



HHL LEIPZIG
GRADUATE SCHOOL
OF MANAGEMENT

DUFF & PHELPS

Duff & Phelps/HHL Fairness Opinion Monitor2013: Summary 2005–2012

December 10, 2013

Prof. Dr. Christian Aders (Value-Trust Financial Advisors)
Dr. Sven Arnold, Prof. Dr. Bernhard Schwetzler (HHL Leipzig Graduate
School of Management)

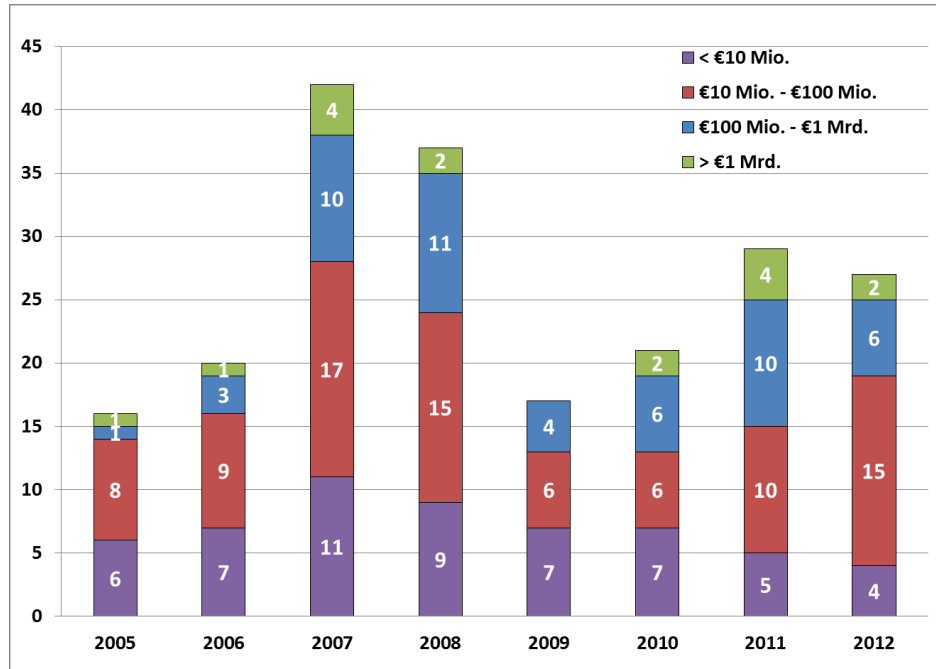
Key findings (1)

- Die Studie deckt **209 öffentliche Übernahmeangebote** in den Jahren 2005-2012 mit den zugehörigen Stellungnahmen der Organe der Zielgesellschaft (§27 WpÜG) ab. In **122 Fällen** wurde in den Stellungnahmen von Vorstand/Aufsichtsrat auf eine Beratung durch Dritte bei der Erstellung hingewiesen. Daraus resultierten **151 Fairness Opinions**.
- Bei den Providern für Fairness Opinions dominieren Wirtschaftsprüfer und Berater bei kleinen, Investmentbanken bei großen Transaktionen.
- Im Betrachtungszeitraum ist eine **Standardisierung der Fairness Opinions** hinsichtlich des Inhalts und des Prozesses der Erstellung zu beobachten. So setzte sich die Publikation des Opinion Letters bei Bezug der Stellungnahme auf eine Fairness Opinion, wie von der DVFA Arbeitsgruppe „Fairness Opinions“ vorgeschlagen, als Standard durch.
- Fairness Opinions sind für Aktionäre nützlich, weil sie im Vergleich zur Stellungnahme nach § 27 WpÜG deutlich auf die finanzielle Gegenleistung der Aktionäre fokussieren und unternehmensexterne **Bewertungsexpertise** einbeziehen.
- In der ganz überwiegenden Zahl der Fälle gelangen die Stellungnahme nach § 27 WpÜG und eine ggf. eingeholte Fairness Opinion zur gleichen Einschätzung bezüglich des vorliegenden Angebots. Die Fairness Opinion unterstützt somit die Stellungnahme.

