



Center for Corporate
Transactions

The logo for Duff & Phelps consists of the words 'DUFF & PHELPS' in a white, serif font, set against a solid black rectangular background. The ampersand is a stylized red color.

HHL/D&P Fairness Opinion Monitor™: Jahresreport Deutschland 2009

Christian Aders und Bernhard Schwetzler

Dr. Christian Aders
Managing Director
Duff&Phelps
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

Seit 2007 gibt der HHL/D&P Fairness Opinion Monitor einen jährlichen Überblick über die Nutzung von Fairness Opinions in Deutschland.¹ Auch in dieser dritten Auflage ist das Ziel, Inhalt und Publizität von öffentlich zugänglichen Fairness Opinions (FOs) für die Bundesrepublik im Jahr 2009 systematisch zu erfassen und abzubilden. Insbesondere ist von Interesse, ob sich der bereits in 2008 absehbare Trend zu standardisierten Vorgehensweisen bei der Erstellung von Fairness Opinions weiter fortsetzt. Bereits 2007 hatte die DVFA Standards als „Best Practice“-Empfehlungen bezüglich des Inhalts, der Publizität und des Umgangs mit Interessenkonflikten bei Zielgesellschaften veröffentlicht und diese in 2008 um den Fall der Bieter-Fairness Opinions erweitert.² Das Institut der Wirtschaftsprüfer hat im Jahr 2009 einen Entwurf zum Standard S8 „Grundsätze für die Erstellung von Fairness Opinions“ publiziert, der die Erstellung von Fairness Opinions durch Wirtschaftsprüfer regelt.³

Vor dem Hintergrund der Finanzkrise ist von besonderem Interesse, ob der dadurch verursachte starke Einbruch des Transaktionsmarktes Einfluss auf den Inhalt, den Umfang und die Qualität der öffentlich zugänglich gemachten Fairness Opinions und Stellungnahmen nach § 27 WpÜG hatte. Grundlage der Daten ist eine vom Lehrstuhl für Finanzmanagement und Banken an der HHL in Zusammenarbeit mit Duff & Phelps (D&P) erstellte und laufend gepflegte Datenbank der in Deutschland veröffentlichten und zitierten Fairness Opinions.

Ausgehend von den auf der Website des Bundesaufsichtsamts für Finanzdienstleistungen publizierten Übernahmeangeboten wurden in 2009 (2008) insgesamt 17 (38) Stellungnahmen von Organen der Zielgesellschaften nach § 27 WpÜG identifiziert.⁴ Neun dieser Stellungnahmen nahmen dabei Bezug auf eine

¹ Aders/Schwetzler, HHL/D&P Fairness Opinion Monitor: Jahresreport 2007, FB 2008, S. 353 – 357 und Aders/Schwetzler, HHL/D&P Fairness Opinion Monitor: Jahresreport 2008, FB 2009, S. 81 – 85.

² Schwetzler, Grundsätze für die Erstellung von Fairness Opinions – die Standards der DVFA, in: Essler/Lobe/Röder Fairness Opinion, Stuttgart 2008 S. 51 – 71. Die Grundsätze sind online verfügbar unter http://www.dvfa.de/files/die_dvfa/kommissionen/application/pdf/grundsaeetze_fairness_opinions.pdf

³ Entwurf IDW Standard: Grundsätze für die Erstellung von Fairness Opinions (IDW ES 8), Stand v. 19.8.2009.

⁴ Diese Fälle stellen die Grundgesamtheit der über die Website des BaFin i.V. mit einer Stellungnahme nach § 27 WpÜG öffentlich bekannte Fairness Opinions dar. Da Fairness Opinions in anderen Fällen regelmäßig nicht veröffentlicht werden, sind darüber hinausgehend Fairness Opinions kaum zugänglich.

Fairness Opinion. In zwei weiteren Fällen erläuterten Bietergesellschaften die Ermittlung der Höhe des Angebotes mit dem Hinweis, den Rat von externen Sachverständigen eingeholt zu haben.

