

Bernhard Schwetzler / Christian Aders / Dennis Muxfeld

# DVFA Grundsätze für die Erstellung von Fairness Opinions 2023

**Prof. Dr. Bernhard Schwetzler, CVA**, ist Inhaber des Lehrstuhls Finanzmanagement und Banken bei der HHL Leipzig Graduate School of Management.

**Prof. Dr. Christian Aders, CEFA, CVA**, ist Senior Managing Director bei ValueTrust Financial Advisors.

**Dennis Muxfeld, CIIA, CVA**, ist Director bei ValueTrust Financial Advisors.

**Kontakt: autor@cf-fachportal.de**

Die DVFA hat ihre Grundsätze für die Erstellung von Fairness Opinions überarbeitet und erweitert. Die Grundsätze enthalten Anforderungen an den Prozess und den Inhalt von Fairness Opinions, damit diese ihre Funktion erfüllen können. Eine zentrale Anforderung ist die Unabhängigkeit des Erstellers der Opinion; ggf. ist die Einholung einer externen Opinion von einem nicht an der Transaktion beteiligten Anbieter erforderlich. Zudem sind nach den Grundsätzen prinzipiell die gesamten finanziellen Vorteile/Synergien aus einer geplanten Transaktion und deren Aufteilung für die Beurteilung der Fairness aus Käufer- und Verkäuferperspektive relevant. In der Regel wird die Offenlegung der Wertbandbreite im Opinion Letter empfohlen.

## I. Einleitung

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. Dabei ist die zentrale Funktion der Schutz der Organe vor Haftungsrisiken. Darüber hinaus dienen sie der unabhängigen Validierung einer Investitions- bzw. Desinvestitionsentscheidung und dokumentieren die Einhaltung eines „at arms length“-Prozesses.

Die DVFA „Grundsätze für die Erstellung von Fairness Opinions“ definieren einheitliche Maßstäbe für die Erstellung von Fairness Opinions. Sie wurden von der DVFA-Arbeitsgruppe „Fairness Opinions“ unter der Leitung von Professor Dr. Bernhard Schwetzler, Handelshochschule Leipzig, erarbeitet und im März 2023 veröffentlicht.<sup>1</sup> Die Grundsätze haben die Zielsetzung, Mindestanforderungen für den Prozess der Erstellung und den Inhalt der Fairness Opinion zu formulieren, damit diese ihre Funktion erfüllen kann. Im Gegensatz zu anderen Bewertungsanlässen haben sich bis dato für die Erstellung von Fairness Opinions noch keine einheitlichen Grundsätze durchgesetzt. Dies ist auch auf die unterschiedlichen Ersteller, die unterschiedlichen Standards folgen, zurückzuführen. Hierzu zählen insbesondere die Groß- und

Investmentbanken, Wirtschaftsprüfer und sonstige Beratungsunternehmen. Während die Groß- und Investmentbanken primär jew. ihren internen Guidelines folgen, sind die WP an die berufsständischen Grundsätze [IDW Standard: Grundsätze für die Erstellung von Fairness Opinions (IDW S 8)] gebunden. Für die sonstigen Ersteller von Fairness Opinions waren bereits die DVFA Empfehlungen Fairness Opinion 2008 verfügbar; diese waren jedoch auf öffentliche Übernahmeangebote fokussiert. Die DVFA Grundsätze 2023 haben hingegen einen weiteren Anwendungsbereich und sind auf Unternehmenstransaktionen insgesamt, aber auch Sacheinlagen, Restrukturierungen und Debt Equity Swaps und Related Parties Transactions anzuwenden. Darüber hinaus ist die Übertragung von Portfoliounternehmen zwischen zwei Fonds (i.d.R. Übertragungen in sog. „Continuation Funds“) von Private-Equity-Gesellschaften ein wachsendes Anwendungsfeld für Fairness Opinions.

## II. 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 Werts 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.

Im rechtlichen Sinne ist das Tatbestandsmerkmal „Handeln zum Wohle Gesellschaft“ nicht auf die finanzielle Beurteilung

<sup>1</sup> Weitere Mitglieder dieser Gruppe sind Prof. Dr. Christian Aders (stv. Vors.), Prof. Dr. Dr. h.c. Wolfgang Ballwieser, Prof. Dr. Christian Decher, Peter Thilo Hasler, Dr. Achim Herfs, Dr. Gerhard Killat, Dr. Sabrina Kulenkamp, Thorsten Müller, Dennis Muxfeld und Prof. Christian Strenger.

