

seren Ergebnissen als bei Verwendung des Comparable Company Approach. Die Multiples P/E, P/B und Gesamtvermögen steigen im Zeitablauf kontinuierlich an. P/E Multiples sind gegenüber dem EV/EBIT Multiple genauer. Cash-flow Multiples sind deutlich ungenauer als P/E-Multiples. Das Kurs/Buchwert-Verhältnis (KBV), teilweise auch als PB-Ratio (Price to Book) bezeichnet, ist im Zeitablauf relativ stabil. Die höchsten Bewertungsfehler ergeben sich bei Verwendung des Umsatzes als Bezugsgröße.

Offen bleibt, ob die Berücksichtigung von Prognosen, insbesondere für das Gewinnwachstum und bezüglich des Verschuldungsgrads, die Bewertungsergebnisse verbessert.

Damit unnötige Fehlerquellen für Bewertungsdurchführungen mittels Multiples beseitigt werden, bleibt zu hoffen, dass sich auch der natio-

nale Wissenschaftsbetrieb mittels empirischer Studien verstärkt den Zusammenhängen und der Ableitung empirisch gehaltvoller Aussagen bezüglich Market Multiples widmet, damit auch eine Abweichungsanalyse gegenüber anderen Volkswirtschaften vorgenommen werden kann. Auf keinen Fall kann bei der Verwendung von Market Multiples von „vereinfachten Preisfindungsverfahren“, denen allenfalls eine Plausibilitätsfunktion zuzubilligen sei (so aber IDW S1), die Rede sein. Vielmehr handelt es sich bei der Verwendung von Market Multiples um ein eigenständiges Bewertungsverfahren auf Basis der Similarity Theory mit hohem Branchenbezug. Dies führt letztlich zu einer höheren Akzeptanz bei den Bewertungsadressaten gegenüber einer Verwendung von Verfahren, die auf prognostizierte bzw. auf Plandaten abstellen.

DVFA Expert Group „Fairness Opinions“

Grundsätze für die Erstellung von Fairness Opinions

DVFA Expert Group „Fairness Opinions“, Mitglieder: Dr. Christian Aders, 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 LLP; Dr. Hanns Ostmeier, The Blackstone Group Deutschland GmbH; Dr. Maximilian Schiessl, LL.M., Hengeler Mueller; Prof. Dr. Bernhard Schwetler (Leitung), Handelshochschule Leipzig; Christian Strenger, DWS Investment GmbH; Joachim von Brockhausen, WestLB AG; Dr. Robert Weber, White & Case LLP; Andreas Wilms, Handelshochschule Leipzig.

I. Einleitung

Eine Fairness Opinion ist die Stellungnahme eines Sachverständigen zur finanziellen Angemessenheit einer vorgeschlagenen Unternehmenstransaktion. Sie wird im Regelfall vom Management beauftragt und von Investmentbanken oder Finanzberatern erstellt. In Deutschland gewinnt dieses Instrument an Bedeutung; es wird insbesondere im Zusammenhang mit der Stellungnahme der Organe einer Zielgesellschaft zu einem Übernahmeangebot nach § 27 WpÜG verwendet, um die Angemessenheit eines vorliegenden Übernahmeangebots zu beurteilen.

Die Expertgroup „Fairness Opinion“ der Deutschen Vereinigung für

Finanzanalyse und Asset Management (DVFA) hat Grundsätze für die Erstellung von Fairness Opinions erarbeitet. Dieser Beitrag stellt die Grundsätze dar; er orientiert sich dabei an der Originalfassung und deren Gliederung. Kursiv gesetzte Textpassagen skizzieren den Hintergrund der jeweils nachfolgenden Regelungen.

