

# Gliederung

Inhaltsverzeichnis .....	IX
Abbildungsverzeichnis .....	XV
Tabellenverzeichnis .....	XIX
Abkürzungsverzeichnis .....	XXI
<b>Abschnitt A: Einleitung .....</b>	<b>1</b>
1. Zielsetzung und Aufbau .....	1
<b>Abschnitt B: Grundlagen und Konzeption von Fairness Opinions .....</b>	<b>5</b>
2. Definition und Rechtsgrundlagen der Fairness Opinion .....	5
3. Beauftragung von unabhängigen Sachverständigen mit der Erstellung von Fairness Opinions .....	25
4. Zwecke und Anwendungsbereiche von Fairness Opinions .....	37
5. Konzeption der Angemessenheitsbeurteilung und Informationsgrundlagen ..	49
<b>Abschnitt C: Vergleichsmaßstäbe zur Beurteilung der finanziellen Angemessenheit .....</b>	<b>75</b>
6. Kapitalwertorientierte Verfahren .....	75
7. Börsenkursanalyse .....	110
8. Multiplikatorverfahren .....	156
9. Ergänzende Informationen .....	296
10. Zusammenfassende Ableitung des Beurteilungsmaßstabs und des Angemessenheitsurteils .....	307
<b>Abschnitt D: Berichterstattung, Dokumentation und ausgewählte Sonderthemen .....</b>	<b>321</b>
11. Berichterstattung und Dokumentation .....	321
12. Sonderthemen .....	335
<b>Abschnitt E: Ausblick .....</b>	<b>359</b>
Literaturverzeichnis .....	361
Gesetze und Verordnungen .....	369
Urteile und Beschlüsse .....	371
IDW S 8 .....	373
Autorenverzeichnis .....	391
Stichwortverzeichnis .....	393

# Inhaltsverzeichnis

Abbildungsverzeichnis .....	XV
Tabellenverzeichnis .....	XIX
Abkürzungsverzeichnis .....	XXI
<b>Abschnitt A: Einleitung .....</b>	<b>1</b>
1. Zielsetzung und Aufbau .....	1
1.1 Zielsetzung .....	1
1.2 Aufbau .....	2
<b>Abschnitt B: Grundlagen und Konzeption von Fairness Opinions .....</b>	<b>5</b>
2. Definition und Rechtsgrundlagen der Fairness Opinion .....	5
2.1 Definition der Fairness Opinion .....	5
2.2 Gesetzliche Verlautbarungen .....	8
2.2.1 Vorbemerkungen .....	8
2.2.2 Die „Business Judgement Rule“ als Leitlinie für unternehmerische Entscheidungen .....	9
2.2.2.1 Die Business Judgment Rule nach US-amerikanischen „Case Law“ .....	9
2.2.2.2 Die Business Judgement Rule nach deutschem Aktienrecht .....	9
2.2.3 Weitere gesetzliche Verlautbarungen .....	11
2.2.3.1 Internationale gesetzliche Verlautbarungen .....	11
2.2.3.2 Nationale gesetzliche Verlautbarungen .....	13
2.3 Berufsständische und andere regulatorische Verlautbarungen .....	14
2.3.1 Internationale Verlautbarungen .....	14
2.3.1.1 USA .....	14
2.3.1.2 Großbritannien .....	15
2.3.2 Nationale Verlautbarungen .....	17
2.3.2.1 IDW S 8 .....	17
2.3.2.2 DVFA .....	20
3. Beauftragung von unabhängigen Sachverständigen mit der Erstellung von Fairness Opinions .....	25
3.1 Anforderungen an die Unabhängigkeit des Sachverständigen .....	25
3.2 Besonderheiten der Auftragsannahme und Bestandteile des Auftragsschreibens .....	31
3.3 Beauftragung von Wirtschaftsprüfern vs. Beauftragung sonstiger Sachverständigen (insbesondere von Banken) .....	34
4. Zwecke und Anwendungsbereiche von Fairness Opinions .....	37
4.1 Zwecke von Fairness Opinions .....	37
4.1.1 Schutzfunktionen zugunsten der Unternehmensorgane .....	37

