

**Oliver Böhm, MBA und Dipl.-Kfm. Dr. Hilmar Siebert, Wirtschaftsprüfer**

**Die Fairness Opinion als Mittel der Qualitätssicherung im  
Transaktionsprozess**

## Inhaltsverzeichnis

- 1 **Problemstellung: Transparenz und Messbarkeit unternehmerischer Entscheidungen**
- 2 **Qualitätssicherung im Transaktionsprozess**
  - 2.1 **Risiken bei Unternehmenstransaktionen**
  - 2.2 **Gründe für das Scheitern von Unternehmenstransaktionen**
  - 2.3 **Due Diligence als Ausgangspunkt der Qualitätssicherung**
  - 2.4 **Interessenskonflikte und Informationsasymmetrien als zentrales Problem bei Unternehmenstransaktionen**
- 3 **Rechtlicher Hintergrund für Fairness Opinions**
  - 3.1 **Die Business Judgement Rule in den USA**
  - 3.2 **Die Business Judgement Rule im deutschen Aktienrecht**
  - 3.3 **Stellungnahme gemäß § 27 WpÜG**
  - 3.4 **Die Fairness Opinion zwischen betriebswirtschaftlicher Notwendigkeit und gesetzlichen Regelungen**
- 4 **Arten und Bestandteile von Fairness Opinions**
  - 4.1 **Definition**
  - 4.2 **Adressaten, Anlässe und Zielsetzungen einer Fairness Opinion**
  - 4.3 **Arten und Inhalte von Fairness Opinions**
  - 4.4 **Anforderungen an Fairness Opinions**
    - 4.4.1 **Qualifikation und Unabhängigkeit des Erstellers**
    - 4.4.2 **Unerheblichkeit des Empfängers**
    - 4.4.3 **Offenlegung von Interessenskonflikten**
    - 4.4.4 **Bewertungsmethoden und Vergleichsmaßstäbe**
    - 4.4.5 **Art und Umfang der Berichterstattung sowie Informationsgrundlagen**
- 5 **Fairness Opinions in der Praxis**
  - 5.1 **Verbreitung von Fairness Opinions**
  - 5.2 **Wahrnehmung von Fairness Opinions bei Unternehmenseigentümern**
  - 5.3 **Beitrag von Fairness Opinions zur Qualitätssicherung**
- 6 **Fazit: Die Fairness Opinion als Instrument der Qualitätssicherung bei Unternehmenstransaktionen**

## 1 Problemstellung: Transparenz und Messbarkeit unternehmerischer Entscheidungen

Die primäre Ausrichtung unternehmerischer Entscheidungen am Prinzip des Shareholder Value<sup>1</sup> bzw. am Prinzip der nachhaltigen Steigerung des Unternehmenswerts mag man kritisieren, doch zeigt die in diesem Zusammenhang geführte Diskussion, dass sich unternehmerische Entscheidungen zumindest an einem nachvollziehbaren Ziel orientieren sollten.

Entscheidungen, die nicht ohne weiteres nachvollzogen werden können und möglicherweise aus anderen Beweggründen getroffen werden, wie beispielsweise persönliche Nutzenüberlegungen, sind ökonomisch nur schwer zu rechtfertigen. Vielmehr führen diese Entscheidungen, die vor allem auf Intransparenz beruhen, in aller Regel nicht zur nachhaltigen Steigerung des Unternehmenswerts.

Diese grundsätzlichen Überlegungen beziehen sich nicht nur auf börsennotierte Unternehmen; vielmehr gelten sie für alle Unternehmen. Betrachtet man im Rahmen dieser Problematik Entscheidungen, die weitreichende strategische Bedeutung für den Bestand und den Fortgang eines Unternehmens haben, wie z.B. Unternehmenstransaktionen<sup>2</sup>, ist zu fragen, ob durch geeignete Instrumente unternehmerische Entscheidungen messbarer und damit qualitativ besser werden.

Eine Qualitätsverbesserung unternehmerischer Entscheidungen muss sich dabei an den Grundsätzen der Klarheit, Transparenz und Nachvollziehbarkeit orientieren.

In der Diskussion um eine angemessene Corporate Governance sowie in Zusammenhang mit der Einführung geeigneter Risiko-Management-Systeme wird vielfach auf die Errichtung bzw. die Funktionsfähigkeit umfangreicher unternehmensinterner und externer Überwachungssysteme zum Zwecke der Sicherung des Vermögens der Unternehmung hingewiesen.<sup>3</sup>

Unter der Voraussetzung, dass ein zentrales Ziel unternehmerischen Handelns die Wertmaximierung für die Anteilseigner sein muss, kann jede Unternehmenstransaktion bis zu einem gewissen Grad erfolgreich sein, wenn sichergestellt ist, dass eine adäquate Bewertung der Transaktion erfolgt ist und daraus resultierend ein angemessener Preis gezahlt wird.

---

1 Vgl. z.B. Rappaport, Alfred: Creating Shareholder Value. New York 1998.

2 Unter „Unternehmenstransaktionen“ sollen im Folgenden Unternehmenskäufe und -verkäufe, Unternehmenszusammenschlüsse und -übernahmen, Management Buy-outs und Buy-ins, Umwandlungsmaßnahmen, Restrukturierungen, Privatisierungen, Spin-offs sowie alle Maßnahmen auf Unternehmensebene verstanden werden, die eine Form von Kaufpreisbegleichung beinhalten. Vgl. hierzu u.a. Jansen, Stephan A.: Mergers & Acquisitions – Unternehmensakquisitionen und -kooperationen. Wiesbaden 1999, S. 30-32 sowie Picot, Gerhard: Handbuch Mergers & Acquisitions. Stuttgart 2005, S. V.

3 Vgl. Lück, Wolfgang: Der Umgang mit unternehmerischen Risiken durch ein Risikomanagementsystem und durch ein Überwachungssystem. In: Der Betrieb 1998, S. 1927.

Im Rahmen von Unternehmenstransaktionen wird das Instrument der Fairness Opinion zur Verbesserung der Transparenz unternehmerischer Entscheidungen intensiv diskutiert. Die Kernfrage lautet, ob die Qualität unternehmerischer Entscheidungen im Rahmen von Unternehmenstransaktionen durch eine Fairness Opinion wesentlich verbessert werden kann.

## 2 Qualitätssicherung im Transaktionsprozess

### 2.1 Risiken bei Unternehmenstransaktionen

Unternehmenstransaktionen gehören mittlerweile zum Standardrepertoire von Unternehmen zum Erreichen ihrer strategischen und finanziellen Ziele. Speziell in den letzten Jahren haben die M&A-Aktivitäten – nicht zuletzt auf Grund des verstärkten Engagements von Finanzinvestoren - sowohl weltweit als auch in Deutschland stark zugenommen.<sup>4</sup>

Nichtsdestotrotz besagt eine Vielzahl von Studien, dass die Mehrzahl von Transaktionen nicht dazu beiträgt, die gesetzten Ziele zu erfüllen und nachhaltigen Wert für die Anteilseigner der beteiligten Unternehmen zu schaffen<sup>5</sup>; oftmals wird sogar in nicht unerheblichen Maße Wert vernichtet. Dies gilt insbesondere für die Gruppe der übernehmenden Unternehmen.<sup>6</sup>

Unternehmenstransaktionen sind Entscheidungen unter Unsicherheit und in nicht unerheblichem Maße mit Risiken verbunden. Allein die schiere Größe einer Unternehmenstransaktion im Vergleich zu anderen Aktivitäten im Rahmen der normalen Geschäftstätigkeit eines Unternehmens verdeutlicht die Notwendigkeit zu einer erhöhten Sorgfaltspflicht seitens der Unternehmensführung, insbesondere, nicht jedoch ausschließlich, für börsennotierte Gesellschaften.

