es für den Vorstand der Bietergesellschaft sinnvoll sein, zur Unterstützung seiner Argumentation zugunsten des Übernahmeangebotes gegenüber dem Kapitalmarkt auf eine aus freiem Entschluss eingeholte Fairness Opinion zu verweisen. Die Angemessenheit eines Angebotes wird so durch einen unabhängigen Dritten bestätigt.³

Idealerweise nimmt in beiden Fällen der Ersteller der Fairness Opinion eine Funktion als *Gatekeeper* zum Schutz der strukturell schlechter informierten Aktionäre ein, indem er die Angemessenheit der Gegenleistung aus der Sicht der Aktionäre beurteilt.⁴

Wird in der Kommunikation mit dem Aktionär auf eine Fairness Opinion Bezug genommen, ist auf mögliche Unterschiede

¹ Vgl. grundlegend Schiessl, M., "Fairness Opinions im Übernahme- und Gesellschaftsrecht", Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht, 32. Jg., 2003, S. 814 – 852; Schwetzler, B./Aders, Ch./Salcher, M./Bornemann, Th., "Die Bedeutung der Fairness Opinion für den deutschen Transaktionsmarkt", Finanzbetrieb 7. Jg., 2005, S. 114 – 124; Westhoff, A. „Die Fairness Opinion“, IDW Verlag, Düsseldorf 2006, Essler, W./Lobe, S./Röder, K., "Fairness Opinion - Grundlagen und Anwendung", Schäffer-Pöschel Verlag, Stuttgart 2008

² Die Angebotsunterlagen nach § 11 WpÜG richten sich an die Aktionäre der Zielgesellschaft; die damit verbundenen Informationen sind hinsichtlich der eigenen Bewertungen naturgemäß beschränkt und damit für die Unterrichtung der Aktionäre der Bietergesellschaft wenig geeignet.

³Zur damit verbundenen Zertifizierungsfunktion Schwetzler, B./Aders, Ch./Salcher, M./Bornemann, a.a.O. (Fn. 1) S. 118.

⁴ Vgl. ausführlich Westhoff, A., a.a.O. (Fn. 1), S. 6 ff.

in der Perspektive der Beurteilung hinzuweisen:

- Für die **Zielgesellschaft** soll die Stellungnahme nach § 27 WpÜG die Angemessenheit der angebotenen Gegenleistung beurteilen; Maßstab ist hierbei das Gesellschaftsinteresse unter Einschluss der in § 27 Abs. 1 Satz 2 WpÜG angesprochenen Stakeholder-Interessen. Eine Fairness Opinion für Vorstand und Aufsichtsrat beschränkt sich hingegen auf die Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des Angebotes für die Aktionäre der Zielgesellschaft.

- Auch bei der **Bietergesellschaft** wird vom Vorstand regelmäßig auf Argumente zurückgegriffen, die das Unternehmensinteresse in den Mittelpunkt rücken, wie z. B. die Stärkung der Wettbewerbsposition, die Umsetzung der Unternehmensstrategie oder das weitere Wachstum des Unternehmens. Hier können ebenfalls mögliche Differenzen zu der anteils-eignerorientierten Perspektive der Fairness Opinion bestehen.

Soweit nicht ausdrücklich anders bestimmt, gehen die folgenden Ausführungen davon aus, dass die Interessen der jeweiligen Gesellschaft und ihrer Gesellschafter identisch sind.

A.2. Zielsetzung und grundlegende Anforderungen

Eine Fairness Opinion für Vorstand und/oder Aufsichtsrat ist eine Stellungnahme zur finanziellen Angemessenheit einer vorgeschlagenen Unternehmenstransaktion. Sie wird von Finanzberatern erstellt, die dafür von der betreffenden Gesellschaft beauftragt werden. Sie richtet sich ausschließlich an die Organe der Gesellschaft (vgl. hierzu Abschnitt B). Damit dient die Fairness Opinion zugleich dem Nachweis, dass das Organmitglied als Voraussetzung der Anwendung der Business Judgement Rule seiner Pflicht nachgekommen ist, den Sachverhalt sorgfältig zu erforschen.

In bestimmten Fällen wird von den Gesellschaftsorganen eine Fairness Opinion in der Kommunikation mit den eigenen Aktionären verwendet.

- Die Organe der Zielgesellschaft können die Fairness Opinion als eine Informationsgrundlage für die eigene Stellungnahme gegenüber den Aktionären gem. § 27 WpÜG verwenden (vgl. hierzu Abschnitt C). Diese Stellungnahme soll ihren Anteilseignern die Möglichkeit geben, ein Übernahmeangebot auf einer breiteren Informationsbasis zu beurteilen. Im Mittelpunkt steht dabei die „Art und Höhe der angebotenen Gegenleistung“ (§ 27 Abs. 1 S. 2 Nr. 1 WpÜG). Die Stellungnahme der Organe hat die Aufgabe, den Informationsstand der Aktionäre der Zielgesellschaft zu verbessern und die im Transparenzprinzip (§ 3 Abs. 2 WpÜG) geforderte „Kenntnis der Sachlage“ als Grundlage für eine fundierte Entscheidung über die Annahme oder Ablehnung des Angebotes zu ermöglichen.