4.1.1.1	Absicherungsfunktion .....	37
4.1.1.2	Verhandlungsfunktion .....	39
4.1.2	Schutzfunktion zugunsten der Aktionäre: Abbau von Informationsasymmetrien (Informationsfunktion) .....	39
4.2	Anwendungsbereiche von Fairness Opinions .....	42
4.2.1	Vorbemerkungen .....	42
4.2.2	Dominierte Transaktionen .....	43
4.2.3	Nicht-dominierte Transaktionen .....	45
4.2.4	Einordnung in den Transaktionsprozess und Abgrenzung von alternativen Bewertungsanlässen und -standards .....	46
5.	Konzeption der Angemessenheitsbeurteilung und Informationsgrundlagen ..	49
5.1	Beurteilung der finanziellen Angemessenheit eines Transaktionspreises	50
5.1.1	Grundsätze im Überblick .....	50
5.1.2	Erläuterung der einzelnen Grundsätze .....	51
5.1.2.1	Stichtagsprinzip .....	51
5.1.2.2	Adressatenorientierung der Angemessenheitsaussage ..	53
5.1.2.3	Transaktionspreisbezug .....	55
5.1.2.4	Methodenpluralität bei der Ableitung des Beurteilungsmaßstabs .....	56
5.1.2.5	Bandbreiten/Gesamtbeurteilung .....	60
5.2	Informationsgrundlagen .....	63
5.2.1	Abgrenzung verschiedener Informationsebenen .....	63
5.2.2	Allgemeine Anforderungen an die Informationsbasis einer unternehmerischen Entscheidung im Lichte der Business Judgement Rule .....	64
5.2.3	Spezielle Anforderungen an die Informationsgrundlagen einer Fairness Opinion .....	68
5.2.3.1	Vorbemerkungen .....	68
5.2.3.2	Verfügbarkeit von Informationen .....	69
5.2.3.3	Würdigung der verfügbaren Informationen durch den Ersteller der Fairness Opinion .....	70
5.3	Zusammenfassende Gegenüberstellung der Besonderheiten im Veräußerungs- und Erwerbsfall .....	73

### **Abschnitt C: Vergleichsmaßstäbe zur Beurteilung der finanziellen**

	<b>Angemessenheit .....</b>	<b>75</b>
6.	Kapitalwertorientierte Verfahren .....	75
6.1	Bedeutung von kapitalwertorientierten Verfahren .....	75
6.2	Planungsplausibilisierung und Bestimmung der Kapitalkosten im Rahmen einer Fairness Opinion .....	76
6.3	Besonderheiten bei der Planungsplausibilisierung im Rahmen einer Fairness Opinion – Überblick .....	78

6.4	Definition und Anforderung an eine Planung .....	80
6.4.1	Definition und Abgrenzung .....	80
6.4.2	Anforderungen an eine (integrierte) Planung .....	82
6.5	Systematisierung der Planungsplausibilisierung .....	86
6.6	Formelle Planungsplausibilisierung .....	88
6.7	Materielle Planungsplausibilisierung .....	92
6.7.1	Weiteres Vorgehen .....	92
6.7.2	Untersuchung des Unternehmensumfelds .....	92
6.7.2.1	Vergangenheits- und Lageanalyse des Unternehmensumfelds .....	92
6.7.2.2	Prognose des Unternehmensumfelds .....	94
6.7.3	Untersuchung des Unternehmens .....	94
6.7.3.1	Vergangenheits- und Lageanalyse des Unternehmens ...	94
6.7.3.1.1	Grundlagen .....	94
6.7.3.1.2	Bereinigung der Vergangenheitsdaten .....	95
6.7.3.1.3	Systematisierung der Analysemethoden .....	97
6.7.3.1.4	Analyse auf Basis absoluter Zahlen .....	101
6.7.3.1.5	Analyse auf Basis von Kennzahlen .....	102
6.7.3.1.6	Ergebnis .....	105
6.7.3.2	Untersuchung der Planung des Unternehmens .....	105
6.7.3.2.1	Grundlagen .....	105
6.7.3.2.2	Systematisierung der Analysemethoden .....	106
6.7.3.2.3	Analyse auf Basis absoluter Zahlen .....	107
6.7.3.2.4	Analyse auf Basis relativer Zahlen .....	107
6.8	Umgang mit einer eingeschränkten Möglichkeit zur Planungsplausibilisierung .....	108
6.9	Ableitung einer Wertbandbreite .....	109
7.	Börsenkursanalyse .....	110
7.1	Bedeutung der Börsenkursanalyse .....	110
7.2	Der Börsenkurs als Methodik zur Wertermittlung eines Unternehmens .....	113
7.2.1	Preisbildungsprozess (ökonomisch) .....	113
7.2.2	Voraussetzungen und Grenzen der Verwendung des Börsenkurses als Methode zur Wertermittlung .....	115
7.3	Preisbildungsprozess (institutionell) .....	118
7.4	Analyse von Kursreihen .....	123
7.4.1	Grundlegendes .....	123
7.4.2	Chartanalyse .....	124
7.4.3	Liquiditätsanalyse .....	131
7.5	Ableitung eines Börsenkurses .....	141
7.5.1	Grundlegendes .....	141
7.5.2	Anwendung des BaFin-Kurses .....	143