II. Stellungnahmen und Fairness Opinions 2009

1. Marktüberblick

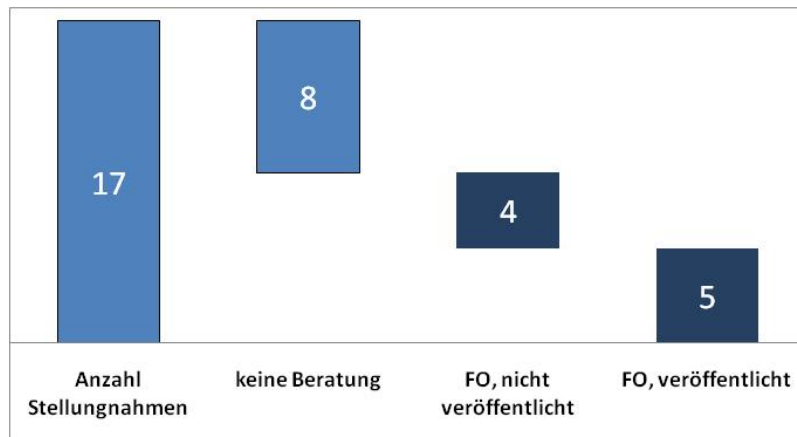


Abb. 1: Stellungnahmen und Fairness Opinions im Berichtszeitraum

Insgesamt wurden im Berichtszeitraum 17 Stellungnahmen nach §27 WpÜG veröffentlicht. In neun Stellungnahmen wurde erkennbar Bezug genommen auf eine Beratung in Form einer Fairness Opinion oder eines vergleichbaren Gutachtens. In fünf Fällen wurde der dazugehörige Opinion Letter publiziert (Abb. 1).

Interessanterweise wurde bei zwei der 17 Angebote für den Bieter eine Unternehmensbewertung durch externe Berater durchgeführt und in den Angebotsunterlagen ausführlich erläutert. In beiden Fällen handelt es sich um ein Aufstockungsangebot, bei dem die Bieter bereits über 75% der Anteile halten. Adressaten der Bewertung und Urteilsfindung sind in diesem Fall offensichtlich die Minderheitsaktionäre der Gesellschaft. In diesem Falle ist der Zweck allein die Übermittlung von zusätzlichen Informationen und nicht der Nachweis der erforderlichen Sorgfalt i.S.d. Business Judgement Rule für das Management.⁵ Es handelt sich somit nicht um eine Fairness Opinion im engeren Sinne. Dennoch sind die in diesen Publikationen durchgeführten Bewertungen und deren Darstellung hier von Interesse: sie ermöglichen einen Vergleich zwischen den Vorgehensweisen zur Wert- und Urteilsfindung aus Sicht des Bieters und des Targets.

Im Zuge der Finanzkrise haben Zahl und Größe der Transaktionen deutlich

⁵ Ziel des Aufstockungsangebotes ist offensichtlich die Vorbereitung eines „Going Private“.

abgenommen: Im Jahr 2008 lagen noch sieben Transaktionen über einem Volumen von 1 Mrd. Euro; in 2009 keine einzige. In den Vorjahren zeigte sich, dass die Transaktionsgröße einen positiven Einfluss auf das mögliche Auftreten einer Fairness Opinion hatte. In 2009 nahm der Anteil von Stellungnahmen nach § 27 WpÜG mit einer Fairness Opinion trotz der deutlich kleineren Volumina leicht zu (53% vs. 50% im Vorjahr).

Die Zusammensetzung der Anbieter von Fairness Opinions⁶ i.V.m. § 27 WpÜG hat sich im Verlauf der Finanzkrise erheblich verändert: Während im Jahr 2008 Großbanken mit 57% dominierten, sind diese in 2009 als Ersteller von Fairness Opinions vollkommen verschwunden. Hingegen erstellten Wirtschaftsprüfer in 2009 56% aller Fairness Opinions (gegenüber 11% im Vorjahr), gefolgt von Beratern⁷ mit 22% (0% im Vorjahr) und Privatbanken. (siehe Abb. 2).

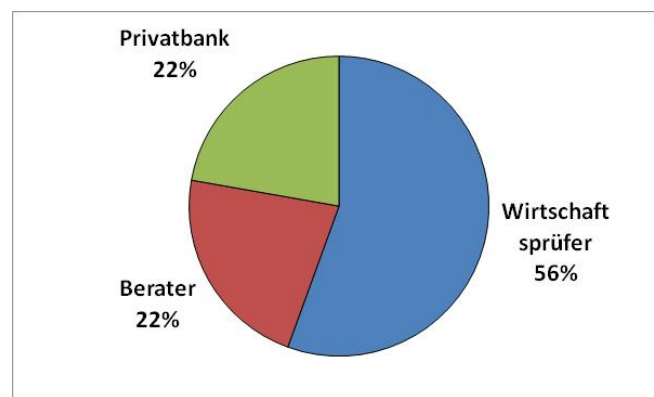


Abb. 2: Fairness Opinions nach Anbietertyp

Zu erklären ist dieses schlechte Ergebnis der Banken mit dem deutlichen Rückgang der Transaktionsvolumina. Privatbanken waren von ihm nicht so stark betroffen; sie konnten noch einen Marktanteil von 22% an den publizierten Fairness Opinions (32% im Vorjahr) halten. Abb. 3 zeigt die Aufteilung des Marktes in unterschiedliche Größenklassen.

