

---

# Taking Private: Aktuelle Trends und Herausforderungen in der Bewertungspraxis

---

München  
15. Mai 2013

10. Münchner M&A Forum

Handout

Prof. Dr. Christian Aders

# Agenda

## **Prof. Dr. Christian Aders**

Managing Director

Duff & Phelps GmbH

Leopoldstrasse 8

80802 München

P: +49 (0)89 388 884 100

M: +49 (0)172 850 4839

christian.aders@duffandphelps.com

## **Prof. Dr. Christian Aders**

Managing Director

Value-Trust Financial Advisors GmbH

Leopoldstrasse 8

80802 München

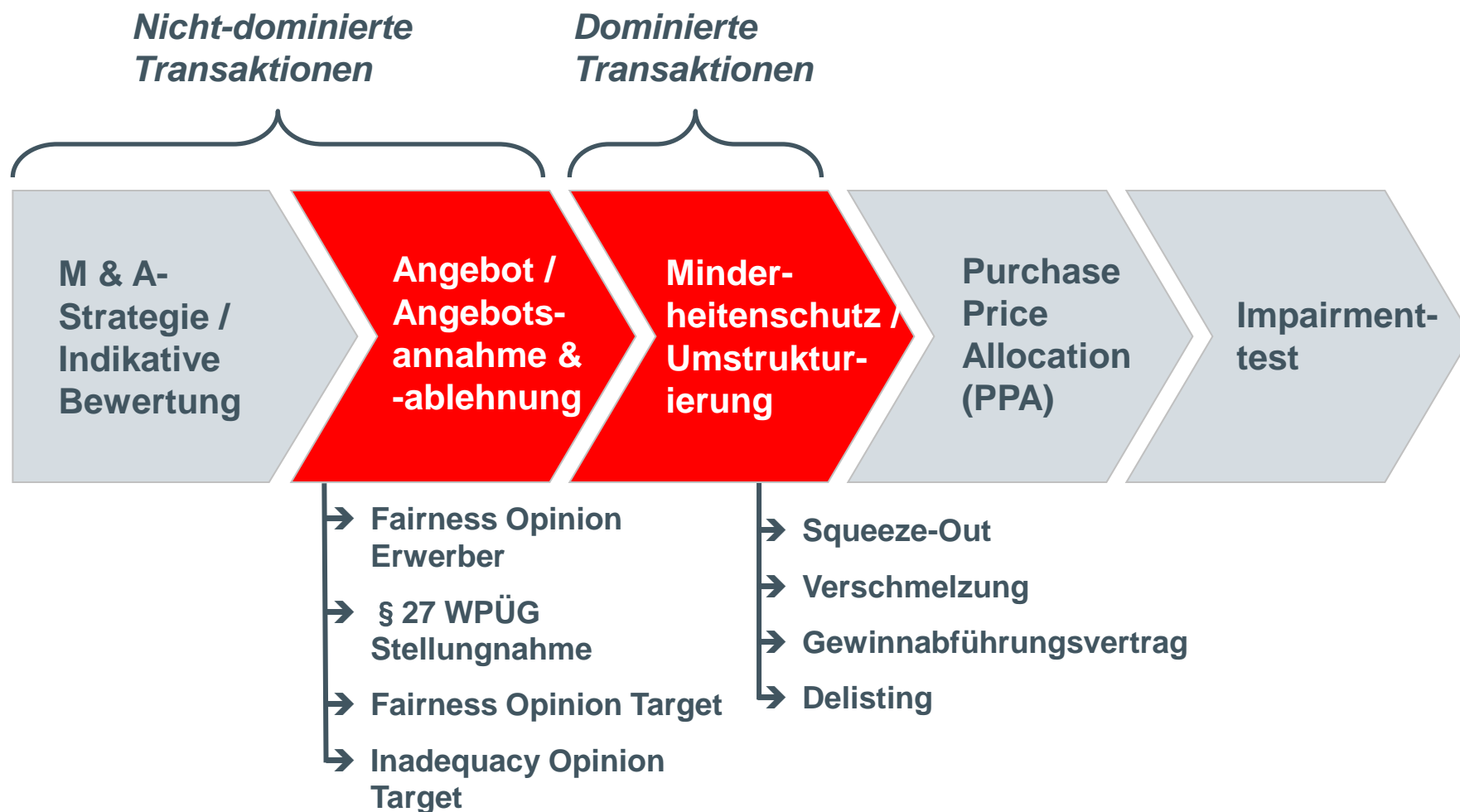