7.5.3	Aktiengattung . . . . .	144
7.5.4	Wahl des Börsenplatzes . . . . .	145
7.5.5	Berücksichtigung von Dividendenzahlungen, Aktiensplits und ähnlichen kursbeeinflussenden Sondereffekten . . . . .	147
7.5.6	Durchschnittsbildung . . . . .	150
7.5.7	Zu-/Abschläge . . . . .	154
7.6	Ableitung einer Wertbandbreite . . . . .	154
8.	Multiplikatorverfahren . . . . .	156
8.1	Bedeutung von Multiplikatorverfahren . . . . .	156
8.2	Theoretische Grundlagen der Multiplikatorverfahren . . . . .	160
8.2.1	Definition des Multiplikatorverfahrens . . . . .	160
8.2.2	Systematisierung der Multiplikatorverfahren . . . . .	162
8.2.3	Multiplikatorverfahren: Wertermittlung anhand von Preisen? . . .	168
8.2.4	Multiplikatorverfahren als vereinfachte DCF-Verfahren . . . . .	173
8.2.5	Vor- und Nachteile des Multiplikatorverfahrens gegenüber den kapitalwertorientierten Verfahren . . . . .	181
8.3	Konzeption einer Multiplikatorbewertung . . . . .	182
8.3.1	Analytische Überlegungen zur konzeptionellen Eignung von Multiplikatoren . . . . .	182
8.3.1.1	Grundlagen . . . . .	182
8.3.1.2	Untersuchung der Konsistenz der Multiplikatordefinition . . . . .	183
8.3.1.3	Entwicklung eines geeigneten Vergleichsmaßstabs für den Wertebereich des Multiplikators . . . . .	186
8.3.1.4	Beurteilung des Einflusses der Wertbetreiber . . . . .	188
8.3.2	Abgrenzung des Unternehmenswerts . . . . .	199
8.3.2.1	Grundlagen . . . . .	199
8.3.2.2	Bestimmung des Werts des Eigenkapitals . . . . .	201
8.3.2.3	Wert der Minderheiten (Anteile Dritter) . . . . .	203
8.3.2.4	Net Debt . . . . .	205
8.3.3	Auswahl einer geeigneten Bezugsgröße . . . . .	208
8.3.3.1	Arten von Bezugsgrößen . . . . .	208
8.3.3.2	Zeitbezug der Bezugsgrößen . . . . .	212
8.3.4	Sonderprobleme bei der Multiplikatorbewertung . . . . .	217
8.3.5	Darstellung ausgewählter (konsistenter) Multiplikatoren . . . . .	223
8.3.5.1	Grundlagen . . . . .	223
8.3.5.2	Theoriegeleiteter Ansatz . . . . .	226
8.3.5.3	Pragmatischer Ansatz . . . . .	230
8.3.5.3.1	Rahmenbedingungen . . . . .	230
8.3.5.3.2	Notwendigkeit von fundamentalen Unternehmensanalysen und Bör- senkursanalysen . . . . .	235
8.3.5.3.3	Umsatz-, EBITDA- und EBIT-Multiplikator . . . . .	237