Dementsprechend gilt es im Rahmen von Unternehmenstransaktionen die Einhaltung gewisser Qualitätsmaßstäbe sicherzustellen, die das Risiko eines Scheiterns minimieren. Besonderes Augenmerk ist auf die folgenden Aspekte einer Transaktion zu legen:

- Strategische Analyse als Ausgangspunkt der Transaktion
- Analyse des Zielunternehmens
- Strukturierter Ablauf
- Transparentes, auf die Unternehmensziele abgestimmtes Vorgehen

---

4 Das deutsche M&A-Volumen stieg von 1985 bis 2007 von ca. 5 Mrd. auf nahezu 260 Mrd. US-Dollar. Quelle: Thomson Financial Datastream.

5 Vgl. hierzu u.a. Moeller, Sara, Schlingemann Frederik & Stulz, Rene: Wealth Destruction on a Massive Scale? A Study of Acquiring-firm Returns in the Recent Merger Wave. In: Journal of Finance 2005, S. 757-782 sowie Carlin, Tyrone M., Finch, Nigel & Ford, Guy: A Deal Too Far – The Case of the Killer Acquisition. In: Macquarie Graduate School of Management Working Paper 2006, S. 4.

6 Vgl. hierzu u.a. Sudarsanam, Sudi: Creating Value From Mergers and Acquisitions. The Challenges. Upper Saddle River 2004 sowie Vogel, Dieter H.: M&A Ideal und Wirklichkeit. Wiesbaden 2002, S. 286.

- Adäquate Bewertung sowie angemessener Preis
- Vermeidung rechtlicher Folgen für die Gesellschaft.

## 2.2 Gründe für das Scheitern von Unternehmenstransaktionen

Das Verfehlen der durch eine Unternehmenstransaktion erwarteten Ziele beziehungsweise das Nicht-Zustandekommen einer Transaktion kann eine Vielzahl von Gründen haben. Dies beginnt bei unzureichenden strategischen Analysen und darauf aufbauenden falschen Zielsetzungen über externe Faktoren bis hin zu handwerklichen Fehlern im Transaktionsprozess selbst sowie Fehlern während der Verhandlungen. Die Ursachen für das Auftreten von Risiken im Transaktionsprozess sind oftmals bereits in der Vorbereitungsphase sowie im Verlauf einer Transaktion begründet.

Unabhängig von den konkreten Ursachen bedeutet jedes Scheitern einer Unternehmenstransaktion einen großen Nachteil für die beteiligten Unternehmen, was von Wettbewerbsnachteilen bis hin zur Existenzbedrohung führen kann. Ferner kann ein solches Scheitern für Unternehmensführung und Aufsichtsgremien nicht unerhebliche Rechtsfolgen nach sich ziehen.

Ein zentraler Aspekt ist hierbei die Bewertung beziehungsweise die Einigung auf einen Transaktionspreis. Zu den vordringlichsten Gründen für ein ökonomisches Scheitern von Unternehmenstransaktionen zählen – neben handwerklichen Fehlern in der Transaktionsvorbereitung und -durchführung - unangemessene Transaktionspreise.

Während Käufer in der Mehrheit der Fälle einen überhöhten Preis zahlen, kommt es durchaus auch vor, dass Verkäufer keinen adäquaten Preis für ein Verkaufsobjekt erhalten<sup>7</sup>.

## 2.3 Due Diligence als Ausgangspunkt der Qualitätssicherung

Einen nicht unerheblichen Beitrag zur Analyse der bewertungsrelevanten Einflussfaktoren bei Unternehmenstransaktionen leistet zunächst die bereits in nahezu allen Transaktionsprozessen gängige Due Diligence<sup>8</sup>, indem sie im Rahmen einer umfassenden Untersuchung des Zielunternehmens alle für die Transaktion relevanten Aspekte untersucht, etwaige Risiken aufdeckt<sup>9</sup> und somit maßgeblich zur Qualitätssicherung und Risikobegrenzung beiträgt. Dies gilt

---

7 Insbesondere deutsche Großkonzerne sind in den letzten Jahren dafür kritisiert worden, dass sie oftmals nicht zum Kerngeschäft gehörende Tochterunternehmen zu niedrigen Verkaufspreisen an Private Equity Investoren abgestoßen haben, die wiederum diese Unternehmen binnen kürzester Zeit für ein Vielfaches des ursprünglichen Kaufpreises weitergereicht haben. Vgl. hierzu z.B. Katzensteiner, Thomas und Schürmann, Christof: Billige Mahlzeit. In: Wirtschaftswoche Nr. 21 vom 19.05.2008, S. 122-126.

8 Vgl. Hölter, Wolfgang in Hölter (Hrsg.): Handbuch des Unternehmens- und Beteiligungskaufs. Köln 2005, Teil I, Rz. 172.

9 Vgl. hierzu u.a. Hölcher, Luise, Nestler, Anke und Otto, Ralf: Handbuch Financial Due Diligence. Weinheim 2007, S. 15

selbstverständlich nur in den Fällen, in denen das Zielunternehmen eine Due Diligence zulässt, was im Rahmen von feindlichen Übernahmen beispielsweise regelmäßig nicht der Fall ist.

Die Interpretation dieser Aspekte und ihre angemessene Berücksichtigung und Wertung bleibt jedoch den an der Transaktion beteiligten Unternehmen und ihren Führungsgremien vorbehalten. Auch richtet sich der Kaufpreis nicht ausschließlich nach den Ergebnissen von Due Diligence und Unternehmensbewertung, sondern wird im Verlauf der Transaktion sowie der damit verbundenen Verhandlungen durch eine Vielzahl von nicht immer rationalen Faktoren bestimmt. Hierzu zählen unter anderem:

- Irrationalität im Verlauf des Transaktions- und Verhandlungsprozesses
- Interessenskonflikte und Moral Hazards
- Informationsasymmetrien

## **2.4 Interessenskonflikte und Informationsasymmetrien als zentrales Problem bei Unternehmenstransaktionen**

Transaktionsprozesse sind oftmals durch eine Vielzahl von Interessenskonflikten und Irrationalitäten geprägt. Vorherrschend ist die in der Betriebswirtschaftslehre unter dem Begriff „Principal-Agent Problem“ oder „Agency Dilemma“ bekannte Interessensdivergenz zwischen Anteilseignern und dem Management eines Unternehmens<sup>10</sup>. Anteilseigner sind, insbesondere im Rahmen von Unternehmenstransaktionen, an einer Wertmaximierung interessiert, sowohl auf Seite des Übernehmers als auch auf der des Zielunternehmens. Im Gegenzug dazu kann das Management der jeweiligen Unternehmen von den Interessen der Anteilseigner abweichende Ziele verfolgen, die unter Umständen zu einer Wertvernichtung führen können. Beispielhaft sei in diesem Zusammenhang das unter dem Namen „Empire-Building Theory“ bekannte potenzielle Interesse des Managements von Käuferunternehmen erwähnt, bevorzugt große Unternehmen zu leiten und Akquisitionen vorherrschend unter diesem Motiv durchzuführen<sup>11</sup>. Auf Seiten des Managements von Zielunternehmen ist demgegenüber oft das Motiv der Sicherung der aktuellen Position zu beobachten, da diese durch eine Übernahme in der Mehrzahl der Fälle gefährdet ist.