beschränkt. In der Betriebswirtschaftslehre wird die mögliche Durchführung einer Unternehmenstransaktion ausschließlich danach beurteilt, ob diese die finanzielle Position der Eigentümer der beiden beteiligten Gesellschaften verbessert oder nicht. Damit rückt die finanzielle Angemessenheit in den Vordergrund der Fairness Beurteilung. Auch im rechtlichen Sinne ist die finanzielle Angemessenheit ein zentrales Argument für die Haftungsvermeidung, weil damit per se ein Schaden der Gesellschafter durch die Organentscheidung ausgeschlossen ist. Die Business Judgment Rule geht jedoch darüber hinaus und bezieht weitere Faktoren in Beurteilung einer Transaktion und das damit verbundene Ermessen der Organe sein. So ist auch eine Konstellation denkbar, in der selbst bei Vorliegen einer finanziellen Angemessenheit, die Entscheidung der Organe gegen die Durchführung der Transaktion aus anderen als finanziellen Aspekten begründet wird, ohne dass hieraus eine Haftung resultieren müsste. Eine solche Argumentation gegen das finanzielle Rational der Transaktion wird schwierig sein, ist aber im Rahmen der Business Judgment Rule zumindest denkbar.

Eine Fairness Opinion ist insbesondere bei Vorliegen von Interessenkonflikten der Organmitglieder von Bedeutung. Während im deutschen Recht selbst bei Interessenkonflikten von Organmitgliedern eine Fairness Opinion rechtlich nicht vorgeschrieben ist, existieren in anderen Ländern konkrete rechtliche Vorgaben. So muss z.B. in Frankreich bei einem Übernahmeangebot vom Zielunternehmen eine Fairness Opinion eingeholt werden, wenn ein Interessenkonflikt im Verwaltungsrat des Zielunternehmens zu befürchten ist.<sup>2</sup> Vor diesem Hintergrund ist in Deutschland auch die Einholung von eigenen Fairness Opinions für die Aufsichtsorgane der Gesellschaft zu empfehlen, damit diese die Ordnungsmäßigkeit ihrer Kontrollfunktion bei Interessenkonflikten nachweisen.

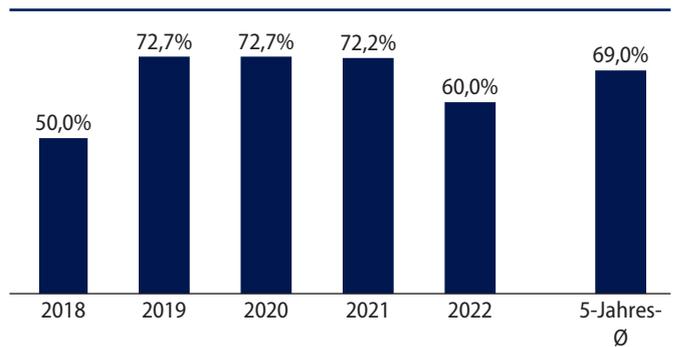
### III. Anforderungen an die Erstellung der Fairness Opinion

Die Auftraggeber und primären Adressaten der Fairness Opinion sind die gesellschaftsrechtlichen Organe des Verkäufers oder des Käufers. Zur Vermeidung von Interessenkonflikten wird in den DVFA Grundsätzen die Auswahl eines unabhängigen, nicht in die Transaktion involvierten Erstellers empfohlen. Das ist von Bedeutung, weil Fairness Opinions häufig von an der Transaktion beteiligten Banken und/oder Beratern erstellt werden. Für deutsche Übernahmeangebote nach dem WpÜG wurden in den letzten fünf Jahren in durchschnittlich ca. 70% der Fairness Opinions für Organe der Zielgesellschaften von Transaktionsberatern erstellt (vgl. Abb. 1).

Falls ein in die Transaktion involvierter Berater als Ersteller gewählt wird, sind mögliche Interessenkonflikte transparent zu machen. Die Ersteller der Fairness Opinions haben organisatorisch für die Vermeidung von Interessenkonflikten Sorge zu tragen. Dies geschieht in der Regel durch die organisatorische und personelle Trennung des Deal Teams vom Fairness Opinion Team, die Beschränkung des Datenzugriffs und Austauschs über Chinese Walls und die Prüfung der Opi-

<sup>2</sup> Siehe Règlement général de L' Autorité des marchés financiers (AMF) Article 261-1, para. 1 (in offizieller englischer Übersetzung): „The target company of a takeover bid shall appoint an independent appraiser if the transaction is likely to cause conflicts of interest within its Board of Directors, Supervisory Board or competent governing body that could impair the objectivity of the reasoned opinion mentioned in Article 231-19 or jeopardise the fair treatment of shareholders or bearers of the financial instruments targeted by the bid.“