Die Notwendigkeit von Grundsätzen ergibt sich aus dem Spannungsfeld zwischen Ermessensspielräumen und Interessenkonflikten. Bei der Beurteilung der Angemessenheit bzw. der „Fairness“ einer Unternehmenstransaktion hat der Verfasser der Fairness Opinion erhebliche Ermessensspielräume im Rahmen der Unternehmensbewertung, z.B. bei der Prognose der künftigen Überschüsse oder der Wahl des „richtigen“ risikoäquivalenten Diskontierungssatzes. Bei Fairness Opinions kommt hinzu, dass weder eine Definition eines „Fair Price“ noch einheitliche Regelungen für die Anwendung von Bewertungskonzeptionen bei der Ableitung des Werturteils existieren. Zum Problem können die Ermessensspiel-

räume werden, wenn sie interessengeleitet genutzt werden. Im Umfeld einer Unternehmenstransaktion kann das Management Interessenkonflikten ausgesetzt sein: Bei Vorliegen eines „feindlichen“ Übernahmeangebots kann z.B. die Erwartung negativer persönlicher Konsequenzen das Management der Zielgesellschaft dazu verleiten, seinen Anteilseignern die Ablehnung des Angebots zu empfehlen, obwohl dies nicht in deren finanziellem Interesse liegt. Hinzu treten mögliche Interessenkonflikte des Verfassers der Opinion: Auftraggeber ist regelmäßig das Management der betreffenden Gesellschaft; der Verfasser hat deshalb den Anreiz, zur gleichen Einschätzung der Transaktion zu gelangen wie das auftraggebende Management. Eine weitere Interessenkollision liegt vor, wenn der Verfasser im Rahmen der zu beurteilenden Transaktion weitere Beratungsleistungen erbringt und dafür in Abhängigkeit vom Erfolg der angestrebten Transaktion vergütet wird.

Grundsätze bzw. Standards für die Erstellung von Fairness Opinions formulieren Anforderungen an die zugrunde zu legenden Bewertungskonzeptionen, Beurteilungsmaßstäbe und deren konsistente Anwendung und engen so die Möglichkeiten zur interessengeleiteten Ausnutzung von Ermessensspielräumen ein. Solche Standards bezüglich der Transparenz erhöhen die Glaubwürdigkeit der abgegebenen Einschätzung. Das betrifft insbesondere die Offenlegung der möglichen Interessenkonflikte, die sich aus der zu beurteilenden Transaktion und der damit verbundenen Fairness Opinion ergeben können. Durch Anforderungen an Transparenz und Nachvollziehbarkeit der Urteilsbildung kann sich der Adressat der Fairness Opinion ein Bild über das Zustandekommen des Urteils und die ggf. vorgenommene Nutzung von Ermessensspielräumen machen. Dies verringert wiederum die Gefahr einer interessengeleiteten Ausnutzung der Spielräume durch den Verfasser.

II. Die Grundsätze

1. Grundsätzliches

a) Vorbemerkung

Die hier dargelegten Grundsätze beziehen sich auf Fairness Opinions für Vorstände und Aufsichtsräte des Zielunternehmens, die Bestandteil einer Stellungnahme nach § 27 WpÜG sind. Sie beschränken sich auf die Beurteilung der Angemessenheit einer Angebotsleistung für die Anteile der Zielgesellschaft i.S.d. WpÜG.

Die Zielstellungen einer Fairness Opinion für Vorstand und Aufsichtsrat und der darauf ggf. Bezug nehmenden Stellungnahme nach § 27 WpÜG sind nicht ganz deckungsgleich: Die Stellungnahme nach § 27 WpÜG soll die Angemessenheit der Gegenleistung aus der Perspektive der Zielgesellschaft 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 Angebots für die Zielgesellschaft. Soweit nicht ausdrücklich anders bestimmt, gehen die folgenden Ausführungen von einer Übereinstimmung der hier diskutierten Inhalte beider Stellungnahmen aus.

b) Zielsezung und grundlegende Anforderungen

Eine Fairness Opinion für Vorstand und Aufsichtsrat ist eine Stellungnahme zur finanziellen Angemessenheit einer vorgeschlagenen Unternehmenstransaktion. Sie wird von Finanzberatern erstellt, die dafür von der Zielgesellschaft beauftragt werden. Sie richtet sich zunächst an die Organe der Zielgesellschaft (vgl. hierzu Abschn. 2.). Mit der Einholung einer Fairness Opinion verfolgen diese das Ziel, den Anforderungen an ein „informed judgement“ im Rahmen der „business judgement rule“ nachzukommen.