Key findings (2)

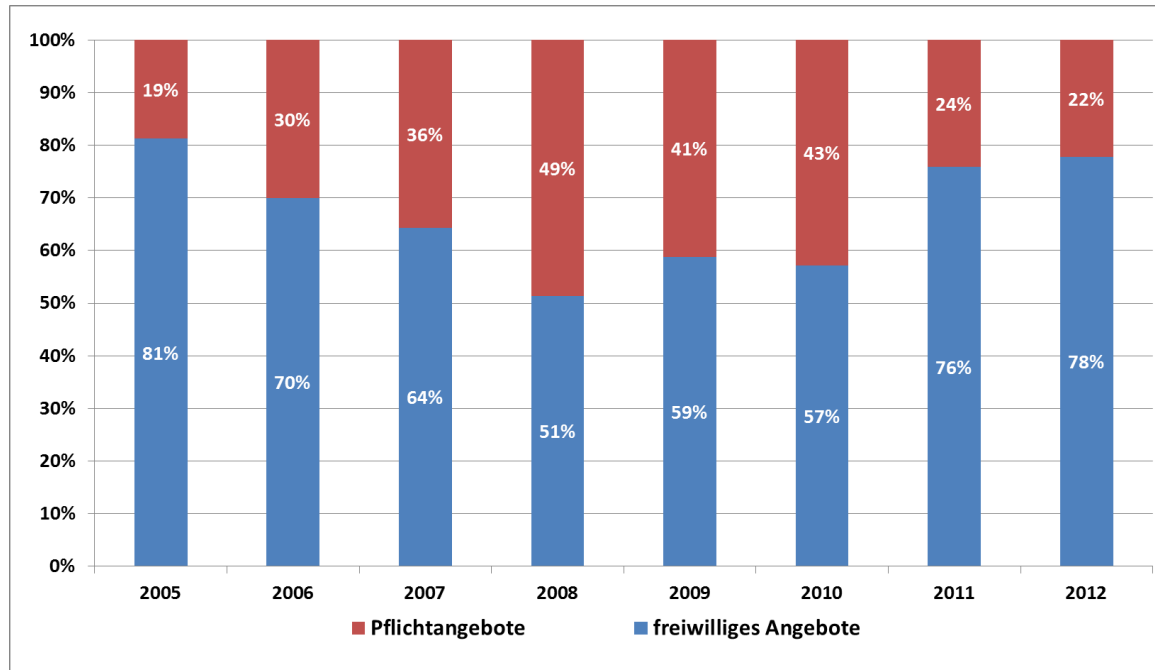
- Lehnen die Organe der Zielgesellschaft in ihrer Stellungnahme das vorliegende Angebot ab, wird diese Einschätzung häufiger durch die Einholung einer Inadequacy Opinion unterstützt als im umgekehrten Fall einer zustimmenden Stellungnahme durch eine Fairness Opinion.
- Bei 24% der Übernahmeangebote (51 aus 209) treten **Interessenkonflikte** für das Management der Zielgesellschaft in Form von gebotenen Aktienbeteiligungen, Anreizprogrammen durch den Bieter o.ä. auf. In diesen Fällen wird signifikant häufiger eine Fairness Opinion eingeholt. Die Fairness Opinion bietet in diesem Fall „legal protection“ für mit Interessenkonflikten belastete Organmitglieder des Vorstands und /oder Aufsichtsrats.

Verteilung der 209 Übernahmeangebote nach Transaktions-/Angebotsgröße und Jahr*



* Die Transaktionsgröße wird geschätzt über Angebotspreis x ausstehende Aktien

Aufteilung nach Pflichtangeboten und freiwilligen Angeboten



Aufteilung in Pflichtangebote und freiwillige Angebote: Details

71 **Pflichtangebote** (34% von 209). Differenzierung nach der gesetzlich vorgegebenen Mindestpreisregelung:

_26 (12%) Angebote beziehen sich auf den gewichteten durchschnittlichen inländischen Börsenkurs der letzten 3 Monate (durch BaFin ermittelt).

_32 (15%) Angebote nehmen Bezug auf den maximalen Preis der innerhalb von 6 Monaten getätigten Vorerwerbe (die Prämie beträgt im Mittel 23% über dem 3 Monats Durchschnitt).

_10 (5%) Bieter zahlen freiwillig eine Prämie, wobei es sich fast ausschließlich um Aufrundungen handelt.

_In 3 Fällen nehmen Bieter weder auf den durchschnittlichen inländischen Börsenkurs noch auf Vorerwerbe aus 6 den letzten Monaten Bezug.