P: +49 (0)89 388 884 100

M: +49 (0)172 850 4839

christian.aders@valueandtrust.com

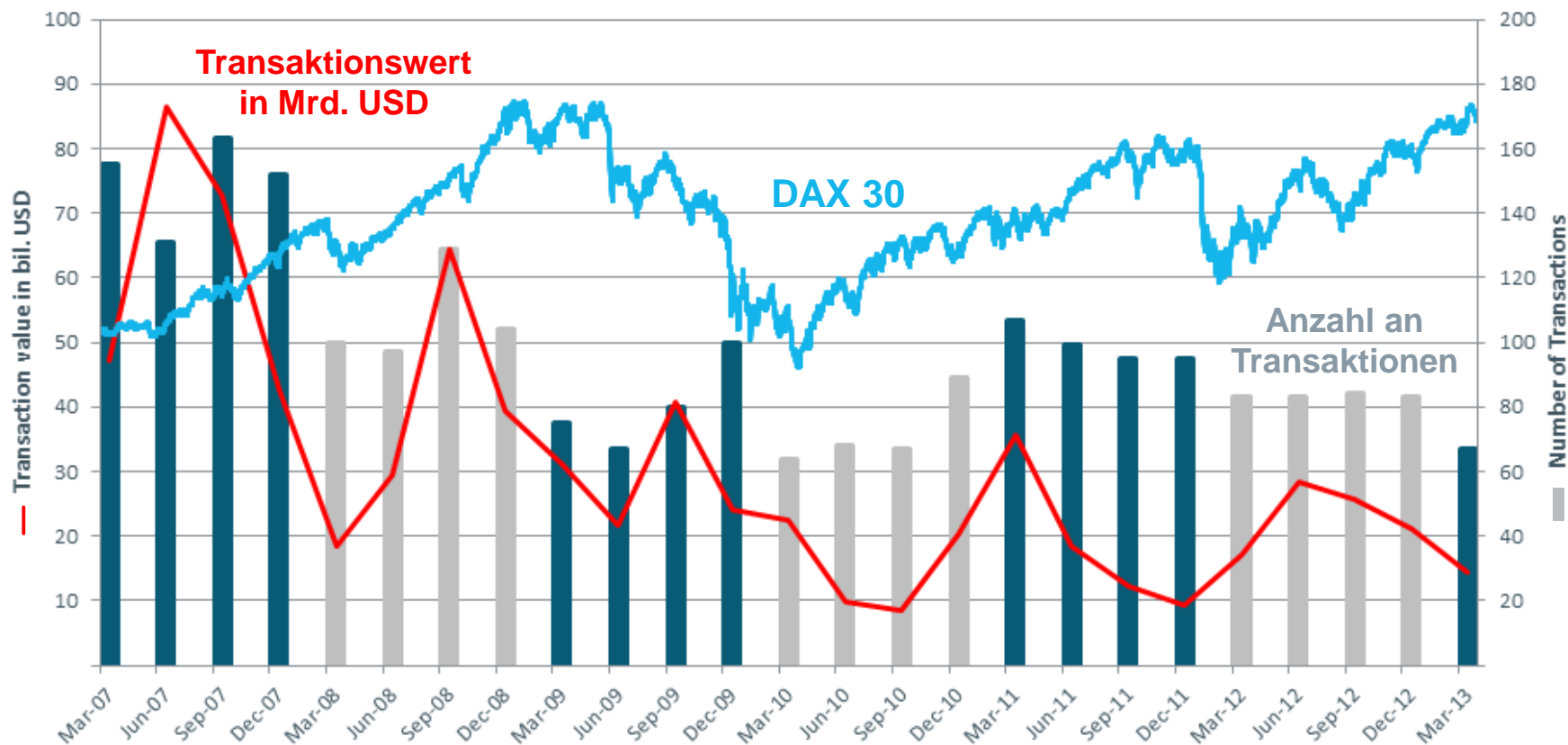
Abschnitt	Titel	Seite
I.	Aktuelle Marktentwicklungen	3
II.	Herausforderungen für Investoren	12
III.	Objektivierter Wert versus Fairness Opinion	13
IV.	Empfehlungen für die Praxis	15
V.	Ausblick	17

# Im Akquisitionsprozess ergeben sich verschiedene Bewertungsanlässe



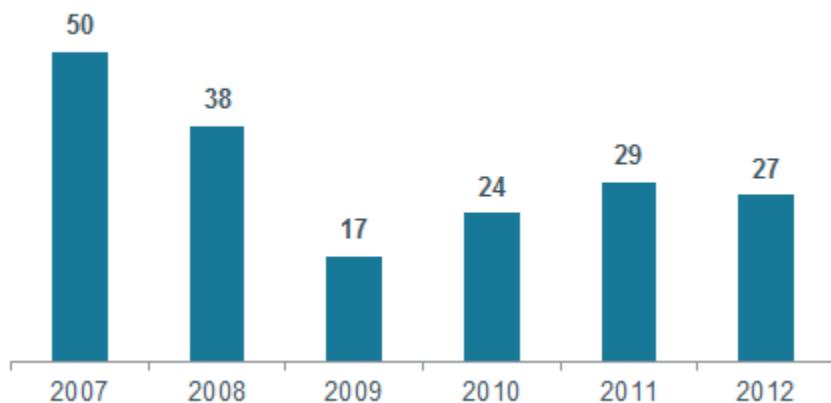
# Deutscher Transaktionsmarkt ist seit 2007 rückläufig und von der DAX-Entwicklung entkoppelt

