

VALUETRUST

FINANCIAL EXPERTS IN ACTION

Fairness Opinion

Grundlagen, Empirie und aktuelle Entwicklungen

Prof. Dr. Christian Aders

4. Mai 2023

Eine Fairness Opinion ist kein Mittel zur Preisfindung, sie würdigt aber gebotene Angebotspreise für eine individuelle Partei aus finanzieller Sicht

Stellungnahme eines unabhängigen Sachverständigen zur Angemessenheit (Fairness) einer angebotenen Leistung (Bar- und / oder Aktienangebot) aus finanzieller Sicht

Fair Price

- **Vergleich des Angebotspreises** mit dem **Wert** des betreffenden Unternehmens zu einem bestimmten Stichtag
- Auf Grund des gebotenen Preises darf es jedenfalls zu **keiner Verschlechterung der finanziellen Position** des „informierten“ Verkäufers/Käufers kommen
- Ökonomisch sollte die Durchführung der Transaktion zum Vorteil des Käufers bzw. Verkäufers sein. Die Fairness Opinion kann insofern **auch die Kaufpreisbeurteilung unter Berücksichtigung der Aufteilung von finanziellen Vorteilen der Transaktion (Synergien)** umfassen

Fair Dealing*

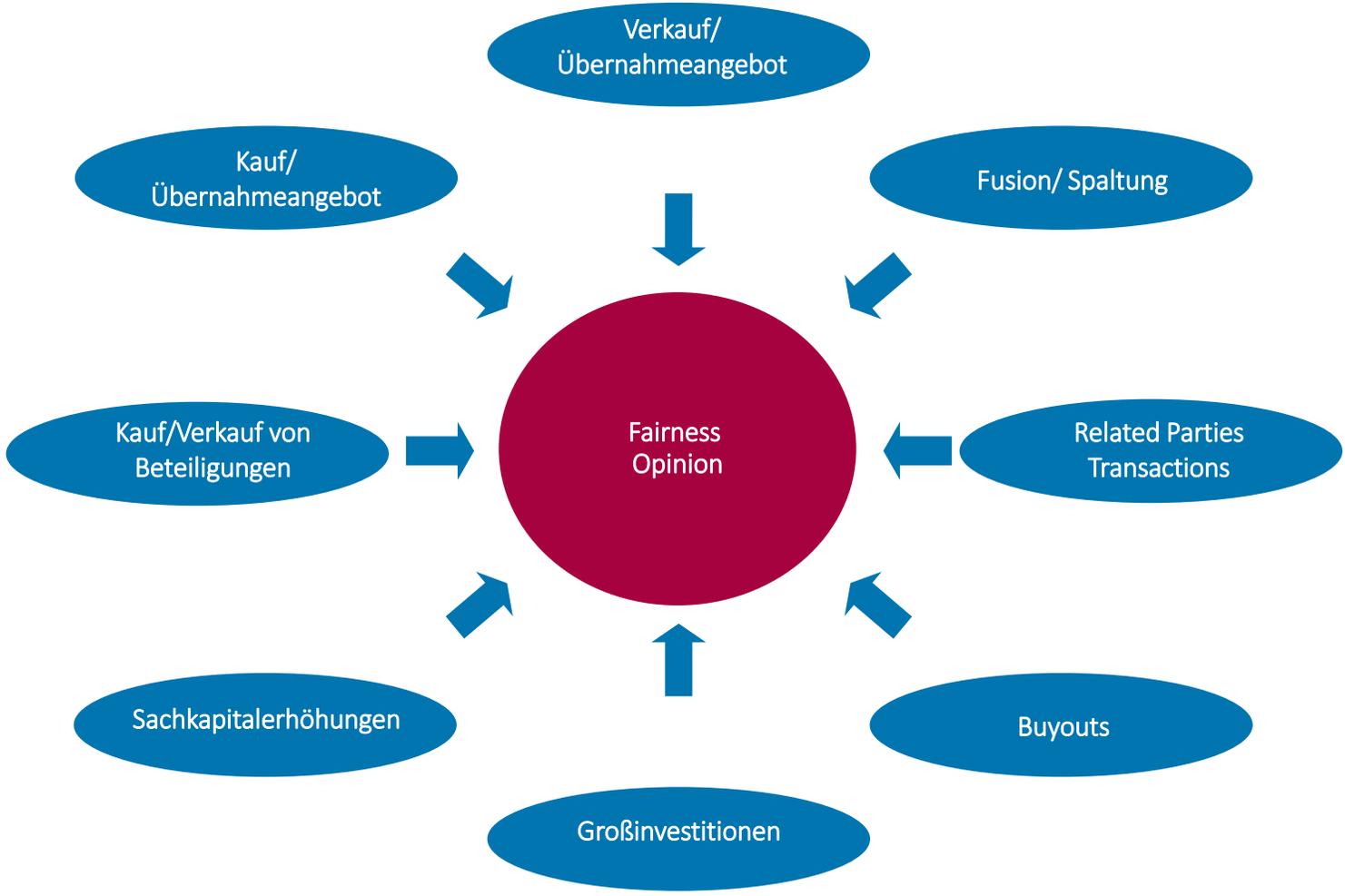
- Dokumentation der Einhaltung von arm's-length Prozessen bei der Entscheidungsfindung
- Stellungnahme zum Prozess und zu weiteren (nicht finanziellen) Rahmenbedingung einer Transaktion
- **Ein Bieterprozess ersetzt jedoch nicht die Validierung der Kaufs- oder Verkaufsentscheidung durch eine Fairness Opinion**