Die Organe der Zielgesellschaft können die Fairness Opinion dann als eine Informationsgrundlage für die eigene Stellungnahme gegenüber den Aktionären gem. § 27 WpÜG verwenden (vgl. hierzu Abschn. 3.). 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/Abkehrung des Angebots zu ermöglichen.

Daraus ergeben sich wichtige Anforderungen für die Stellungnahme und die ihr zugrunde liegende Fairness Opinion:

- Fairness Opinions werden nach etablierten Standards zur Unternehmensbewertung (wie z.B. den DVFA GoFR) erstellt. Der Verfasser der Fairness Opinion lässt sich dabei nicht von anderen Geschäftsbeziehungen mit dem Unternehmen oder dessen Gremien leiten, für die er die Fairness Opinion erstellt.

- Nimmt die Stellungnahme auf eine Fairness Opinion Bezug, so ist diese zusammen mit der Stellungnahme zu veröffentlichen.
- Es ist sicherzustellen, dass die Aktionäre über alle möglichen Interessenkonflikte der Gesellschaftsorgane im Zusammenhang mit der zu beurteilenden Transaktion informiert sind. Dies erfordert die im WpÜG geforderte „Kenntnis der Sachlage“ der Aktionäre. Die Fairness Opinion selbst nimmt keine Stellung zu möglichen Interessenkonflikten der Gesellschaftsorgane. Diese sind in der Stellungnahme nach § 27 WpÜG offenzulegen (vgl. Abschn. II.3.e)).
- Mögliche Interessenkonflikte des Erstellers der Fairness Opinion sind in vollem Umfang offen zu legen; die entsprechende Erläuterung ist Bestandteil der Fairness Opinion (vgl. Abschn. II. 2. g)).
- Die im Rahmen der Stellungnahme abgegebenen Werturteile der Gesellschaftsorgane über die finanzielle Angemessenheit der Gegenleistung müssen für den Aktionär als Adressat der Stellungnahme nachvollziehbar sein.
- Berufen sich die Organe in ihrer Stellungnahme auf eine Fairness Opinion, dann muss für den Aktionär erkennbar sein, welche Analysen der Ersteller der Fairness Opinion seinem Urteil zugrunde gelegt hat. Die dafür hier abgeleiteten Empfehlungen betreffen jedoch allein das Verhältnis zwischen den Organen und dem Ersteller der Fairness Opinion, ohne dass die Aktionäre daraus direkt Informationsrechte oder sonstige Ansprüche gegen den Finanzberater ableiten könnten.

Grundsätze/Standards für die Erstellung von Fairness Opinions formulieren Anforderungen an die zugrunde zu legenden Bewertungskonzeptionen, Beurteilungsmaßstäbe und deren konsistente Anwendung. Sie reduzieren so die Möglichkeiten zur interessengeleiteten Ausnutzung von Ermessensspielräumen.

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 im Einklang mit diesen GoFR¹⁾.

Vorstand und Aufsichtsrat als Adressat: Auftraggeber und somit erster Adressat einer Fairness Opinion sind Vorstand und ggf. Aufsichtsrat einer Aktiengesellschaft. Der Vorstand kommt seiner Sorgfaltspflicht bei einer unternehmerischen Entscheidung nach, wenn diese auf der „Grundlage angemessener Information“ erfolgt (§ 93 Abs. 1 S. 2 AktG). Die Einholung einer Fairness Opinion hat das Ziel, die Anforderungen an ein „informed judgement“ für die Transaktionsentscheidung zu erfüllen und somit das Haftungs-

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

risiko des Vorstands aus einer solchen unternehmerischen Entscheidung zu verringern. Für den Aufsichtsrat ist die pflichtgemäße Erfüllung seiner Kontroll- und Überwachungsfunktion ebenfalls an die Herstellung einer ausreichenden Informationsgrundlage gebunden.

