



Center for Corporate
Transactions

DUFF & PHELPS

HHL/D&P Fairness Opinion Monitor™: Jahresreport Deutschland 2007

Christian Aders und Bernhard Schwetzler

Dr. Christian Aders
Duff&Phelps Corp.
München
christian.aders@duffandphelps.com

Prof. Dr. Bernhard Schwetzler
Lehrstuhl Finanzmanagement und Banken,
Center for Corporate Transactions (CCT)
HHL – Leipzig Graduate School of Management
bernhard.schwetzler@hhl.de

I. Einleitung

1. Grundsätzliches

Der folgende Beitrag gibt einen Überblick über Inhalt und Publizität von öffentlich zugänglichen Fairness Opinions für die Bundesrepublik im Jahr 2007. Er ist die erste Folge von regelmäßigen Reports, die als „HHL-D&P Fairness Opinion Monitor“ in jährlichen Abständen im Finanzbetrieb publiziert werden. Die Veröffentlichungen haben das Ziel, einen regelmäßigen Überblick über die Entwicklung von Inhalt und Publizität zugänglicher Fairness Opinions auf dem deutschen Markt zu geben. Grundlage ist dabei eine vom WestLB Lehrstuhl für Finanzmanagement und Banken der HHL in Zusammenarbeit mit Duff & Phelps (D&P) erstellte und laufend gepflegte Datenbank der in Deutschland veröffentlichten Fairness Opinions.

Eine Fairness Opinion ist die Stellungnahme eines externen Sachverständigen zur finanziellen Angemessenheit einer vorgeschlagenen Unternehmenstransaktion bzw. eines vorliegenden Übernahmeangebotes.¹ Sie wird im Regelfall von Investmentbanken bzw. Financial Advisors erstellt, die das Management auch im Zusammenhang mit der zu beurteilenden Transaktion beraten. In der Bundesrepublik werden Fairness Opinions v.a. im Zusammenhang mit der Stellungnahme der Organe der Zielgesellschaft zu einem Übernahmeangebot (§27 WpÜG) beobachtet. In dieser Stellungnahme haben die Organe eine Aussage bezüglich der Angemessenheit des vorliegenden Übernahmeangebotes zu machen; dabei wird häufig auf eine diesbezüglich eingeholte Fairness Opinion Bezug genommen.

Inhalt, Publizität und der Umgang mit Interessenkonflikten im Zusammenhang mit Fairness Opinions sind nicht gesetzlich geregelt. Derzeit existiert eine Vielzahl unterschiedlicher Vorgehensweise bei den Verfassern der Fairness Opinions. Die DFVA Expert Group „Fairness Opinions“ hat deshalb Standards für Inhalt, Veröffentlichung und den Umgang mit Interessenkonflikten erarbeitet, die sich als „Best Practice“-Empfehlungen für die Praxis verstehen.² Anhand der laufend erhobenen Informationen in der Stichprobe kann auch die Einhaltung dieser

¹ Vgl. u. a. Schwetzler/Aders/Salcher/Bornemann, Die Bedeutung der Fairness Opinion für den deutschen Transaktionsmarkt, FB 2005, S. 106 ff.; Lobe/Essler/Röder, Welche Anforderungen stellen deutsche Vorstände und Aufsichtsratsvorsitzende an Fairness Opinions? Wpg 2007, S. 468 ff.; Westhoff, Die Fairness Opinion, Düsseldorf 2006.

² DVFA Expert Group „Fairness Opinions“, Grundsätze für die Erstellung von Fairness Opinions, FB Heft 11/2007, S. 674 ff.. Die Grundsätze sind online verfügbar unter http://www.dvfa.de/files/die_dvfa/kommissionen/application/pdf/grundsaeetze_fairness_opinions.pdf.

Standards untersucht werden.