*in der Praxis meist ausgeschlossen

Die Fairness Opinion ist:

- **keine eigenständige Bewertung** zur Ermittlung eines Angebotspreises, Due-Diligence-Prüfung oder insbesondere keine Garantie des „besten“ Preises
- eine **zeitpunktbezogene finanzielle Würdigung** der **spezifischen Transaktionssituation**
- formell ein **(Fairness) Opinion Letter** (ggf. zur Publikation) und ein **Valuation Memorandum**

Anlässe einer Fairness Opinion sind nicht-dominierte Unternehmenstransaktionen in unterschiedlichen Transaktionsstrukturen



Fairness Opinions liefern einen wichtigen Beitrag zum Schutz von Organen und Aktionären

1 Schutzfunktion

- **Schutz der Organe vor Haftungsrisiken** im Rahmen der Business Judgement Rule (§93 Abs. 1 AktG)
- **Dokumentation** der
 - Einhaltung eines Prozesses „at arms-length“
 - Erfüllung der Sorgfaltspflicht i.S.d. „angemessenen Information“ und „Handelns zum Wohle der Gesellschaft“

2 Validierungsfunktion

Validierung der

- **Entscheidung zum Kauf/ Verkauf des Zielunternehmens** auf Basis fundierter finanzwirtschaftlicher Analysen
- **Würdigung durch unabhängigen Dritten**, insbesondere bei Interessenkonflikten der Organe
- Fairness Opinion eines Transaktionsberaters (dazu Second Opinion)

3 Informationsfunktion

- **Bereitstellung Kapitalmarktinformationen**, wie z.B. vergleichbare Transaktionen, Börsen- und Transaktionsmultiplikatoren, Kursdaten von Peer Group-Unternehmen als Entscheidungshilfe für die Organe
- **Einschätzung eines mit M&A Transaktionen vertrauten unabhängigen Dritten**

4 Transparenzfunktion

- Schaffung von **Transparenz hinsichtlich der Entscheidungsgründe der Organe**
- Auch als **Instrument in der Kommunikation gegenüber Aktionären** einsetzbar, insbesondere bei Zustimmungserfordernis der Hauptversammlung
- Bei § 27 WpÜG Stellungnahmen ist die Fairness Opinion in die Stellungnahme der Organe eingebunden. Diese dient der **Reduzierung von Informationsasymmetrien zwischen den Aktionären und den Organen der Zielgesellschaft**