2. Verhältnis zwischen Gesellschaftsorganen als Adressaten und Ersteller der Fairness Opinion – Empfehlungen zur Ausgestaltung von Fairness Opinions für Vorstand und Aufsichtsrat

a) Aufgabe der Fairness Opinion: Verbesserung der Informationsgrundlage und Verringerung des Haftungsrisikos für die Organe der Gesellschaft

Für den Vorstand der Zielgesellschaft hat die Fairness Opinion die Aufgabe, die mit der „Business Judgement Rule“ verbundenen Anforderungen an eine ordnungsgemäße Entscheidung zu erfüllen und somit Haftungsrisiken zu reduzieren. Der Aufsichtsrat kommt durch die Einholung einer Fairness Opinion seiner Pflicht zur Kontrolle des Vorstands und zur eigenen Information nach und sichert sich so gleichzeitig gegen eigene Haftungsrisiken ab.

Für den Vorstand hat die Einholung einer Fairness Opinion das Ziel, die Anforderungen an ein „informed judgement“ für die Transaktionsentscheidung zu erfüllen und dadurch das Haftungsrisiko aus einer solchen unternehmerischen Entscheidung zu verringern. Wird in der Kommunikation gegenüber dem Aktionär auf eine Fairness Opinion Bezug genommen, so erfüllt sie zusätzlich eine Zertifizierungsfunktion: Ein außenstehender Sachverständiger beurteilt die finanzielle Angemessenheit der Transaktion für die (schlechter informierten) Anteilseigner.

Grundsätze zur Urteilsbildung: Für die Beurteilung der finanziellen Angemessenheit ist der zu beurteilenden Transaktion ein geeigneter Vergleichsmaßstab gegenüberzustellen. Die Grundsätze geben keine bestimmten Vergleichsmaßstäbe bzw. keine Bewertungsverfahren vor, formulieren jedoch Anforderungen an deren konsistente Anwendung. Zentral ist hierbei 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 erfüllen lediglich solche Vergleichsmaßstäbe die Anforderungen der Standards, die tatsächliche Alternativen des Anteilseigners im Zeitpunkt des Vorliegens eines Übernahmeangebots abbilden. Fiktive Bewertungskonzeptionen, die auf das Eintreten bestimmter künftiger Handlungen von anderen Kapitalmarktteilnehmern abstellen (wie z.B. das Ergebnis fiktiver Auktionen oder Verhandlungen) sind nicht im Sinne der Grundsätze. Als Stichtag wird der Zeitpunkt unmittelbar vor der Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe eines Angebots nach § 10 Abs. 1 WpÜG durch das Bieterunternehmen empfohlen. Die Grundsätze stellen also auf den „unbeeinflussten“ Börsenkurs vor der Ankündigung ab; Kurseffekte, die durch die Angebotsankündigung ausgelöst werden, sind nicht berücksichtigt. Die Fairness Opinion muss deshalb zusätzlich ein Urteil über die Angemessenheit der

gebotenen Prämie als Aufschlag auf den Börsenkurs im Stichtag enthalten. Tritt nach dem Stichtag eine deutliche Veränderung des Kapitalmarktumfelds oder beim Bewertungsobjekt ein, so kann diese über eine Wertaufhellungsregel berücksichtigt werden. In begründeten Ausnahmefällen (z.B. dem Auftreten deutlicher außergewöhnlicher spekulativer Einflüsse auf den Börsenkurs bereits vor dem Stichtag) ist die Wahl eines Stichtags vor dem Zeitpunkt der Angebotsankündigung zulässig. Zur Bildung des Gesamturteils einer Fairness Opinion werden regelmäßig mehrere verschiedene Beurteilungsmaßstäbe herangezogen. Die Grundsätze fordern, dass neben den einzelnen angewendeten Vergleichsmaßstäben auch die Aggregation der jeweiligen Ergebnisse zum Gesamturteil deutlich gemacht wird.