2. Überblick

Die relevante Stichprobe für den Berichtszeitraum 2007 besteht aus veröffentlichten Stellungnahmen nach §27 WpÜG und den damit verbundenen Fairness Opinions; für andere Anlässe waren keine Fairness Opinions öffentlich zugänglich.

Ausgehend von den auf der Website des Bundesaufsichtsamts für Finanzdienstleistungen publizierten Übernahmeangeboten wurden insgesamt 50 Stellungnahmen der Organe von Zielgesellschaften identifiziert. 22 dieser Stellungnahmen nahmen Bezug auf eine Fairness Opinion (FO).

Übersichts-Tabelle (1) enthält die wichtigsten Informationen zu den Stellungnahmen der Stichprobe und den darauf Bezug nehmenden Fairness Opinions.

II. Stellungnahmen und Fairness Opinions 2007

1. Marktüberblick

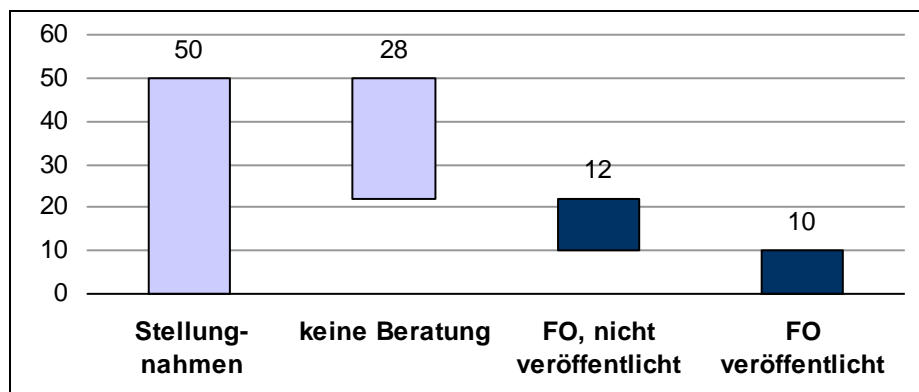


Abb. 1: Stellungnahmen und Fairness Opinions im Berichtszeitraum

Insgesamt wurden im Berichtszeitraum 50 Stellungnahmen nach §27 WpÜG veröffentlicht. In 22 Stellungnahmen wurde erkennbar Bezug genommen auf eine Beratung in Form einer Fairness Opinion oder eines vergleichbaren Gutachtens. In zehn Fällen wurde der dazugehörige Opinion Letter publiziert (Abb. 1). Bei größeren Transaktionen (> €1.0 Mrd. Bewertung des Eigenkapitals³) ist der relative Anteil hinzugezogener Fairness Opinions höher als bei kleinen Transaktionen (87.5% vs. ca. 40% im Berichtszeitraum).

Fairness Opinions werden von unterschiedlichen Finanzdienstleistern angeboten:

³ Implizite Bewertung, berechnet nach Angebotspreis * ausstehende Anteile.

Neben spezialisierten Beratern und Banken (Großbanken, Privatbanken) treten auch Wirtschaftsprüfer als Verfasser von Fairness Opinions auf. Abbildung 2 gibt einen Überblick über die Aufteilung des Marktes zwischen den genannten Anbieterklassen:

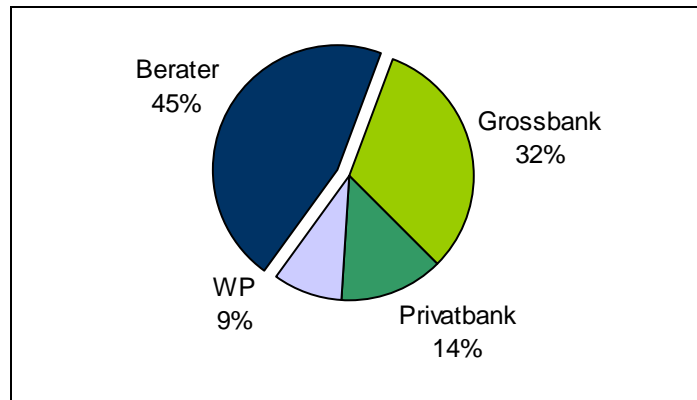


Abb. 2: Fairness Opinions nach Anbietertyp⁴

Gemessen an der absoluten Anzahl der verfassten Opinions ist der Anteil der unabhängigen Beratungsgesellschaften am höchsten (45%); auf Platz zwei folgen Gross- und Universalbanken (32%). 14% der Fairness Opinions wurden von Privatbanken, 9% von internationalen Wirtschaftsprüfungsgesellschaften angefertigt. Differenziert man nach der Größe der Transaktion bzw. der Höhe des gemachten Angebotes ergibt sich ein etwas abweichendes Bild. Abb. (3) zeigt die Aufteilung des Marktes für unterschiedliche Größenklassen:

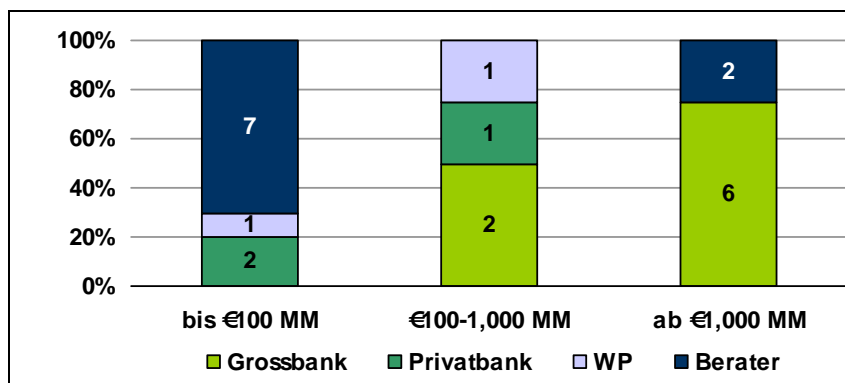


Abb. 3: Fairness Opinions nach Erstellertyp und impliziter Bewertung des Angebotes⁵

Grossbanken sind erwartungsgemäß stärker bei den Fairness Opinions mit hohen Transaktionsvolumina bzw. hohen Angeboten vertreten.

⁴ „WP“ bezeichnet in diesem Zusammenhang grosse internationale Wirtschaftsprüfungsgesellschaften.

⁵ Die implizite Bewertung des Angebotes wird hier vereinfachend über die Multiplikation der ausstehenden Aktien (Stamm- und Vorzugsaktien) mit dem Angebotspreis durchgeführt.

Eine Berechnung der Marktanteile für die unterschiedlichen Anbietergruppen basierend auf dem jeweiligen Angebotsvolumen ist allerdings nur wenig zielführend: Nicht alle Übernahmeangebote waren erfolgreich; insbesondere das mit Abstand absolut höchste Angebot der PORSCHE AG an die VOLKSWAGEN AG wurde als reines Pflichtangebot ohne Übernahmeintention unterbreitet.

2. Inhalt, Publizität und Umgang mit Interessenkonflikten

Die vorliegenden Fairness Opinions⁶ werden im Weiteren nach drei Kriterien analysiert: Offenlegung von möglichen Interessenkonflikten, verwendete Bewertungs- und Vergleichsmaßstäbe und Transparenz bzw. Tiefe der Informationsgrundlagen.

