

Kurzfassung

# Grundsätze für die Erstellung von Fairness Opinions

Version 3.0, März 2023

## Grundsätze für die Erstellung von Fairness Opinions

### 1. Ziel der Grundsätze

Eine Fairness Opinion ist die Stellungnahme eines sachverständigen Dritten zur finanziellen Angemessenheit des Kauf- bzw. Angebotspreises bei einer Unternehmenstransaktion. Sie wird u. a. im Zusammenhang mit dem Kauf und Verkauf von Gesellschaftsanteilen und dem Erwerb börsennotierter Unternehmen im Rahmen von öffentlichen Übernahme- und Delisting-Angeboten im Auftrag der Organe der beteiligten Gesellschaften erstellt.

Zentrale Funktion der Fairness Opinion ist der Schutz der beauftragenden Gesellschaftsorgane vor Haftungsrisiken. Sie dient ferner der unabhängigen Validierung der Entscheidung der Organe gegenüber Gesellschaftern, Analysten und ggf. dem Kapitalmarkt. Die hier vorgelegten Empfehlungen sollen den Maßstab zur Beurteilung der finanziellen Fairness und die Methoden, die bei dieser Beurteilung angewandt werden sollen, konkretisieren. Dies erscheint angesichts der Vielzahl und Bedeutung von Unternehmenstransaktionen und der uneinheitlichen Anwendung von Fairness Opinion-Grundsätzen durch unterschiedliche Ersteller und damit verbundener Zweifelsfragen geboten.

### 2. Generelle rechtliche Anforderungen

Die Gesellschaftsorgane genießen bei Unternehmenstransaktionen den rechtlichen Schutz („*Safe Haven*“) der Business Judgement Rule, wie sie z. B. im Aktienrecht in § 93 Abs. 1 Satz 2 AktG vorgesehen ist, wenn sie vernünftigerweise annehmen durften, auf der Grundlage angemessener Information zum Wohle der Gesellschaft zu handeln. Holen die Gesellschaftsorgane eine Fairness Opinion ein, so ist diese ein wesentliches Argument für ein Handeln auf der Grundlage angemessener Information. Das Vorliegen einer Fairness Opinion allein ist allerdings nicht ausreichend; die Organe haben die Fairness Opinion pflichtgemäß auf ihre Plausibilität hin zu überprüfen und sicherzustellen, dass sie auf richtigen und zur Beurteilung vollständigen Informationen beruht.

Für die Beurteilung, ob eine Transaktion dem Wohle der Gesellschaft dient, sind zwei Anforderungen zu erfüllen:

- Die Organe müssen die Transaktion formal in einem Prozess vollziehen, der den Anforderungen an ein Handeln wie mit fremden Dritten („*at arm's length*“) gerecht wird. Die Einholung einer Fairness Opinion ist ein wesentliches Indiz für die Einhaltung einer solchen Anforderung, insbesondere wenn Interessenkonflikte bestehen.

- Das Verhältnis von Leistung und Gegenleistung für die angestrebte Transaktion muss angemessen sein. Dies erfordert für beide Transaktionsparteien die Ermittlung des Wertes des Transaktionsobjekts bei geplanter Fortführung und die Ermittlung der gesamten finanziellen Vor- und Nachteile aus der Transaktion (z.B. durch erwartete Synergien bzw. den erwarteten Verlust von Verbundeffekten). Ist das Transaktionsobjekt börsennotiert, ist auch der Börsenkurs und die darauf gebotene Prämie für die Beurteilung heranzuziehen.