- Auch für den Vorstand der Bietergesellschaft kann es sinnvoll sein, im Zusammenhang mit einem Übernahmeangebot ohne gesetzliche Verpflichtung auf eine eingeholte Fairness Opinion zu verweisen, um mögliche negative Kursreaktionen bei der Ankündigung des Angebotes bzw. der Veröffentlichung der gebotenen Gegenleistung zu vermeiden. Das Management ist besser informiert als die Anteilseigner über die tatsächlichen Risiken und Chancen aus einer angestrebten Transaktion. Management und Anteilseigner haben nicht von Natur aus identische Interessen. Die Motive für die Transaktion sind den Aktionären nicht immer transparent und müssen erläutert werden. In vielen Fällen besteht ein gewisses Misstrauen des Kapitalmarktes und außenstehender Aktionäre gegenüber der Einschätzung des Managements zur finanziellen Vorteilhaftigkeit einer

Unternehmenstransaktion⁵. Aus Sicht der Anteilseigner kann die Gefahr bestehen, dass der Vorstand Transaktionen durchführt, bei denen der gebotene und gezahlte Kaufpreis den Stand-alone-Wert der Zielgesellschaft zzgl. des Wertes realisierbarer Synergien übersteigt. Eine Fairness Opinion kann in diesem Fall als „Korrektiv zur subjektiven Meinung des Vorstandes“⁶ dienen. Ein unabhängiger Dritter überprüft und bestätigt die finanzielle Angemessenheit der angestrebten Unternehmenstransaktion. Das Urteil wird von einem Sachverständigen unbeschadet konkreter oder abstrakter Eigeninteressen des Managements zu dessen Entlastung abgegeben. Der Ersteller der Fairness Opinion hilft, den Informationsstand der strukturell schlechter informierten Aktionäre zu verbessern.

Daraus ergeben sich wichtige Anforderungen an eine Fairness Opinion:

a) Fairness Opinions werden nach institutionell fixierten Standards zur Unternehmensbewertung oder sonst im Einklang mit *Best Practice/State of the Art Vorgaben* erstellt. Der Ersteller der Fairness Opinion lässt sich dabei nicht von anderen Geschäftsbeziehungen mit dem Unternehmen oder dessen Organmitgliedern leiten, für die er die Fairness Opinion erstellt.

b) Nehmen Gesellschaftsorgane gegenüber Aktionären öffentlich auf eine Fairness Opinion Bezug, so ist der Opinion Letter zu publizieren.

c) Im Zusammenhang mit Übernahmeangeboten ist allgemein sicherzustellen,

⁵ "One must conclude, that in the aggregate, abnormal .. returns to buyer shareholders from M&A activity are essentially zero." Bruner, R., "Does M&A pay? A Survey of Evidence for the Decision Maker", Darden School of Business, 2001 S. 6. Grundlegend auch Jensen, M. C., "Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers", American Economic Review, Vol. 76, 1986, S. 323 - 329.

⁶ Schiessl, M., a.a.O. (Fn. 1) S. 828.

dass die Aktionäre beider Gesellschaften über alle relevanten **Interessenkonflikte der jeweiligen Gesellschaftsorgane** im Zusammenhang mit der zu beurteilenden Transaktion informiert sind. Es gilt der Grundsatz, dass diese Interessenkonflikte nicht in der Fairness Opinion zu thematisieren sind, da der ordnungsgemäße Umgang mit Interessenkonflikten den Organen selbst obliegt.

d) Mögliche **Interessenkonflikte des Erstellers der Fairness Opinion** sind in vollem Umfang offen zu legen; die entsprechende Erläuterung ist Bestandteil des Opinion Letters.

e) Die vom Ersteller verwendeten Informationsgrundlagen sind im Opinion Letter zu nennen; es soll weiterhin angegeben werden, ob und ggf. welche Informationsgrundlagen selbständig verifiziert worden sind.

Die DVFA hat im Mai 2006 Grundsätze ordnungsmäßigen Finanz-Researchs (GoFR) veröffentlicht, die ebenfalls Interessenkonflikte bei der Erbringung von Finanzdienstleistungen regeln und Anforderungen an die Transparenz bei vorgenommenen Bewertungen und Werturteilen formulieren. Die im Weiteren diskutierten Grundsätze sind in Einklang mit diesen GoFR.⁷

⁷ Aktionäre, Organe, Zielgesellschaft, Bietergesellschaft oder Marktteilnehmer können aus der Beachtung oder Nichtbeachtung dieser Grundsätze weder direkt noch indirekt Ansprüche herleiten.

Teil B

Das Verhältnis zwischen den Gesellschaftsorganen als Adressaten und dem Ersteller der Fairness Opinion - Empfehlungen zur Ausgestaltung von Fairness Opinions für Vorstand und Aufsichtsrat

B.1. Die Aufgabe der Fairness Opinion: Verbesserung der Informationsgrundlage und Verringerung des Haftungsrisikos für die Organe der Gesellschaft

Für den Vorstand der Bieter- und der Zielgesellschaft hat die Fairness Opinion die Funktion, zusammen mit anderen Maßnahmen zur ordnungsgemäßen Vorbereitung einer Entscheidung beizutragen, und somit die Voraussetzungen für das Privileg der „Business Judgement Rule“ zu erfüllen und Haftungsrisiken zu reduzieren.

Der Aufsichtsrat hat den Vorstand zu kontrollieren. Indem er eine Fairness Opinion einholt oder eine für den Vorstand erstellte verwertet, informiert er sich pflichtgemäß und mindert gleichzeitig eigene Haftungsrisiken.