1.) Interessenkonflikte des Erstellers

Auftraggeber der Fairness Opinion ist regelmäßig das Management der betreffenden Gesellschaft; der Verfasser hat deshalb den Anreiz, zur gleichen Einschätzung der Transaktion zu gelangen wie das auftraggebende Management. Besonders evident ist der Interessenkonflikt des Verfassers, wenn dieser im Rahmen der zu beurteilenden Transaktion weitere Beratungsleistungen erbringt und dafür in Abhängigkeit vom Erfolg der zu beurteilenden Transaktion vergütet wird.⁷ Auch bereits vorhandene enge Geschäftsbeziehungen zu einer der an der Transaktion beteiligten Parteien können zu Interessenkonflikten führen. Die Grundsätze der DVFA-Expertgroup „Fairness Opinions“ fordern eine Offenlegung derartiger Interessenkonflikte auch gegenüber den Aktionären, wenn sich die Organe der Zielgesellschaft bei ihrer Stellungnahme gegenüber den Aktionären auf eine zu diesem Zweck eingeholte Fairness Opinion beziehen.⁸

Die Auswertung ergibt hier folgendes Bild: In 36% der Fälle wurde keine Aussage zu einer möglichen Funktion des Verfassers der Fairness Opinion in der zu beurteilenden Transaktion und damit ggf. verbundenen Interessenkonflikten gemacht. 27% der Verfasser haben in der Opinion auf eine weitere Tätigkeit, zumeist

⁶ Der Begriff „Fairness Opinions“ bezieht sich im Weiteren ausdrücklich sowohl auf veröffentlichte als auch auf lediglich zitierte Fairness Opinions.

⁷ Dabei kann im Fall des Zielunternehmens der „Erfolg“ durchaus auch im Nicht-Zustandekommen der Transaktion, z.B. in der Abwehr eines „feindlichen“ Übernahmeangebotes bestehen.

⁸ Zu einem Überblick möglicher Interessenkonflikte und der sich daraus ergebenden Offenlegungserfordernisse siehe Schwetzler/Aders/Salcher/Bornemann, Die Bedeutung der Fairness Opinion für den deutschen Transaktionsmarkt, FB 2/2005, S. 106 ff., insbes. Abschnitte IV und V sowie DVFA Expert Group „Fairness Opinions“, Grundsätze für die Erstellung von Fairness Opinions, FB 11/2007, S. 674 ff., insbes. Abschnitt II.2.g.

als Berater der Zielgesellschaft im Zusammenhang mit dem vorliegenden Angebot, hingewiesen. Allerdings wurde in keinem dieser Fälle offengelegt, ob die dafür vereinbarte Vergütung vom Zustandekommen oder Nicht-Zustandekommen der zu beurteilenden Transaktion abhängig ist. In 37% der Fälle dokumentierte der Verfasser, dass er keine weitere Funktion in der zu beurteilenden Transaktion ausübt.

Eine weitere Quelle für mögliche Interessenkonflikte ist die gleichzeitige Mitgliedschaft des Verfassers der Fairness Opinion am Finanzierungssyndikat für das Übernahmeangebot. In 10 Fällen waren Großbanken Verfasser der Opinion; in einem Fall wurde auf die Mitgliedschaft im Finanzierungssyndikat hingewiesen (UBS beim Pflichtangebot von Porsche an Volkswagen). Sechs Banken erklärten, nicht an der Finanzierung mitzuwirken; in drei Fällen wurden keine Angaben dazu gemacht.

Bezüglich der Offenlegung einer regelmäßigen Geschäftsbeziehung zur Zielgesellschaft ergibt sich ein ähnliches Bild: In 46% der Fälle wird dazu nicht Stellung genommen; in 27% der Fairness Opinions wird auf eine bereits vorhandene Geschäftsbeziehung mit der Zielgesellschaft hingewiesen. Lediglich in vier Fällen wurden Anzahl und Art der vorherigen Mandate offengelegt. 27% der Fairness Opinions wurden von unabhängigen Beratern erstellt.