### 3. Anforderungen an die Erstellung der Fairness Opinion

Die Auftraggeber und primären Adressaten der Fairness Opinion sind die gesellschaftsrechtlichen Organe des Verkäufers oder des Käufers. Zur Vermeidung von Interessenkonflikten wird grundsätzlich die Auswahl eines unabhängigen Erstellers empfohlen. Falls ein anderweitig in die Transaktion involvierter Ersteller gewählt wird, sind mögliche Interessenkonflikte transparent zu machen. Ggf. ist in diesem Fall eine zusätzliche, externe Fairness Opinion in Auftrag zu geben. Die Ersteller der Fairness Opinions haben organisatorisch für die Vermeidung von Interessenkonflikten Sorge zu tragen. Die Vergütung für die Erstellung der Fairness Opinion kann frei vereinbart werden; sie sollte weder vom Zustandekommen der Transaktion noch vom getroffenen Urteil zur finanziellen Angemessenheit abhängen.

### 4. Anforderungen an den Inhalt der Fairness Opinion

Die Fairness Opinion besteht aus dem Valuation Memorandum und dem Opinion Letter. Das **Valuation Memorandum** enthält die ausführliche Erläuterung des Urteils über die finanzielle Angemessenheit, der angewandten Methoden und der wesentlichen Bewertungsannahmen. Der **Opinion Letter** enthält eine kurze Zusammenfassung der Aussage zur finanziellen Angemessenheit („*fair/unfair from a financial perspective*“). Die Grundsätze empfehlen darüber hinaus die Offenlegung der zusammenfassenden Wertbandbreite und der angewandten Methoden.

### 5. Ökonomische Kriterien zur Urteilsfindung

Die finanzielle Angemessenheit von Leistung und Gegenleistung ist ausschließlich nach finanziellen Kriterien zu beurteilen. Als Mindestanforderung gilt, dass die betreffende Partei durch die Transaktion ökonomisch nicht schlechter gestellt wird als bei deren Verzicht. Darüber hinaus ist die Ermittlung der gesamten finanziellen Vor- und Nachteile aus der Transaktion und deren Aufteilung auf die beiden Transaktionsparteien von Bedeutung.

a) Beurteilung aus Käuferperspektive

- Wird die **Gegenleistung in bar** erbracht, dann lässt sich der Kaufpreis aufteilen in den Wert des Transaktionsobjektes bei geplanter Weiterführung durch den Verkäufer und die vom Käufer gebotene Prämie. Ist das Transaktionsobjekt börsennotiert, ist der Börsenkurs und die ggf. darauf gebotene Prämie einzubeziehen. Gegenüberzustellen ist der Wert des Transaktionsobjektes bei Weiterführung durch den Käufer inkl. des Wertes aller damit verbundenen finanziellen Vor- und Nachteile. Die o. a. Mindestanforderung verlangt, dass der so ermittelte Wert der erhaltenen Gegenleistung mindestens dem gebotenen Kaufpreis entspricht.
- Besteht die **Gegenleistung in einer Beteiligung am Käufer**, erfordert die Beurteilung der (hingeebenen) Leistung auch die Bewertung des Käufers inkl. der Einbeziehung des Börsenkurses. Auch hier sind alle finanziellen Konsequenzen der angestrebten Transaktion zu berücksichtigen. Das endgültige Urteil resultiert aus dem Vergleich der beiden folgenden Vermögenspositionen des Käufers:
  - o Dem Wert der Käufergesellschaft bei geplanter Fortführung und Unterlassung der Transaktion.
  - o Dem Wert des Käuferanteils an der Gesellschaft nach Einbringung des Transaktionsobjektes. Dieser Wert beinhaltet die jeweiligen Werte des eingebrachten Transaktionsobjektes und des Käufer-Unternehmens bei geplanter Fortführung sowie aller positiven und negativen finanziellen Konsequenzen der Transaktion (Synergien, Integrationskosten etc.).