B.2. Fairness Opinions für Vorstand und Aufsichtsrat der Zielgesellschaft

B.2.1. Stichtagsprinzip, Wertaufhellungsregel und außergewöhnliche spekulative Einflüsse

Die Fairness Opinion soll die finanzielle Vorteilhaftigkeit einer Transaktion bzw. die Angemessenheit einer angebotenen Gegenleistung ausschließlich aus der Sicht der Anteilseigner bewerten. Bei der Beurteilung der Angemessenheit ist der dem Angebot gegenüberzustellende Vergleichs- und Bewertungsmaßstab wesentlich. Für die Auswahl dieser Vergleichs- und Bewertungsmaßstäbe gilt der Grundsatz der Methodenvielfalt; die hier gemachten Empfehlungen favorisieren keinen bestimmten Vergleichsmaßstab

bzw. kein bestimmtes Bewertungsverfahren, legen aber bestimmte Transparenzanforderungen fest.

Es gilt das Stichtagsprinzip: die Fairness Opinion muss deutlich machen, auf welchen Stichtag und welchen Zeitpunkt sich die Beurteilung der Angemessenheit durch den Vergleich zwischen dem Angebot und den herangezogenen Alternativen bezieht. Grundsätzlich sollte der Stichtag der Zeitpunkt der Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe eines Angebotes nach § 10 Abs. 1 WpÜG durch das Bieterunternehmen sein. Nehmen die zur Beurteilung gewählten Vergleichsmaßstäbe Bezug auf Zeitpunkte vor oder nach dem Stichtag aufgrund möglicher Sondereinflüsse, so sind diese kenntlich zu machen. In begründeten Fällen ist die Eliminierung außergewöhnlicher spekulativer Kurseinflüsse vor dem o.a. Stichtag durch die Wahl eines geeigneten früheren Datums möglich. Wertbeeinflussende, nicht spekulative Faktoren nach dem Stichtag sind über die Wertaufhellungsregel zu berücksichtigen.

Bei der Bewertung des Angebots ist auch auf die für die Anteile der Zielgesellschaft gebotene Gegenleistung einzugehen: werden z. B. Anteile der Bietergesellschaft als Gegenleistung angeboten, muss die Aussage über die Angemessenheit des Angebotes auch den Wert der hingegebenen Wertpapiere berücksichtigen.

B.2.2. Vergleichsmaßstab und Stichtagsprinzip

Das Stichtagsprinzip fordert, dass die herangezogenen Vergleichsalternativen sich auf den Zeitpunkt der Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe eines Angebotes beziehen. Folgende Vergleichsmaßstäbe stehen mit diesem Prinzip in Einklang, ohne abschließend zu sein:

a) Eine vergleichende, multiplikatorgestützte Marktbewertung mit Hilfe von

mehreren börsennotierten Unternehmen (Peer Group) und von Vergleichstransaktionen. Für die Durchführung und Dokumentation der Analysen und Berechnungen wird auf die Grundsätze im DVFA-Leitfaden zur Unternehmensbewertung verwiesen.

b) Eine Stand-alone-Bewertung der Zielgesellschaft ohne Berücksichtigung von Synergien auf der Basis von Diskontierungsverfahren der Unternehmensbewertung. Dieser Vergleichsmaßstab ist dann sinnvoll, wenn Zweifel an der korrekten Bewertung der Anteile durch den Kapitalmarkt am Stichtag bestehen. Auch hier wird für die Durchführung und Dokumentation der Analysen und Berechnungen auf die Grundsätze im DVFA-Leitfaden zur Unternehmensbewertung verwiesen.

c) Zusätzlich soll die Fairness Opinion ein begründetes Urteil über die Angemessenheit der gebotenen Prämie als Aufschlag auf den Börsenkurs am Stichtag enthalten. Dies kann z. B. durch den Vergleich mit anderen, bei vergleichbaren Transaktionen gebotenen Prämien geschehen.

Ist die gebotene Prämie auf den Börsenkurs am Stichtag auch bei Erfüllung der Anforderungen nach der WpÜG-AngVO negativ, ist das Angebot grundsätzlich als „nicht angemessen“ zu beurteilen. Von diesem Grundsatz abweichende Werturteile sind ausführlich zu begründen.

Das oben festgelegte Stichtagsprinzip ermöglicht in Verbindung mit der Nennung von Sondereinflüssen eine differenzierte Betrachtung der Bewertungsmethodik.

Folgende Vergleichsmaßstäbe könnten weiterhin für eine Bewertung der Angemessenheit des Angebotes in Frage kommen:

d) die Spekulation auf die Erhöhung des Angebotes des selben Bieters,

e) die Spekulation auf ein höheres Angebot eines anderen Bieters (oder eine Kombination aus d) und e)),

f) die Spekulation auf den Erfolg des vorliegenden Angebotes, verbunden mit der Erwartung, bei einem folgenden Squeeze out, einer folgenden Eingliederung nach Mehrheitsbeschluss oder dem nachfolgenden Abschluss eines Unternehmensvertrages durch Mehrheitsbeschluss eine höhere Abfindung (§§ 305, 320b, 327b AktG) zu erhalten,

g) von Finanzanalysten vor oder nach dem Stichtag veröffentlichte Kursziele für die Aktie des Zielunternehmens.

Für diese Alternativen gilt, dass das Zustandekommen der damit verbundenen finanziellen Konsequenzen von den Handlungen anderer Akteure (z. B. dem höheren Gebot des gleichen oder eines neuen Bieters) abhängt und somit hochgradig unsicher und spekulativ ist. Ein ablehnendes Urteil über die Angemessenheit, das sich ausschließlich auf die unter d) bis g) genannten Vergleichsalternativen stützt, ist somit nicht in Einklang mit den hier dargelegten Empfehlungen.

B.2.3. Wertaufhellung nach und Eliminierung außergewöhnlicher spekulativer Einflüsse vor dem Stichtag

Nach dem Stichtagsprinzip ist die Angemessenheit der angebotenen Gegenleistung grundsätzlich anhand des Börsenkurses und der Vergleichsalternativen zum Zeitpunkt der Angebotsankündigung zu beurteilen.