Funktionen
der Fairness Opinion

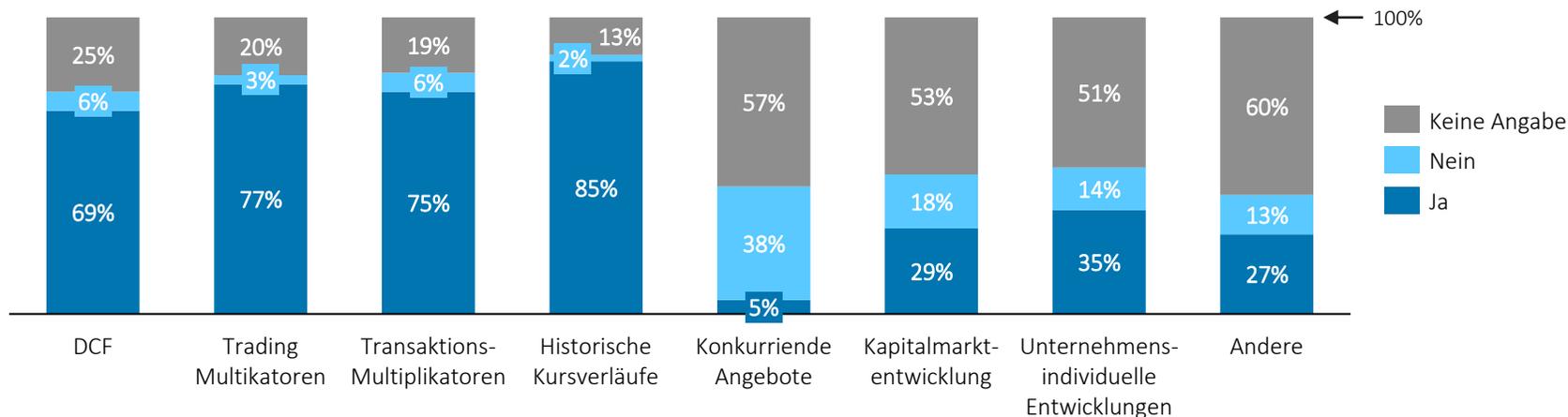
Die Bewertungsmethoden im Akquisitionsprozess sind nicht widerspruchsfrei und können konzeptionell zu Wertunterschieden führen

	M&A Strategie	Übernahmeangebot, Fairness Opinion	Gesellschaftsrechtliche Bewertung		PPA / Impairment Test	Wertmanagement	Restrukturierung/ Sacheinlage
Funktion	Wertsteigerungsanalyse	Organschutz	Minderheitenschutz	Minderheitenschutz	Rechnungslegung und Kapitalmarktinformation	Wertsteigerungs- und Portfolioanalyse, M&A-Initiativen	Gläubiger- und Aktionärsschutz
Wertkonzept	Investor Value	Investor Value	Objektivierter Wert (IDW S 1)	Verkehrswert (Markttypischer Gesamtunternehmenserwerber)	Fair Value, Fair Value less cost to sell / Value in use	Investor Value	Beizulegender Zeitwert
Bewertungsmethode	DCF, Multiples, LBO-Methode, Realloptionen	DCF, Multiples, Börsenkursanalyse	Ertragswert, Börsenkurs, Multiples nur zur Plausibilitätsprüfung	DCF, Multiples, LBO-Analyse, Kursanalyse, Methodenvielfalt	Methoden zur Asset-Bewertung, DCF, Multiples	DCF, Multiples, LBO-Methode, Realloptionen	Börsenkurs, DCF, Multiples, Liquidationswert
Standards	Best Practice, IVS	FINRA 5150, DVFA FO-Standard 2008, IDW S 8	IDW S 1	DVFA Best Practice-Empfehlungen 2012	IFRS 3, IAS 38, IAS 36 / IFRS 13, IDW RS HFA 40, IVS	Best Practice	§33a AktG, §255 AktG, IVS