In beiden Fällen ermöglicht die Ermittlung der gesamten finanziellen Vorteile nicht nur die Beurteilung der finanziellen Vorteilhaftigkeit der Transaktion für den Käufer, sondern ggf. auch die Beurteilung der Aufteilung der finanziellen Vorteile auf die beiden Transaktionsparteien.

b) Beurteilung aus Verkäuferperspektive

- Im Fall einer **Gegenleistung in bar** kann die Beurteilung zunächst durch die Gegenüberstellung des Wertes bei geplanter Fortführung durch die bisherigen Eigentümer (ggf. unter Berücksichtigung des Börsenkurses) und des gebotenen Kaufpreises geschehen. Die wünschenswerte Schätzung und Beurteilung der gesamten finanziellen Netto-Vorteile und der Beteiligung des Verkäufers an denselben ist häufig nicht möglich. Sie kann in diesem Fall ersetzt werden durch eine Beurteilung der gebotenen Prämie auf den Wert bei geplanter Fortführung oder auf den Börsenkurs.
- Im Fall einer Gegenleistung durch eine **direkte oder indirekte Beteiligung am Käufer** erfordert die Beurteilung wiederum die Wertermittlung des Transaktionsobjektes bei geplanter Fortführung durch die bisherigen Eigner. Gegenüberzustellen ist der Wert der Gegenleistung als dem anteiligen Wert an der gemeinsamen Gesellschaft. Hierzu ist der Wert der gemeinsamen Gesellschaft als

Summe über die beiden Werte des Käuferunternehmens und des Transaktionsobjektes sowie der aus der gemeinsamen Fortführung erzielbaren finanziellen Netto-Vorteile zu ermitteln. In diesem Fall partizipiert der Verkäufer an den finanziellen Effekten aus der Transaktion; aus diesem Grund ist deren Kenntnis für die Beurteilung der finanziellen Angemessenheit erforderlich.

Die oben genannte Mindestanforderung verlangt aus Verkäuferperspektive, dass der so ermittelte Wert der erhaltenen Gegenleistung höchstens dem gebotenen Preis entspricht.

## 6. Methoden zur Bewertung und zur finanziellen Angemessenheit

Für die Beurteilung der finanziellen Angemessenheit der Gegenleistung bzw. des Transaktionspreises ist eine Unternehmensbewertung durchzuführen. Dem Ersteller der Fairness Opinion stehen dafür die in der Betriebswirtschaft anerkannten Methoden zur Ermittlung des Unternehmenswerts zur Verfügung. Die Anwendung mehrerer Bewertungsmethoden, insb. von kapitalwertorientierten Bewertungsmethoden, wie Discounted Cash Flow-Methoden, von marktorientierten Bewertungsmethoden mit Hilfe von Börsen- und Transaktionsmultiplikatoren sowie von Analysen der Marktkapitalisierung des Bewertungsobjektes, wird empfohlen. Die Bewertungsmethoden sind grundsätzlich **gleichwertig**. In Abhängigkeit von den gewählten Input-Faktoren ergeben sich bereits innerhalb der verschiedenen Bewertungsmethoden unterschiedliche Eigenkapitalwerte (Equity Value). Der Ersteller der Fairness Opinion hat der daraus entstehenden Unsicherheit über den Wert auch dadurch Rechnung zu tragen, dass er das Ergebnis seiner Analyse als **Wertbandbreite** darstellt und die finale Beurteilung der finanziellen Angemessenheit begründet.

### d) Beurteilung der finanziellen Fairness

Der Ersteller der Fairness Opinion führt eine Gesamtwürdigung seiner Bewertungsergebnisse anhand der ermittelten Wertbandbreiten durch. Es ist nicht grundsätzlich erforderlich, dass die Wertbandbreiten unterschiedlicher Bewertungsmethoden zu einer zusätzlichen, engeren Bandbreite oder gar einem Punktwert verdichtet werden. Für die Beurteilung der Fairness reicht aus, dass der Ersteller der Fairness Opinion unter Abwägung der Wertbandbreiten verschiedener Bewertungsmethoden, der grundsätzlichen Vor- und Nachteile der einzelnen Methoden sowie möglicher Einschränkungen im Einzelfall zu der Überzeugung gelangt, dass für die zu beurteilende Transaktion der Wert der Gegenleistung für den Käufer bzw. Verkäufer finanziell angemessen ist.