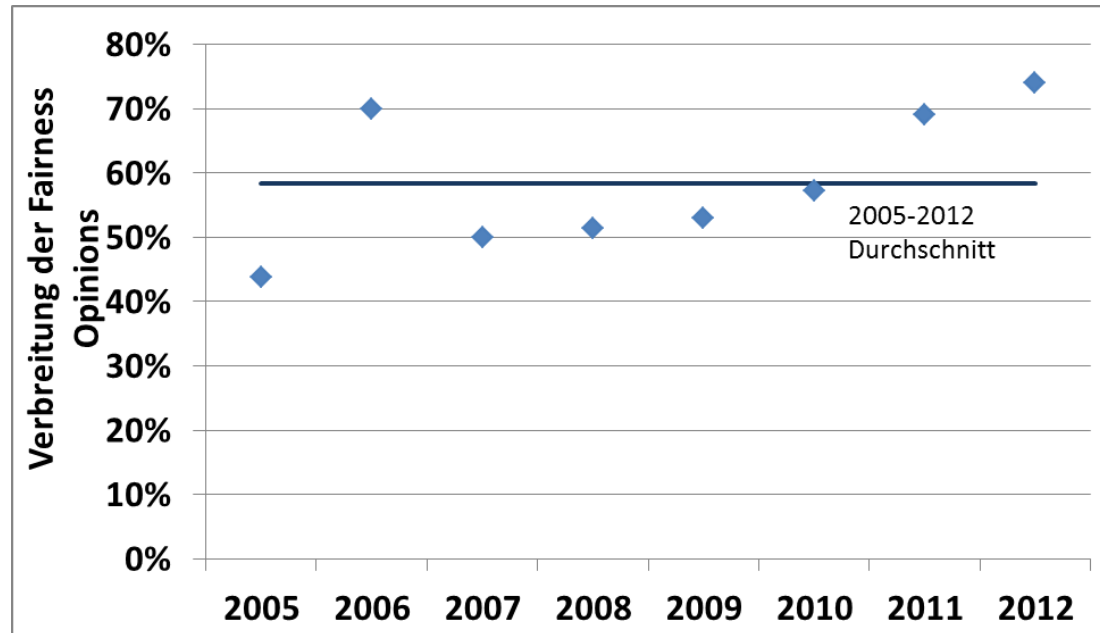
138 **freiwillige Übernahmeangebote** (66% von 209). Unterscheidung nach Stimmrechen im Besitz des Bieters:

_59 (28%) Angebote stammen von Anteilseignern, die mehr als 30% der Anteile halten. In einigen Fällen beträgt die Anteilsquote vor dem Angebot bereits nahezu 100% .

_44 (21%) Angebote stammen von Anteilseignern mit Vorerwerben von bis zu 30% aller Stimmrechte.

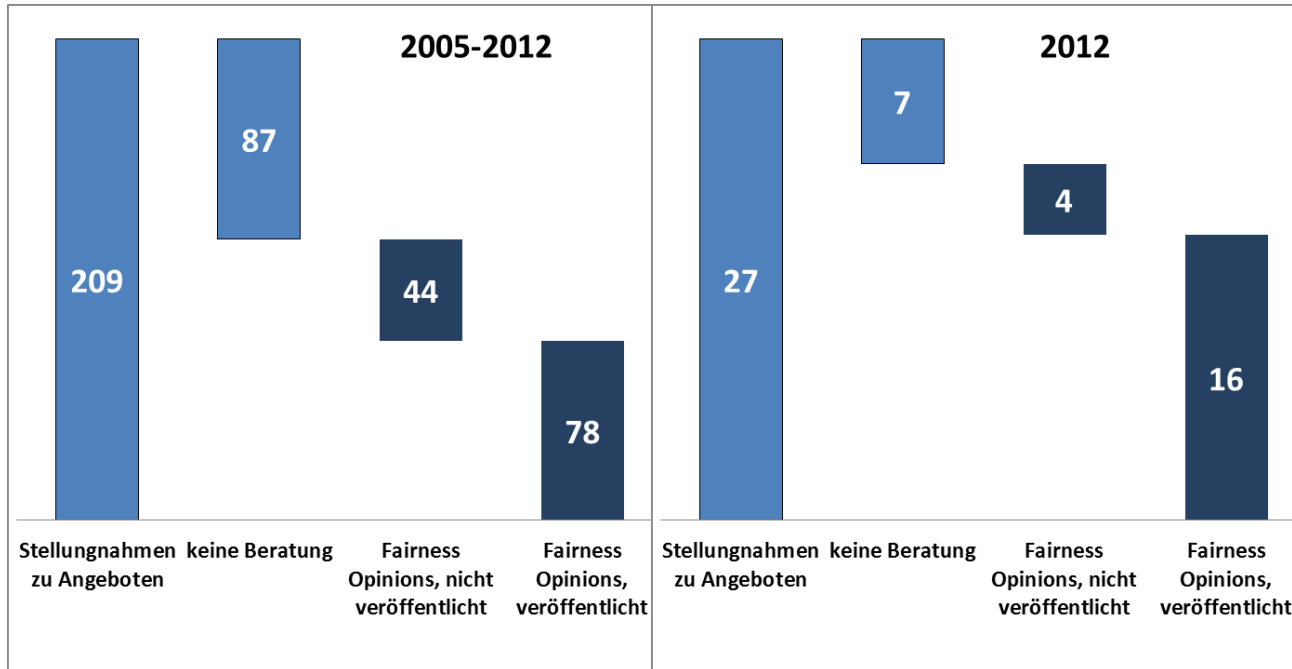
_35 (17%) sind Angebote ohne Vorerwerbe.