⁶

Der Begriff „Fairness Opinions“ bezieht sich im Weiteren ausdrücklich sowohl auf veröffentlichte als auch auf lediglich zitierte Fairness Opinions im Auftrag von Zielgesellschaften i.V.m. § 27 WpÜG. Externe Gutachten, die im Auftrag von Bietern erstellt wurden, werden ggf. gesondert betrachtet.

⁷

Privatbanken sind nicht börsennotierte, in Privatbesitz befindliche Banken. Als „Berater“ werden Dienstleister klassifiziert, die im Rahmen von Transaktionen Beratungsleistungen erbringen, aber allgemein weder als Bank bzw. Kapitalgeber noch als Wirtschaftsprüfer tätig sind. Die entsprechende Einteilung stützt sich auch auf eigene Darstellungen der Firmen im Internet.

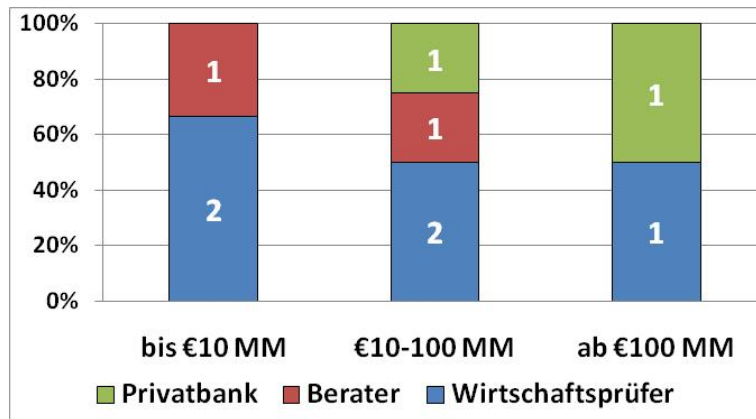


Abb. 3: Fairness Opinions nach Erstellertyp und impliziter Bewertung des Angebotes⁸

2. Inhalt, Publizität und Umgang mit Interessenkonflikten

Die vorliegenden Fairness Opinions werden im Hinblick auf die Erfüllung der drei Kriterien

- Offenlegung von möglichen Interessenkonflikten,
- verwendete Bewertungs- und Vergleichsmaßstäbe und
- Transparenz bzw. Tiefe der Informationsgrundlagen analysiert.

a) Interessenkonflikte des Erstellers

Interessenkonflikte im Zusammenhang mit Fairness Opinion können entstehen, wenn der Verfasser im Rahmen der zu beurteilenden Transaktion weitere Beratungsleistungen erbringt und dafür ggf. in Abhängigkeit vom Erfolg der zu beurteilenden Transaktion vergütet wird. Auch bereits vorhandene, enge Geschäftsbeziehungen zu einer an der Transaktion beteiligten Partei können zu Interessenkonflikten führen. Die DFVA-Grundsätze „Fairness Opinions“ fordern eine Offenlegung derartiger Interessenkonflikte auch gegenüber den Aktionären, wenn sich die Organe der Zielgesellschaft bei ihrer Stellungnahme gemäß WpÜG gegenüber den Aktionären auf eine zu diesem Zweck eingeholte Fairness Opinion beziehen.⁹

Sechs der neun Ersteller von Fairness Opinions für die Zielgesellschaft (67% vs.

⁸

Die Bewertung des Angebotes erfolgt vereinfachend über die Multiplikation der ausstehenden Aktien (Stamm- und Vorzugsaktien) mit dem Angebotspreis.

⁹

Vgl. DVFA Grundsätze für Fairness Opinions Version 2.0. 2008, insbes. Abschnitt C.1.2.1. http://www.dvfa.de/files/die_dvfa/kommissionen/application/pdf/grundsaeetze_fairness_opinions.pdf.

