

Standard für Fairness Opinions

DVFA vervollständigt Regelwerk zur Beurteilung von Unternehmenstransaktionen

Von Prof. Dr. Bernhard Schwetzler*

Impairment-Tests (Werthaltigkeitstests) und drohende Abschreibungen in Milliardenhöhe auf erworbene Firmenwerte sind indirekte Folgen der Finanzkrise und des aktuellen Börsenumfeldes. Längst vergangene Unternehmenstransaktionen rücken dadurch wieder in das Blickfeld der Öffentlichkeit und führen zu drohenden Aktionärsklagen. Vor diesem Hintergrund kommt der „Fairness Opinion“ eine besondere Bedeutung zu.

Stellungnahme in zwei Teilen

Fairness Opinions sind Stellungnahmen von externen Beratern zur Angemessenheit von Unternehmenstransaktionen. Sie werden überwiegend im Zusammenhang mit einer Unternehmensübernahme, in Deutschland meist für und im Auftrag von Vorstand und Aufsichtsrat eines Bieter- und Zielunternehmens, gestellt. Eine Fairness Opinion besteht regelmäßig aus zwei Teilen: Im „Valuation Memorandum“ werden die Transaktion, die verwendeten Informationsgrundlagen, Bewertungsverfahren und die Ableitung des Urteils dargestellt. Der „Opinion Letter“ beschreibt in aggregierter Form die Transaktion und deren abschließende Beurteilung.

Fairness Opinions gewinnen auf dem deutschen Transaktionsmarkt zunehmend an Bedeutung. Trotzdem existierten bis vor kurzem noch keine Standards, die Anforderungen an Inhalt, Form und ggf. Publizität von Fairness Opinions und dem Umgang mit möglichen Interessenkonflikten festschreiben. Die DVFA Expert Group „Fairness Opinions“ hat entsprechende Grundsätze für Organe von Zielgesellschaften eines Übernahmeangebotes erarbeitet und im September 2007 publiziert. § 27 WpÜG fordert hier eine Stellungnahme von Vorstand und Aufsichtsrat zur Angemessenheit der

GRUNDSÄTZE FÜR FAIRNESS OPINIONS

Die neue Fassung der Finanzschrift „Grundsätze für Fairness Opinions“, erweitert um das Kapital „Fairness Opinions für Vorstand und Aufsichtsrat der Bietergesellschaft“, liegt in deutscher und englischer Sprache vor und deckt nun beide Seiten einer Unternehmenstransaktion ab. Sie ist online abrufbar: www.dvfa.de/fairness-opinions



Prof. Dr. Bernhard Schwetzler

gebotenen Gegenleistung. Diese Stellungnahme wird häufig durch eine eingeholte Fairness Opinion unterstützt.

Fairness Opinions für die Bietergesellschaft

Inzwischen hat die Expert Group auch die Perspektive der „Gegenseite“ bearbeitet: Ebenso wie im Fall der Zielgesellschaft ist die Fairness Opinion auch in Bezug auf die Bietergesellschaft zur Absicherung des Managements bei Transaktionsentscheidungen und als Nachweis für pflichtgemäßes Handeln geeignet. Es kann sogar sinnvoll sein, eine Fairness Opinion in der externen Kommunikation einzusetzen: Der Vorstand eines Bieterunternehmens kann sich mit einer eingeholten Fairness Opinion an seine Aktionäre wenden, um sie von der Vorteilhaftigkeit einer angestrebten Transaktion und der Angemessenheit des gebotenen Preises zu überzeugen.

Dabei haben die neuen Grundsätze für Bieterunternehmen vor allem den Umgang mit Interessenkonflikten im Auge: Auch hier fordert das Transparenzprinzip die vollständige Offenlegung aller möglichen Interessenkonflikte des Verfassers der Fairness Opinion. Das ist besonders

*) Prof. Dr. Bernhard Schwetzler ist Leiter der Expert Group „Fairness Opinions“ der DVFA (Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management). Er lehrt an der Handelshochschule Leipzig und leitet dort den Lehrstuhl für Finanzmanagement und Banken.

dann von Bedeutung, wenn der Verfasser zugleich Berater des Unternehmens bei der zu beurteilenden Transaktion ist und hierfür eine erfolgsabhängige Vergütung erhält. Die inhaltlichen Anforderungen an eine Fairness Opinion im Falle einer (freiwilligen) Publizität liegen im Vergleich zu den Grundsätzen für Zielgesellschaften deutlich niedriger: Allgemeine Angaben zu den verwendeten Bewertungsmethoden sind ausreichend; detaillierte öffentliche Aussagen zur Ermittlung des Gebotspreises würden die Verhandlungsposition der Bieter gegenüber der Zielgesellschaft schwächen und sind deshalb kontraproduktiv.



Fairness Opinions sind Stellungnahmen von externen Beratern zur Angemessenheit von Unternehmenstransaktionen.

Fazit

Im derzeitigen Kapitalmarktumfeld müssen sich Vorstände auch im Nachhinein kritischen Fragen nach der Vorteilhaftigkeit durchgeführter Unternehmenstransaktionen stellen. Da Akquisitionsentscheidungen immer unter Unsicherheit getroffen werden, kann niemand ernsthaft die „Vorhersehbarkeit“ der inzwischen eingetretenen Entwicklungen von den Managern ins Feld führen. Was man aber einfordern darf, ist dass die Transaktion sorgfältig und gewissenhaft mit allen ökonomischen Konsequenzen geprüft wurde. Hierfür kann eine eingeholte Fairness Opinion als Nachweis der angemessenen Sorgfalt sehr hilfreich sein, wenn sie bestimmte Standards erfüllt.



INVESTOR RELATIONS WORKSHOP „MANAGING EXPECTATIONS“

Was Analysten und Investoren von IR-Arbeit erwarten

17. Juni 2009, Frankfurt am Main,
2. Dezember 2009, Frankfurt am Main

Finanzanalysten und institutionelle Anleger geben Einblick in ihre Informationsbedürfnisse und sprechen über Dos and Don'ts in der Finanzkommunikation. Eine Workshop-Reihe von DVFA und DIRK.



DVFA-ANALYST MEETINGS

1st SCF_ – Small Cap Forum Neu!

28. – 30. April 2009, Frankfurt am Main

7th SCC_ – Small Cap Conference

31. August – 2. September 2009, Frankfurt am Main

DVFA-POSTGRADUIERTEN-AUSBILDUNGEN

CIIA – Certified International Investment Analyst

Start: 5. März 2009, Frankfurt am Main

Vermögensmanagement – CIWM/CeFM

Start: 5. März 2009, Frankfurt am Main

CCrA – Certified Credit Analyst

Start: 2. April 2009, Frankfurt am Main

CREA – Certified Real Estate Investment Analyst

Start: 2. Halbjahr 2009, Frankfurt am Main

DVFA-KOMPAKTPROGRAMM

ISSP – Investment Spezialist für strukturierte Produkte

9. – 14. Februar 2009, Frankfurt am Main

Änderungen vorbehalten.