

Standards für Fairness Opinions

Interessenkonflikte und Ermessensspielräume erfordern Grundsätze – DVFA als „Standard Setter“

*Von Prof. Dr. Bernhard Schwetzler, Center for Corporate Transactions CCT, HHL Leipzig Graduate School of Management**

Eine Fairness Opinion ist die Stellungnahme eines Sachverständigen zur finanziellen Angemessenheit einer Unternehmenstransaktion. Sie wird im Regelfall von Investmentbanken erstellt, die das Management auch im Zusammenhang mit der zu beurteilenden Transaktion beraten. In Deutschland hat ihre Bedeutung v. a. im Zusammenhang mit der Stellungnahme der Organe der Zielgesellschaft zu einem Übernahmeangebot (§27 WpÜG) zugenommen. Bislang existierten keine einheitlichen Grundsätze für die Erstellung von Fairness Opinions. Die DVFA Expert Group „Fairness Opinions“ hat diese Lücke geschlossen und entsprechende Standards erarbeitet.

Zur Notwendigkeit von Grundsätzen

Bei der Beurteilung der Angemessenheit bzw. der „Fairness“ einer Unternehmenstransaktion hat der Verfasser einer Fairness Opinion ganz erhebliche Ermessensspielräume. Das beginnt mit den „üblichen“ (und unvermeidlichen) Spielräumen im Rahmen der Unternehmensbewertung z. B. bei der Prognose der künftigen Überschüsse oder der Wahl des „richtigen“ risikoäquivalenten Diskontierungssatzes. Bei Fairness Opinions kommt hinzu, dass weder eine Definition eines „Fair Price“ noch eine einheitliche Regelung für die Anwendung von Bewertungskonzeptionen bei der Ableitung des Werturteils existiert. Zum Problem werden diese Spielräume, wenn Interessenkonflikte dazu führen, dass sie interessegeleitet genutzt und dadurch die abgegebenen Werturteile systematisch verzerrt werden. Und im Umfeld einer Unternehmenstransaktion gibt es eine Vielzahl solcher Interessenkonflikte: Bei einem Übernahmeangebot können z. B. Eigeninteressen des Managements der Zielgesellschaft dazu führen, dass die Ablehnung des Angebotes empfohlen wird, obwohl dies nicht im Interesse der Anteilseigner liegt. Eine Fairness Opinion übernimmt hier zwei wichtige Funktionen: Sie dient dem Management als Nachweis eines „informed judgement“ und damit des pflichtgemäßen Handelns bei der Transaktionsentscheidung. Dadurch reduziert sie das Haftungsrisiko. Gegenüber den Aktionären hat die Fairness Opinion eine Zertifizierungsfunktion: Die Angemessenheit der Transaktion wird von einem neutralen Dritten bestätigt.



Prof. Dr. Bernhard Schwetzler

Interessenkonflikte des Verfassers

Allerdings können diese Funktionen durch Interessenkonflikte des Verfassers beeinträchtigt werden. 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 Auftrag gebende Management. Besonders evident ist die Interessenkollision, wenn er im Rahmen der zu beurteilenden Transaktion weitere Beratungsleistungen erbringt und dafür in Abhängigkeit vom Erfolg der angestrebten Transaktion vergütet wird. Standards für die Erstellung von Fairness Opinions engen die Möglichkeit zur interessegeleiteten Ausnutzung von Ermessensspielräumen ein. Anforderungen an die Transparenz erhöhen die Glaubwürdigkeit der abgegebenen Einschätzung: Der Adressat der Fairness Opinion kann sich selbst ein Bild über das Zustandekommen des Urteils und vorhandene Interessenkonflikte machen.

Grundsätze zur Urteilsbildung

Für die Beurteilung der finanziellen Angemessenheit ist der Transaktion ein geeigneter Vergleichsmaßstab gegenüberzustellen. Die Grundsätze geben keine

*) Prof. Dr. Schwetzler ist Inhaber des Lehrstuhls für Finanzmanagement und Banken an der HHL und Leiter der DVFA-Expertgroup „Fairness Opinions“.

bestimmten Vergleichsmaßstäbe bzw. keine Bewertungsverfahren vor, formulieren jedoch Anforderungen an deren konsistente Anwendung. Zentral ist hierbei das Stichtagsprinzip: Die Fairness Opinion muss deutlich machen, auf welchen Zeitpunkt sich die Beurteilung der Angemessenheit bezieht. Dieser Stichtag muss für das zu beurteilende Angebot und die herangezogenen Vergleichsmaßstäbe identisch sein. Es sind lediglich solche Vergleichsmaßstäbe zulässig, die tatsächliche Alternativen des Anteilseigners im Zeitpunkt des Übernahmeangebotes abbilden. Fiktive Bewertungskonzeptionen, die auf das Eintreten bestimmter künftiger Handlungen von anderen Kapitalmarktteilnehmern abstellen (wie z. B. das Ergebnis fiktiver Auktionen oder Verhandlungen), sind nicht im Sinne der Grundsätze. Als Stichtag wird der Zeitpunkt der Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe eines Angebotes nach § 10 Abs. 1 WpÜG durch das Bieterunternehmen empfohlen. Der Grundsatz stellt also auf den „unbeeinflussten“ Börsenkurs vor der Ankündigung ab; Kurseffekte, die durch die Ankündigung des Angebotes ausgelöst werden, sind nicht berücksichtigt. Die Fairness Opinion muss deshalb zusätzlich ein Urteil über die Angemessenheit der