Ein weiterer, offensichtlicher Interessenskonflikt besteht zwischen Zielunternehmen und Käufern. Während erstere das Ziel verfolgen, einen möglichst hohen Preis für ihre Unternehmensanteile zu erzielen und gleichzeitig keine Gewährleistungen für etwaige Risiken zu übernehmen, streben letztere das

---

<sup>10</sup> Vgl. hierzu u.a. Head, Tony & Watson, Denzel: Corporate Finance: Principles & Practice. Essex 1998, S. 9-13

<sup>11</sup> Vgl. hierzu u.a. Wilms, Andreas: Fairness Opinions bei Unternehmenstransaktionen – Eine modelltheoretische Analyse. Dissertation. Handelshochschule Leipzig 2008, S. 21-22.

Gegenteil an oder versuchen zumindest, einen risikoadäquaten Kaufpreis zu zahlen.

Ferner existiert ein Interessenskonflikt zwischen den an einer Transaktion beteiligten Unternehmen und ihren Beratern und Banken. Berater werden meist in Abhängigkeit von Transaktionserfolg und -volumen vergütet und haben somit ein vitales Interesse am Zustandekommen einer Transaktion. Banken können neben Honoraren aus der reinen Beratertätigkeit zusätzlich vom Zustandekommen einer Transaktion profitieren, indem sie diese finanzieren oder dadurch in die Lage versetzt werden, andere strategische Interessen zu realisieren. Diese besondere Art von Interessenskonflikt wird auch als „Moral Hazard“ bezeichnet.<sup>12</sup>

Schlüsselement der oben beschriebenen Konflikte sind Informationsasymmetrien, die zwischen den einzelnen Interessensgruppen existieren. Diese gilt es zum Zwecke der Qualitätssicherung im Transaktionsprozess zu erkennen und zu minimieren, um opportunistisches Handeln der Interessengruppen zu vermeiden.

### 3 Rechtlicher Hintergrund für Fairness Opinions

#### 3.1 Die Business Judgement Rule in den USA

Fairness Opinions haben ihren Ursprung – wie viele andere Elemente der Transaktionspraxis – in den USA. Auch wenn hier keine explizite gesetzliche Verpflichtung zur Erstellung von Fairness Opinions existiert, sind diese seit geraumer Zeit ein gängiges Instrument bei allen nennenswerten Unternehmenstransaktionen.<sup>13</sup>

Dies ist zurückzuführen auf die sog. „Business Judgement Rule“, die sich in den USA aus der Rechtsprechung („Case Law“) im Corporate Law seit 1945<sup>14</sup> ableitet. Diese besagt, dass die Unternehmensführung grundsätzlich einen breiten Ermessensspielraum im Rahmen ihrer unternehmerischen Entscheidungen hat, die keiner sachlich-inhaltlichen Überprüfung („no second-guessing“) durch die Rechtsprechung unterliegt, sofern sie in Treu und Glauben, nach besten Wissen und Gewissen zum Wohle des Unternehmens sowie auf einer informierten Basis handelt.<sup>15</sup> Letzteres ist dadurch sicherzustellen, dass die Unternehmensführung

---

12 Vgl. Bowers, Helen M., Latham, William R. III & Nedanov, Bogdan: Does Legally Mandating Independence of Advisers Improve Merger Outcomes for Shareholders? Working Paper. University of Delaware. Version 2008, S. 2.

13 Vgl. hierzu Kisgen, Darren J., Song, Weihong & Qian, Jun: Are Fairness Opinions Fair? The Case of Mergers and Acquisitions. Working Paper. Boston College/University of Cincinnati. Version 2008.

14 Vgl. hierzu den Fall *Otis & Co. v. Pennsylvania R. Co.*, 61 F. Supp. 905 (D.C. Pa. 1945): "mistakes or errors in the exercise of honest business judgment do not subject the officers and directors to liability for negligence in the discharge of their appointed duties."

15 Vgl. Branson, Douglas M.: The Rule That Isn't a Rule – The Business Judgement Rule. In: *Valparaiso University Law Review* Vol. 36, 2001, S. 634.

ihre Entscheidung unter Berücksichtigung aller relevanter zur Verfügung stehender Informationen trifft. Dabei kann oder sollte sie auf die Hilfe qualifizierter Dritter wie z.B. Wirtschaftsprüfer, Rechtsanwälte und Investmentbanken zurückgreifen<sup>16</sup>.

### 3.2 Die Business Judgement Rule im deutschen Aktienrecht

In Deutschland existiert - ebenso wie in den USA - weder eine gesellschafts- noch eine börsenrechtliche Verpflichtung zur Einholung von Fairness Opinions bei Unternehmenstransaktionen.<sup>17</sup>

Mit dem am 1. November 2005 in Kraft getretenen Gesetz zur Unternehmensintegrität und Modernisierung des Anfechtungsrechts (UMAG) hat jedoch die Business Judgement Rule in das deutsche Aktiengesetz Einzug gehalten.

Gemäß § 93 Abs. 1 AktG haben Vorstandsmitglieder „bei ihrer Geschäftsführung die Sorgfalt eines ordentlichen und gewissenhaften Geschäftsleiters anzuwenden“ und verletzen ihre Pflichten nicht, wenn sie "bei einer unternehmerischen Entscheidung vernünftigerweise annehmen durften, auf der Grundlage angemessener Information zum Wohle der Gesellschaft zu handeln". Die Gesetzesbegründung nimmt hier Bezug auf ein Urteil aus dem Jahre 1997<sup>18</sup>, in dem der Bundesgerichtshof (BGH) feststellt, dass unternehmerisches Handeln auf der sorgfältigen Ermittlung der Entscheidungsgrundlagen beruhen muss; im Sinne der Business Judgement Rule als "Informed Judgement" bezeichnet wird.<sup>19</sup>

### 3.3 Stellungnahme gemäß § 27 WpÜG

Neben der in § 93 Abs. 1 AktG geregelten allgemeinen Sorgfaltspflicht für Vorstandsmitglieder spielt im Rahmen von Unternehmenstransaktionen in Deutschland § 27 des Wertpapierübernahmegesetzes (WpÜG) eine maßgebliche Rolle. Danach sind Vorstands- und Aufsichtsratsmitglieder einer Zielgesellschaft verpflichtet, bei öffentlichen Übernahmeangeboten eine begründete Stellungnahme zum Angebot des Bieters abzugeben. Diese Stellungnahme muss unter anderem insbesondere „auf die Art und Höhe der Gegenleistung“<sup>20</sup> eingehen.

---

16 Vgl. hierzu den Fall *Smith v. Van Gorkom*, 488 A.2d 858 (Del. 1985): „directors need to inform themselves of all relevant information reasonably available to them and relevant to their decisions“ sowie „directors may reasonably rely on information and opinions provided by qualified third parties“

17 Frühere Entwürfe des WpÜG sahen eine Verpflichtung für Bieter und Zielgesellschaft vor, sich bei öffentlichen Übernahmen von qualifizierten Dritten hinsichtlich der Unternehmensbewertung fachlich beraten zu lassen.

18 Vgl. grundlegend BGH, Urteil vom 21.04.1997-II ZR 175/95 („ARAG/Garmenbeck“), NJW 1997, 1926ff.

19 Vgl. Böttcher, Lars: Business Judgement Rule kein sicherer Hafen bei Erwerben. In: *Börsenzeitung* vom 02.12.2004, sowie jüngst Böttcher, Lars: Organpflichten beim Unternehmenskauf. In: *NZG* 2007, 481-485.