## Deutscher Transaktionsmarkt 2007 - 2013 (Q1)



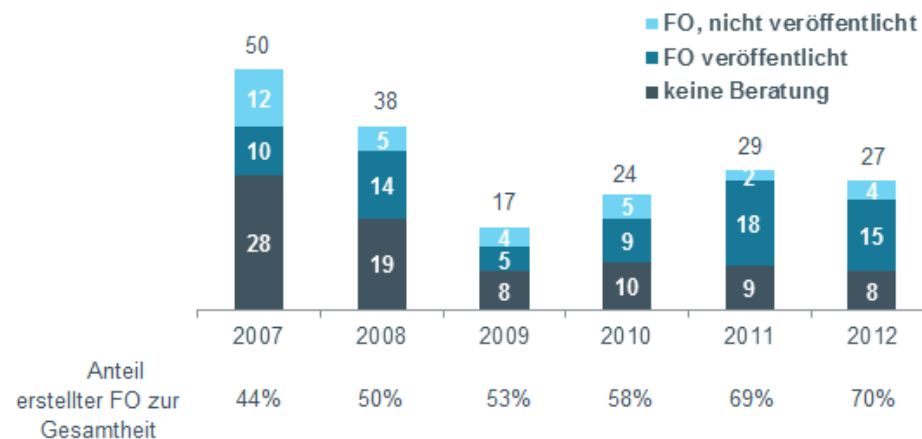
# Public Takeovers in Deutschland von 2007 bis 2012

## Anzahl an öffentlichen Übernahmeangeboten



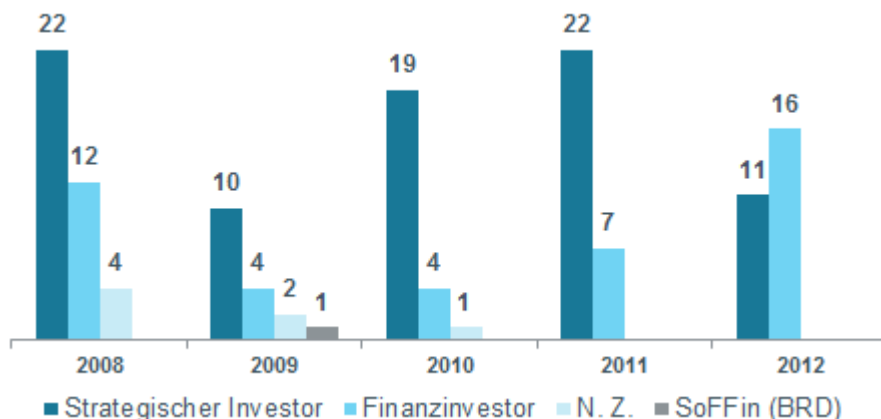
Quelle: HHL/D&P Fairness Opinion Monitor 2012 / 2013

## Anzahl veröffentlichter und nicht veröffentlichter Fairness Opinions



Quelle: HHL/D&P Fairness Opinion Monitor 2012 / 2013

## Aufteilung der Public Takeovers nach Investorengruppen

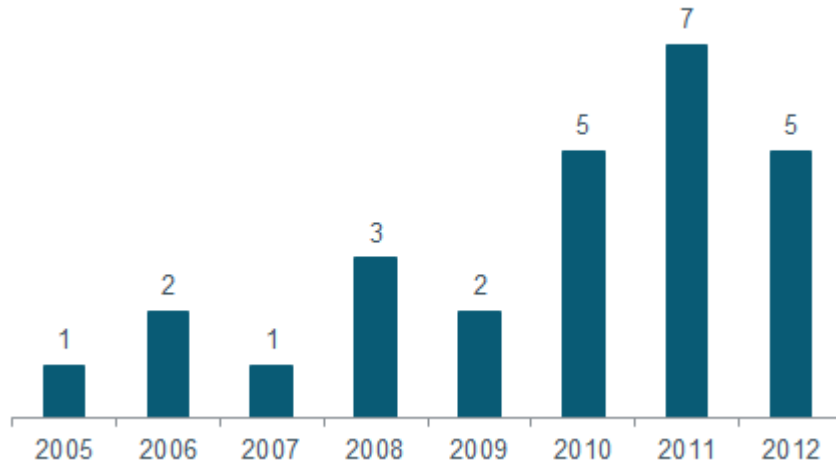


Quelle: Karl, C., Resch, J., Blättchen, W., Nespethal, U., CORPORATE FINANCE biz: "Öffentliche Übernahmen" börsennotierter Unternehmen in Deutschland und eigene Analyse