Die Fairness Opinion entwickelte sich zu einem Standard-Kommunikationsinstrument bei Übernahmen



- Der Anteil an Stellungnahmen nach § 27 WpÜG die auf eine Fairness Opinion Bezug nehmen ist seit 2005 deutlich angestiegen.
- 2012 waren ca. $\frac{3}{4}$ aller Stellungnahmen „opinioned“.
- Bereits 2006 wurde eine ähnliche Quote erreicht. Damals wurde allerdings der Opinion Letter nicht regelmäßig veröffentlicht.

2012 wurde zu 80% der Fairness Opinions der zugehörige Opinion Letter veröffentlicht



Second Opinions

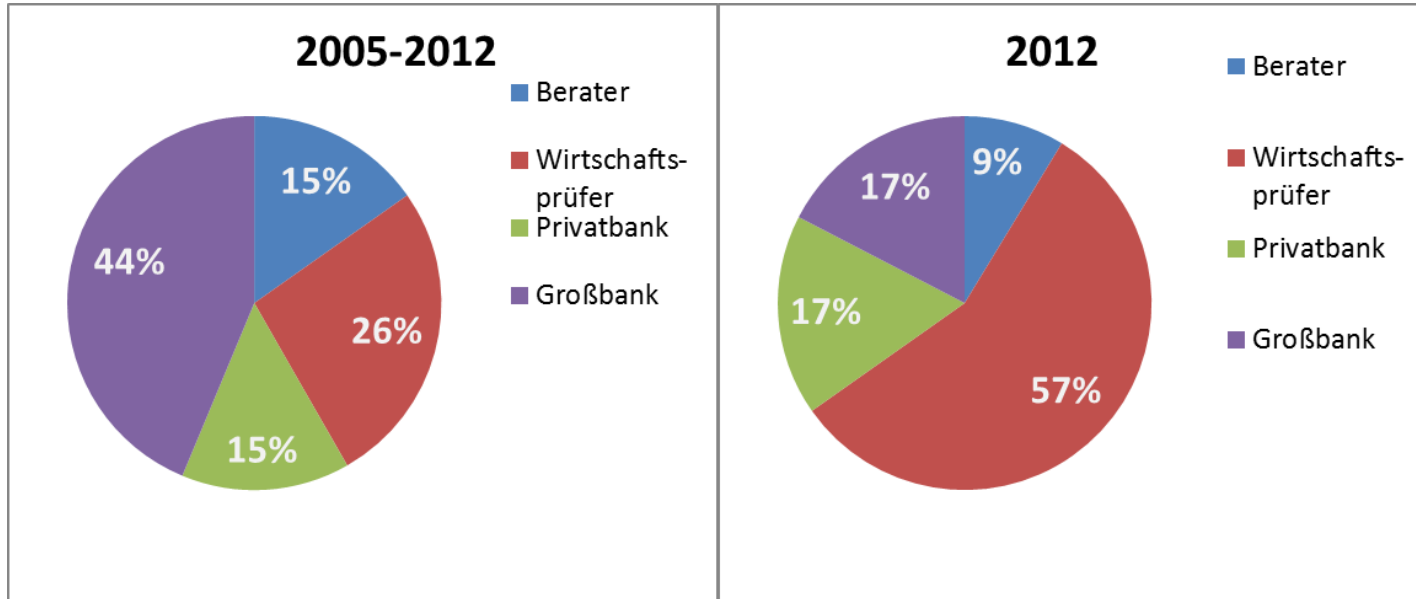
In 29 Fällen gibt es zusätzliche Fairness Opinions:

- _ 9 zusätzliche Fairness Opinions resultieren aus eigenen Stellungnahmen durch die Aufsichtsräte der Zielgesellschaft.
- _ In 12 Fällen wurde vom Vorstand und/oder Aufsichtsrat eine zweite Fairness Opinion von einem weiteren Opinion Provider eingeholt. In einem Fall wurden sogar drei Opinions eingeholt.
- _ In drei Fällen haben die Opinion Provider eine weitere Fairness Opinion für ein geändertes Angebot erstellt. Daraus resultierten 7 weitere Fairness Opinions (vgl. Folie #9).