20 Vgl. § 27 Abs. 1 S. 1 WpÜG.

### **3.4 Die Fairness Opinion zwischen betriebswirtschaftlicher Notwendigkeit und gesetzlichen Regelungen**

Es ist mittlerweile anerkannt, dass Risiken, die von Entscheidungen des Managements ausgehen, ein hohes Gefährdungspotential für Unternehmen haben. Insbesondere Unternehmenstransaktionen sind mit entsprechend hohen Risiken behaftet und können möglicherweise dadurch begrenzt werden, dass anerkannte Instrumente sorgfältiger Unternehmensführung Anwendung finden. Diese betriebswirtschaftliche Notwendigkeit ist durch die gesetzlichen Vorschriften als verpflichtend für die Unternehmensleitung im Aktiengesetz kodifiziert. Insbesondere die Verankerung der Business Judgement Rule in § 93 Abs. 1 AktG zeigt die gestiegenen Anforderungen an unternehmerische Entscheidungen durch Vorstand und Aufsichtsrat von Aktiengesellschaften. Das Kriterium einer „angemessenen Entscheidungsgrundlage“ ist damit bei allen Entscheidungen zu berücksichtigen. Auch wenn die Business Judgement Rule zunächst nur für Aktiengesellschaften verbindlich geregelt ist, ist davon auszugehen, dass die entsprechenden Regelungen Ausstrahlungswirkung für andere Rechtsformen haben werden.

## **4 Arten und Bestandteile von Fairness Opinions**

### **4.1 Definition**

Eine Fairness Opinion ist die Stellungnahme eines unabhängigen, sachverständigen Dritten zur finanziellen Angemessenheit einer vorgeschlagenen Unternehmenstransaktion wie z.B. einem Unternehmensverkauf, einem Leveraged Buy-Out (LBO), einer Rekapitalisierung, einer Privatisierung oder einem Übernahmeangebot.<sup>21</sup> Sie ist keine Bewertung im eigentlichen Sinne und soll keinen abschließenden Preis festsetzen. Ihre Funktion besteht ausschließlich darin zu beurteilen, ob ein Angebotspreis innerhalb einer Bandbreite von fairen Werten liegt.<sup>22</sup>

---

21 Vgl. u.a. Kisgen, Darren J., Song, Weihong & Qian, Jun: Are Fairness Opinions Fair? The Case of Mergers and Acquisitions. Working Paper. Boston College/University of Cincinnati. Version 2008, S. 1, Aders, Christian, Bornemann, Thomas, Salcher, Michael & Schwetzler, Bernhard: Die Bedeutung der Fairness Opinion für den deutschen Transaktionsmarkt. In: FinanzBetrieb 2/2005, S. 106 sowie Westhoff, André O.: Die Fairness Opinion. Düsseldorf 2006, S. 13.

22 Vgl. Davidoff, Steven M.: Fairness Opinions. In: American University Law Review Vol. 55:1557 2006, S. 1558.

## 4.2 Adressaten, Anlässe und Zielsetzungen einer Fairness Opinion

Fairness Opinions werden im Rahmen von Unternehmenstransaktionen üblicherweise für den Aufsichtsrat, ein für die Transaktion verantwortliches Komitee von Aufsichtsratsmitgliedern oder den Vorstand erstellt.<sup>23</sup> Obwohl hauptsächlich Zielunternehmen im Rahmen einer Stellungnahme gemäß § 27 WpÜG Fairness Opinions erstellen lassen<sup>24</sup>, machen kontinuierlich mehr Übernehmer von diesem Mittel Gebrauch<sup>25</sup>.



Jenseits von den sich aus dem Gesetz ableitbaren Anforderungen können Fairness Opinions – neben dem Haftungsausschluss bzw. der rechtlichen Absicherung<sup>26</sup> - verschiedene Funktionen erfüllen. Sie werden vorrangig als Entscheidungshilfe zur Überprüfung des Angebotspreises verwendet. Ferner können sie als Mittel der Verhandlungstaktik genutzt werden, insbesondere als Argument für oder gegen eine Transaktion sowie zur Gewinnung weiterer Informationen oder zur Vertrauensbildung bei Gremien und Aktionären.

---

23 Vgl. Davidoff, Steven M.: Fairness Opinions. In: American University Law Review Vol. 55:1557 2006, S. 1563.

24 Vgl. Zydra, Markus: DVFA fordert Transparenz bei Fusionen. In: Financial Times Deutschland vom 20. September 2007.

25 Für Übernehmer ist die Fairness Opinion insbesondere im Fall einer feindlichen Übernahme von hoher Wichtigkeit, da sie sich bei ihrem Angebot ausschließlich auf öffentlich zugängliche Informationen stützen müssen, ohne die Möglichkeit zu haben, sich z.B. im Rahmen einer Due Diligence ein detaillierteres Bild des Zielunternehmens machen zu können.

26 Gemäß einer Studie von Kisgen, Qian und Song aus 2008 erachten Unternehmensführer in USA dieses Ziel als vorrangig. Eine Studie von Essler, Lobe und Röder aus 2007 belegt, dass es sich Deutschland ähnlich verhält. Als zweite Priorität wird die Informationsgewinnung angesehen.

### 4.3 Arten und Inhalte von Fairness Opinions

Inhalt, Form und Publizität von Fairness Opinions sind gesetzlich nicht geregelt, so dass es keine einheitlichen Bestandteile gibt.<sup>27</sup> In der Praxis haben sich jedoch gewisse Standards etabliert, die sich an der Rechtsprechung sowie den Anforderungen des Kapitalmarkts orientieren. Ferner hat die Expert Group Fairness Opinions der Deutschen Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management (DVFA) Standards für Inhalt, Veröffentlichung und Umgang mit Interessenskonflikten erarbeitet, die sich als „Best Practice“-Empfehlungen für die Praxis verstehen sollen<sup>28</sup>. Eine Fairness Opinion kann grundsätzlich in drei



Formen vorliegen, die sich durch ihren Informationsgehalt unterscheiden: Opinion Letter, Valuation Memorandum und Factual Memorandum.

Der Opinion Letter, der mehrheitlich bei Unternehmenstransaktionen veröffentlicht wird<sup>29</sup>, ist die oberflächlichste Form der Fairness Opinion und enthält neben einer kurzen Darstellung der Transaktion, einer Beschreibung der zu Grunde gelegten Daten lediglich eine (meist) aus einem Satz bestehende Stellungnahme hinsichtlich ihrer finanziellen Angemessenheit.<sup>30</sup>

27 Vgl. u.a. Essler, Wolfgang, Lobe, Sebastian und Röder, Klaus: Welche Anforderungen stellen deutsche Vorstände und Aufsichtsratsvorsitzende an Fairness Opinions? In: Die Wirtschaftsprüfung 11/2007, S. 470 sowie Aders, Christian und Schwetzler, Bernhard: HHL/D&P Fairness Opinion Monitor: Jahresreport 2007. In: FinanzBetrieb 05/2008.

28 Vgl. Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management (DVFA): Grundsätze für Fairness Opinions. In: DVFA Finanzschriften Nr. 07/07 2007.

29 Vgl. Bowers, Helen M.: Fairness Opinions and the Business Judgment Rule: An Empirical Investigation of Target Firms' Use of Fairness Opinions. In: Northwestern University Law Review, Vol. 96 No. 2 2002, S. 4.

30 Vgl. Bowers, Helen M. & Latham, William R. III: Value of Fairness Opinions in US Mergers and Acquisitions 1980-2003. Working Paper. University of Delaware. Version 2004, S.2.

Das Valuation Memorandum, welches im weiteren Sinne auch als „echte“ Fairness Opinion bezeichnet werden könnte, enthält weiterhin detaillierte Informationen zum Bewertungsvorgehen und geht auf die vorgenommenen Bewertungsanalysen als Grundlage der Stellungnahme ein.