## 7. Offenlegung

Es gibt keine rechtlichen Regelungen zur Offenlegung von Fairness Opinions in Deutschland. Wird die Opinion im Zusammenhang mit einer Stellungnahme nach § 27 WpÜG verfasst, empfehlen die Grundsätze die Offenlegung des Opinion Letters mit der Stellungnahme.

### **Die Mitglieder der DVFA-Arbeitsgruppe Fairness Opinions**

Prof. Dr. Bernhard Schwetzler, Vorsitzender, HHL Leipzig Graduate School of Management

Prof. Christian Aders, stv. Vorsitzender, Senior Managing Director, Value Trust Financial Advisors Deutschland GmbH

Prof. Dr. Dr. h.c. Wolfgang Ballwieser, Ludwig-Maximilians-Universität München

Prof. Dr. Christian Decher, Off Counsel, Freshfields Bruckhaus Deringer Rechtsanwälte Steuerberater PartG mbB

Peter Thilo Hasler, Analyst, Sphene Capital GmbH (Vorstand DVFA e. V.)

Dr. Achim Herfs, Partner, Kirkland & Ellis International LLP

Dr. Gerhard Killat, Senior Advisor, ParkView Partners GmbH

Dr. Sabrina Kulenkamp, Partner, Freshfields Bruckhaus Deringer Rechtsanwälte Steuerberater PartG mbB

Thorsten Müller, Geschäftsführer, Lighthouse Corporate Finance GmbH (Vorstandsvorsitzender DVFA e. V.)

Dennis Muxfeld, Director, Value Trust Financial Advisors Deutschland GmbH

Prof. Christian Strenger, Aufsichtsrat, DWS Investment GmbH

## **Der Berufsverband der Investment Professionals in Deutschland – DVFA e. V.**

Der DVFA e. V. ist die Landesorganisation aller Investment Professionals in den deutschen Finanz- und Kapitalmärkten. Unsere über 1.400 Mitglieder repräsentieren die Vielfalt des Investment- und Risikomanagements in Deutschland. Wir engagieren uns für die Professionalisierung des Investment-Berufsstandes, erarbeiten Standards und fördern den Finance-Nachwuchs. Wir bündeln die Meinung unserer Mitglieder und bringen uns über die DVFA-Gremien in die regulatorische und politische Diskussion ein. Unser Netzwerk bringt Praktiker und Theoretiker sämtlicher Investmentdisziplinen unter dem DVFA-Dach zusammen.

Der Verband ist international verankert. Er ist Mitglied von EFFAS – European Federation of Financial Analysts Societies mit mehr als 18.000 Investment Professionals europaweit.

### **Kontakt**

Sina Hähnchen  
Leiterin Verbandsgeschäftsstelle

DVFA e. V.  
Mainzer Landstraße 47a  
60329 Frankfurt am Main  
[sh@dvfa.org](mailto:sh@dvfa.org)  
<https://www.dvfa.de>

### **Impressum**

Herausgeber: DVFA e. V.  
V.i.S.d.P.: Sina Hähnchen

Amtsgericht Frankfurt am Main  
VR 8158

© 2023 DVFA e. V.

Die DVFA übernimmt keine Haftung für Fehler oder Auslassungen im Zusammenhang mit dem Inhalt dieser Informationen.

Das Dokument wird zu Informationszwecken zur Verfügung gestellt und soll nicht als Aufforderung oder Angebot zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder verwandten Finanzinstrumenten interpretiert werden.

Jegliche Handlung, die im Vertrauen auf diese Informationen vorgenommen oder unterlassen wird, ist verboten und kann ungesetzlich sein.

Das Werk ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung der DVFA unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Speicherung und Bearbeitung in elektronischen Systemen.