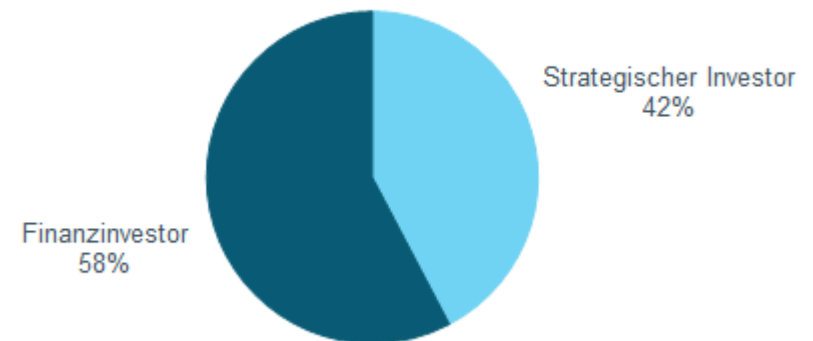
- Anzahl Übernahmen korreliert stark mit Dax- und Transaktionsmarktentwicklung, was ökonomisch kontraintuitiv ist
- PE-Investoren stellen in 2012 die Mehrheit der Übernehmer dar
- Kontinuierlicher Anstieg der Fairness Opinions bei Übernahmeangeboten, wobei auch deren Informationsqualität steigt

# Zunehmend werden auch „Unfairness“ Opinions als Verteidigungs- oder Wertsteigerungsinstrument eingesetzt

Anzahl der Fairness Opinions, die den Angebotspreis als „unangemessen“ bescheinigten

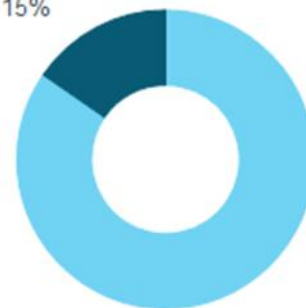


Aufteilung der laut FO „unangemessenen“ Übernahmeangebote über den Zeitraum 2005-2012



Prozentualer Anteil, in welchem der anfängliche Angebotspreis nachgebessert wurde (2005-2012)