Das Factual Memorandum ist eine vollständige Dokumentation der vorgenommenen Bewertung und gibt detailliert Auskunft über die der Fairness Opinion zu Grunde gelegten Finanzinformationen, die Bewertungsmethoden und –annahmen sowie die ermittelte Wertbandbreite der Transaktion. Ferner werden wirtschaftliche, rechtliche und steuerliche Rahmenbedingungen detailliert dargestellt. Das Factual Memorandum dient insbesondere für Nachweis- und Dokumentationszwecke.

#### **4.4 Anforderungen an Fairness Opinions**

##### **4.4.1 Qualifikation und Unabhängigkeit des Erstellers**

Der Ersteller einer Fairness Opinion sollte unabhängig und entsprechend qualifiziert sein. Dies ergibt sich zum einen aus der Definition der Fairness Opinion an sich<sup>31</sup>, zum anderen aus der US-Rechtsprechung in Zusammenhang mit der Business Judgement Rule.<sup>32</sup>

In Deutschland wird insbesondere Wirtschaftsprüfern die erforderliche Kompetenz und Unabhängigkeit zugesprochen<sup>33</sup>, jedoch auch in gewissem Umfang Investmentbanken, Corporate Finance Spezialisten und M&A-Berater.

##### **4.4.2 Unerheblichkeit des Empfängers**

Da der Ersteller der Fairness Opinion seine Funktion per Definition als unabhängiger Dritter ausübt, ist die Fairness Opinion empfängerunabhängig zu erstellen. Konkret bedeutet dies, dass sie in Art und Umfang sowie im Hinblick auf die Aufbereitung der Informationen sowie die Analyse einen neutralen Standpunkt vertreten muss, so dass die Fairness Opinion sowohl für die Geschäftsleitung und die Überwachungsorgane der Gesellschaft als auch für die Anteilseigner als Entscheidungsgrundlage dienen kann.<sup>34</sup> Als Orientierungshilfe für den Ersteller der Fairness Opinion wird in diesem Zusammenhang auf die von IDW S 1 definierte Rolle des Wirtschaftsprüfers als neutraler Gutachter verwiesen<sup>35</sup>.

---

31 Vgl. 4.1

32 Vgl. 3.1

33 Vgl. Essler, Wolfgang, Lobe, Sebastian und Röder, Klaus: Welche Anforderungen stellen deutsche Vorstände und Aufsichtsratsvorsitzende an Fairness Opinions? In: Die Wirtschaftsprüfung 11/2007, S. 474.

34 Vgl. Creutzmann, Andreas: Anforderungen an Fairness Opinions. In: FinanzBetrieb, BewertungsPraktiker Nr. 1/2006, S. 6.

35 Institut der Wirtschaftsprüfer (Hrsg.): IDW Standard: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S 1 i.d.F. 2008). Stand 02.04.2008, S. 5, Tz. 12.

#### 4.4.3 Offenlegung von Interessenskonflikten

Auftraggeber der Fairness Opinion ist in der Regel die Unternehmensführung. Die mit der Erstellung der Fairness Opinion beauftragten Berater haben deshalb oftmals einen Anreiz, zu einer ähnlichen Beurteilung der geplanten Transaktion zu gelangen wie ihr Auftraggeber. Ein besonders offensichtlicher Konflikt besteht dann, wenn der Berater im Zusammenhang mit der zu beurteilenden Transaktion weitere Beratungs- oder Finanzierungsleistungen erbringt<sup>36</sup>. Insbesondere eine bereits über einen langen Zeitraum bestehende Geschäftsbeziehung zwischen Auftraggeber und Berater ist ebenfalls als konfliktär zu beurteilen.

Sollten oben genannte Interessenskonflikte nicht vollständig vermieden werden können, z.B. durch die Beauftragung vollständig unabhängiger Dritter, gilt es, diese Konfliktfelder im Zuge der Erstellung einer Fairness Opinion offenzulegen.

Unabhängig davon sollten die vertraglichen Beziehungen zwischen Auftraggeber und Ersteller, die Art der vereinbarten Vergütung<sup>37</sup>, den Zeitpunkt der Beauftragung<sup>38</sup> sowie eine eventuelle Haftungsfreistellung für den Ersteller der Fairness Opinion offengelegt werden.<sup>39</sup>

#### 4.4.4 Bewertungsmethoden und Vergleichsmaßstäbe

Da die zentrale Aufgabe der Fairness Opinion in der Beurteilung der finanziellen Angemessenheit einer Transaktion besteht, ist ein besonderes Augenmerk auf die dieser Beurteilung zu Grunde gelegten Bewertungs- und Analysemethoden sowie die verwendeten Vergleichsmaßstäbe zu legen.

In Ermangelung verbindlicher Standards für die Erstellung von Fairness Opinions ist der Ersteller grundsätzlich frei in der Wahl der Bewertungsmethode. Umso wichtiger ist auch hier die Offenlegung der verwandten Methoden und Maßstäbe, um den Empfängern der Fairness Opinion die Möglichkeit zu einer informierten Urteilsbildung zu geben.

Nichtsdestotrotz sollten gewisse Standards eingehalten werden, die sich in anderen Bereichen der Bewertungspraxis etabliert haben. So ist es zum einen unumstritten, dass als Grundlage der Bewertung ein DCF- bzw.

---

36 Insbesondere Investmentbanken stehen in diesem Zusammenhang in der Kritik, da sie neben ihrer – deutlich lukrativeren, da erfolgsabhängig bzw. auf Basis des Transaktionsvolumens vergüteten – Beratungs- und Finanzierungsleistung oftmals auch die Fairness Opinion zu einer Transaktion erstellen. Vgl. hierzu auch Davidoff, Steven M.: Fairness Opinions. In: American University Law Review Vol. 55:1557 2006, S. 1586.

37 Dies ist vor allem im Falle einer erfolgsabhängigen Vergütung wichtig. Hier ist offen zu legen, wie Erfolg definiert ist.

38 Der Zeitpunkt der Beauftragung lässt Rückschlüsse auf Umfang und zeitlichen Rahmen der Erstellung der Fairness Opinion zu.

39 Vgl. Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management (DVFA): Grundsätze für Fairness Opinions. In: DVFA Finanzschriften Nr. 07/07, 2007, S. 7.

Zukunftserfolgswertverfahren zu verwenden ist<sup>40</sup>, zum anderen zu Plausibilisierungszwecken ein marktorientiertes Verfahren wie die Multiplikatormethode<sup>41</sup> verwendet werden sollte<sup>42</sup>. Je nach Sachlage sollten ferner Informationen wie historische Kursverläufe, konkurrierende Angebote sowie unternehmensspezifische Entwicklungen und die allgemeine Kapitalmarktlage Beachtung finden.

#### 4.4.5 Art und Umfang der Berichterstattung sowie Informationsgrundlagen

Die Veröffentlichung einer Fairness Opinion beschränkt sich in der Mehrzahl der Fälle auf den Opinion Letter, welcher den geringsten Informationsumfang ausweist.<sup>43</sup> Dieser Ansatz steht in einem krassen Gegensatz zu den heute gängigen Transparenzanforderungen des Kapitalmarkts und der Rechnungslegung. Ferner konterkariert er teils die Ziele<sup>44</sup>, die mit der Erstellung einer Fairness Opinion verfolgt werden. Um diese zu erreichen, sollten gewissen Mindeststandards im Rahmen der Berichterstattung eingehalten werden. Neben der in 4.4.3 erwähnten Offenlegung von Interessenskonflikten sollte eine Fairness Opinion aus Sicht der Verfasser mindestens folgende Informationen enthalten:

- Dokumentation der der Bewertung zu Grunde liegenden Informationen und Sachverhalte<sup>45</sup>
- Informationen über die der Bewertung zu Grunde gelegten Planungsrechnung<sup>46</sup>
- Angabe und Beschreibung der verwandten Bewertungsmethoden
- Erläuterung der Ableitung des Kapitalisierungszinsfußes und des Wachstumsabschlags
- Angabe von Bewertungsergebnissen und einer Wertbandbreite.