b) 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 des Vorstands für die Anteilseigner beurteilen. Bei der Beurteilung der Angemessenheit ist der dem Angebot gegenüberzustellende Vergleichsmaßstab von großer Bedeutung. Für die Auswahl dieses Vergleichsmaßstabs gilt der Grundsatz der Methodenvielfalt; die Empfehlungen favorisieren keinen bestimmten Vergleichsmaßstab bzw. kein bestimmtes Bewertungsverfahren, aber legen 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 Angebots nach § 10 Abs. 1 WpÜG durch das Bieterunternehmen sein. Nehmen die zur Beurteilung gewählten Vergleichsmaßstäbe Bezug auf Zeitpunkte vor oder nach dem Stichtag in Form 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.

c) Vergleichsmaßstab und Stichtagsprinzip

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

- 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.

- 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.

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 § 3 S. 1 WpÜG-AngVO negativ, ist das Angebot grundsätzlich als „nicht angemessen“ zu beurteilen. Von diesem Grundsatz abweichende Werturteile sind ausführlich zu begründen.

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

Folgende Vergleichsmaßstäbe könnten eine Bewertung der Angemessenheit erschweren:

- Die Spekulation auf die Erhöhung des Angebots des gleichen Bieters.
- Die Spekulation auf ein höheres Angebot eines anderen Bieters (oder eine Kombination aus den beiden genannten).
- Die Spekulation auf den Erfolg des vorliegenden Angebots, verbunden mit der Erwartung, bei einem folgenden Squeeze out, einer folgenden Eingliederung nach Mehrheitsbeschluss oder dem nachfolgenden Abschluss eines Unternehmensvertrags durch Mehrheitsbeschluss eine höhere Abfindung (§§ 305, 320b, 327b AktG) zu erhalten.
- Von Finanzanalysten vor oder nach dem Stichtag veröffentlichte Kursziele für die Aktie des Zielunternehmens.

Für diese Vergleichsmaßstäbe 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 der Angemessenheit, das sich ausschließlich auf die hier genannten Vergleichsalternativen stützt, ist somit nicht in Einklang mit den hier dargelegten Empfehlungen.

d) 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 gebotenen Prämie 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 Angebots ein.

Hat zwischen dem Stichtag und dem Zeitpunkt der Erstellung der Fairness Opinion ein anderer Bieter eine Entscheidung zur Abgabe eines eigenen, höheren Angebots 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 Angebots ist nicht zwingend erforderlich; für das höhere angekündigte Gebot kann ggf. eine eigene, zusätzliche Fairness Opinion eingeholt werden.

Das Stichtagsprinzip fordert die konsistente Anwendung eines einheitlichen Bezugszeitpunktes für den Vergleich zwischen dem zu beurteilenden Angebot und den herangezogenen Vergleichsmaßstäben. Als Stichtag wird der Zeitpunkt unmittelbar vor der Ankündigung des Angebotes durch das Bieterunternehmen vorgeschlagen. Da die Wirkung der Angebotsankündigung noch nicht im Börsenkurs enthalten ist, hat die Fairness Opinion dann auch Stellung zur Angemessenheit der gebotenen Prämie auf den (unbeeinflussten) Börsenkurs zu nehmen. Die Berücksichtigung besonderer Werteeinflüsse nach (z.B. allg. Marktentwicklung) oder vor dem Stichtag (z.B. Price Run ups) ist möglich.