**Abb. 1: Anteil Fairness Opinions für Zielgesellschaften erstellt durch Transaktionsberater**



Quelle: ValueTrust / Finexpert, Takeover Datenbank 2022.

nion durch ein internes Fairness Opinion Review Committee. Die erfolgsabhängige Vergütung bei Erfolg der Transaktion übersteigt die Vergütung für die Fairness Opinion um ein Vielfaches, sodass bei dem Transaktionsberater das Interesse an dem Abschluss der Transaktion überwiegt. Deshalb empfehlen die Grundsätze in diesem Fall eine zusätzliche, externe Fairness Opinion in Auftrag zu geben. In der Praxis fragen häufig die Bieter und Verkäufer eine M&A-Beratung und Fairness Opinion aus einer Hand an. In diesem Fall wird in den Grundsätzen die Einholung einer zusätzlichen, unabhängigen Fairness Opinion empfohlen. Die Vergütung für die Erstellung der Fairness Opinion kann frei vereinbart werden; sie darf weder vom Zustandekommen der Transaktion noch vom getroffenen Urteil zur finanziellen Angemessenheit abhängen.

### IV. 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 DVFA Grundsätze empfehlen darüber hinaus die Offenlegung der zusammenfassenden Wertbandbreite und der angewandten Methoden.

### V. 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.

#### 1. Beurteilung aus Käuferperspektive

- Wird die *Gegenleistung in bar* erbracht, dann lässt sich der Kaufpreis aufteilen in den Wert des Transaktionsobjekts 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 Transaktionsobjekts bei Weiterführung durch den Käufer inkl. des Werts 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 (hingegebenen) Leistung auch die Bewertung des Käufers inkl. der Einbeziehung seines Börsenkurses, sofern eine Börsennotierung vorliegt. Auch hier sind alle finanziellen Konsequenzen der angestrebten Transaktion zu berücksichtigen. Das endgültige Urteil resultiert aus dem Vergleich der beiden folgenden Vermögenspositionen des Käufers:
  - dem Wert der Käufergesellschaft bei geplanter Fortführung und Unterlassung der Transaktion;
  - dem Wert des Käuferanteils an der Gesellschaft nach Einbringung des Transaktionsobjekts. Dieser Wert beinhaltet die jeweiligen Werte des eingebrachten Transaktionsobjekts 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.

## 2. Beurteilung aus Verkäuferperspektive

- Im Fall einer *Gegenleistung in bar* kann die Beurteilung zunächst durch die Gegenüberstellung des Werts bei geplanter Fortführung durch die bisherigen Eigentümer (ggf. unter Berücksichtigung des Börsenkurses) und des gebotenen Kaufpreises geschehen. Die Schätzung und Beurteilung der gesamten finanziellen Netto-Vorteile aus der Transaktion inkl. der Beteiligung des Verkäufers an denselben ist wünschenswert, aber häufig mangels Zugang zu den Planungen des Käufers 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 und den Vergleich mit anderen gebotenen Prämien für vergleichbare Transaktionen.
- Im Fall einer Gegenleistung durch eine *direkte oder indirekte Beteiligung am Käufer* erfordert die Beurteilung wiederum die Wertermittlung des Transaktionsobjekts 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 Transaktionsobjekts sowie der aus der gemeinsamen Fortführung erzielbaren finanziellen Netto-Vorteile zu ermitteln. In diesem Fall partizipiert der Verkäufer an den Synergien aus der Transaktion; aus diesem Grund ist hier deren Kenntnis für die Beurteilung der finanziellen Angemessenheit zwingend erforderlich.

In diesem Zusammenhang ist auch die Konzeption des IDW S 8 als dem berufsständischen Standard für Fairness Opini-

ons der WP einzugehen. Gem. IDW S8 sind dort aus Käuferperspektive Synergien vollständig zu berücksichtigen. Aus Verkäuferperspektive sind dagegen lediglich „unechte“ Synergien, also solche Synergien, die bereits ohne die relevante Transaktion realisiert werden können, zu berücksichtigen, soweit sie bereits konkretisiert und dokumentiert sind. Als Folge werden die nicht berücksichtigungsfähigen „echten“ Synergien vollständig dem Käufer zugeordnet. Im Gegensatz hierzu empfehlen die Grundsätze die Berücksichtigung *aller möglichen* Synergien/finanziellen Vorteile aus der Transaktion und deren Aufteilung auf die beiden Transaktionsparteien. Lediglich für den Fall eines Cash Offers kann für die Organe der Zielgesellschaft die vergleichende Beurteilung der gebotenen Prämie an die Stelle der Schätzung der Teilhabe an den gesamten finanziellen Vorteilen aus der Transaktion treten.