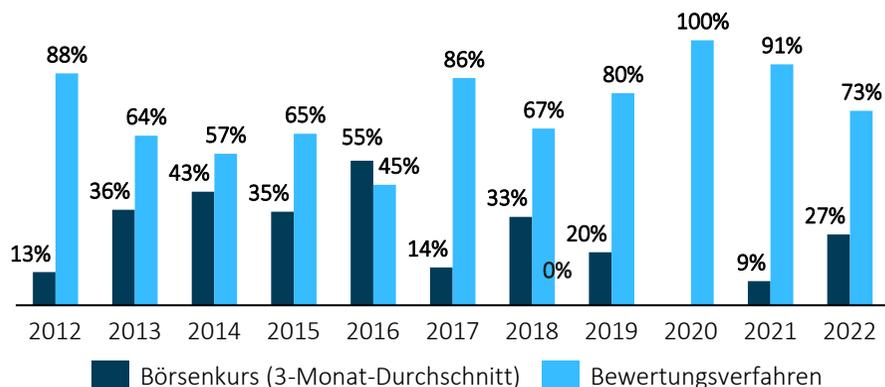
Update veröffentlicht:
 Veröffentlichung der DVFA Fairness Opinion Empfehlungen im März 2023

Bei Fairness Opinions dominieren die international gebräuchlichen Bewertungsmethoden; das Ertragswertverfahren dominiert (noch) bei Abfindungsermittlung

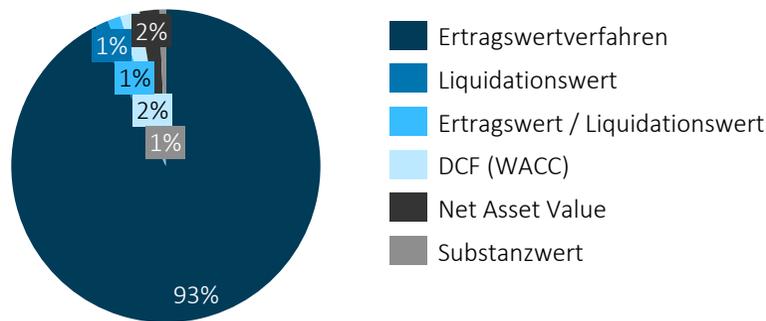
Fairness Opinions – Angewandte Bewertungsmethoden 2011 – 2022



Bewertungsmethode zur Festlegung der Barabfindung*



Abfindungsermittlung - Angewandte Bewertungsmethoden 2012 – 2022*

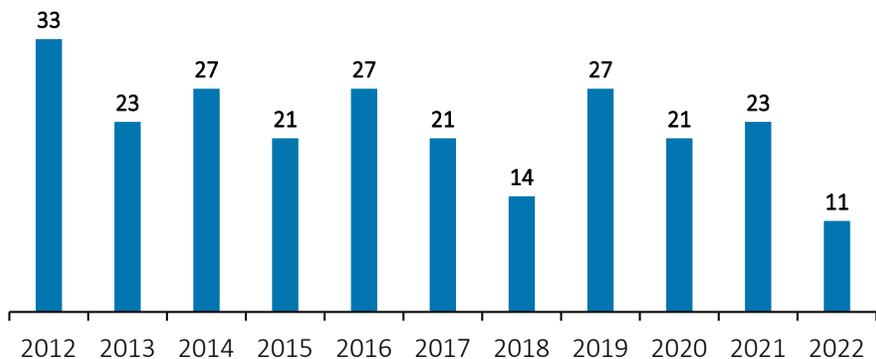


* Enthalten sind alle Beschlüsse, die innerhalb des angegebenen Zeitraums gefasst wurden und zum 31.12.2022 wirksam waren.

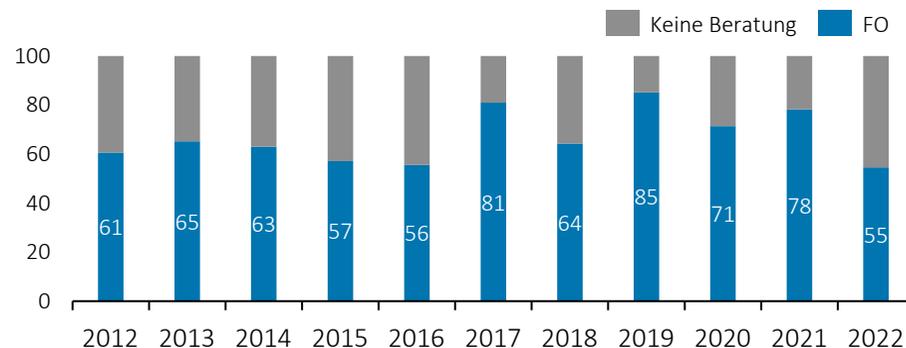
Quelle: PVT / Finexpert, Analyse ValueTrust