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 Bezugszeitpunkts für die Beurteilung erforderlich machen. Dabei ist sowohl die Vermutung signifikanter Sondereinflüsse als auch die Wahl des abweichenden Bezugszeitpunkts 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.

e) Fundierung der abschließenden Bewertung

aa) Transparenzanforderungen

In der Fairness Opinion teilt der Ersteller dem Vorstand oder Aufsichtsrat 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 Finanzberater zu erläutern. Auch hier wird für die Durchführung und Dokumentation der Analysen und Berechnungen auf die Grundsätze im DVFA-Leitfaden zur Unternehmensbewertung verwiesen.

bb) Vergleichsmaßstab und Urteilsbildung

Zur Urteilsbildung werden vom Ersteller der Fairness Opinion regelmäßig mehrere Vergleichsmaßstäbe herangezogen. Neben der Dokumentierung der durchgeführten Analysen und herangezogenen Vergleichsmaßstäbe müssen die den Organen zu 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 Vergleichsmaßstäbe 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 Vergleichsmaßstäbe zu abweichenden Einschätzungen vom Gesamturteil führten.

Wurde mit dem Ersteller der Fairness Opinion im Zusammenhang mit anderen Dienst- und/oder Beratungsleistungen bei der geplanten Übernahme eine erfolgsabhängige Vergütung vereinbart, so sind dieser Sachverhalt und die Faktoren, von denen diese Vergütung abhängt, offenzulegen.

Auch dann, wenn alle Analysen und Vergleichsmaßstäbe das Gesamturteil stützen, müssen die Erläuterungen zur Fairness Opinion auf ggf. vorhandene Unterschiede in der Bedeutung der unterschiedlichen Vergleichsmaßstäbe eingehen. Die Organe der Zielgesellschaft 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.

f) Qualitätsmanagement bei Finanzdienstleistern, die Fairness Opinions für Vorstand und Aufsichtsrat erstellen

Unternehmen, die als Finanzdienstleister 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:

- Einrichtung eines Fairness Committees,
- Sicherstellung der fachlichen Qualifikation der Ersteller der Fairness Opinion sowie
- organisatorische und personelle Trennung des Fairness Committees von den Arbeitsgruppen, die in der entsprechenden Transaktion beratend tätig sind: Mitglieder dieser Arbeitsgruppe sollen im Fairness Committee kein Stimmrecht haben.

Interessenkonflikte des Verfassers der Fairness Opinion: Die Expert Group hat, dem Grundsatz „Transparenz vor Regulierung“ folgend, in ihren Empfehlungen transaktionsbegleitende Banken als Verfasser von Fairness Opinions nicht grundsätzlich ausgeschlossen. Dahinter steht die Überlegung, die Entscheidung über die Auswahl des Verfassers und damit auch die Abwägung zwischen möglichen Interessenkonflikten auf der einen und den erzielbaren Kostenersparnissen auf der anderen Seite dem Management zu überlassen, wenn bestimmte Transparenzanforderungen erfüllt sind. Der Verfasser der Fairness Opinion hat alle vertraglichen Beziehungen zum auftraggebenden Unternehmen, die Interessenkonflikte entstehen lassen können, offenzulegen. Die Vergütung der Fairness Opinion darf nicht von der darin geäußerten Beurteilung abhängen. 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.

g) Interessenkonflikte des Erstellers der Fairness Opinion

Bietet der Ersteller der Fairness Opinion im Rahmen der geplanten Übernahme weitere Dienste bzw. Dienstleistungen für das Zielunternehmen an, so können daraus Interessenkonflikte entstehen, die einer unabhängigen und objektiven Beurteilung der Angemessenheit von Art und Höhe der angebotenen Gegenleistung als dem Zweck einer Fairness Opinion entgegenstehen.

Der Ersteller der Fairness Opinion hat alle vertraglichen Beziehungen mit dem Zielunternehmen, die Interessenkonflikte entstehen lassen 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).