## VI. Methoden zur Bewertung und finanzielle 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 Grundsätze empfehlen die Anwendung mehrerer Bewertungsmethoden, insb. von kapitalwertorientierten Bewertungsmethoden, wie Discounted-Cashflow-Methoden, von marktorientierten Bewertungsmethoden mit Hilfe von Börsen- und Transaktionsmultiplikatoren sowie von Analysen der Marktkapitalisierung des Bewertungsobjekts. Nach den DVFA Grundsätzen sind die genannten Bewertungsmethoden dabei prinzipiell *gleichwertig*. In Abhängigkeit von den gewählten Input-Faktoren ergeben sich bereits innerhalb der verschiedenen Bewertungsmethoden unterschiedliche Eigenkapitalwerte (Equity Values). 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 auf deren Basis die finale Beurteilung der finanziellen Angemessenheit begründet.

Die Beurteilung der finanziellen Fairness ist über eine Gesamtwürdigung der Bewertungsergebnisse anhand der ermittelten Wertbandbreiten durchzuführen. Dabei ist grundsätzlich nicht erforderlich, dass die Wertbandbreiten unterschiedlicher Bewertungsmethoden zu einer zusätzlichen, engeren Bandbreite oder gar einem Punktwert verdichtet werden. Für die Beurteilung der Fairness lautet die Mindestanforderung, dass der Kaufpreis bzw. der Wert der hingegebenen Leistung aus Sicht des Käufers nicht oberhalb der ermittelten Wertbandbreite liegt. Aus Sicht des Verkäufers gilt umgekehrt, dass der Kaufpreis bzw. der Wert der erhaltenen Leistung nicht unterhalb der ermittelten Wertbandbreite liegen soll. Darüber hinaus ist ausreichend, 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. Der im Rahmen des Bieterprozesses durchgeführte Markttest beantwortet nicht die Frage, ob sich der Verkauf zu den indikativen Angebots-

preisen gegenüber der Alternative, das Zielunternehmen weiter zu halten, lohnt; dies ist in einer Fairness Opinion zu prüfen.

### VII. Abgrenzung zu anderen Bewertungsanlässen eines Taking-Private-Prozesses

Im Rahmen von öffentlichen Übernahmen und anschließenden Aktienerwerben durch aktienrechtliche Strukturmaßnahmen, wie etwa dem Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags oder der Durchführung eines Squeeze-out (sog. Taking Private) sind neben dem Übernahmeangebot selbst weitere Bewertungsanlässe relevant. Bei weitergehenden aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen ist eine angemessene Abfindung für die Minderheitsaktionäre zu bestimmen, die anschließend in einem Spruchverfahren gerichtlich überprüft wird. Darüber hinaus sind für die Rechnungslegung Impairmenttests bzw. Purchase Price Allocations durchzuführen. Diese Bewertungsanlässe und die zugrunde liegenden Bewertungszwecke und –grundsätze sind konzeptionell stark unterschiedlich; deshalb ist es nicht überraschend, dass hieraus auch unterschiedliche Werte resultieren. Gerade bei öffentlichen Übernahmen in Deutschland hat die Spekulation auf eine höhere Abfindung bei einer anschließenden aktienrechtlichen Strukturmaßnahme einen erheblichen Einfluss auf den Erfolg eines Übernahmeangebots. Empirisch fällt die Abfindung bei einer aktienrechtlichen Strukturmaßnahme in vielen Fällen höher aus als das Übernahmeangebot, obwohl diesem häufig bereits eine positive Fairness Opinion zugrunde liegt.<sup>3</sup>

Ein wesentlicher Unterschied zwischen einer Fairness Opinion und der Ermittlung einer angemessenen Abfindung ist die Zielsetzung der Bewertung. Bei der Fairness Opinion steht der Schutz der Organe vor Haftungsrisiken im Vordergrund. Darüber hinaus dient die Fairness Opinion der unabhängigen Validierung der Managemententscheidung. Entsprechend erfolgt die Beurteilung eines Angebotspreises aus Sicht des Bieters oder Verkäufers bzw. des Zielunternehmens. Die Entscheidung zur Annahme eines Angebots verbleibt bei dem Verkäufer bzw. den Aktionären.