Die Wertaufhellungsregel fordert die Berücksichtigung wertbeeinflussender Sondereinflüsse nach dem Stichtag. Faktoren wie z. B. die allgemeine Kapitalmarktentwicklung seit der Angebotsankündigung oder zwischenzeitlich eingetretene Veränderungen unternehmensindividueller Gegebenheiten gehen auf diesem Weg in die Beurteilung des Angebotes ein.

Hat zwischen dem Stichtag und dem Zeitpunkt der Erstellung der Fairness

Opinion ein anderer Bieter eine Entscheidung zur Abgabe eines eigenen, höheren Angebotes nach § 10 Abs. 1 WpÜG veröffentlicht, so ist dieser Sachverhalt in der Fairness Opinion für das früher vorgelegte Angebot kenntlich zu machen. Eine Beurteilung des alternativen, höheren Angebotes ist nicht zwingend erforderlich; für das höhere angekündigte Gebot kann ggf. eine eigene, zusätzliche Fairness Opinion eingeholt werden.

Das Auftreten deutlicher außergewöhnlicher spekulativer Einflüsse auf den Börsenkurs bereits vor der Angebotsankündigung kann in Ausnahmefällen eine Abweichung vom Stichtagsprinzip und die Wahl eines früheren Bezugszeitpunktes für die Beurteilung erforderlich machen. Dabei ist sowohl die Vermutung signifikanter Sondereinflüsse als auch die Wahl des abweichenden Bezugszeitpunktes zu begründen.

Sind bei der Beurteilung der Angemessenheit finanzielle Nachteile von Bedeutung, die ihre Ursache in einer erfolgreichen Übernahme haben (z. B. Kündigungsrechte im Rahmen von Change of Control-Klauseln in Lieferanten- oder Kundenverträgen), so ist deren Einfluss auf die Beurteilung zu erläutern. Auch auf die ggf. vorhandenen negativen finanziellen Effekte, die ihre Ursache in einer möglichen fehlgeschlagenen Übernahme haben (z. B. bereits vereinbarte Break-Up-Fees) ist in der Fairness Opinion gesondert einzugehen.

B.3. Fairness Opinions für Vorstand und Aufsichtsrat der Bietergesellschaft

B.3.1 Stichtag

Stichtag für die Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des Angebotes ist der Zeitpunkt unmittelbar vor der Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe eines Angebotes nach § 10 Abs. 1 WpÜG. Das ist der nachweisbare Entscheidungszeitpunkt zugunsten der

Unternehmenstransaktion. Auf diesen Zeitpunkt muss sich der Nachweis des „informed judgement“ beziehen, um das Haftungsrisiko für das Organmitglied zu reduzieren.

B.3.2 Vergleichs- und Beurteilungsmaßstäbe

Auch bei der Bietergesellschaft ist bei der Beurteilung einer angestrebten Übernahme aus Sicht der Aktionäre ein Vergleichsmaßstab bzw. eine Handlungsalternative zu bestimmen, die der Transaktion gegenüberzustellen ist. Im Regelfall ist die heranzuziehende Alternative die Unterlassung der entsprechenden Übernahme und die Realisierung der dann für die Aktionäre optimalen Strategie für die Bietergesellschaft. Die Beurteilung erfolgt anhand der durch die angestrebte Unternehmenstransaktion verursachten Veränderung des Unternehmenswertes.⁸ Das setzt u.a. die Ermittlung des Stand-alone-Wertes des Zielunternehmens und die Schätzung und Bewertung der aus der Kombination der beiden Unternehmen erzielbaren finanziellen Vorteile (Synergien) voraus.

B.3.3 Bewertungsmethoden und Angebotspreis

Eine Fairness Opinion für Vorstand und/oder Aufsichtsrat der Bietergesellschaft sollte eine Aussage über die **Angemessenheit des Kaufgebotes** für die Aktien der Zielgesellschaft enthalten. Diese Aussage kann im Valuation Memorandum mit der Angabe einer Bandbreite für angemessene Angebote verbunden sein.

Eine spätere Erhöhung des Angebotes erfordert eine neue Beurteilung und eine erneute Bestätigung der Angemessenheit durch eine Fairness Opinion.

⁸ Die theoretische Fundierung dieses Maßstabes ist die Maximierung des Unternehmenswertes.

Bei der Bewertung des Angebots ist auch auf die für die Anteile der Zielgesellschaft gebotene Gegenleistung einzugehen: werden z. B. eigene Anteile als Gegenleistung angeboten, muss die Aussage über die Angemessenheit des Angebotes auch den Wert der hingegebenen Aktien berücksichtigen.

Für die Beurteilung des Angebots wird regelmäßig eine Unternehmensbewertung durchgeführt. Die Bewertung eines konkreten Angebots für die Aktien der Zielgesellschaft erfordert dabei die Berücksichtigung folgender Faktoren:

- Der **Wert des Zielunternehmens** als Stand-alone plus dem Wert der aus dem Zusammenschluss für die Aktionäre der Bietergesellschaft erzielbaren finanziellen Vorteile.

- Die **Erfolgswahrscheinlichkeit des Angebotes**, welche mit dem gebotenen Angebotspreis zunimmt. Innerhalb der Bandbreite der angemessenen Angebote ist den Aktionären regelmäßig eine Prämie auf den aktuellen Börsenkurs ihrer Anteile zu bieten, um sie zur Annahme des Angebotes zu bewegen. Für die Beurteilung der Erfolgswahrscheinlichkeit wird auch die Anzahl aktueller oder potentiell später auftretender konkurrierender Bieterunternehmen und die Organisation des Bietprozesses (z. B. als Auktion) von Bedeutung sein.