Die Einholung von Fairness Opinions ist Best Practice bei P2P

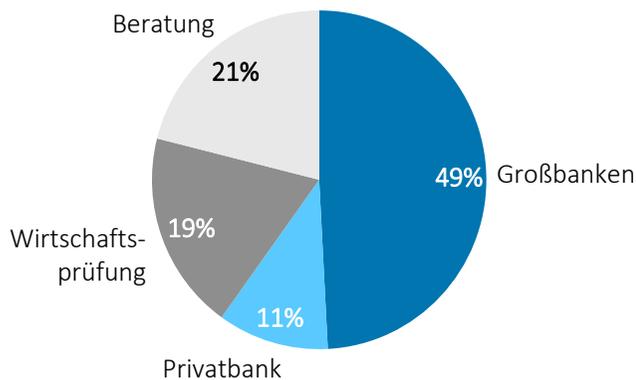
Anzahl an öffentlichen Übernahmeangeboten*



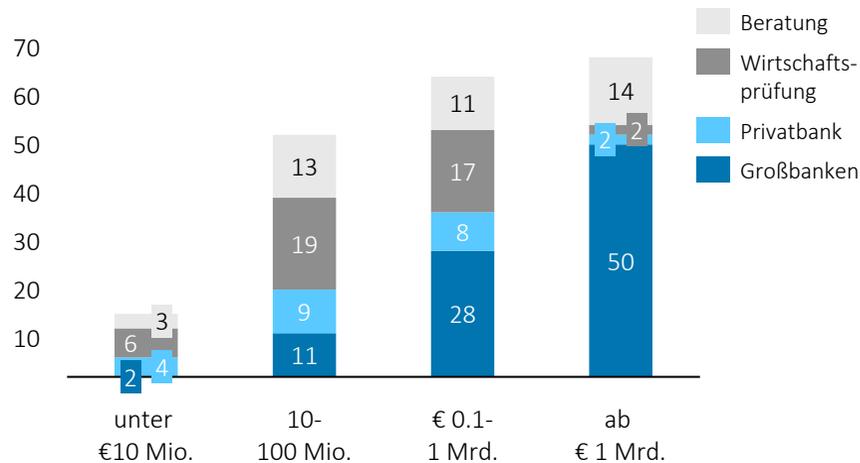
Anteil erstellter Fairness Opinions bei Übernahmeangeboten*



Fairness Opinions nach Ersteller 2012 – 2022



Anzahl Fairness Opinions nach Ersteller 2012 – 2022

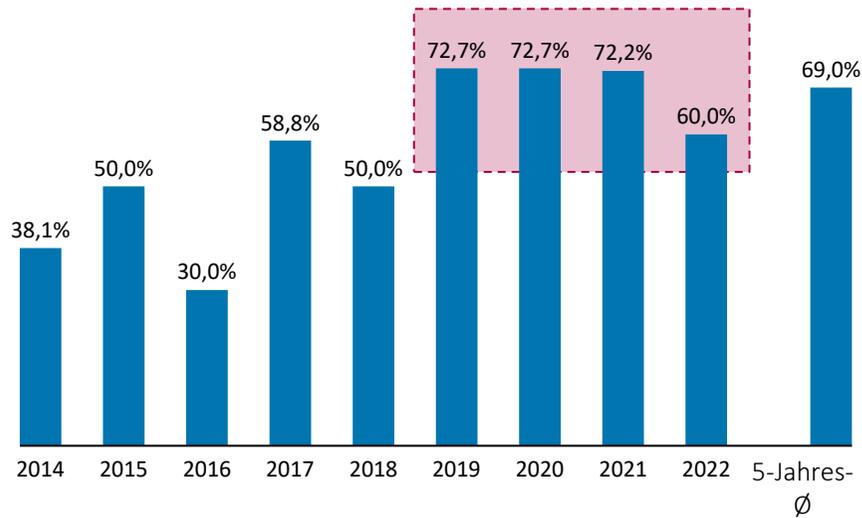


* Einschließlich sowohl Primär- als auch Sekundärangebote und ausschließlich Delisting-Angebote