Wurde mit dem Ersteller der Fairness Opinion im Zusammenhang mit anderen Dienst- und/oder Beratungsdienstleistungen bei der geplanten Übernahme eine erfolgsabhängige Vergütung vereinbart, so ist dieser Sachverhalt offenzulegen. Dabei ist insbesondere darzulegen, von welchen Faktoren (Abwehr der Übernahme, Erhaltung der Unabhängigkeit, Suche nach einem besser geeigneten Partner etc.) die erfolgsabhängige Komponente der Vergütung abhängig ist.

Wurde ein Haftungsausschluss für den Ersteller der Fairness Opinion vereinbart, so ist dies und der Umfang der Haftungsfreistellung in der Fairness Opinion offenzulegen.

Schließlich ist der Zeitpunkt der Auftragserteilung für die Erstellung der Fairness Opinion und für ggf. weitere Dienstleistungen des Finanzdienstleisters zu dokumentieren, so dass sich die Organe der Zielgesellschaft und deren Aktionäre im Rahmen der Stellungnahme nach § 27 WpÜG ein eigenständiges Urteil über den Umfang und den zeitlichen Verlauf des Arbeitseinsatzes bilden können.

Fairness Opinion und Stellungnahme nach § 27 WpÜG: Der Aktionär der Zielgesellschaft ist Adressat der Stellungnahme nach § 27 WpÜG. Nehmen die Organe der Zielgesellschaft dabei Bezug auf eine eingeholte Fairness Opinion, dann richtet sich diese auch an die Aktionäre. Die Fairness Opinion übernimmt in diesem Fall eine Zertifizierungsfunktion: Ein ausenstehender Sachverständiger beurteilt die finanziellen Konsequenzen und die Angemessenheit der vorgeschlagenen Unternehmenstransaktion.

Das Transparenzgebot gilt auch für die Kommunikation mit dem Aktionär. Alle im Rahmen der Stellungnahme und einer damit ggf. verbundenen Fairness Opinion abgegebenen Werturteile über die finanzielle Angemessenheit der Gegenleistung müssen für den Aktionär nachvollziehbar sein. Stellungnahmen des Verfassers zu eigenen Interessenkonflikten sind als Bestandteil der Fairness Opinion in der Stellungnahme zu publizieren.

3. Fairness Opinion als eine Grundlage der Stellungnahme der Organe der Zielgesellschaft nach § 27 WpÜG

a) 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 Angebots 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 dem Abschn. II. 2. formulierten Empfehlungen für die Fairness Opinions eine solche Stellungnahme für die Beurteilung eines einzelnen vorliegenden Angebots nicht zwingend erfordern, ist es möglich, dass sich eine Stellungnahme nach § 27 WpÜG auf zwei verschiedene Fairness Opinions für die beiden konkurrierenden Angebote stützt.

b) Verhältnis zwischen Stellungnahme und Fairness Opinion

aa) Bezugnahme auf eine eingeholte Fairness Opinion in der Stellungnahme

Haben die Organe der Zielgesellschaft für ihre Stellungnahme nach § 27 WpÜG für die Beurteilung der Angemessenheit der Gegenleistung eine oder mehrere Fairness Opinion(s) eingeholt, dann ist dieser Sachverhalt in der Stellungnahme kenntlich zu machen. Die Fairness Opinion(s) (Opinion Letter) ist (sind) dann zusammen mit der Stellungnahme zu veröffentlichen.

bb) Verhältnis von eigenständigen Analysen der Gesellschaftsorgane zu 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 Angebots durchzuführen. Für den Aktionär als 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.

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.

c) Publizität der angewendeten Vergleichsmaßstäbe

aa) 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 Basis welcher Vergleichsmaßstäbe und Analysen Vorstand und Aufsichtsrat der Zielgesellschaft zu ihrem Werturteil gelangt sind.