---

40 Zur allgemeinen Überlegenheit sowie zur Methodik von DCF- bzw. Ertragswertverfahren im Rahmen der Unternehmensbewertung vgl. bspw. Copeland, Tom, Koller, Tim & Murrin, Jack: Unternehmenswert. Frankfurt/New York 1998 sowie Ernst, Dietmar, Schneider, Sonja & Thielen, Bjoern: Unternehmensbewertungen erstellen und verstehen. München 2006.

41 Hier können sowohl Trading Multiples als auch Comparable Transactions Verwendung finden. Zur Methodik sowie zu den Vor- und Nachteilen von Multiplikatorverfahren vgl. z.B. Benninga, Simon Z. & Sarig, Oded H.: Corporate Finance: A Valuation Approach. In: International Edition 1997, S. 305-330 sowie Kraus, Peter & Nestler, Anke: Bewertung von Unternehmen anhand der Multiplikatormethode. In: Betriebswirtschaftliche Mandantenbetreuung 9/2003.

42 [Institut der Wirtschaftsprüfer (Hrsg.): IDW Standard: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S 1 i.d.F. 2008). Stand 02.04.2008, S. 33, Tz. 143.

43 Vgl. 4.3

44 Vgl. 4.2

45 Vgl. Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management (DVFA): Grundsätze für Fairness Opinions. In: DVFA Finanzschriften Nr. 07/07, 2007, S. 6.

46 Hier gilt es jedoch abzuwägen, inwiefern die Herausgabe dieser Informationen Wettbewerbsnachteile für das Unternehmen mit sich bringen kann.

Die oben genannten Informationen sind größtenteils Standardinformationen im Rahmen von Bewertungsgutachten zu anderen Bewertungsanlässen<sup>47</sup> und werden hier nur explizit aufgeführt, da deren Offenlegung im Rahmen der Erstellung von Fairness Opinions keineswegs üblich ist.<sup>48</sup>

Ferner wird oftmals vorgeschlagen, dass der Name des Bewerter sowie dessen berufliche Qualifikation aufgeführt werden und die Fairness Opinion mit einer einheitlichen Schlussformulierung mit Unabhängigkeitserklärung versehen werden sollte. Unabhängig davon, welche Informationen die Fairness Opinion im Detail enthält, sollte als oberster Grundsatz gelten, dass alle Adressaten – Unternehmensführung, Kontrollgremien auch Anteilseigner – die im Rahmen der Stellungnahme abgegebenen Werturteile über die finanzielle Angemessenheit einer Transaktion nachvollziehen und sich ein Bild darüber machen können, auf Basis welcher Analysen und Vergleichsmaßstäbe die Ersteller der Fairness Opinion zu ihrem Werturteil gelangt sind.

## 5 Fairness Opinions in der Praxis

### 5.1 Verbreitung von Fairness Opinions

Fairness Opinions sind in der US-Transaktionspraxis ein gängiges Instrument bei allen nennenswerten Unternehmenstransaktionen. Maßgeblich hat dazu das Urteil im Fall Smith vs. Van Gorkom aus dem Jahre 1985 beigetragen.<sup>49</sup> Besonders gängig ist das Erstellen einer Fairness Opinion auf Seiten der Zielunternehmen, jedoch auch die Käuferunternehmen machen zunehmend Gebrauch von diesem Instrument. Studien belegen, dass über verschiedene Betrachtungszeiträume zwischen 80 und 98 Prozent aller Übernahmeziele sowie 31 bis 37 Prozent aller Käufer im Rahmen von Unternehmensübernahmen Fairness Opinions erstellen ließen.<sup>50</sup> In Deutschland gewinnt das Instrument der Fairness Opinion ebenfalls stetig an Bedeutung.<sup>51</sup>

Während die Erstellung einer Fairness Opinion bei Zielunternehmen im Rahmen von öffentlichen Übernahmen Gang und Gäbe ist, entscheiden sich Käuferunternehmen in der Praxis in Abhängigkeit von einer Vielzahl von Faktoren für beziehungsweise gegen eine Fairness Opinion. Hierzu zählen speziell die Größe des Käufer- und des Zielunternehmens sowie die

---

47 Vgl. u.a. Institut der Wirtschaftsprüfer (Hrsg.): IDW Standard: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S 1 i.d.F. 2008). Stand 02.04.2008, S. 4-5, Tz. 8-11.

48 Vgl. hierzu u.a. Aders, Christian und Schwetzler, Bernhard: HHL/D&P Fairness Opinion Monitor: Jahresreport 2007. In: FinanzBetrieb 05/2008.

49 Vgl. 3.1 sowie den Fall Smith v. Van Gorkom, 488 A.2d 858 (Del. 1985)

50 Vgl. hierzu Kisgen, Darren J., Song, Weihong & Qian, Jun: Are Fairness Opinions Fair? The Case of Mergers and Acquisitions. Working Paper. Boston College/University of Cincinnati. Version 2008, S. 1 sowie Chen, Lucy Huajing & Sami, Heibatollah: Does the Use of Fairness Opinions Impair the Acquirers' Abnormal Returns? The Litigation Risk Effect. Fincial Accounting & Reporting Section (FARS) Meeting Paper, Arizona State University – School of Global Studies and Lehigh University September 2006, S. 5.

51 Vgl. Aders, Christian und Schwetzler, Bernhard: HHL/D&P Fairness Opinion Monitor: Jahresreport 2007. In: FinanzBetrieb 05/2008.

Größenverhältnisse beider Unternehmen zueinander sowie die Art und Höhe der Kompensation (Share Deal vs. Cash Deal). Ferner ist entscheidend, ob beide Unternehmen in gleichen oder unterschiedlichen Branchen tätig sind; letzteres ist mit einem deutlich höheren Grad an asymmetrischer Information und einem damit einhergehenden größeren Risiko behaftet. Schlussendlich ist ausschlaggebend, ob es sich um eine freundliche oder eine feindliche Übernahmen handelt, da im Rahmen von feindlichen Übernahmen in der Regel keine Due Diligence möglich ist, was das Transaktionsrisiko ebenfalls erheblich erhöht.<sup>52</sup>

## 5.2 Wahrnehmung von Fairness Opinions bei Unternehmenseigentümern

Während in den USA vor allem Investmentbanken als Ersteller von Fairness Opinions auftreten<sup>53</sup>, herrscht in Deutschland ein nahezu ausgeglichenes Verhältnis zwischen Banken auf der einen und Beratungs- sowie Wirtschaftsprüfungsgesellschaften auf der anderen Seite<sup>54</sup>.

Regelmäßig sind die Ersteller einer Fairness Opinion auch als Berater im Rahmen der Unternehmenstransaktion aktiv; dies gilt insbesondere für Investmentbanken. In diesem Fall sehen die Unternehmenseigentümer als wichtigster Adressat der Fairness Opinion diese als sehr kritisch an.<sup>55</sup>

Aufgrund des bereits erwähnten Interessenkonflikts auf Seiten des Beraters<sup>56</sup> wird der Aussage der Fairness Opinion in diesem Fall weniger Wert beigemessen, da die Wahrnehmung vorherrscht, die Fairness Opinion diene primär der Rechtfertigung einer unvorteilhaften Transaktion gegenüber den Unternehmenseigentümern<sup>57</sup> sowie einem Immunisierungsbestreben seitens der Unternehmensführung<sup>58</sup>. Da die Fairness Opinion vor allem im Rahmen von öffentlichen Übernahmen die primäre Informationsquelle und somit die Basis für eine Entscheidung der Anteilseigner darstellt, sind diese hier besonders sensibel.