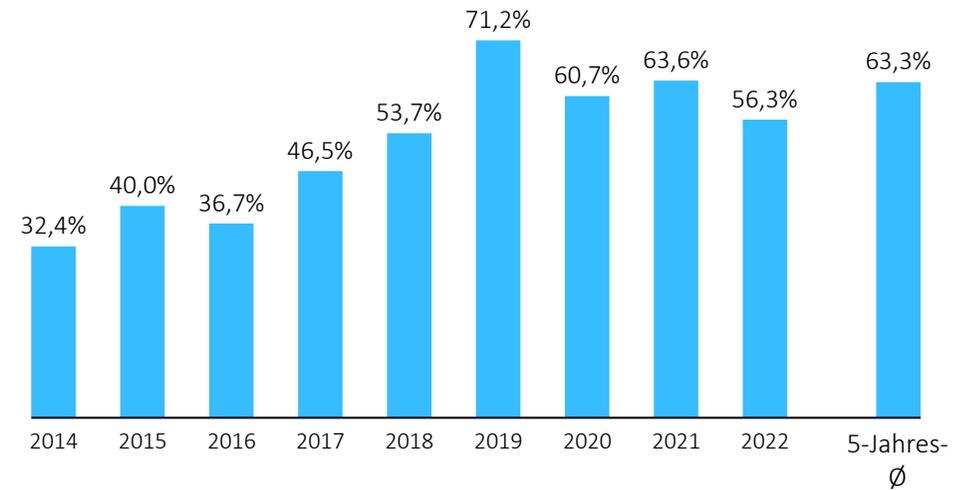
Quelle: PVT / finexpert, Analyse ValueTrust

Die Ersteller der Fairness Opinions sind überwiegend Transaktionsberater, was bei erfolgsabhängiger Vergütung die Qualität der Fairness Beurteilung in Frage stellen könnte

Fairness Opinions von Transaktionsberatern



Konfliktquote* von Transaktionen mit Fairness Opinions



Zwischenfazit

- Einholung von Fairness Opinions ist bei M&A börsennotierter und -fähiger Unternehmen mittlerweile Best Practice
- Sie werden überwiegend von Transaktionsberatern erstellt, die u.a. durch eine erfolgsabhängige Vergütung incentiviert sind
- Bei Betrachtung je Transaktion überwiegt im Durchschnitt der Anteil der Fairness Opinions der Transaktionsberater

*Die Konfliktquote bezeichnet den Anteil der von den Transaktionsberatern abgegebenen Fairness Opinions im Verhältnis zur gesamten Anzahl der Fairness Opinions bei einer Transaktion. Wenn alle Fairness Opinions in einer Transaktion von unabhängigen Gutachtern verfasst werden, die nicht als Transaktionsberater fungieren, ist die Konfliktquote null. Wenn hingegen der Transaktionsberater eine Fairness Opinion erstellt hat und keine zusätzliche unabhängige Opinion eingeholt wurde, dann hat die Transaktion eine Konfliktquote von 100%.

Quelle: PVT / finexpert, Analyse ValueTrust

Perspektive des Auftraggebers unter Berücksichtigung von Synergien ist relevant

Grundlegende Beurteilungskriterien

- Beurteilung der Fairness erfolgt durch **Gegenüberstellung des Werts der angebotenen Gegenleistung und dem Wert des Unternehmens**
- Beurteilung erfolgt nach **rein finanziellen Kriterien aus der Perspektive des Auftraggebers**
- Es erfolgt keine Analyse, ob mit anderen Parteien ein besserer Preis hätte realisiert werden können
- Ggf. sind weitere Abreden, wie variable Kaufpreisbestandteile, Garantien oder Service Agreements in die Würdigung einzubeziehen
- **Durchführung eines Bieterprozesses** nicht ausreichend zur Beurteilung der Angemessenheit