Angebotserhöhung  
15%

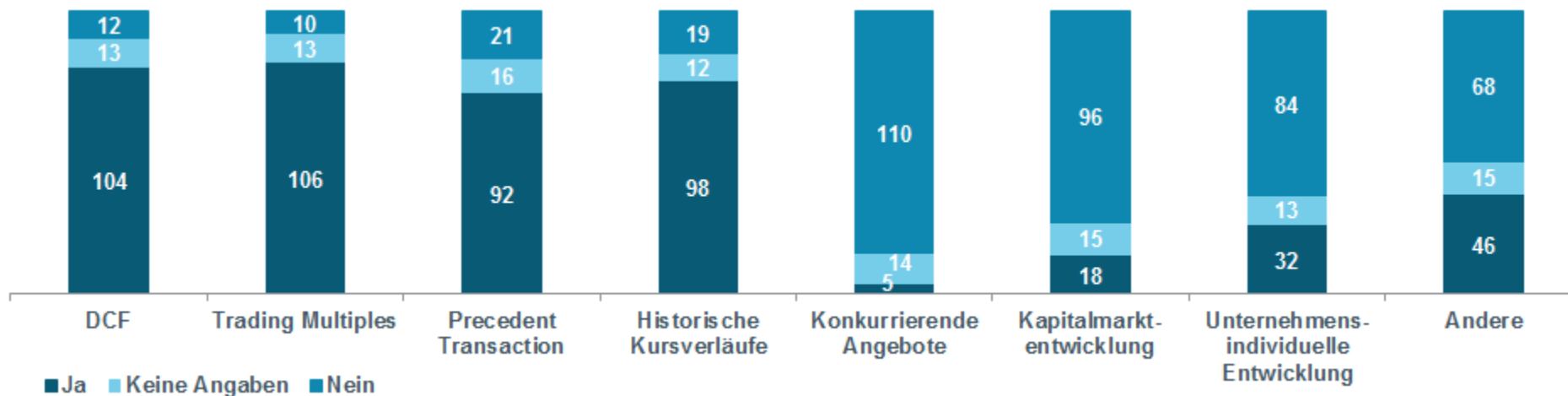


Durch. Rendite aufgrund von Nachbesserungen liegt bei 7,5%

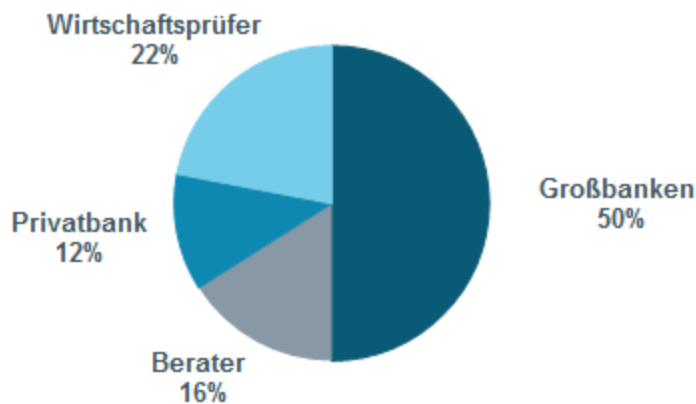
Keine Nachbesserung  
85%

# Bei Fairness Opinions dominieren die international gebräuchlichen Bewertungsmethoden

Bewertungsmethoden 2005-2011



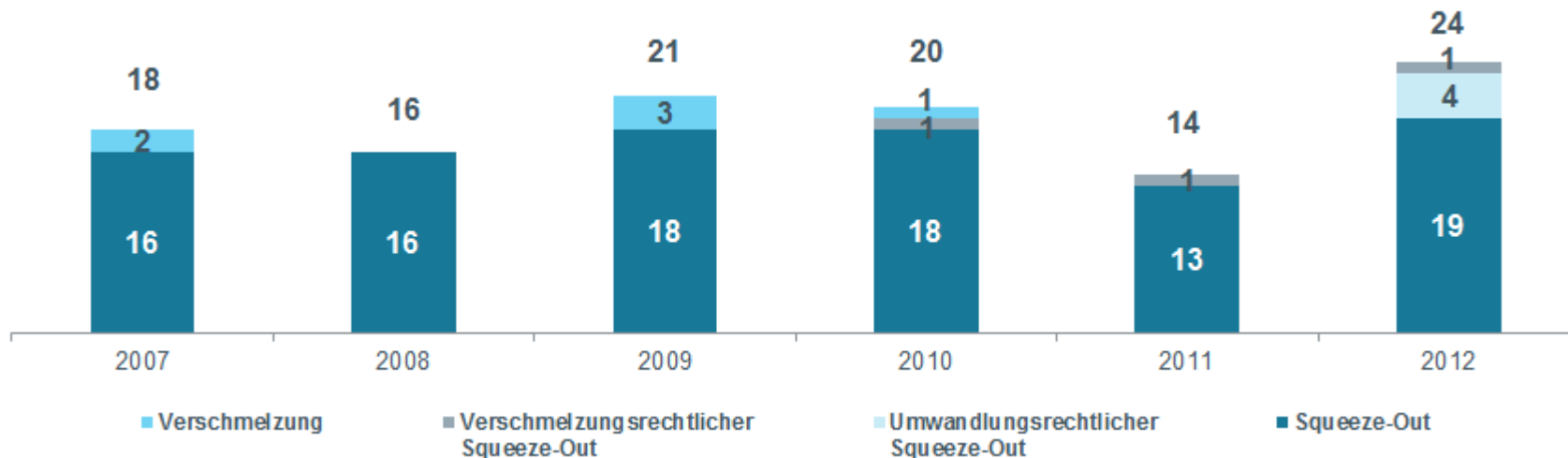
Fairness Opinions nach Erstellertyp 2005-2011



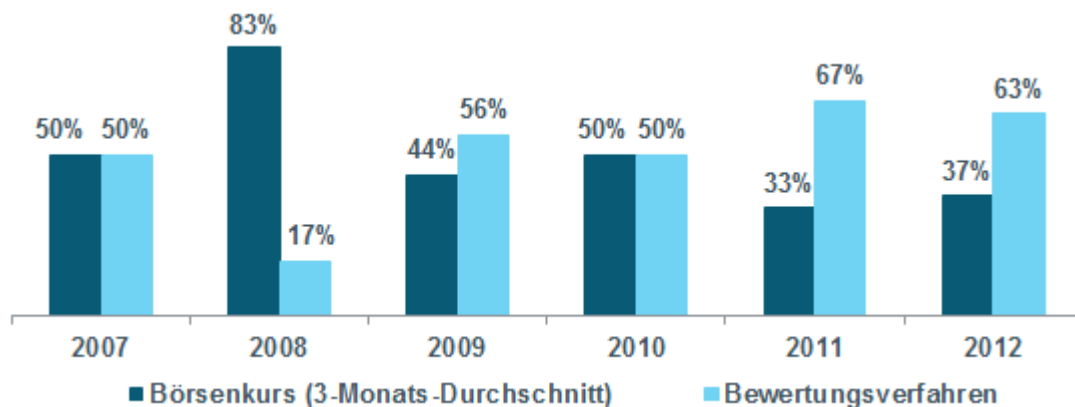
Quelle: HHL/D&P Fairness Opinion Monitor 2012