Inadequacy opinion and verbessertes Angebot – einige Beispiele

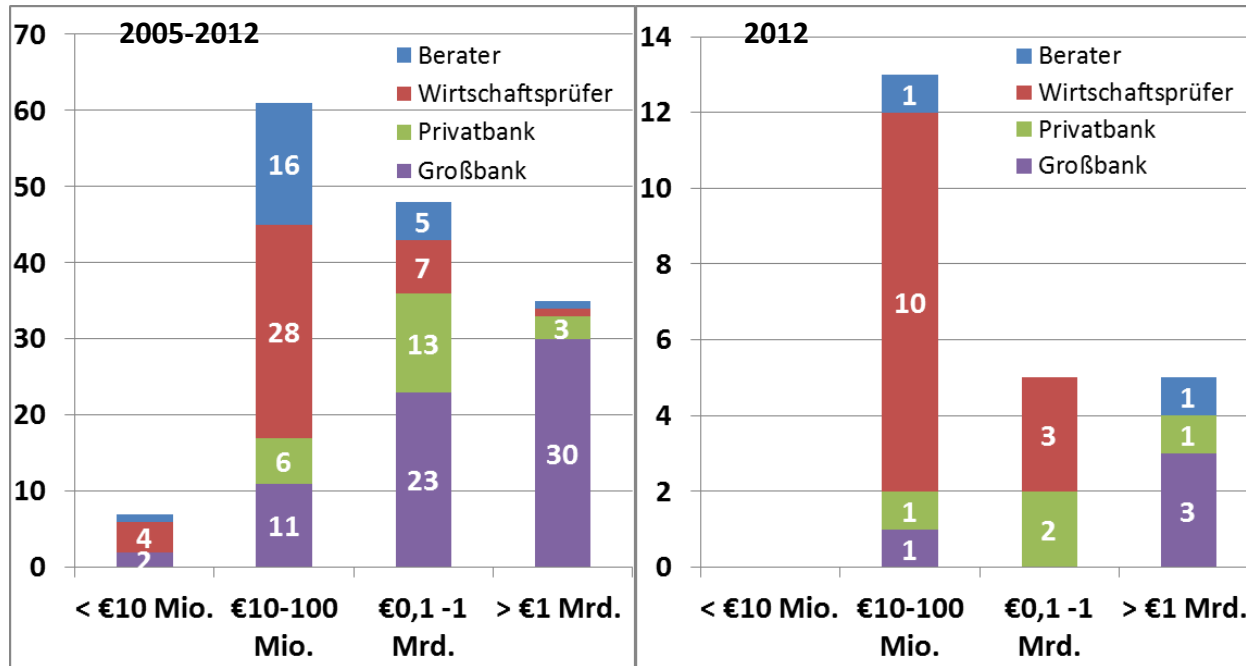
- ACS vs. Hochtief AG (2010): Inadequacy Opinion durch Credit Suisse und Deutsche Bank. Nach einer Angebotserhöhung auf 9 ACS-Aktien pro 5 Hochtief-Aktien erstellen beide Banken eine neue Fairness Opinion und gelangen nochmals zum Ergebnis einer finanziellen Unangemessenheit.
- Engine Holding GmbH vs. Tognum AG (2011): Inadequacy Opinion durch Deutsche Bank und Lazard. Nach einer Angebotserhöhung beurteilen beide Provider in einer weiteren Fairness Opinion das Angebot nunmehr als angemessen.
- Terex Industrial Holding AG vs. Demag Cranes AG (2011): Inadequacy Opinions durch Deutsche Bank und Rotschild für den Vorstand und durch Lazard für den Aufsichtsrat. Nach einer Angebotserhöhung beurteilen alle drei Provider in einer weiteren Fairness Opinion das Angebot nunmehr als angemessen.