- Sowie das **Kapitalmarktumfeld** und die damit verbundenen Erwartungen der Anteilseigner der Zielgesellschaft bezüglich Übernahmeprämie und zukünftig erzielbarer Kursgewinne.

Als Bewertungsmethoden werden regelmäßig Diskontierungsverfahren der Unternehmensbewertung herangezogen; sie sind insbesondere für die Quantifizierung von Synergieeffekten gut geeignet. Daneben finden auch auf Multiplikatoren gestützte Vergleichsverfahren der Unternehmensbewertung Anwendung: Durch den Vergleich des gebotenen Preises mit

transaktionsbezogenen Multiplikatoren aus anderen Übernahmen und vergleichbaren Kapitalmarktbewertungen lässt sich eine Beurteilung des Preises und der gebotenen Prämie der Übernahme durchführen.

B.4. Bieter- und Zielgesellschaft: Die Erläuterung der abschließenden Bewertung

B.4.1. Transparenzanforderungen

In der Fairness Opinion teilt der Ersteller dem Vorstand oder Aufsichtsrat der jeweiligen Gesellschaft mit, ob das vorliegende Angebot angemessen oder nicht angemessen ist. Die Organe der Gesellschaft als Adressaten müssen die Herleitung des abschließenden Urteils jederzeit und in vollem Umfang nachvollziehen können.

Aus diesem Grundsatz ergeben sich für die Ersteller der Fairness Opinion Anforderungen für die Transparenz und die Dokumentation des Prozesses der Urteilsbildung. Die der Bewertung zugrunde liegenden Informationen und Sachverhalte sind im Valuation Memorandum der Fairness Opinion zu dokumentieren und in den Sitzungen der Organe durch den Ersteller zu erläutern. Auch hier wird für die Durchführung und Dokumentation der Analysen und Berechnungen auf die Grundsätze im DVFA-Leitfaden zur Unternehmensbewertung verwiesen.

B.4.2. Vergleichs- und Bewertungsmaßstab und Urteilsbildung

Zur Urteilsbildung werden vom Ersteller der Fairness Opinion regelmäßig mehrere Vergleichs- und Bewertungsmaßstäbe herangezogen. Neben der Dokumentierung der durchgeführten Analysen und herangezogenen Vergleichs- und Bewertungsmaßstäbe müssen die den Organen in der Fairness Opinion gegebenen Erläuterungen deutlich machen, welchen Einfluss die einzelnen Ergebnisse auf das Gesamturteil haben.

Das gilt insbesondere dann, wenn die einzelnen Analysen und herangezogenen Vergleichs- und Bewertungsmaßstäbe zu unterschiedlichen Beurteilungen der Angemessenheit geführt haben. In diesem Fall muss für die Organe erkennbar und nachvollziehbar sein, wie die unterschiedlichen Beurteilungen zum Gesamturteil verdichtet wurden und welche Analysen und Vergleichs- sowie Bewertungsmaßstäbe zu abweichenden Einschätzungen vom Gesamturteil führten. Auch dann, wenn alle Analysen und Vergleichs- sowie Bewertungsmaßstäbe das Gesamturteil stützen, müssen die Erläuterungen zur Fairness Opinion auf ggf. vorhandene Unterschiede in der Bedeutung der unterschiedlichen Vergleichs- und Bewertungsmaßstäbe eingehen. Die Organe der Gesellschaft als Adressaten müssen den Prozeß der Urteilsbildung durch den Ersteller über die Gewichtung der einzelnen Verfahren und deren Ergebnisse erkennen können. Eine bloße kursorische Aufzählung aller durchgeführten Analysen wird diesem Anspruch nicht gerecht.

B.5. Bieter- und Zielgesellschaft: Qualitätsanforderungen für Ersteller von Fairness Opinions für Vorstand und Aufsichtsrat

Unternehmen, die Fairness Opinions erstellen, haben im Wege innerbetrieblicher Organisations- und Kommunikationsregeln für die Vermeidung von Interessenkonflikten Sorge zu tragen. Das betrifft insbesondere die Einhaltung folgender Anforderungen an den Prozess der Erstellung einer Fairness Opinion:

- die Einrichtung eines Fairness Opinion Committees,
- die Sicherstellung der fachlichen Qualifikation der Ersteller der Fairness Opinion,
- die organisatorische und personelle Trennung des Fairness Opinion Committees von den Arbeitsgruppen, die in der entsprechenden Transaktion beratend tätig sind.

B.6. Bieter- und Zielgesellschaft: Interessenkonflikte des Erstellers der Fairness Opinion

Bietet der Ersteller der Fairness Opinion im Rahmen der geplanten Übernahme weitere Dienste bzw. Dienstleistungen für Bieter- oder Zielunternehmen an, so können daraus Interessenkonflikte entstehen, die einer unabhängigen und objektiven Beurteilung der Angemessenheit des Angebotes als dem Zweck einer Fairness Opinion entgegenstehen.

Der Ersteller der Fairness Opinion hat alle vertraglichen Beziehungen mit den betreffenden Unternehmen, die Interessenkonflikte begründen können, offenzulegen. Das gilt neben weiteren Beratungsdienstleistungen im Rahmen der geplanten Übernahme auch für bereits vor dem Übernahmeangebot bestehende langfristige Geschäftsbeziehungen, sofern sie von materieller Bedeutung sind (z. B. als Abschlussprüfer oder finanzierende Bank).