b) Bewertungs- und Vergleichsmaßstäbe

Zentrale Aufgabe der Stellungnahme und der damit ggf. verbundenen Fairness Opinion ist die Beurteilung der Angemessenheit bzw. Fairness des vorliegenden Übernahmeangebotes. Der Verfasser der Fairness Opinion hat einen großen Freiraum bei der Auswahl der Beurteilungs- und Vergleichsmaßstäbe und Bewertungsmethoden, die er seinem Urteil zugrunde legt. Die Grundsätze der DVFA Expert Group „Fairness Opinions“ empfehlen keine spezifische Vorgehensweise bei der Urteilsbildung, fordern jedoch die Offenlegung der verwendeten Verfahren und Maßstäbe auch gegenüber den Aktionären, wenn in der Stellungnahme der Organe nach § 27 WpÜG auf die Opinion Bezug genommen wird. Der Anteilseigner soll sich ein Bild über die Urteilsbildung machen können. Abbildung 4 zeigt die verfügbaren Angaben zu den verwendeten Bewertungs- und Vergleichsmethoden der 22 Fairness Opinions.⁹

⁹ In den Fällen, in denen auf eine Fairness Opinion Bezug genommen, aber diese selbst nicht veröffentlicht wurde, wird auf die Angaben aus der Stellungnahme nach § 27 WpÜG zurückgegriffen.

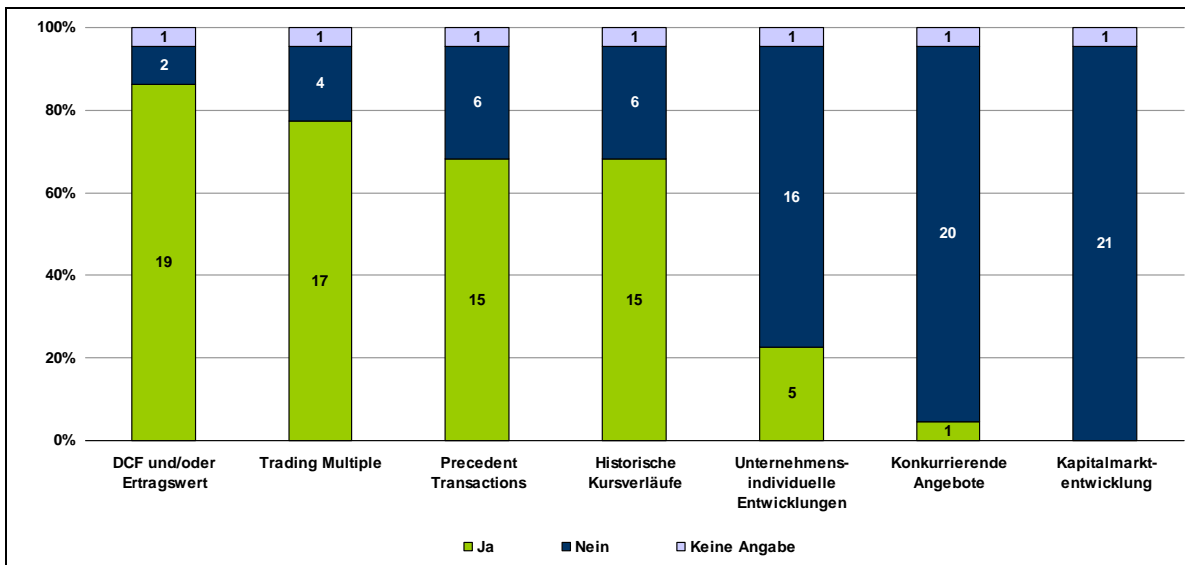


Abb. 4: In den Fairness Opinions verwendete Bewertungsmethoden

Nach der Anzahl der verwendeten Methoden scheinen sich das Barwertverfahren (DCF-/Ertragswert), Multiplikatoren vergleichbarer Unternehmen (Trading Multiples) und Transaktionen vergleichbarer Unternehmen (Precedent Transactions) als möglicher Standard für verwendete Bewertungsverfahren herauszukristallisieren. Von den beauftragten Wirtschaftsprüfern wurde vorrangig der Bewertungsstandard IDW S1 des Instituts der Wirtschaftsprüfer verwendet, der dem DCF / Ertragswert mehr Gewicht als der Multiplikatormethode beimisst..