---

52 Vgl. Bowers, Helen M. & Latham, William R. III: Value of Fairness Opinions in US Mergers and Acquisitions 1980-2003. Working Paper. University of Delaware. Version 2004, S. 22.

53 Vgl. Bowers, Helen M., Latham, William R. III & Nedanov, Bogdan: Does Legally Mandating Independence of Advisers Improve Merger Outcomes for Shareholders? Working Paper. University of Delaware. Version 2008, S.2-3 sowie Kisgen, Darren J., Song, Weihong & Qian, Jun: Are Fairness Opinions Fair? The Case of Mergers and Acquisitions. Working Paper. Boston College/University of Cincinnati. Version 2008, S. 1.

54 Vgl. Aders, Christian und Schwetzler, Bernhard: HHL/D&P Fairness Opinion Monitor: Jahresreport 2007. In Finanzbetrieb 05/2008.

55 Vgl. Davidoff, Steven M.: Fairness Opinions. In: American University Law Review Vol. 55:1557, 2006, S. 1586.

56 Vgl. 2.4

57 Makhija, Anil K. & Narayanan, Rajesh P.: Financial Opinions in Mergers & Acquisitions. Fisher College of Business Working Paper No. 2007-03-018. Ohio State University. Version 2007, S. 1.

58 Ohta, Yasuhiro und, Yee, Kenton K.: The Fairness Opinion Puzzle: Board Incentives, Information Asymmetry, and Bidding Strategy. In: The Journal of Legal Studies vol. 37. 2008.

Untersuchungsergebnisse deuten in diesem Zusammenhang darauf hin, dass bei Unternehmenstransaktionen, in denen ein unabhängiger Dritter die Fairness Opinion erstellt, die Gefahr einer Wertvernichtung deutlich geringer ist, als wenn dies durch die bei derselben Transaktion beratende Investmentbank oder ein involviertes Beratungshaus erfolgt.<sup>59</sup>

### 5.3 Beitrag von Fairness Opinions zur Qualitätssicherung

Für Zielunternehmen dient die Fairness Opinion primär der rechtlichen Absicherung der Unternehmensorgane in Bezug auf ihre gesetzlichen Sorgfaltspflichten und Informationspflichten gegenüber den Anteilseignern, was vor dem Hintergrund der Rechtsprechung durchaus angebracht erscheint.

Untersuchungen haben allerdings gezeigt, dass Fairness Opinions insbesondere für die Gruppe der übernehmenden Unternehmen Vorteile bringen, da Käuferunternehmen, die eine Fairness Opinion beauftragen, regelmäßig geringere Übernahmeprämien zahlen und so die Wahrscheinlichkeit eines finanziellen Scheiterns einer Unternehmenstransaktion reduziert werden kann. Dies ist insbesondere dann der Fall, wenn mehrere Beratungsunternehmen mit der Erstellung von Fairness Opinions beauftragt wurden, da hierdurch die Gefahr von Interessenkonflikten auf Beraterseite reduziert werden kann und realistischere Bewertungen abgegeben werden. Realistischere Übernahmeprämien sowie günstige Konditionen (z.B. im Hinblick auf Garantien und Gewährleistungen) kamen auch dadurch zustande, dass im Rahmen von Kaufpreisverhandlungen auf Basis der Fairness Opinion härter sowie disziplinierter verhandelt wurde. Ferner konnten erfolglose Transaktionen vermieden werden, wenn Fairness Opinions vor oder zu Beginn einer Unternehmenstransaktion in Auftrag gegeben wurden. Dies ist darauf zurückzuführen, dass die Ersteller von Fairness Opinions oftmals nicht bereit waren, ihre Reputation für eine Fairness Opinion einer unvorteilhaften Transaktion aufs Spiel zu setzen. Hierdurch konnten Übernahmeprämien oder Konditionen nicht direkt beeinflusst werden; indirekt wurden jedoch unvorteilhafte Transaktionen durch einen Screening Prozess durch Dritte verhindert.<sup>60</sup>

---

<sup>59</sup> Vgl. Chen, Lucy Huajing & Sami, Heibatollah: Does the Use of Fairness Opinions Impair the Acquirers' Abnormal Returns? The Litigation Risk Effect. Fincial Accounting & Reporting Section (FARS) Meeting Paper, Arizona State University – School of Global Studies and Lehigh University September 2006.

<sup>60</sup> Vgl. Kisgen, Darren J., Song, Weihong & Qian, Jun: Are Fairness Opinions Fair? The Case of Mergers and Acquisitions. Working Paper. Boston College/University of Cincinnati. Version 2008., S. 3 sowie Lobe, Sebastian: Fairness Opinions and Capital Markets: Evidence from Germany, Switzerland and Austria. Finance International Meeting AFFI-EUROFIDAI Paper. Paris 2007, S. 23.

## **6 Fazit: Die Fairness Opinion als Instrument der Qualitätssicherung bei Unternehmenstransaktionen**

Vor dem Hintergrund der Komplexität von Unternehmenstransaktionen kann die Fairness Opinion als Stellungnahme eines unabhängigen, sachverständigen Dritten zur finanziellen Angemessenheit im Rahmen einer Unternehmenstransaktion maßgeblich zur Qualitätssicherung im Transaktionsprozess beitragen.<sup>61</sup> Auch wenn das Einholen einer Fairness Opinion im Rahmen von Unternehmenstransaktionen nicht alleine ausreichend ist, eine mit Risiken verbundene unternehmerische Entscheidung zu begleiten, so dient sie doch der Disziplinierung aller Beteiligten einer Transaktion. Diese Disziplinierung dürfte im Endergebnis dazu führen, dass zumindest größere Risiken für die nachhaltige Steigerung des Unternehmenswertes kontrolliert werden können.

Auf der Seite des Zielunternehmens kann durch die Einholung einer Fairness Opinion sicherstellt werden, dass das Angebot des Bieters angemessen ist und die finanziellen Interessen der Anteilseigner gewahrt werden. Dies trägt zudem zur Rechtssicherheit für die Unternehmensführung und der Anteilseigner bei und reduziert die Gefahr einer Störung des Transaktionsprozesses.

Auf der anderen Seite profitieren Bieter, da sie eine Bestätigung erhalten, ihre Entscheidung auf einer angemessenen Informationsbasis getroffen zu haben und somit die Wahrscheinlichkeit deutlich steigt, dass kein unangemessener Preis für ein Zielunternehmen gezahlt wird. Zumal Studien empirisch untermauern, dass übernehmende Unternehmen, die Fairness Opinions bei unabhängigen Dritten in Auftrag geben, regelmäßig geringere Übernahmeprämien zahlen.

Primär erhöht die Fairness Opinion die Qualität des Transaktionsprozesses als zusätzliche Informationsquelle im Rahmen der Entscheidungsfindung, indem sie dazu beiträgt, Informationsasymmetrien zu reduzieren und somit auch die Kosten von Fehlentscheidungen zu minimieren.

Abseits der rein finanziellen Messung von Angemessenheit trägt die Fairness Opinion jedoch auch insofern zur Qualitätssicherung bei, als dass ein Transaktionsprozess von vornherein deutlich strukturierter geführt und transparenter aufgebaut wird, sobald die Notwendigkeit zur abschließenden Erstellung einer Fairness Opinion besteht.