58% im Vorjahr) haben ihren Auftraggeber auch im Rahmen der zu beurteilenden Transaktion beraten. Von diesen haben drei die entsprechende Vergütungsstruktur offengelegt. In einem Fall wurde eine erfolgsabhängige Vergütung in Abhängigkeit vom Abschluss der Transaktion vereinbart. Zwei Berater gaben an, eine fixe Vergütung erhalten zu haben.

Keine der Privatbanken erklärte als Verfasser einer Fairness Opinion ihre Mitwirkung an der Finanzierung der Transaktion. Ein Berater gab an, zuvor für die Gegenseite der Transaktion beratend tätig gewesen zu sein.

Für die beiden vom Bieter-Unternehmen publizierten Analysen wurden keine Angaben bezüglich möglicher Interessenkonflikte des Verfassers gemacht.

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 sowie bei den Bewertungsmethoden, die er seinem Urteil zugrunde legt. Die Grundsätze der DVFA fordern 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 das Zustandekommen des Urteils machen können. Abb. 4 zeigt die verfügbaren Angaben zu den verwendeten Bewertungs- und Vergleichsmethoden der neun Fairness Opinions i.V.m. einer Stellungnahme nach § 27 WpÜG.¹⁰

¹⁰

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.

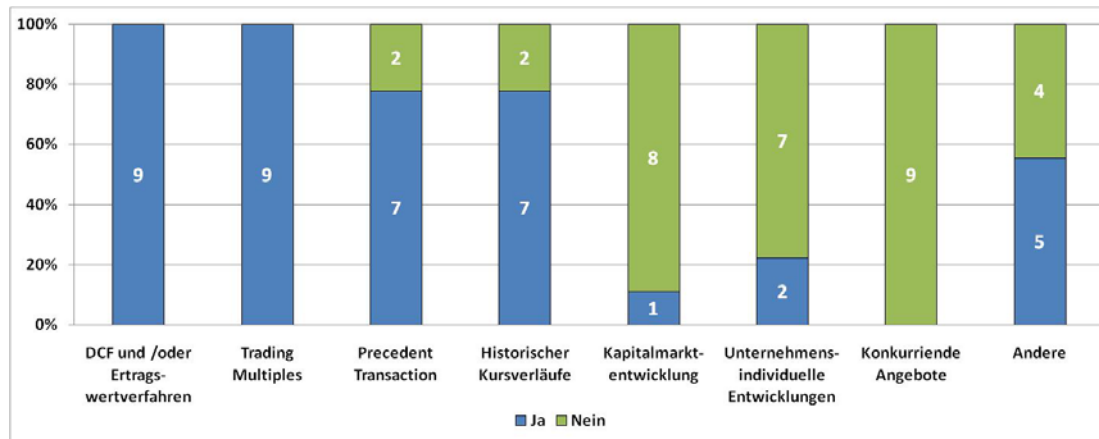


Abb. 4: In den Fairness Opinions verwendete Bewertungsmethoden

Wie in den Vorjahren nehmen Barwertverfahren (DCF-/Ertragswert) und Multiplikatoren vergleichbarer Unternehmen (Trading Multiples) als verwendete Bewertungsverfahren eine herausragende Stellung ein. Die Gegenüberstellung mit Transaktionen vergleichbarer Unternehmen (Precedent Transactions) und die Betrachtung historischer Kursverläufe haben im Gegensatz zum Vorjahr auf 78% leicht abgenommen. Die Kapitalmarktentwicklung wurde aufgrund der Finanzkrise und der damit verbundenen allgemeinen Kursentwicklung in weniger Fällen (11% geg. 26% im Vorjahr) zur Wertfindung und Beurteilung herangezogen. Auch unternehmensindividuelle Entwicklungen finden sich deutlich seltener (22% geg. 42% im Vorjahr). Andere Bewertungsmethoden wurden in fünf Fairness Opinions erwähnt: Net Asset Value (2x), Kursziele (2x), Leveraged Buy-out Analyse (1x) und Szenarioanalyse (1x). Interessant ist auch, dass in drei Fairness Opinions für Zielgesellschaften explizit ermittelte Werte und Bandbreiten offengelegt wurden.