Marktanteile der Fairness Opinion Provider

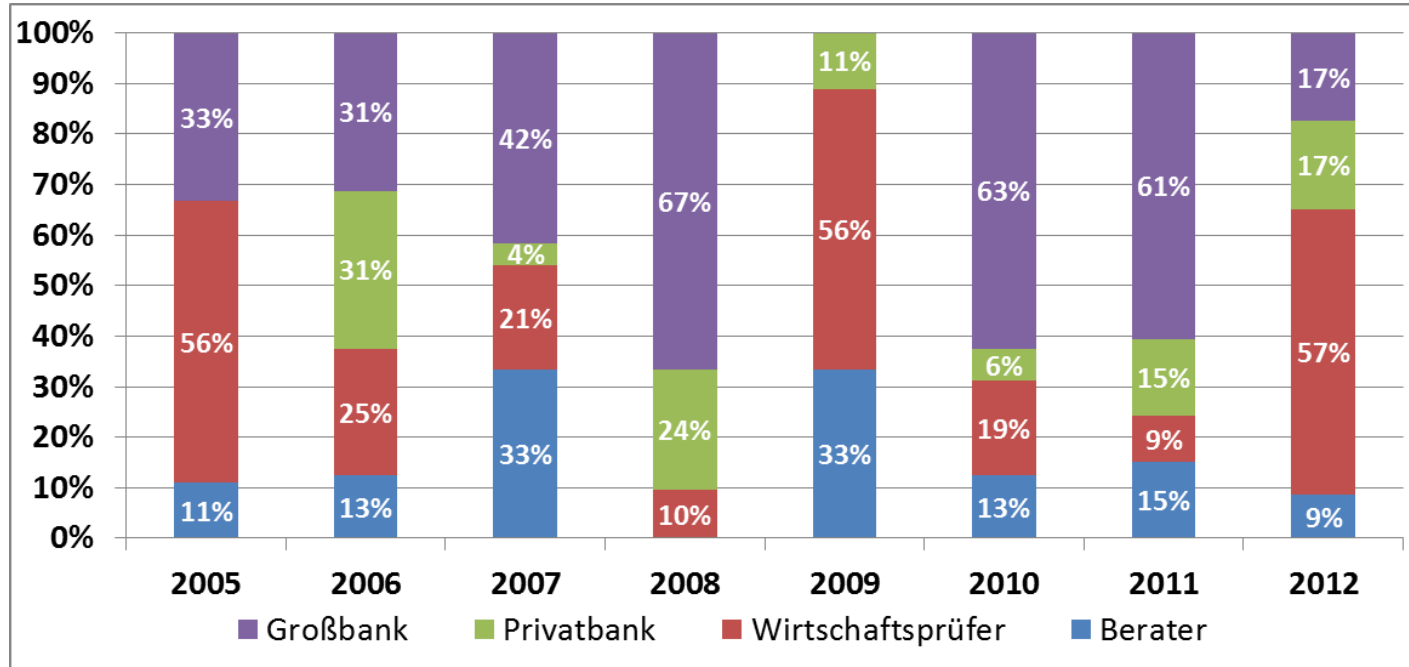


2012 führten WPs den Markt an; über den gesamten Zeitraum dominierten Banken den Markt.

Banken dominieren bei großen und WPs bei kleinen Angeboten



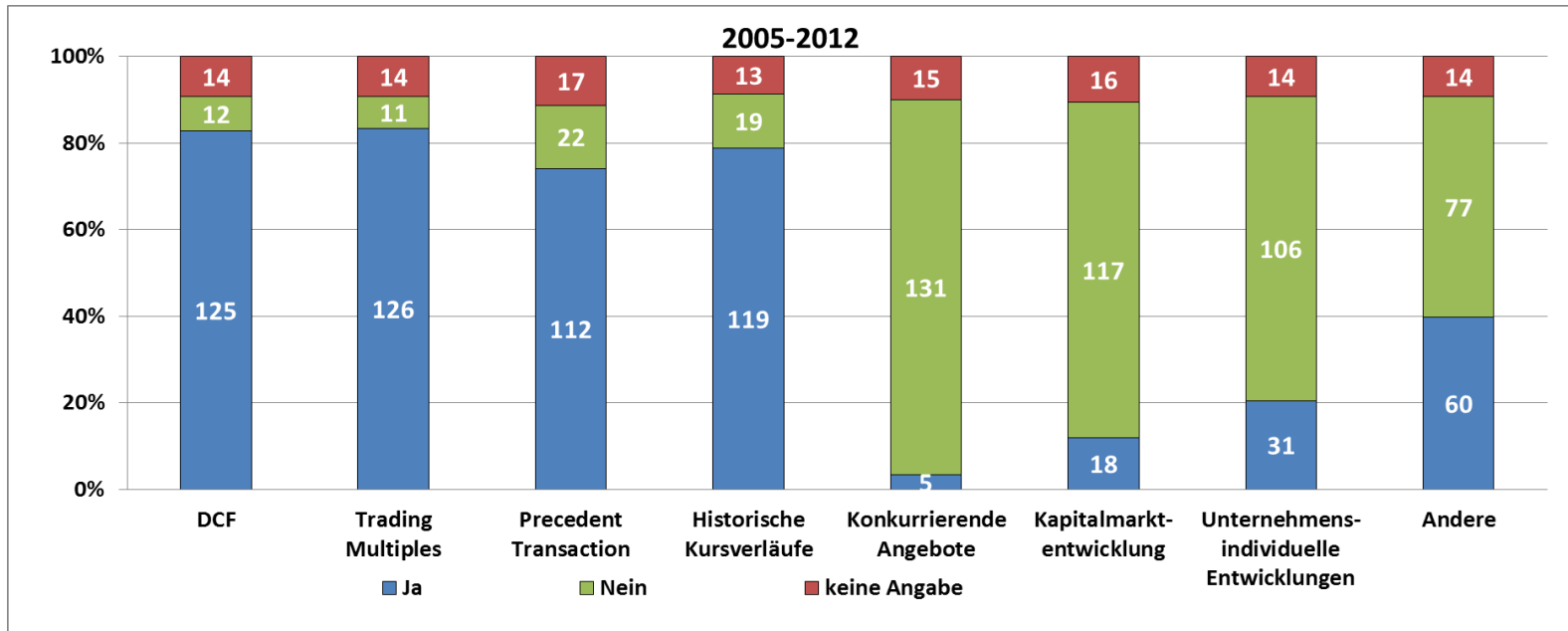
Entwicklung der Marktanteile 2005 - 2012