c) Transparenz und verwendete Informationsgrundlagen

Um die Validität einer Fairness Opinion beurteilen zu können, ist die Kenntnis der vom Verfasser verwendeten Informationsgrundlagen erforderlich. Abbildung (5) zeigt die Informationsgrundlagen für die Opinions der Stichprobe:

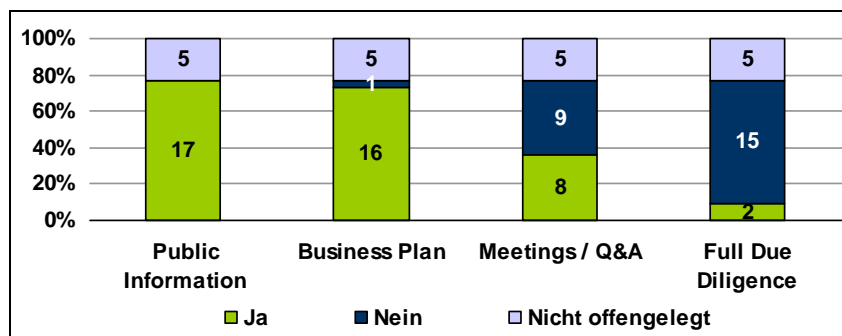


Abb. 5: Informationsgrundlagen der Fairness Opinions

Offensichtlich wurde in keinem Fall der Stichprobe eine unabhängige Verifikation der Informationsgrundlagen durch den Verfasser der Fairness Opinion vorgenommen. In

fünf Fällen wurden gar keine Aussagen über die verwendeten Informationsgrundlagen gemacht. Für die verbleibenden Fälle gilt, dass die meisten Fairness Opinions auf öffentlich verfügbare Informationen sowie dem Business Plan der Zielgesellschaft beruhen. In acht Fällen wurden weitergehende Gespräche und Diskussionen mit dem auftraggegebenen Management als Informationsquelle angegeben. In zwei Fällen wurde eine komplette Due Diligence (in Zusammenhang mit der Beratung der Zielgesellschaft in der Transaktion) durchgeführt.

3. Ausgewählte Stellungnahmen und Fairness Opinions

Bemerkenswert ist die Stellungnahme des Vorstands der Volkswagen AG zum Pflichtangebot von PORSCHE und damit verbundene, nicht publizierte Fairness Opinion:¹⁰ Das Angebot der Porsche AG kam als Pflichtangebot ohne Interesse auf eine Übernahme zustande¹¹; der Angebotspreis entsprach dem gesetzlichen Mindestpreis und lag unterhalb des Börsenkurses der Volkswagen AG zum Zeitpunkt der Veröffentlichung des Angebotes. Obwohl Bewertungsverfahren, mögliche Interessenkonflikte und verwendete Informationsgrundlagen der Fairness Opinion in der Stellungnahme offengelegt wurden, enthält diese weder eine Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des Angebotes durch die UBS noch eine direkte Handlungsempfehlung durch den Vorstand. Die (naheliegende) Deutung dieses Verhaltens ist der erforderliche Spagat des Vorstandes zwischen der Interessenslage der Aktionäre, an die sich das Angebot richtet (keine Empfehlung zur Annahme eines Angebotes unter dem aktuellen Börsenkurs) einerseits und der Interessenslage des Großaktionärs, der das Angebot vorlegte (keine explizite Ablehnung des Angebotes). Im Fall der REPOWER SYSTEMS AG lagen zwei konkurrierende Angebote durch SUZLON und AREVA vor:¹² Während Suzlon €126.00 pro Aktie angeboten hatte, belief sich das Angebot von Areva auf lediglich €105.00 pro Aktie. In der Fairness Opinion zum Areva-Angebot wird dieses Angebotes isoliert und als angemessen

¹⁰ Stellungnahme des Vorstands der Volkswagen AG zum Öffentlichen Pflichtangebot der Dr. Ing. h.c. F. Porsche AG vom 11. Mai 2007.