Die beiden von den Bieter-Unternehmen publizierten Analysen zeichnen sich durch hohe Transparenz aus: Peergroups, Betafaktoren und Diskontierungszinssätze werden offengelegt. In einem Fall werden das DCF-Verfahren und Net Asset Value als Bewertungsmethode verwendet, während in dem anderen Fall Trading Multiples, Transaction Multiples, Kurse und Leading Multiples erörtert werden. Im zweiten Fall wurde wegen des fehlenden Zugangs zu Daten auf eine DCF-Bewertung verzichtet. Mit der hohen Transparenz bezüglich der Wert- und Urteilsfindung verfolgen die Bewerter offenkundig das Ziel, die Skepsis der Adressaten gegenüber ihren Analysen abzubauen.

c) Transparenz und verwendete Informationsgrundlagen

Um die Validität einer Fairness Opinion beurteilen zu können, ist die Kenntnis der

vom Verfasser verwendeten Informationsgrundlagen erforderlich. Abb. 5 zeigt die Informationsgrundlagen für die Fairness Opinions i.V.m. § 27 WpÜG der Stichprobe:

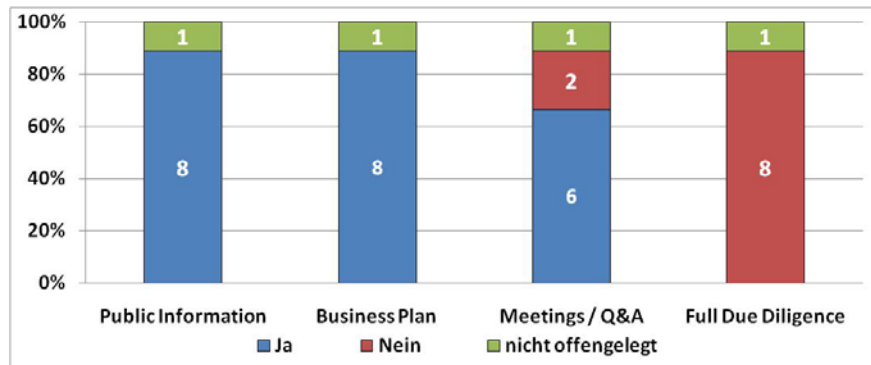


Abb. 5: Informationsgrundlagen der Fairness Opinions

In keinem Fall der Stichprobe wurde eine unabhängige Verifikation der Informationsgrundlagen durch den Verfasser der Fairness Opinion vorgenommen oder eine vollständige Due Diligence angeführt. Das ist angesichts der verfügbaren Zeit für die Stellungnahme nicht sonderlich überraschend.

Für die verbleibenden Fälle gilt ähnlich wie im Vorjahr, dass alle Fairness Opinions zumindest auf öffentlich verfügbaren Informationen sowie dem Business Plan der Zielgesellschaft beruhen. Auch weitergehende Gespräche und Diskussionen mit dem Management haben sich als Standard herausgebildet: In sechs von neun Fairness Opinions der Zielgesellschaft kam es zu derartigen Treffen.

Bei den Analysen für die Bieter-Gesellschaft wurden in einem der beiden Fälle gar keine Aussagen über die verwendeten Informationsgrundlagen gemacht. Der entsprechende Verfasser hatte ebenfalls keinen Zugang zum Businessplan der Zielgesellschaft.

Insgesamt ist hier die verbesserte Transparenz hinsichtlich der Interessenkonflikte hervorzuheben. Der Trend zur Beachtung der DVFA Standards hat sich hier fortgesetzt.

3. Ausgewählte Stellungnahmen und Fairness Opinions

Von besonderem Interesse ist das Angebot der SKion GmbH an die Aktionäre der Altana AG¹¹. Ziel der zweiten Auflage¹² des Angebots war es, die für einen Squeeze-

¹¹ Vgl. Gemeinsame Stellungnahme von Vorstand und Aufsichtsrat der Altana AG zum Öffentlichen Übernahmeangebot der SKion GmbH vom 18. November 2009.

¹² Zum ersten Angebot der SKion GmbH im Jahr 2008 vgl. auch Aders/Schwetzler, Fairness Opinion Monitor 2008, FB 2009, S. 25.