Wurde mit dem Ersteller der Fairness Opinion eine erfolgsabhängige Vergütung vereinbart, so ist dieser Sachverhalt im Opinion Letter offenzulegen. Dabei ist insbesondere darzulegen, von welchen Faktoren die erfolgsabhängige Komponente der Vergütung abhängig ist (z.B. bei Zielgesellschaften: Abwehr der Übernahme, Erhaltung der Unabhängigkeit, Suche nach einem besser geeigneten Partner etc.; z.B. bei Bietergesellschaften: erfolgreiche Durchführung der Übernahme).

Wurde ein Haftungsausschluss für den Ersteller der Fairness Opinion vereinbart, so ist dies mitsamt dem Umfang der Haftungsfreistellung im Opinion Letter offenzulegen.

Schließlich ist der Zeitpunkt der Auftragserteilung für die Erstellung der Fairness Opinion und für ggf. weitere Dienstleistungen des Erstellers sowie der

Zeitpunkt des Arbeitsbeginns an der Fairness Opinion zu dokumentieren, so dass sich die Organe der Gesellschaft und im Falle einer Bezugnahme in der Aussenkommunikation auch die Aktionäre ein eigenständiges Urteil über den Umfang und den zeitlichen Verlauf des Arbeitseinsatzes bilden können.

Etwaige Interessenkonflikte der beteiligten Organe von Bieter- oder Zielgesellschaft werden nach allgemeinen Vorschriften des Gesellschaftsrechts und des Deutschen Corporate Governance Kodex geregelt und unterliegen nicht der Prüfungspflicht der Ersteller der Fairness Opinion.

Teil C

Fairness Opinions in der Kommunikation zwischen Vorstand, Aufsichtsrat und Aktionären

C.1. Zielgesellschaft:

Fairness Opinions als Grundlage für eine Stellungnahme der Organe nach § 27 WpÜG

C.1.1. Grundsätzliches

Die Stellungnahme der Organe der Zielgesellschaft nach § 27 WpÜG soll deren Anteilseignern die Möglichkeit geben, das abgegebene Übernahmeangebot auf einer breiteren Informationsbasis zu beurteilen. Im Mittelpunkt steht dabei die „Art und Höhe der angebotenen Gegenleistung“ (S.2 Nr. 1). Die Stellungnahme der Organe hat die Aufgabe, den Informationsstand der Aktionäre der Zielgesellschaft zu verbessern und die im Transparenzprinzip (§ 3 Abs. 2 WpÜG) geforderte „Kenntnis der Sachlage“ herzustellen, die Grundlage für eine fundierte Entscheidung über die Annahme/Ablehnung des Angebotes ist.

Im Fall konkurrierender Angebote nach § 22 WpÜG sind Vorstand und Aufsichtsrat verpflichtet, in ihrer Stellungnahme auch das konkurrierende Angebot zu beurteilen. Da die in Teil B formulierten Empfehlungen für die Fairness Opinions eine solche Stellungnahme für die Beurteilung eines einzelnen vorliegenden Angebotes nicht zwingend erfordern, ist es möglich, dass sich eine Stellungnahme nach § 27 WpÜG auf zwei verschiedene Fairness Opinions für die beiden konkurrierenden Angebote stützt.

C.1.2. Zum Verhältnis zwischen Stellungnahme und Fairness Opinion

C.1.2.1. Die Bezugnahme auf eine eingeholte Fairness Opinion in der Stellungnahme

Beruhet die Stellungnahme nach § 27 WpÜG für die Beurteilung der Angemessenheit der Gegenleistung auf einer oder mehrerer Fairness Opinion(s), dann ist dieser Sachverhalt in der Stellungnahme kenntlich zu machen. Der entsprechende Opinion Letter ist dann zusammen mit der Stellungnahme zu veröffentlichen.

C.1.2.2. Zum Verhältnis von eigenständigen Analysen der Gesellschaftsorgane zu den Analysen in der Fairness Opinion

Grundsätzlich sind die Gesellschaftsorgane in ihrer Stellungnahme nach § 27 WpÜG zu einer eigenständigen Urteilsbildung verpflichtet. Die Einholung einer Fairness Opinion hat somit lediglich unterstützenden Charakter. Sie enthebt die Organe der Zielgesellschaft nicht der Verpflichtung, eigenständige Analysen zur Beurteilung des Angebotes durchzuführen. Für den Aktionär als den Adressaten der Stellungnahme muss allerdings klar erkennbar sein, welche Analysen mit Unterstützung der Fairness Opinion und welche ggf. eigenständig durch die Gesellschaftsorgane durchgeführt wurden. Daneben muss die Stellungnahme deutlich machen, wenn die Organe sich in ihrer Beurteilung nur auf einen Teil der in der Fairness Opinion verwendeten Vergleichsmaßstäbe und Analysen stützen. Ein globaler Verweis auf die Einholung einer Fairness Opinion ist in der Stellungnahme nur dann zulässig, wenn alle angewendeten Vergleichsmaßstäbe und Analysen aus der Fairness Opinion und die damit abgeleiteten Beurteilungen zu Eigen gemacht werden.

C.1.3. Zur Publizität der angewendeten Vergleichsmaßstäbe

C.1.3.1. Publizität der angewendeten Vergleichsmaßstäbe und der Ableitung des Gesamturteils

Die im Rahmen der Stellungnahme abgegebenen Werturteile über die finanzielle Angemessenheit der Gegenleistung müssen für den Aktionär als Adressaten der Stellungnahme nachvollziehbar sein. Er muss sich ein Bild darüber machen können, auf der Basis welcher Vergleichsmaßstäbe und Analysen Vorstand und Aufsichtsrat der Zielgesellschaft zu ihrem Werturteil gelangt sind.