In Teil II.2. 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 o.g. 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 o.g. Empfehlungen bei der eingeholten Fairness Opinion sind auch in der Stellungnahme kenntlich zu machen und zu begründen.

bb) 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 Fall einer vergleichenden Marktbewertung sind die für diesen Vergleich herangezogenen Multiplikatoren (z.B. Enterprise Value/EBIT, Price/Earnings-Ratio) zu nennen und die auf Basis dieser Größen resultierende Bandbreite von Anteilswerten anzugeben. Zugleich ist offen zu legen, ob die zugrunde gelegten 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. 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 alone²⁾ Unternehmenswert herangezogen, so ist in der Stellungnahme das zugrunde liegende Bewertungsmodell (z.B. DCF-WACC-Modell, DCF-flow to Equity-Modell) in Grundzügen darzustellen. Die Verschwiegenheitspflicht 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 Werts des Zielunternehmens zum Stichtag oder in einer nicht als angemessen beurteilten Prämie auf den Börsenkurs basiert.
- Maßstab für die Beurteilung des Angebots 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 verur-

sachte Abweichungen zwischen der Fairness Opinion und der Stellungnahme der Organe einzugehen.

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

d) Publizität der Interessenkonflikte des Erstellers der Fairness Opinion

Mögliche Interessenkonflikte des Erstellers der Fairness Opinion sind in vollem Umfang offenzulegen; die entsprechende Erläuterung ist Bestandteil der Fairness Opinion (vgl. Punkt II.2.g)). Beziehen sich die Organe in ihrer Stellungnahme auf die Fairness Opinion, so ist diese zusammen mit der Stellungnahme zu publizieren.

Interessenkonflikte von Gesellschaftsorganen: Interessenkonflikte von Gesellschaftsorganen der Zielgesellschaft, die im Zusammenhang mit der zu beurteilenden Transaktion stehen, sind nicht in der Fairness Opinion zu thematisieren, da deren Offenlegung gegenüber den Anteilseignern der Zielgesellschaft durch die gesetzlichen Regelungen des WpÜG nach Meinung der Expert Group ausreichend gewährleistet ist. Die Regelungen des WpÜG sehen diesbezüglich folgende Veröffentlichungspflichten vor:

- Nach § 11 Abs. 2 S. 3 Nr. 3 WpÜG hat die Bietergesellschaft sämtliche Leistungen, die Vorstand und Aufsichtsrat der Zielgesellschaft gewährt oder in Aussicht gestellt werden, in der Angebotsunterlage zu veröffentlichen.
- Vorstand und Aufsichtsrat der Zielgesellschaft sind verpflichtet, eigene Interessen und daraus resultierende Konflikte in ihrer Stellungnahme nach § 27 WpÜG offen zu legen.

Vorstand und Aufsichtsrat als Adressat der Fairness Opinion müssen also nicht über ihre eigenen Interessenkonflikte in Kenntnis gesetzt werden.

e) Publizität von Interessenkonflikten der Organe der Zielgesellschaft

In der Stellungnahme der Organe der Zielgesellschaft nach § 27 WpÜG sind alle möglichen eigenen Interessenkonflikte offenzulegen.

III. Zusammenfassung und Ausblick

Die hier erarbeiteten Grundsätze verstehen sich als Best Practice-Empfehlungen und sollen Orientierungshilfe für die Teilnehmer des Kapitalmarkts auch in Zweifels- und Disputfragen leisten. Bei der Umsetzung in der Praxis vertraut die Expert Group auf deren Akzeptanz bei den Marktteilnehmern: Insbesondere die Adressaten der Fairness Opinion können als Auftraggeber die Einhaltung dieser Grundsätze einfordern.

²⁾ Eine Einbeziehung von echten²⁾ Synergien in die Ermittlung des Unternehmenswerts bei gleichzeitiger isolierter Beurteilung der gebotenen Prämie ist nicht konsistent, da die Prämie regelmäßig die Vorteile aus Synergien beinhaltet.