Zwei Perspektiven

1. Bieterperspektive

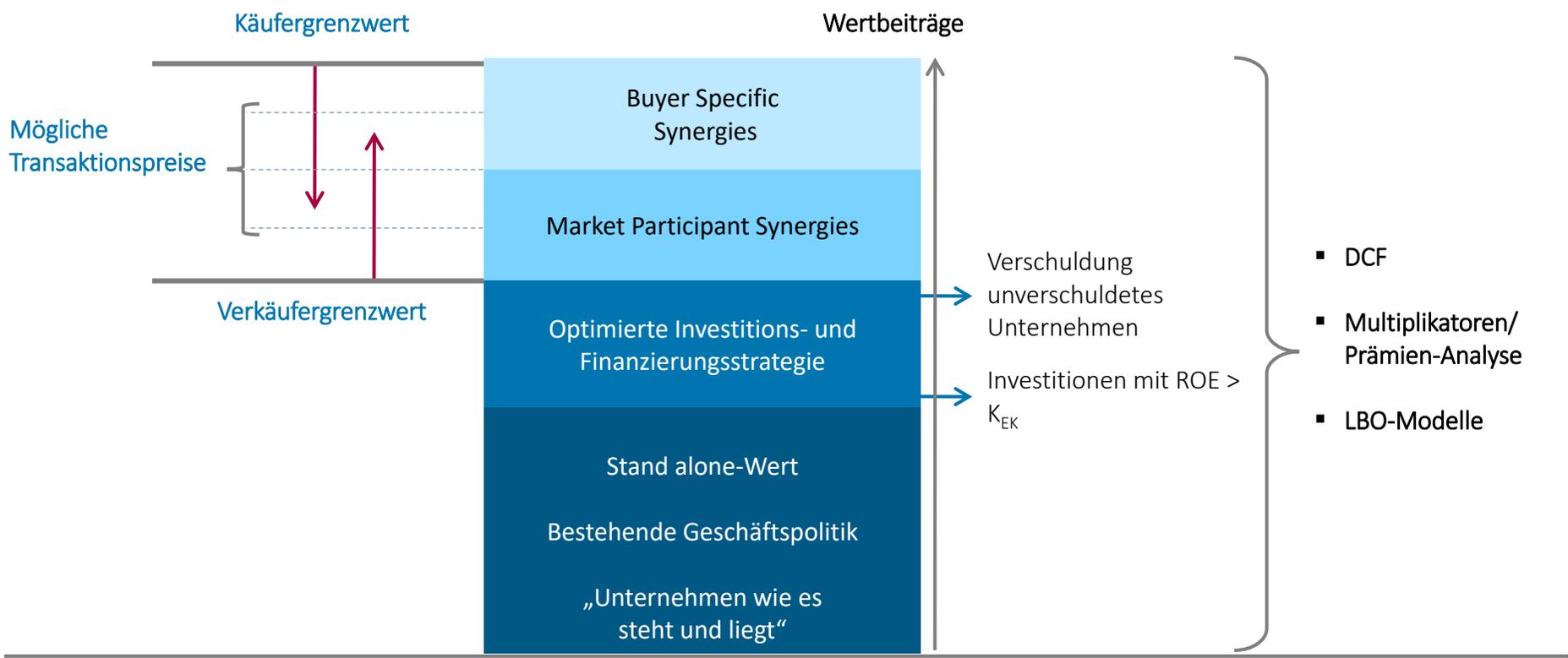
- **Wert des Zielunternehmens inkl. der käuferindividuellen (Netto-) Synergien liegt über dem Wert der gebotenen Gegenleistung/ Preis**
- Im Regelfall werden aus der Transaktion Synergien erwartet
- Der gezahlten Übernahmeprämie (gegenüber dem Börsenkurs) liegt eine vom Käufer (implizit) vorgenommene Allokation der gesamten finanziellen Vorteile zugrunde
- Bei Aktientausch ist der Wert des Zielunternehmens und der Wert des Bieters zu bestimmen
- Weicht das Umtauschverhältnis vom Stand-Alone Wert ab, kann dies durch die Synergieverteilung gerechtfertigt sein