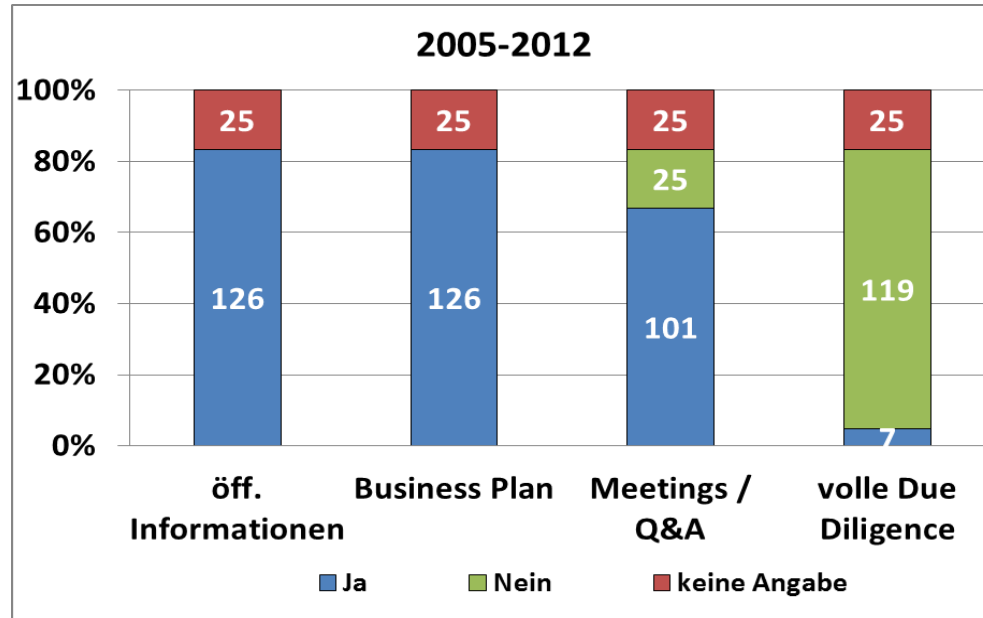
Großbanken dominierten in 2008, 2010 und 2011.

Wirtschaftsprüfer dominieren in 2005, 2009 und 2012.

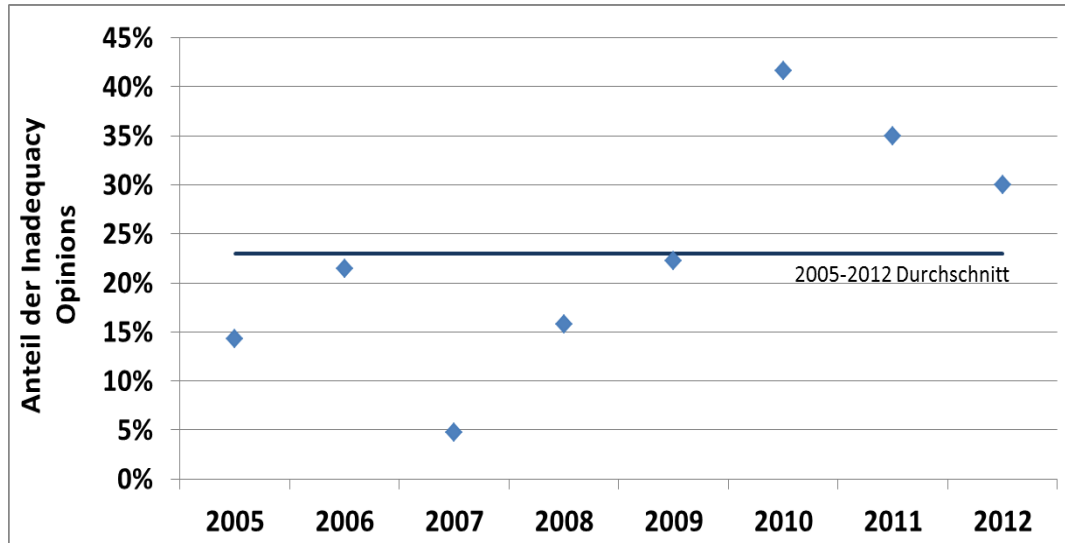
Als Bewertungsmethoden haben sich DCF und Multiple-gestützte Bewertung (markt- und transaktionsbezogen) etabliert.