8.4	Durchführung einer Multiplikatorbewertung .....	246
8.4.1	Auswahl der Vergleichsunternehmen .....	246
8.4.1.1	Grundlagen .....	246
8.4.1.2	Auswahl von Vergleichsunternehmen im Rahmen des qualitativen Ansatzes .....	254
8.4.1.2.1	Analyse von Unternehmen anhand von Fundamentaldaten .....	254
8.4.1.2.2	Methoden zur Bereinigung von verbleibenden Unterschieden im Rahmen des qualitativen Ansatzes .....	265
8.4.1.3	Auswahl von Vergleichsunternehmen im Rahmen des quantitativen Ansatzes .....	271
8.4.1.3.1	Abgrenzung der Stichprobe .....	271
8.4.1.3.2	Schätzung des Zusammenhangs .....	271
8.4.1.4	Konzeptionelle Hinweise zur sachgerechten Auswahl der Vergleichsunternehmen .....	272
8.4.2	Aggregationsmöglichkeiten .....	274
8.4.2.1	Grundlagen .....	274
8.4.2.2	Voranalyse .....	275
8.4.2.2.1	Identifikation von und Umgang mit Ausreißern .....	275
8.4.2.2.2	Weitergehende Untersuchung der Verteilung ..	281
8.4.2.3	Maßzahlen .....	284
8.4.2.4	Regressionstechniken .....	291
8.5	Ableitung einer Wertbandbreite .....	295
9.	Ergänzende Informationen .....	296
9.1	Bedeutung der ergänzenden Informationen .....	296
9.2	Analysen und Stellungnahmen von Finanzanalysten und Kreditinstituten .....	298
9.3	Übernahmeprämien bei vergleichbaren Unternehmen und Transaktionen .....	301
9.4	Weitere Transaktionsbedingungen .....	304
9.5	Andere Informationen .....	305
10.	Zusammenfassende Ableitung des Beurteilungsmaßstabs und des Angemessenheitsurteils .....	307
<b>Abschnitt D:Berichterstattung, Dokumentation und ausgewählte Sonderthemen .....</b>		<b>321</b>
11.	Berichterstattung und Dokumentation .....	321
11.1	Überblick .....	321
11.2	Opinion Letter .....	323
11.3	Valuation Memorandum .....	325

11.4 Factual Memorandum . . . . .	328
11.5 Arbeitspapiere . . . . .	329
11.6 Vollständigkeitserklärung . . . . .	331
12. Sonderthemen . . . . .	335
12.1 Haftung und Dritthaftung der Ersteller . . . . .	335
12.1.1 Überblick . . . . .	335
12.1.2 Haftung gegenüber dem Auftraggeber . . . . .	338
12.1.3 Haftung gegenüber Dritten . . . . .	340
12.1.3.1 Vertragliche und vertragsähnliche Haftung . . . . .	340
12.1.3.1.1 Vertrag zugunsten Dritter (Auskunftsvertrag) . . . . .	340
12.1.3.1.2 Vertrag mit Schutzwirkung zugunsten Dritter . . . . .	343
12.1.3.1.3 Vertrauenshaftung aus § 311 Abs. 3 BGB . . . . .	346
12.1.3.2 Deliktische Haftung . . . . .	348
12.1.4 Haftungsbeschränkungen . . . . .	350
12.2 Offenlegungspflichten des Auftraggebers . . . . .	353
12.3 Gesellschaftsrechtliche Offenlegungspflichten für Fairness Opinions . . . . .	354
12.4 Kapitalmarktrechtliche Offenlegungspflichten für Fairness Opinions . . . . .	356
<b>Abschnitt E: Ausblick . . . . .</b>	<b>359</b>
Literaturverzeichnis . . . . .	361
Gesetze und Verordnungen . . . . .	369
Urteile und Beschlüsse . . . . .	371
Autorenverzeichnis . . . . .	391
Stichwortverzeichnis . . . . .	393