# Anzahl Taking Private 2007 bis 2012 und angewandte Bewertungsmethoden

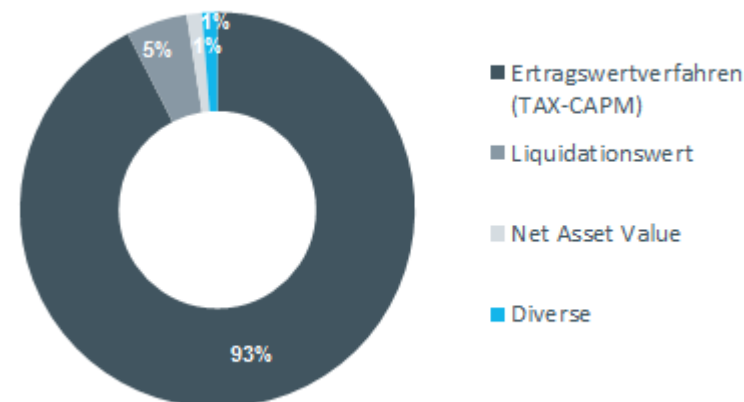
Überblick über die Anzahl der Squeeze-Outs und (Zwangs-)Verschmelzungen zwischen 2007 und 2012



Ansatz bei der Ermittlung der Barabfindung für die Minderheitsaktionäre



Angewandte Bewertungsmethoden 2007-2012

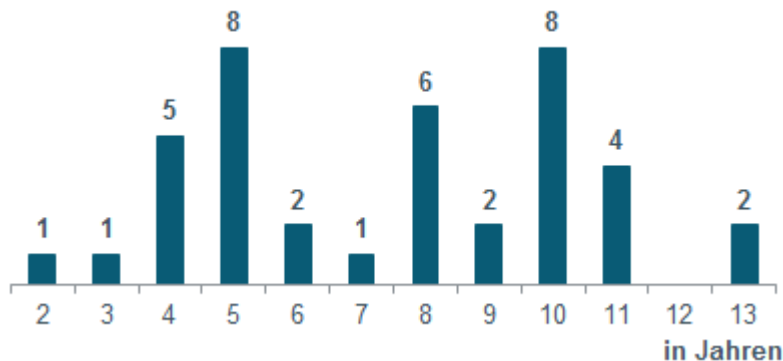


Quelle: Eigene Analyse (kein Anspruch auf Vollständigkeit), IACVA-Datenbank

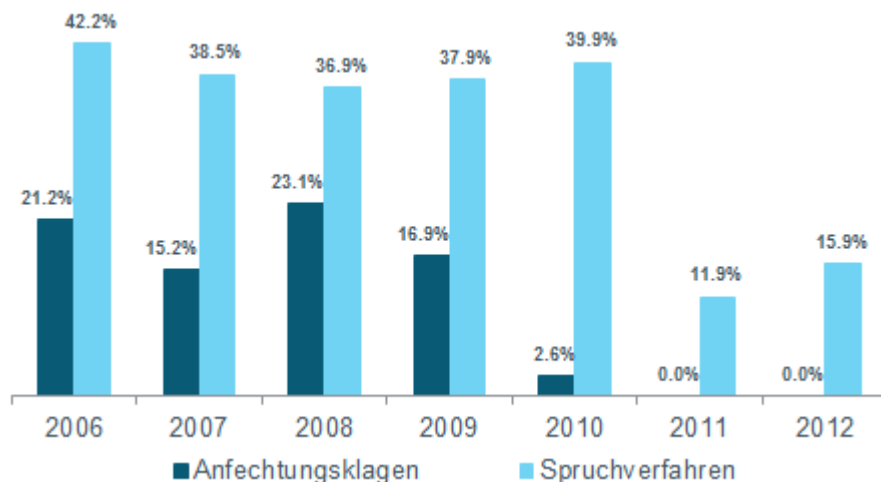


# Spruchverfahren ermöglichen Delisting-Arbitrage und sind die Regel

Dauer (ab HV), der zwischen Okt. 2011 und Dez. 2012 abgeschlossenen Spruchverfahren