¹¹ Siehe Angebotsunterlage der Dr. Ing. h.c. F. Porsche AG vom 26. April 2007, insbes. S. 30 f. („10.3. Weitere Erläuterungen zum Angebotspreis“): „Die Bieterin macht dieses Pflichtangebot in Übereinstimmung mit den rechtlichen Erfordernissen, ohne notwendigerweise ein Interesse an der Erhöhung ihrer Beteiligung an Volkswagen in Folge der Durchführung dieses Pflichtangebots zu haben.“

¹² Vgl. Gemeinsame Stellungnahme von Vorstand und Aufsichtsrat der RePower Systems AG zum Öffentlichen Übernahmeangebot der Suzlon Windenergie GmbH vom 6. März 2007 sowie Stellungnahme des Vorstands der RePower Systems AG zum Öffentlichen Übernahmeangebot der Société des Participations du Commissariat à l’Energie Atomique (AREVA) vom 15. Februar 2007.

beurteilt. In der Fairness Opinion zum Suzlon-Angebot wird auf das konkurrierende Angebot von Areva eingegangen und die relative Vorteilhaftigkeit des Suzlon-Angebotes erwähnt.¹³

Bei der Beurteilung des Übernahmeangebots der OMEGA I (Orion Cable) durch den Vorstand der PRIMACOM AG¹⁴ wird in der Handlungsempfehlung des Vorstandes klargestellt, dass das Angebot isoliert betrachtet finanziell angemessen sei. Vorstand und Aufsichtsrat halten allerdings in ihrer Stellungnahme weitere konkurrierende und höhere Angebote für möglich und können ihren Aktionären daher eine Annahme des Angebots nicht empfehlen.

Die Fairness Opinion von Venture Valuations für die Stellungnahme der 4SC AG zum Angebot der SANTO HOLDING¹⁵ stellt ausführlich Bewertungs- und Informationsgrundlagen dar, und geht dabei neben Firmenspezifika auch detailliert auf die zugrundeliegenden Annahmen der Bewertung ein. Zusätzlich wird dezidiert auf Erfahrungen und Referenzen im Bereich der Bewertung von Wachstumsunternehmen eingegangen. Leider unterbleibt in der Fairness Opinion eine Aussage zu möglichen Interessenkonflikten.

III. Abschließende Bemerkungen und Ausblick

Das Instrument der Fairness Opinions gewinnt in der Bundesrepublik zunehmend an Verbreitung. Derzeit existieren noch unterschiedliche Vorgehensweisen hinsichtlich der Offenlegung von Interessenkonflikten, der verwendeten Beurteilungs- und Bewertungsmethoden und deren Publizität und Transparenz. Es wird interessant sein zu beobachten, welche der Vorgehensweisen sich auf dem Markt als Standard durchsetzen werden. Der HHL-D&P Fairness Opinion Monitor möchte diesen Prozess begleiten und transparent machen.

¹³ Im Gegensatz zu den Fairness Opinions sind allerdings die jeweils konkurrierenden Angebote und ihre relative Vorteilhaftigkeit in beiden Stellungnahmen genannt und beurteilt.

¹⁴ Vgl. Gemeinsame Stellungnahme des Vorstands und des Aufsichtsrats der PrimaCom AG zum Öffentlichen Übernahmeangebot der Omega I S.à.r.l. vom 8. August 2007.

¹⁵ Vgl. Gemeinsame Stellungnahme des Vorstands und des Aufsichtsrats der 4SC AG zum Öffentlichen Übernahmeangebot der Santo Holding (Deutschland) GmbH vom 14. Dezember 2007.