In Teil B wurden Empfehlungen für mögliche Vergleichsmaßstäbe in der Fairness Opinion für den Fall entwickelt, dass die Gesellschaftsorgane die Adressaten sind. In einer Stellungnahme der Organe gegenüber den Aktionären, die sich auf eine eingeholte Fairness Opinion bezieht, ist deshalb deutlich zu machen, ob und ggf. in welchem Umfang den oben genannten Empfehlungen bei der Erstellung der Fairness Opinion gefolgt worden ist. Die für die Zwecke der Fairness Opinion herangezogenen Vergleichsmaßstäbe und Analysen, die damit abgeleiteten Ergebnisse und ihre Aggregation zum Gesamturteil sind in der Stellungnahme zu erläutern. Abweichungen von den oben genannten Empfehlungen bei der eingeholten Fairness Opinion sind auch in der Stellungnahme kenntlich zu machen und zu begründen.

C. 1.3.2. Publizität der angewendeten Vergleichs- und Bewertungsverfahren

Wurden für die Zwecke der Fairness Opinion als Beurteilungsmaßstab vergleichende Marktbewertungen auf Multiplikatorenbasis und/oder mit Hilfe von Diskontierungsverfahren ermittelte Unternehmenswerte herangezogen, so sind die Grundzüge dieser Bewertung auch in der

Stellungnahme der Gesellschaftsorgane zu publizieren.

Daraus ergeben sich Mindestanforderungen an die Transparenz und Nachvollziehbarkeit der vorgenommenen Beurteilung/Bewertung in der Stellungnahme:

- Im Falle einer vergleichenden Marktbewertung sind die für diesen Vergleich herangezogenen Multiplikatoren (z. B. Enterprise Value/EBIT, Price/Earnings-Ratio) zu nennen und die auf der Basis dieser Größen resultierende Bandbreite von Anteilswerten anzugeben. Zugleich ist offen zu legen, ob die zugrundegelegten Anteilswerte bzw. Anteilspreise über den Vergleich mit aktuellen Börsenkursen oder mit in der jüngeren Vergangenheit realisierten Akquisitionspreisen ermittelt wurden.

- Die Prüfung der Angemessenheit der angebotenen Prämie auf den Börsenkurs zum Stichtag ist Bestandteil der Empfehlungen zur Gestaltung von Fairness Opinions (vgl. B.2.2.). In der Stellungnahme der Organe der Zielgesellschaft sind das Ergebnis dieser Prüfung in der Fairness Opinion und die dort verwendeten Vergleichsmaßstäbe offen zu legen. Eine Abweichung von den oben angeführten Empfehlungen in der Fairness Opinion ist in der Stellungnahme der Organe zu dokumentieren und zu begründen.

- Wird als Maßstab für die Beurteilung der Angemessenheit in der Fairness Opinion der mit Hilfe eines Diskontierungsverfahrens ermittelte Stand-alone⁹ Unternehmenswert herangezogen, so ist in der Stellungnahme das zugrundeliegende Bewertungsmodell (z.B. DCF-WACC Modell, DCF-Flow to Equity Modell) in Grundzügen darzustellen. Die Verschie-

⁹ Eine Einbeziehung von "echten" Synergien in die Ermittlung des Unternehmenswertes bei gleichzeitiger isolierter Beurteilung der gebotenen Prämie ist nicht konsistent, da die Prämie regelmäßig die Vorteile aus Synergien beinhaltet.

genheitspflicht der Organe der Zielgesellschaft verhindert regelmäßig eine Offenlegung wichtiger wertbildender Faktoren, insbesondere der projizierten künftigen Überschüsse. In der Stellungnahme der Organe sollten dem Aktionär jedoch zumindest wesentliche, nicht unter die Verschwiegenheitspflicht fallende Parameter der Bewertung, und als Ergebnis die ermittelte Bandbreite für den Stand-alone Anteilswert offengelegt werden.

- Kommt die Stellungnahme zu dem Ergebnis, dass das vorliegende Angebot nicht angemessen ist, ist dies zu begründen. Insbesondere ist darzulegen, ob dieses Ergebnis auf einer vom Kapitalmarkt abweichenden Einschätzung des Stand-alone Wertes des Zielunternehmens zum Stichtag oder in einer nicht als angemessen beurteilten Prämie auf den Börsenkurs basiert.

- Maßstab für die Beurteilung des Angebotes in der Stellungnahme ist das Gesellschaftsinteresse (§ 3 Abs. 3 WpÜG). Im Rahmen einer Fairness Opinion wird die Angemessenheit ausschließlich aus finanzieller Sicht beurteilt. Im Falle einer ablehnenden Stellungnahme ist auf ggf. vorhandene, durch den unterschiedlichen Beurteilungsmaßstab verursachte Abweichungen zwischen der Fairness Opinion und der Stellungnahme der Organe einzugehen.

- Spielen bei der Beurteilung der Angemessenheit des Angebotes finanzielle Wirkungen eines Erfolges oder eines Scheiterns der angestrebten Übernahme eine Rolle, so ist dies neben der Fairness Opinion ebenfalls in der Stellungnahme der Organe kenntlich zu machen.