out notwendige Anteils-Schwelle von 95% des Grundkapitals zu erlangen. Das Angebot entsprach einer Prämie von 7% gegenüber dem Börsenkurs am Tag der Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe des Angebots. Für das erste Angebot hatte die Deutsche Bank eine Fairness Opinion erstellt. In 2009 wurde die Analyse durch PWC durchgeführt, welche bereits im August 2009 eine Unternehmensbewertung nach IDW S1 erstellte. Der Verfasser ließ sich in diesem Fall vom Vorstand der Altana AG eine Vollständigkeitserklärung der Informationsgrundlage geben. Gleichzeitig wies der Vorstand in seiner eigenen Stellungnahme ausdrücklich darauf hin, dass PWC die Bieterin nicht in der Transaktion berät. Die hohe Transparenz und die vorbildliche Offenlegung haben ihre Ursache in möglichen Interessenkonflikten im Rahmen der Transaktion: Susanne Klatten als Alleineigentümerin der SKion GmbH ist stellvertretende Aufsichtsratsvorsitzende bei Altana.¹³ Die von der Zielgesellschaft eingeholte Fairness Opinion dient damit der unparteiischen Prüfung des Angebots und dem Nachweis der Pflichterfüllung von Vorstand und AR gegenüber den Minderheitsaktionären.

Der zweite interessante Fall ist das Pflichtangebot der Unifinter Administratiekantoor B.V. an die Aktionäre der Deutsche Real Estate AG.¹⁴ Da zum Angebotszeitpunkt der free-float der Aktie nur circa 21% des Grundkapitals betrug, handelt es sich hier um ein maximales Transaktionsvolumen von ca. 2.2 Mio. Euro. Interessant ist der Fall deshalb, weil hier Bieter- und Zielgesellschaft jeweils eine eigene Fairness Opinion eingeholt haben. Die Fairness Opinion des Bieters ist eine Unternehmensbewertung der Deutsche Real Estate AG durch TRINAVIS, die in den Angebotsunterlagen erläutert wurde. Die verwendeten Methoden zur Wert- und Urteilsfindung werden darin detailliert beschrieben: Discounted Cash Flow Methode und Net Asset Value. Neben den Ergebnissen der Analyse wurden zugrunde liegende Annahmen zur Planungsphase, dem Stichtag, Betafaktoren und Kapitalisierungszinssätze veröffentlicht. Außerdem erläutert der Ersteller der Fairness Opinion, warum der Börsenkurs keine Anwendung bei der Beurteilung findet. Die Fairness Opinion der Zielgesellschaft¹⁵ wurde nicht komplett veröffentlicht. Hier kommen zusätzlich Multiplikator-Methoden zur Anwendung, aber für alle Methoden wurden lediglich

¹³ Frau Klatten hat sich bei der Abstimmung im AR ihrer Stimme enthalten.

¹⁴ Vgl. Angebotsunterlagen der Unifinter Administratiekantoor B.V. an die Aktionäre der Deutsche Real Estate AG vom 15. Juni 2009.

¹⁵ Vgl. Gemeinsame Stellungnahme von Vorstand und Aufsichtsrat der Deutsche Real Estate AG zum Öffentlichen Übernahmeangebot der Unifinter Administratiekantoor B.V. vom 25. Juni 2009.

deren Ergebnisse angeführt (Preispanne der DCF-Analyse, Ergebnisse der Multiplikator-Analyse übersteigen den Angebotspreis). Zusammenfassend kommen die Verfasser der Opinion zum Ergebnis, dass das Angebot angemessen ist. Dem steht allerdings die Ansicht des Vorstandes und Aufsichtsrates der Zielgesellschaft gegenüber, nach der „... sowohl die Unternehmensbewertung der Bieterin als auch die DCF-Analyse der Sachverständigen die zukünftigen Ertragsaussichten der Deutsche Real Estate nicht zutreffend abgebildet haben...“ und der innere Wert der Deutsche Real Estate-Aktien höher als das vorliegende Angebot ist. Vorstand und Aufsichtsrat empfehlen daher die Ablehnung des Angebotes. Vor diesem Hintergrund stellt sich die Frage, warum man die eingeholte Fairness Opinion trotz anderer Bewertung publizierte, und ob ggf. der Bieter als Hauptaktionär diese Maßnahme durch entsprechenden Druck herbeigeführt hatte.

Der dritte Fall ist die von Metzler Corporate Finance für die IDS Scheer AG erstellte Stellungnahme zum freiwilligen Angebot der SAG Beteiligungs GmbH.¹⁶ Die Tätigkeit als Berater der Zielgesellschaft in der Transaktion und die vereinbarte Vergütungsstruktur wurden offengelegt. Die verwendeten Informationsquellen wurden aufgelistet und eine Vielzahl von verwendeten Methoden der Wert- und Urteilsfindung genannt. Da das Angebot deutlich über dem Börsenkurs der IDS-Aktie stand, dient die Fairness Opinion hier als Nachweis, dass sich Vorstand und AR angemessen mit dem Angebot auseinandergesetzt haben.