Anfechtungsklagen / Spruchverfahren: Renditen durch Nachbesserung



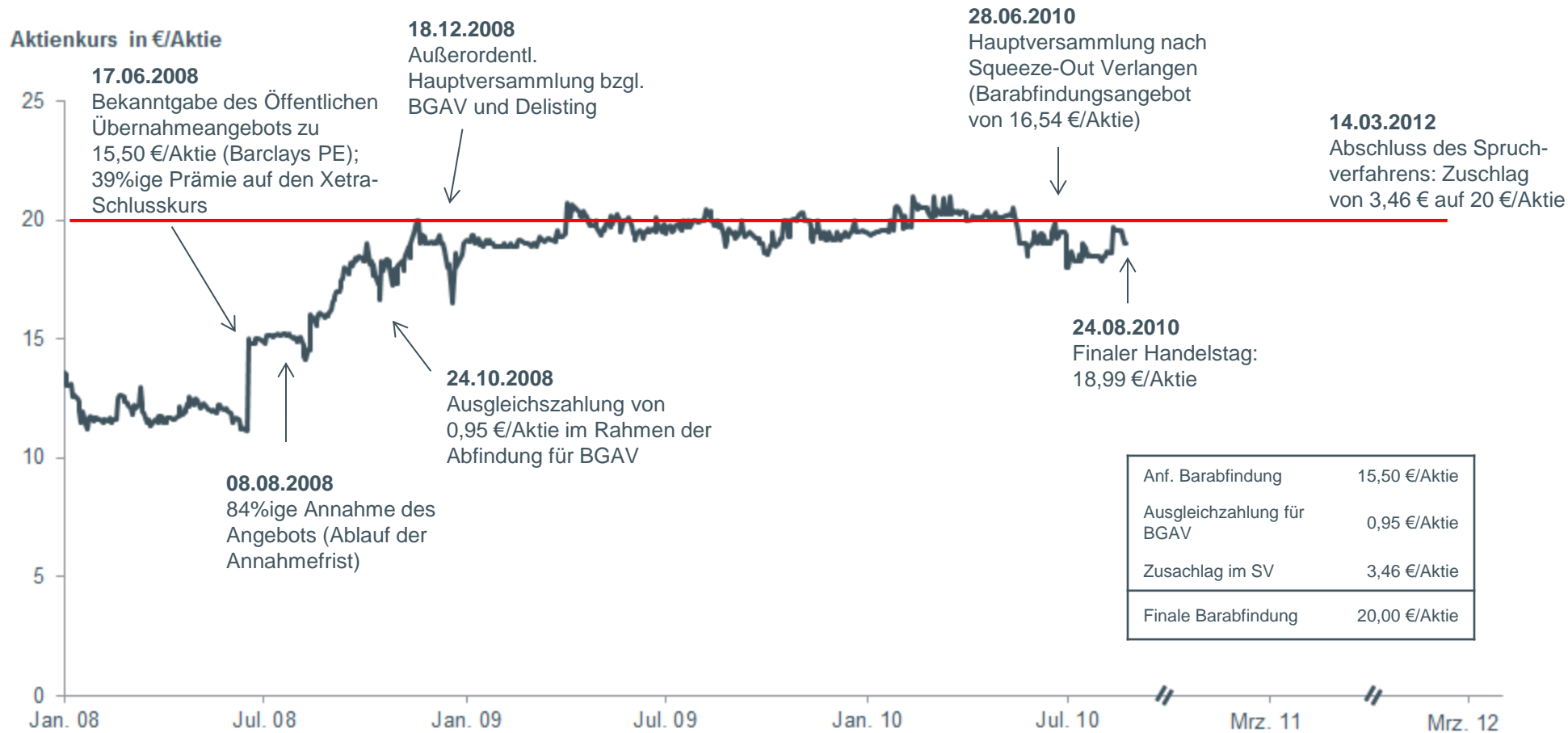
Quellen: Solventis Wertpapierhandelsbank: Endspielstudie 2012 und darauf aufbauende eigene Analysen

- Im Bereich der Delistings gibt es keine uns bekannten Fälle, die ohne Spruchverfahren erfolgen
- Die Verfahren dauern in der Regel mehr als 4 Jahre (im Durchschnitt 13 Jahre)
- Spezial Fonds, wie GREIFF Special Situation Fund und KR Fonds Deutsche Aktien Spezial erwirtschaften zeitweise Überrenditen bei sehr geringer Volatilität
- In den 28 von 40 Fällen in denen es im Zeitraum 9/2011 bis 8/2012 zu einer Nachbesserung im Spruchverfahren kam, wurde eine durchschnittliche Rendite aus Spruchverfahren von 22% erreicht. Die Verzinsung der Nachbesserung liegt bei 5% p.a. über dem Basiszins.
- Im Durchschnitt der 40 Fälle in 2012 lag die Rendite bei rund 16%, was weit unter den Werten der Vergangenheit liegt

# Typischer Verlauf eines Delistings: Der Merger von Deutsche Telekom und T-Online



# In Ausnahmefällen ist auch ein schneller Verlauf möglich, wie sich bei der Computerlinks AG zeigt



BGAV: Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag

---

## Zwischenfazit: Herausforderungen für Investoren bei einem Taking Private in Deutschland

- Bei Übernahmeangebot und Delisting kommen unterschiedliche Bewertungsmethoden zur Anwendung, was insbesondere für internationale Investoren die Komplexität erhöht
- Zunehmende Professionalisierung der Organe der Zielgesellschaften, was auch zu einer Ablehnung von Angeboten führen kann
- Zusammenspiel von Übernahmeangebot, Schwellenwerten und Spruchverfahren sind bei der Planung der Übernahmestrategie zu beachten, da Nachbesserungen die Regel sind
- Zwischen Transaktionssicherheit und Angebotspreis besteht in der Regel ein Trade-Off, doch ist auch mit einem hohen Angebotspreis aktuell kein schnelles Verfahren sicherzustellen (ab HV im Durchschnitt 13 Jahre)
- Börsenzyklen sollten Übernahmeangebote begünstigen, doch ist dies nicht beobachtbar. Rationale Investoren sollten wegen der Relevanz des Börsenkurses als Untergrenze in der Baisse bieten