Die Fairness Opinion muss ein Urteil über die Angemessenheit der gebotenen Prämie als Aufschlag auf den Börsenkurs am Stichtag der Angebotsveröffentlichung enthalten

gebotenen Prämie als Aufschlag auf den Börsenkurs im Stichtag enthalten. Tritt nach dem Stichtag eine deutliche Veränderung des Kapitalmarktumfeldes ein, so kann diese über eine Wertaufhellungsregel berücksichtigt werden. In begründeten Ausnahmefällen (z. B. dem Auftreten deutlicher außergewöhnlicher spekulativer Einflüsse auf den Börsenkurs bereits vor dem Stichtag) ist die Wahl eines Stichtages vor dem Zeitpunkt der Angebotsveröffentlichung zulässig. Zur Bildung des Gesamturteils werden regelmäßig mehrere verschiedene Beurteilungsmaßstäbe herangezogen. Die Grundsätze

Anzeige

RESEARCH NEU SCHREIBEN

German Business Concepts ist jetzt die **GBC AG**. Mit bankenunabhängigem Research und Kapitalmarktkonferenzen schaffen wir Transparenz für Investoren und Unternehmen.

Sprechen Sie mit uns.

Am 18. Oktober im Allianzhaus Augsburg, Halderstr. 27, haben Sie die Möglichkeit unsere Räumlichkeiten im Rahmen der Vernissage "Veränderungen" des Augsburger Künstlers Karl-Heinz Maar kennen zu lernen.



www.gbc-ag.de

UNABHÄNGIGES RESEARCH

FONDS ADVISORY

FINANZPUBLIKATIONEN

KAPITALMARKTKONFERENZEN

GBC AG
Investment Research

fordern, dass neben den angewendeten Vergleichsmaßstäben auch die Aggregation der unterschiedlichen Einzelergebnisse zum Gesamturteil offen gelegt wird.

Grundsätze zum Umgang mit Interessenkonflikten

Für Interessenkonflikte des Verfassers gilt der Grundsatz „Transparenz vor Regulierung“. Transaktionsbegleitende Banken sind als Verfasser von Fairness Opinions nicht grundsätzlich ausgeschlossen. Die Entscheidung über die Auswahl des Verfassers und damit auch die Abwägung zwischen Interessenkonflikten auf der einen und Kostenersparnissen auf der anderen Seite bleibt dem Management überlassen, wenn bestimmte Transparenzanforderungen erfüllt sind. Der Verfasser der Fairness Opinion hat alle vertraglichen Beziehungen zum Auftrag gebenden Unternehmen, die Interessenkonflikte entstehen lassen können, offen zu legen. Die Vergütung der Fairness Opinion muss unabhängig sein von der damit verbundenen Beurteilung. Wurde im Zusammenhang mit anderen Beratungsleistungen der geplanten Transaktion eine erfolgsabhängige Vergütung vereinbart, so sind neben diesem Sachverhalt auch die Faktoren, von denen diese Vergütung abhängig ist, offen zu legen.

Offenlegung von Interessenkonflikten

Nach den Empfehlungen der Kommission sind Interessenkonflikte des Managements der Zielgesellschaft, die im Zusammenhang mit der zu beurteilenden Transaktion stehen, nicht Bestandteil der Fairness Opinion. Sie sind in der gesetzlich festgelegten Stellungnahme der Organe der Zielgesellschaft nach § 27 WpÜG zu thematisieren. Die Offenlegung von Interessenkonflikten der Gesellschaftsorgane gegenüber den Anteilseignern der Zielgesellschaft ist durch die Vorschriften des Übernahmeregimes ausreichend gewährleistet.

Fazit

Die Grundsätze für Fairness Opinions verstehen sich als Empfehlungen mit „best practice“-Charakter. In Zweifels- und Streitfragen können sich interessierte Parteien, ggf. auch Gerichte und Aufsichtsbehörden, daran orientieren.



INVESTOR RELATIONS WORKSHOP „MANAGING EXPECTATIONS“

Was Analysten und Investoren wirklich wissen wollen
19. November 2007, Frankfurt am Main

Die DVFA bietet in Kooperation mit dem DIRK (Deutscher Investor Relations Verband) IR-Verantwortlichen in einem Tages-Workshop die Gelegenheit, sich anhand von Beispielen und realen Fällen mit Vertretern der Hauptzielgruppe der IR – Analysten und institutionellen Anlegern – auseinanderzusetzen und aus erster Hand zu erfahren, auf welche Themen und Sachverhalte Finanzanalysten und Investoren das Hauptaugenmerk richten. Es geht dabei nicht um Vermittlung von theoretischem Wissen, sondern um den direkten Dialog und Erfahrungsaustausch mit der Zielgruppe.



DVFA-ANALYST MEETINGS 2007/2008

DVFA-Immobilien-Konferenz

8. Oktober 2007, Neue Messe München (EXPO REAL)

4th SEQ - Smart Equities Conference

4.-5. Dezember 2007, Frankfurt am Main

2nd Conference on ESG

Januar 2008, Frankfurt am Main

DVFA-EXPERTEN-SEMINARE 2007

ISSP – Investment Specialist für Strukturierte Produkte

15.-20. Oktober 2007, Frankfurt am Main

Modernes Bond-Portfoliomanagement

6.-7. November 2007, Frankfurt am Main

Modernes Aktien-Portfoliomanagement

20.-21. November 2007, Frankfurt am Main

DVFA-POSTGRADUIERTEN-AUSBILDUNGEN 2007

CCrA® Certified Credit Analyst

Start: 4. Oktober 2007, Frankfurt am Main

CIIA® Certified International Investment Analyst

Start: 28. Februar 2008, Frankfurt am Main

CeFM/CIWM® Vermögensmanager

Start: 28. Februar 2008, Frankfurt am Main

Änderungen vorbehalten.