Schlüsselement ist in diesem Zusammenhang die Unabhängigkeit des Erstellers der Fairness Opinion, die maßgeblich die Qualität und Objektivität gewährleistet

---

61 Vgl. Ohta, Yasuhiro und, Yee, Kenton K.: The Fairness Opinion Puzzle: Board Incentives, Information Asymmetry, and Bidding Strategy. In: The Journal of Legal Studies vol. 37. 2008 sowie Kisgen, Darren J., Song, Weihong & Qian, Jun: Are Fairness Opinions Fair? The Case of Mergers and Acquisitions. Working Paper. Boston College/University of Cincinnati. Version 2008., S. 1.

und der Fairness Opinion Glaubwürdigkeit und Relevanz für den Transaktionsprozess verleiht.

Ferner ist von hoher Bedeutung, dass verbindliche Standards hinsichtlich ihres Inhalts, ihrer Publizität sowie der Transparenz der zu Grunde gelegten Informationen eingehalten werden. Ferner sollten die angewandten Bewertungsverfahren zeitgemäß sein und Klarheit bestehen, welche Annahmen ihnen zu Grunde liegen.

Unternehmen haben es somit selbst in der Hand, mit der Beauftragung eines unabhängigen sachverständigen Dritten zur Beurteilung der finanziellen Angemessenheit einer Unternehmenstransaktion und der Veröffentlichung aller relevanten Daten, die zur Entscheidungsfindung beigetragen haben, höhere Qualitätsstandards für Unternehmenstransaktionen zu etablieren und dementsprechend die Rechtssicherheit zu erhöhen sowie die Kosten für Fehlentscheidungen zu minimieren.

## Literaturverzeichnis

- Aders, Christian, Bornemann, Thomas, Salcher, Michael & Schwetzler, Bernhard: Die Bedeutung der Fairness Opinion für den deutschen Transaktionsmarkt. In: FinanzBetrieb 2/2005.
- Aders, Christian & Schwetzler, Bernhard: HHL/D&P Fairness Opinion Monitor: Jahresreport 2007. In: FinanzBetrieb 05/2008
- Benninga, Simon Z. & Sarig, Oded H.: Corporate Finance: A Valuation Approach. International Edition 1997.
- Böttcher, Lars: Business Judgement Rule kein sicherer Hafen bei Erwerben. In: Börsenzeitung vom 02.12.2004.
- Böttcher, Lars: Organpflichten beim Unternehmenskauf. In: NZG 2007, 481-485.
- Bowers, Helen M.: Fairness Opinions and the Business Judgment Rule: An Empirical Investigation of Target Firms' Use of Fairness Opinions. In: Northwestern University Law Review, Vol. 96 No. 2 2002.
- Bowers, Helen M. & Latham, William R. III: Value of Fairness Opinions in US Mergers and Acquisitions 1980-2003. Working Paper. University of Delaware. Version 2004.
- Bowers, Helen M., Latham, William R. III & Nedanov, Bogdan: Does Legally Mandating Independence of Advisers Improve Merger Outcomes for Shareholders? Working Paper. University of Delaware. Version 2008.
- Branson, Douglas M.: The Rule That Isn't a Rule – The Business Judgement Rule. In: Valparaiso University Law Review Vol. 36 2001.
- Carlin, Tyrone M., Finch, Nigel & Ford, Guy: A Deal Too Far – The Case of the Killer Acquisition. In: Macquarie Graduate School of Management Working Paper 2006-13 2006.
- Chen, Lucy Huajing & Sami, Heibatollah: Does the Use of Fairness Opinions Impair the Acquirers' Abnormal Returns? The Litigation Risk Effect. Financial Accounting & Reporting Section (FARS) Meeting Paper, Arizona State University – School of Global Studies and Lehigh University September 2006.
- Copeland, Tom, Koller, Tim & Murrin, Jack: Unternehmenswert, Frankfurt/New York 1998.
- Creutzmann, Andreas: Anforderungen an Fairness Opinions. In: FinanzBetrieb, BewertungsPraktiker Nr. 1/2006.

- Davidoff, Steven M.: Fairness Opinions. In: American University Law Review Vol. 55:1557 2006.
- Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management (DVFA): Grundsätze für Fairness Opinions. In: DVFA Finanzschriften Nr. 07/07 2007.
- Ernst, Dietmar, Schneider, Sonja & Thielen, Bjoern: Unternehmensbewertungen erstellen und verstehen. München 2006.
- Essler, Wolfgang, Lobe, Sebastian & Röder, Klaus: Welche Anforderungen stellen deutsche Vorstände und Aufsichtsratsvorsitzende an Fairness Opinions? In: Die Wirtschaftsprüfung 11/2007.
- Head, Tony & Watson, Denzel: Corporate Finance: Principles & Practice. Essex 1998.
- Hölscher, Luise, Nestler, Anke & Otto, Ralf: Handbuch Financial Due Diligence. Weinheim 2007.
- Hölters, Wolfgang (Hrsg.): Handbuch des Unternehmens- und Beteiligungskaufs. Köln 2005.
- Institut der Wirtschaftsprüfer (Hrsg.): IDW Standard: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S 1 i.d.F. 2008). Stand 02.04.2008
- Jansen, Stephan A.: Mergers & Acquisitions – Unternehmensakquisitionen und -kooperationen. Wiesbaden 1999.
- Katzensteiner, Thomas & Schürmann, Christof: Billige Mahlzeit. In: Wirtschaftswoche Nr. 21 vom 19.05.2008.
- Kisgen, Darren J., Song, Weihong & Qian, Jun: Are Fairness Opinions Fair? The Case of Mergers and Acquisitions. Working Paper. Boston College/University of Cincinnati. Version 2008.
- Kraus, Peter & Nestler, Anke: Bewertung von Unternehmen anhand der Multiplikatormethode. In: Betriebswirtschaftliche Mandantenbetreuung 9/2003.
- Lobe, Sebastian: Fairness Opinions and Capital Markets: Evidence from Germany, Switzerland and Austria. Finance International Meeting AFFI-EUROFIDAI Paper. Paris 2007.
- Lück, Wolfgang: Der Umgang mit unternehmerischen Risiken durch ein Risikomanagementsystem und durch ein Überwachungssystem. In: Der Betrieb 1998.
- Makhija, Anil K. & Narayanan, Rajesh P.: Financial Opinions in Mergers & Acquisitions. Fisher College of Business Working Paper No. 2007-03-018. Ohio State University. Version 2007.

- Moeller, Sara, Schlingemann Frederik & Stulz, Rene: Wealth Destruction on a Massive Scale? A Study of Acquiring-firm Returns in the Recent Merger Wave. In: Journal of Finance 60 2005.
- Ohta, Yasuhiro und, Yee, Kenton K.: The Fairness Opinion Puzzle: Board Incentives, Information Asymmetry, and Bidding Strategy. In: The Journal of Legal Studies vol. 37 2008.
- Picot, Gerhard: Handbuch Mergers & Acquisitions. Stuttgart 2005.
- Rappaport, Alfred: Creating Shareholder Value. New York 1998.
- Sudarsanam, Sudi: Creating Value From Mergers and Acquisitions: The Challenges. Upper Saddle River 2004.
- Vogel, Dieter H.: M&A Ideal und Wirklichkeit. Wiesbaden 2002.
- Westhoff, André O.: Die Fairness Opinion. Düsseldorf 2006.
- Wilms, Andreas: Fairness Opinions bei Unternehmenstransaktionen – Eine modelltheoretische Analyse. Dissertation. Handelshochschule Leipzig 2008.
- Zydra, Markus: DVFA fordert Transparenz bei Fusionen. In: Financial Times Deutschland vom 20.09.2007.