Das vierte Beispiel ist die „Unfairness Opinion“ zum freiwilligen Übernahmeangebot der Aktien der Ehlebracht AG durch die Vestcorp AG.¹⁷ Fünf von sieben für die Urteilsfindung verwendeten Methoden deuten auf einen deutlich höheren Unternehmenswert hin. Vor diesem Hintergrund lehnen die Organe das vorliegende Angebot ab, das lediglich der Mindestanforderung des Drei-Monats-Durchschnittskurses entspricht. Der Opinion Letter des Verfassers (Vara Research) liegt zwar der Stellungnahme nicht bei, Interessenkonflikte werden dennoch offengelegt. Der Auftraggeber wird in der Transaktion vom Verfasser der Opinion-Ersteller beraten. Vor dem Hintergrund der „Unfairness Opinion“ des Verfassers ist besonders interessant, dass dieser laut Stellungnahme früher regelmäßig für die Bieterin tätig war. Ziel des Managements mit dieser Fairness Opinion ist die

¹⁶ Vgl. Gemeinsame Stellungnahme von Vorstand und Aufsichtsrat der IDS Scheer AG zum Öffentlichen Übernahmeangebot der SAG Beteiligungs GmbH vom 28. August 2009.

¹⁷ Vgl. Gemeinsame Stellungnahme von Vorstand und Aufsichtsrat der Ehlebracht AG zum Öffentlichen Übernahmeangebot der Vestcorp AG vom 7. Juli 2009.

Kommunikation eines höheren Wertes der Ehlebracht AG an die eigenen Aktionäre. Schließlich sei die „Unfairness Opinion“ der Treuhandgesellschaft Südbayern (TGS) zum Angebot der FORUM European Smallcaps GmbH an die Aktionäre der Pulsion Medical Systems AG als Spezialfall angeführt.¹⁸ Die Ergebnisse der durchgeführten Bewertungen übersteigen das Angebot deutlich. Interessant ist die Stimmenthaltung der stellvertretenden AR-Vorsitzenden. Dieser ist Partner bei dem Verfasser der Fairness Opinion TGS. Die Standards der DVFA „Grundsätze für die Erstellung von Fairness Opinions“ werden hier explizit als Zielvorgabe erwähnt.

III. Zusammenfassung und Ausblick

Der HHL/D&P Fairness Opinion Monitor 2009 analysiert Publizität und Inhalt der öffentlich zugänglichen Fairness Opinions i.V.m. einer Stellungnahme nach § 27 WpÜG. Auch zwei Analysen/Fairness Opinions von Bietergesellschaften werden betrachtet. Bezüglich der verwendeten Methoden für die Urteilsbildung existiert ein breites Spektrum an Bewertungsverfahren. Trotz der geringen Anzahl von neun Stellungnahmen zeigt sich hinsichtlich der Publizität und Transparenz eine ähnliche Struktur wie 2008:

- **Veröffentlichung des Opinion Letters:** Von den neun Opinions der Zielgesellschaften wurden fünf Opinion Letters veröffentlicht. Damit ist der Anteil an publizierten Opinion Letters gegenüber dem Vorjahr zurückgegangen. Die beiden Bieter-Analysen wurden recht ausführlich in den Angebotsunterlagen diskutiert.
- **Offenlegung von Interessenkonflikten:** Potentielle Interessenkonflikte wurden in 2009 systematischer und breiter offengelegt als im Vorjahr. Dies gilt insbesondere für eine Tätigkeit als Berater in der betreffenden Transaktion. Bezüglich der Offenlegung der Vergütungsstruktur werden die Anforderungen der DVFA-Grundsätze wesentlich häufiger erfüllt.
- **Bewertungsqualität und Offenlegung von Informationsgrundlagen:** Im Vergleich zum Vorjahr haben sich sowohl die Breite der verwendeten Bewertungsverfahren als auch die Offenlegung der Informationsquellen ähnlich verhalten. Die direkte Kommunikation mit dem Management als Informationsquelle hat sich als Standard etabliert.

¹⁸ Vgl. Gemeinsame Stellungnahme von Vorstand und Aufsichtsrat der Pulsion Medical Systems AG zum Öffentlichen Übernahmeangebot der SA FORUM European Smallcaps GmbH Beteiligungs GmbH vom 19. März 2009.