Tabelle I: Fairness Opinions i.V.m. Stellungnahmen nach § 27 WpÜG

Angebot			Stellungnahme			Fairness Opinion		
Bieter	Ziel	Abgabe-Datum	Organ	Empfehlung	Stichtag	Ersteller	Sonst. Funktion	Angemessenheit
Mustaphar 5. Verwaltungs GmbH (HSH Real Estate)	Hamborner AG	25.01.07	AR & Vorst.	Annahme	30.01.07	HVB Consult	keine	ja
AREVA	REpower Systems	05.02.07	Vorstand	Keine	08.02.07	Network Corporate Finance	Berater Zielgesellschaft	ja
Reverse Logistics GmbH	CCR Logistic Systems	20.02.07	AR & Vorst.	Annahme	01.03.07	Susat Wirtschaftsprüfungs GmbH	keine	ja
Fujitsu	TDS	26.02.07	AR & Vorst.	Annahme	31.12.06	Salans Steuerberatung und Wirtschaftsprüfung	nicht offengelegt	ja
Suzlon	REpower Systems	28.02.07	AR & Vorst.	Annahme	28.02.07	Network Corporate Finance	Berater Zielgesellschaft	ja
Siemens AG	IBS AG	23.04.07	AR & Vorst.	Annahme	23.04.07	Cazenove	keine	ja
Porsche AG	Volkswagen	30.04.07	Vorst.	Keine	30.04.07	UBS	Finanzierungsbank	nicht genannt
Porsche AG	Volkswagen	30.04.07	AR	Keine	30.04.07	Citigroup	keine	nicht genannt
Sapardis S.A. (PPR)	Puma AG	14.05.07	AR & Vorst.	Annahme	24.05.07	Lehman Brothers	nicht offengelegt	nicht genannt
Summit Real-Estate	Deutsche Real Estate	27.06.07	AR & Vorst.	Annahme	27.06.07	Brinkmann & Partner	keine	ja
E/LHS (Ericsson)	LHS AG	09.07.07	AR & Vorst.	Annahme	16.07.07	Lehman Brothers	Berater Zielgesellschaft	ja
Red & Black (Permira)	Hugo Boss AG	12.07.07	AR & Vorst.	Keine	16.07.07	Deutsche Bank; Dresdner Bank	nicht offengelegt	nicht genannt
Omega I (Orion Cable)	PrimaCom	26.07.07	AR & Vorst.	Keine	30.06.07	Undisclosed Accounting Firm	nicht offengelegt	ja
S-Finanzgruppe	Landesbank Berlin	01.08.07	AR & Vorst.	Annahme	01.08.07	Citigroup	keine	ja
Holtzbrink Networks GmbH	Abacho	09.08.07	AR & Vorst.	Keine	16.08.07	KPMG	nicht offengelegt	ja
Alcon Inc.	WaveLight	13.08.07	AR & Vorst.	Annahme	10.08.07	Network Corporate Finance	Berater Zielgesellschaft	ja
ISRA Vision	Parsytec	28.08.07	AR & Vorst.	Annahme	27.08.07	Lincoln International	nicht offengelegt	ja
MEIF II (Macquarie)	Techem	05.11.07	Vorst.	Annahme	05.11.07	Credit Suisse	Berater Zielgesellschaft	ja
NTT Data Europe	itelligence AG	13.11.07	AR & Vorst.	Annahme	02.11.07	Berenberg Bank	Berater Zielgesellschaft	ja
SCHUMAG Beteiligungsgesellschaft	SCHUMAG	19.11.07	AR & Vorst.	keine	28.11.07	Freitag & Co.	keine	ja
Santo Holding GmbH	4SC AG	03.12.07	AR & Vorst.	Ablehnung	14.12.07	Venture Valuations	nicht offengelegt	nein

MK Medien Beteiligungs GmbH (Kinowelt)	Intertainment AG	24.12.07	AR & Vorst.	keine	11.01.08	VEM Aktienbank	nicht offengelegt	nicht genannt
---	---------------------	----------	----------------	-------	----------	----------------	-------------------	------------------