Bei der Abfindungsermittlung für aktienrechtliche Strukturmaßnahmen hingegen wird durch das herrschende Unternehmen in die Aktionärsrechte eingegriffen bzw. die Aktien vollständig entzogen. Hier stehen der Minderheitenschutz und die volle Entschädigung des Minderheitsaktionärs für die vollständig oder teilweise entzogenen Eigentumsrechte im Vordergrund. Bei der Ermittlung und gerichtlichen Überprüfung der gebotenen Abfindung ist der objektivierte Unternehmenswert von Bedeutung, der nach den Grundsätzen IDW S1 der deutschen WP unter Berücksichtigung persönlicher Einkommenssteuern als Ertragswert ermittelt wird. Börsen- und Transaktionsmultiplikatoren sowie die Börsenkursanalyse sind nach diesen Grundsätzen nur zur Plausibilisierung anzuwenden. Diesem ist der Börsenwert des Anteils, repräsentiert durch den volumengewichteten Dreimonatsdurchschnitts-

börsenkurs der Aktie gegenüberzustellen. Für die Abfindung ist der höhere der beiden Werte relevant; dies führt dazu, dass sich der Börsenkurs nach Erfolg des Übernahmeangebots als Untergrenze als Untergrenze „eingelagert“ hat und eine zusätzliche Option auf einen möglichen höheren Ertragswert bei der gerichtlichen Überprüfung im Rahmen einer Strukturmaßnahme entsteht.

Im Gegensatz hierzu findet bei der Erstellung einer Fairness Opinion die DCF-Methode vor persönlichen Steuern, Börsen- und Transaktionsmultiplikatoren und die Börsenkursanalyse bei Fairness Opinions gleichrangig Anwendung. Es herrscht Methodenvielfalt. Schließlich ist zu berücksichtigen, dass die Fairness Opinion und die Abfindungsermittlung zu unterschiedlichen Bewertungsstichtagen stattfinden und sich zwischen diesen Zeitpunkten wesentliche Veränderungen des Businessplans der Zielgesellschaft sowie der Realisierung der geplanten Synergien ergeben können. Auch von daher ist ein Vergleich zwischen dem Urteil einer Fairness Opinion zu einem Übernahmeangebot einerseits und der Ermittlung der angemessenen Abfindung für Minderheitsaktionäre bei späteren Strukturmaßnahmen wenig sinnvoll.

### VIII. Zusammenfassung

Fairness Opinions sind ein wichtiges Instrument zum Schutz der Organe vor Haftungsrisiken, zur Validierung der Entscheidung zur Durchführung von Unternehmenstransaktionen und fördern die Kapitalmarkteffizienz. Damit sie ihre Funktion erfüllen können, hat die DVFA Arbeitsgruppe Fairness Opinion folgende grundsätzliche Empfehlungen erarbeitet:

1. Die Auswahl eines unabhängigen Fairness-Opinion-Erstellers und die Offenlegung aller Interessenkonflikte.
2. Die Einholung getrennter Fairness Opinions für Vorstand und Aufsichtsrat bei Interessenkonflikten.
3. Die Berücksichtigung aller Synergien und finanziellen Vorteile aus der Transaktion für beide Transaktionsparteien.
4. Die Prüfung der Aufteilung der gesamten finanziellen Vorteile aus der Transaktion bei der Beurteilung der Fairness für beide Transaktionsparteien.
5. Der Grundsatz der Methodenvielfalt bei der Ermittlung des Unternehmenswerts.
6. Grundsätzlich sind die Wertbandbreiten im Fairness Opinion Letter offenzulegen.
7. Die Fairness Konklusion auf Basis der ermittelten Wertbandbreiten unter Abwägung der Vor- und Nachteile der Bewertungsmethoden als Gesamtwürdigung zur finanziellen Angemessenheit der Transaktion.

#### ERKENNTNISSE

- Eine Fairness Opinion ist die Stellungnahme eines sachverständigen Dritten zur finanziellen Angemessenheit einer Transaktion.
- DVFA hat ihre Grundsätze aus dem Jahr 2012 weiterentwickelt. Zentrale Anforderungen sind die Unabhängigkeit des Erstellers, die Vielfalt der Bewertungsmethoden und die Einbeziehung aller Synergien aus der Transaktion.

<sup>3</sup> Bei einer Stichprobe von 72 vollständigen deutschen Übernahmeangeboten lagen die gesamten Erwerbskosten für Anteile incl. der Abfindungen von Minderheitsaktionären bei Strukturmaßnahmen (incl. Nachbesserungen im Spruchverfahren) und Börsenerwerben nach Abschluss der Annahmefrist als sog. Total Cost of Acquisition um durchschnittlich 49,07% über dem VWAP zum Angebotszeitpunkt. Die durchschnittliche Übernahmeprämie selbst für die Anteile lag lediglich bei 32,5%. Aders/Lavrova/Schwetzer, Taking Private in Deutschland: Total Cost of Acquisition (TCA), CF 2021 S. 50 – 60 (57).