Erheblich verändert hat sich die Zusammensetzung der Anbieter von Fairness Opinions. Investmentbanken sind fast vollkommen verschwunden, während Wirtschaftsprüfer und Berater eine deutlich stärkere Marktposition als im Vorjahr haben.

Zum ersten Mal wurden Gutachten und Opinions im Monitor separat erfasst, die im Auftrag von Bieter – Gesellschaften erstellt und publiziert wurden. Es wird spannend sein, zu beobachten, ob in Zukunft auch diese verstärkt externe Gutachten oder Fairness Opinions zur Kommunikation einsetzen werden. Auch die Frage, ob sich die DVFA Grundsätze hier ebenso wie im Fall der Zielgesellschaft als Standard etablieren werden, ist von großem Interesse.

Abgabe	Bieter	Zielgesellschaft	Art	Angebotspreis	Ersteller	Ange messenheit	Ermittelter fairer Preis	Auftraggeber	Öffentlich	Berater in Transaktion	Vergütung	Anzahl Bewertungsmethoden
05.03.2009	FORUM European Smallcaps GmbH, München	Pulsion Medical Systems AG, München	Pflichtangebot	1.57	Treuhandgesellschaft Südbayern GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft	nein	3.20-3.40 nach DCF, 2.34 - 3.21 nach Multiplikatoren	Zielgesellschaft	nein	nicht offengelegt	nicht offengelegt	4
02.04.2009	Analytik Jena AG, Jena	CyBio AG, Jena	Pflichtangebot	1.1	IVA VALUATION & ADVISORY AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft,	ja		Zielgesellschaft	nein	nicht offengelegt	nicht offengelegt	3
16.06.2009	Unifinter Administratiekantoor B.V., Niederlande	Deutsche Real Estate Aktiengesellschaft, Berlin	Pflichtangebot	0.49	TRINAVIS GmbH & Co. KG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Steuerberatungs, Berlin	ja	0.4829	Bieter	nein	nein	nicht offengelegt	2
16.06.2009	Unifinter Administratiekantoor B.V., Niederlande	Deutsche Real Estate Aktiengesellschaft, Berlin	Pflichtangebot	0.49	Wirtschaftsprüfer Hans-Jürgen Wilke und Peter Stoffersen	ja	0-2.71 bei DCF, Multiplikatoren höher	Zielgesellschaft	nein	ja	nicht offengelegt	4
25.06.2009	Vestcorp AG (vormals firmierend als TFG Capital AG Unternehmensbeteiligungsgesellschaft), Düsseldorf	Ehlebracht Aktiengesellschaft, Enger	freiwilliges Angebot	0.83	Vara Research GmbH	nein	1.80	Zielgesellschaft	nein	ja	keine erfolgsabhängige Vergütung	5
30.07.2009	NTT Communications Deutschland GmbH, Frankfurt am Main	Integralis AG, Ismaning	freiwilliges Angebot	6.75	Lincoln International	ja		Zielgesellschaft	ja	ja	erfolgsabhängige Vergütung	6
17.08.2009	SAG Beteiligungs GmbH, Darmstadt	IDS Scheer Aktiengesellschaft, Saarbrücken	freiwilliges Angebot	15	Metzler Corporate Finance	ja		Zielgesellschaft	ja	ja	keine erfolgsabhängige Vergütung	5
31.08.2009	Robert Bosch GmbH, Gerlingen-Schillerhöhe	aleo solar Aktiengesellschaft, Prenzlau	freiwilliges Angebot	9	SUSAT & Partner OHG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft	ja		Zielgesellschaft	ja	ja	nicht offengelegt	6
03.11.2009	MHG Media Holdings GmbH, Düsseldorf	PROCON MultiMedia Aktiengesellschaft, Hamburg	freiwilliges Angebot	1.3	Network Corporate Finance GmbH & Co. KG	ja		Zielgesellschaft	ja	ja	nicht offengelegt	5
09.11.2009	SKion GmbH, Bad Homburg v. d. Höhe	ALTANA Aktiengesellschaft, Wesel	freiwilliges Angebot	14	PwC	ja		Zielgesellschaft	ja	nein	keine erfolgsabhängige Vergütung	6
24.12.2009	D.E.I.N. Haus Holding GmbH, Österreich	Bien-Zenker AG, Schlüchtern	Pflichtangebot	3.97	MAZARS Hemmelsrath GmbH, Düsseldorf	ja	1.40 -7.80	Bieter	nein	nein	nicht offengelegt	4

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