Als Informationsgrundlage werden regelmäßig unternehmensexterne und -interne Quellen verwendet.



Inadequacy Opinions



23% aller Fairness Opinions gelangen zur Einschätzung “unfair”.

Der Anteil der Inadequacy Opinions schwankt im Zeitablauf. Ein eindeutiger Trend ist nicht erkennbar.

Bei ablehnenden Stellungnahmen wird häufiger eine (Un-)Fairness Opinion eingeholt als bei zustimmenden Stellungnahmen.

Fairness Opinions und Interessenkonflikte

- Bei Übernahmeangeboten treten häufig Interessenskonflikte auf Seiten des Managements der Zielgesellschaft auf: Werden dem Management im Rahmen des Übernahmeangebotes persönliche Vorteile über eine Aktienbeteiligung/-optionen, Abfindungen bei Beendigung des Dienstverhältnisses oder ein geplantes Anreizprogramm angeboten, verringert dies die Objektivität bei der Würdigung des vorliegenden Angebotes in der Stellungnahme nach § 27 WpÜG für die Aktionäre.
- Eine Fairness Opinion kann den daraus resultierenden Interessenskonflikt durch die Einholung einer neutralen Einschätzung des Angebotes durch einen unabhängigen Dritten regulieren und so die Wahrscheinlichkeit von rechtlichen Auseinandersetzungen im Nachgang einer Übernahme reduzieren. Sie bietet den Organen der Zielgesellschaft „legal Protection“, wenn bestimmte Anforderungen erfüllt sind.

Interessenkonflikte von Vorstand/Aufsichtsrat und Empfehlung an die Aktionäre in der Stellungnahme § 27 WpÜG

Interessenkonflikte der Organe der Zielgesellschaft	Annahme	weder noch	Ablehnung	Summe
Ein oder mehrere Interessenskonflikt(e)	31 (61%)	10 (20%)	10 (20%)	51 (100%)
Alle Stellungnahmen	117 (56%)	59 (28%)	33 (16%)	209 (100%)
Im Detail:				
• Aktienbeteiligung/-optionen mit Change-of-Control-Klausel	8 (53%)	3 (20%)	4 (27%)	15 (100%)
• Abfindung bei Vertragsbeendigung	10 (45%)	4 (18%)	8 (36%)	22 (100%)
• geplantes Anreizprogramm durch Bieter	19 (79%)	5 (21%)	0 (0%)	24 (100%)

Es besteht ein positiver Zusammenhang zwischen den gebotenen ökonomischen Anreizen für das Management und der Empfehlung des Managements an die Aktionäre.

Interessenkonflikte von Vorstand/Aufsichtsrat und Einholung einer Fairness Opinion

Interessenkonflikte der Organe der Zielgesellschaft	Fairness Opinion	keine Fairness Opinion	Summe
Ein oder mehrere Interessenskonflikte	42 (82%)	9 (18%)	51 (100%)
Alle Stellungnahmen	122 (58%)	87 (42%)	209 (100%)
Im Detail:			
• Aktienbeteiligung/-optionen mit Change-of-Control-Klausel	12 (80%)	3 (20%)	15 (100%)
• Abfindung bei Vertragsbeendigung	18 (82%)	4 (18%)	22 (100%)
• geplantes Anreizprogramm durch Bieter	20 (83%)	4 (17%)	24 (100%)

Bei Vorliegen von Interessenkonflikten wird deutlich öfter eine Fairness Opinion eingeholt.

Empfehlung in der Stellungnahme und Einschätzung der Fairness Opinion stimmen häufig überein

Empfehlungen an die Aktionäre durch Vorstand/Aufsichtsrat	keine Fairness Opinion	Fairness Opinion			Summe
		Fair	Keine Stellungnahme	Inadequate	
Annahme	41	75	1		117
weder noch	40	11	4	4	59
Ablehnung	6	2	1	24	33
alle Stellungnahmen	87	88	6	28	209

Die Ergebnisse der Fairness Opinions und die Empfehlung des Vorstandes und/oder Aufsichtsrates stimmen weitestgehend überein.

Fairness Opinions werden besonders häufig zur Stützung von ablehnenden Stellungnahmen nach § 27 WpÜG verwendet.