C.2. Bietergesellschaft

C.2.1. Grundsätzliches

Als Stichtag für die Beurteilung der Angemessenheit gilt der Zeitpunkt der Angebotsankündigung als der für die Business Judgement Rule relevante

Entscheidungszeitpunkt von Vorstand und Aufsichtsrat der Bietergesellschaft.¹⁰ Für die Organe der Bietergesellschaft ergeben sich im Rahmen der Transaktion aus den Regelungen des WpÜG und ggf. des WpHG generelle Informations- und Kommunikationspflichten gegenüber allen Kapitalmarktteilnehmern: Die Entscheidung zur Abgabe des Angebotes löst die in § 10 WpÜG festgelegten Publizitätspflichten aus. Wird die angebotene Gegenleistung nicht zeitgleich veröffentlicht, so ist deren Festsetzung mit der Pflicht zur ad-hoc Publizität nach § 15 WpHG verbunden. Eine darüber hinaus gehende Verpflichtung zur Kommunikation mit den eigenen Aktionären, für die eine Fairness Opinion eingesetzt werden könnte, besteht im Gegensatz zur Zielgesellschaft nicht. Dennoch kann die Verwendung einer Fairness Opinion für die zielgerichtete Kommunikation an die Aktionäre der Bietergesellschaft sinnvoll sein: Die Durchführung einer Transaktion liegt nicht notwendigerweise immer im Interesse der Anteilseigner des Bieterunternehmens.¹¹ Da die Aktionäre generell bei Transaktionsentscheidungen keine direkten Mitwirkungsrechte bzw. Kontrollmöglichkeiten haben, ist die Nutzung der Fairness Opinion in der Kommunikation mit dem Kapitalmarkt empfehlenswert.

C.2.2. Zur Publizität

C.2.2.1. Zeitpunkt

Der Stichtag der Urteilsbildung in einer Fairness Opinion für die Organe der Bietergesellschaft ist der Zeitpunkt unmittelbar vor der Angebotsankündigung.

¹⁰ Vgl. Punkt B.3.1. Fairness Opinions, die zu späteren Zeitpunkten für Kapitalmaßnahmen und die ggf. erforderlichen Beschlüsse der Hauptversammlung erstellt werden, fallen nicht unter die folgenden Ausführungen.

¹¹ Eine Unternehmenstransaktion kann trotz realisierter Synergien für die Aktionäre der Bietergesellschaft nachteilig sein, wenn die gebotene Prämie für die Anteile der Zielgesellschaft zu hoch ist. Vgl. hierzu auch Punkt A.2.

Für eine ggf. angestrebte Verwendung der Fairness Opinion in der Kommunikation gegenüber den Aktionären der Bietergesellschaft wird der Zeitpunkt der Angebotsankündigung bzw. der Veröffentlichung der angebotenen Gegenleistung empfohlen, damit sie die gewünschte positive Wirkung auf den Kapitalmarkt entfalten kann.¹²

C.2.2.2. Inhalt: Beurteilungskriterien und Vergleichsmaßstäbe

Falls die Organe der Bietergesellschaft öffentlich auf eine Fairness Opinion Bezug nehmen, ist die Publikation des Opinion Letter erforderlich. Der bloße öffentliche Verweis auf die Existenz einer Fairness Opinion ist nicht ausreichend.

Für die Publizität der verwendeten Beurteilungs- und Entscheidungskriterien gelten andere Maßstäbe als bei Fairness Opinions der Zielgesellschaft: Die Publikation von Details der Wert- und Urteilsfindung könnte die Verhandlungsposition der Bietergesellschaft schwächen. Deshalb sind bezüglich der herangezogenen Alternativen für die Beurteilung der Transaktion keine konkreten Angaben erforderlich.

Für die verwendeten Bewertungsmaßstäbe ist die Nennung der angewendeten Bewertungsverfahren ausreichend. Details müssen nicht publiziert werden. Dementsprechend genügt es, den Opinion Letter mit der darin enthaltenen Aussage, dass das vorliegende Angebot aus der Perspektive der Aktionäre der Bietergesellschaft angemessen ist, zu veröffentlichen.

C.2.3. Nachträgliche Erhöhung des Angebotes

Werden Übernahmeangebote durch die Bietergesellschaft aufgestockt bzw. nachgebessert, dann gilt die Empfehlung

zur Publikation des entsprechenden Opinion Letter¹³ auch für die nachträgliche Erhöhung des Angebotes.

¹² Nachträgliche Erhöhungen des Angebotes werden unter Punkt C.2.3. behandelt.

¹³ Zur Einholung einer Fairness Opinion durch Vorstand und Aufsichtsrat bei nachträglich erhöhtem Angebot vgl. Punkt B.3.3.

DVFA

Die DVFA ist der Berufsverband der Investment Professionals. Aktuell gehören der DVFA 1.100 persönliche Mitglieder an. Sie sind als Fach- und Führungskräfte bei über 400 Investmenthäusern, Banken sowie Fondsgesellschaften oder als unabhängige Kapitalmarktdienstleister tätig. Die DVFA sichert die Glaubwürdigkeit der Berufsangehörigen und die Integrität des Marktes durch eine internationalen Standards entsprechende Aus- und Weiterbildung, durch die Bereitstellung von Plattformen für die professionelle Finanzkommunikation sowie durch effektive Selbstregulierung.

Über EFFAS, den Dachverband der europäischen Analystenvereinigungen, bietet die DVFA Zugang zu einer paneuropäischen Plattform mit über 17.000 Berufsangehörigen in 24 Nationen. Über die Association of Certified International Investment Analysts (ACIIA) ist der Verband an ein weltweites Netzwerk von über 50.000 Investment Professionals angeschlossen.

ISBN: 978-3-928759-09-0

DVFA

Einsteinstraße 5
63303 Dreieich

Tel.: +49 (0)6103 - 5833-0
Fax: +49 (0)6103 - 5833-34
Mail: info@dvfa.de
Web: <http://www.dvfa.de>