2. Verkäuferperspektive

- 3M-VWAP ist Mindestangebotspreis gemäß § 31 WpÜG
- **Wert der Gegenleistung/ Preis liegt über dem Wert des Zielunternehmens (unter Berücksichtigung möglicher finanzieller Verbundeffekte im Konzern des Verkäufers)**
- Einbezug der Übernahmeprämie empfohlen (DVFA Empfehlungen 2008 und IDW S8 waren jedoch unspezifisch)
- Die Würdigung der Übernahmeprämie ist auch aus Verkäufersicht mit der Analyse von Synergien und deren Allokation verbunden



Marktübliche Synergien, die auch mit Dritten realisiert werden können, sind zu berücksichtigen, was zu einer Konvergenz verschiedener Bewertungsstandards führt



Methodische Grundsätze: Methodenvielfalt erfordert Gesamtwürdigung

Methodenvielfalt

- Anwendung **mehrerer gleichrangiger Bewertungsmethoden** empfohlen
- **Kapitalwertorientierte Bewertungsmethoden**, wie z.B. die Discounted Cashflow-Methode
- **Marktorientierte Bewertungsmethoden** der Börsen- und Transaktionsmultiplikatoren sowie der Börsenkursanalyse wird empfohlen
- **Börsenkurse** sind auf ihre **Eignung zu prüfen**
- **Abweichungen vom Grundsatz der Gleichrangigkeit** sind zu begründen

Stichtagsprinzip

- Stichtag der Fairness Beurteilung ist der Zeitpunkt der Entscheidung der Organe zur Durchführung der Transaktion
- Es ist nur der Informationsstand zu berücksichtigen, der bei angemessener Sorgfalt zum Bewertungsstichtag hätte erlangt werden können (Wertaufhellung irrelevant)

Wertbandbreiten

- Der **Unternehmenswert stellt eine Schätzung dar**
- Der Sensitivität der einzelnen Parameter ist durch die **Darstellung von Wertbandbreiten Rechnung zu tragen**

Fairness Konklusion

- Die Fairness Konklusion basiert auf einer **Gesamtwürdigung der Bewertungsergebnisse** und der **Vor- und Nachteile** einzelner Bewertungsmethoden im **Einzelfall**
- Es ist ausreichend, dass der Ersteller zu der **Überzeugung gelangt**, dass der Wert der Gegenleistung für den Käufer bzw. Verkäufer **vorteilhaft** ist
- Eine Verdichtung der (angemessenen) Wertbandbreiten ist nicht erforderlich, **d.h. kein Punktwert erforderlich**
- In der Fairness Konklusion **kann** darauf hingewiesen werden, ob die Gegenleistung nach dem Maßstab der **Stand-alone Bewertung angemessen** ist und eine **angemessene Teilhabe an Synergien widerspiegelt**

Wesentliche Empfehlungen der überarbeiteten DVFA Empfehlungen 2023



1. Einholung von Fairness Opinion zur Absicherung der Organe und Vermeidung schlechter unternehmerischer Entscheidungen

2. Einholung getrennter Fairness Opinions bei Interessenkonflikten und Zustimmungserfordernissen des Aufsichtsrats

3. Auswahl eines unabhängigen Fairness Opinion-Erstellers und Offenlegung von Interessenkonflikten

4. Grundsatz der Methodenvielfalt, der Ermittlung von Wertbandbreiten und der Beachtung des Stichtagsprinzips

5. Berücksichtigung der Synergien und deren Allokation

6. Offenlegung von Wertbandbreiten im Opinion Letter (optional auch mehr Information)

7. Fairness Konklusion auf Basis der ermittelten Wertbandbreiten unter Abwägung der Vor- und Nachteile der Bewertungsmethoden als Gesamtwürdigung zur finanziellen Angemessenheit der Transaktion

VALUETRUST

Follow us: 