# Unternehmensbewertungsmethoden im Akquisitionprozess sind nicht widerspruchsfrei

	M&A Strategie	Übernahmeangebot, Fairness Opinion	Gesellschaftsrechtliche Bewertung		Purchase Price Allocation (PPA)	Impairment Test
Funktion	Wertsteigerungsanalyse	Organschutz	Minderheitenschutz	Minderheitenschutz	Rechnungslegung und Kapitalmarktinformation	Rechnungslegung und Kapitalmarktinformation
Wertkonzept	Investor Value	Investor Value	Objektivierter Wert (IDW S1)	Markttypischer Gesamtunternehmenserwerber	Kaufpreis und Fair Value	Fair Value less cost to sell / Value in use
Bewertungsmethode	DCF, Multiples, LBO-Methode, Realoptionen	DCF, Multiples, Börsenkursanalyse	Ertragswert und Börsenkurs, Multiples nur zur Plausibilitätsprüfung	DCF, Multiples, LBO-Analyse, Kursanalyse, Methodenvielfalt	DCF und Methoden zur Intangible-Bewertung	DCF und Multiples
Standards	Best Practice	NASD 2290, DVFA FO-Standard, IDW S8	IDW S1	DVFA Best Practice-Empfehlungen 2012	RS HFA 16, IFRS 3, IAS 38, IFRS 13	RS HFA 16, IAS 36, IFRS 13

## Fazit

- Babylonische Sprachverwirrung in Bezug auf Fair Value, Fairness Opinion und Objektivierten Unternehmenswert
- Unterschiedliche Wertkonzepte können zu signifikanten Wertunterschieden im Verlauf einer Transaktion führen

# Gegenüberstellung Objektivierter Unternehmenswert und Fairness Opinion

## IDW S1 Objektivierter Wert

## Fairness Opinion

	<i>IDW S1 Objektivierter Wert</i>	<i>Fairness Opinion</i>
<b>Unternehmenskonzept, Business Plan und Kapitalkosten</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Bestehendes Unternehmenskonzept</b> und zum Stichtag konkretisierte Maßnahmen:               <ul style="list-style-type: none"> <li>– Basiert auf letztem verabschiedeten Business Plan Stand-alone-Bewertung unter Einbezug „unechter Synergien“</li> <li>– Ausschüttungspolitik einer Alternativanlage im Terminal Value (TV)</li> <li>– <b>Wertbeitrag von Thesaurierung wird normiert mit den Kapitalkosten</b> (keine Wertsteigerung; NPV gleich Null)</li> </ul> </li> <li>• <b>Normierte Kapitalkosten und Kapitalstruktur des verabschiedeten Business Plans</b></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Transaktionsspezifisches Unternehmenskonzept</b> in Bezug auf:               <ul style="list-style-type: none"> <li>– Finanzielle Rahmenbedingung der Transaktionen</li> <li>– Strategie und gesamtes Synergiepotential des (potentiellen) Eigentümers</li> <li>– Investorenspezifische Kapitalstruktur und Ausschüttungspolitik</li> <li>– <b>Unternehmensspezifische Kapitalrendite für Neuinvestitionen</b> im TV (NPV kann positiv sein)</li> </ul> </li> <li>• <b>Investorenspezifische Kapitalkosten und Kapitalstruktur</b></li> </ul>
<b>Bewertungsmethoden</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Ertragswert ist dominant</b>; DCF zulässig, aber nicht angewendet</li> <li>• Börsenkurs als Wertuntergrenze</li> <li>• Multiplikatormethode nur zur Plausibilisierung</li> <li>• Ergebnis ist ein Wertpunkt</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Börsenkurs- und Prämienanalyse, Multiplikatormethode, DCF Methoden und LBO-Bewertungsmodelle</li> <li>• <b>Grundsatz der Methodenvielfalt</b></li> <li>• Ergebnis ist eine Wertbandbreite</li> </ul>
<b>Größeneffekte</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Nein</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• I.d.R Berücksichtigung von Size Premium</li> </ul>
<b>Persönliche Steuern</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Ansatz der Abgeltungssteuer</b></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Keine Berücksichtigung Abgeltungssteuer</b></li> </ul>

---

# Kritik, Herausforderungen und Trends bei Fairness Opinions und der Bestimmung der angemessenen Abfindung

- Fairness Opinion legt nicht die gleichen Informationen offen, wie ein Bewertungsgutachten zur Bestimmung der angemessenen Abfindung
- Fairness Opinions sind zumindest auch in deutscher Übersetzung zu publizieren
- Interessenskonflikte von Fairness Opinion-Ersteller und M&A-Berater
- Anpassung der Marktrisikoprämie bei IDW S1-Bewertungen durch das IDW auf 5,5-7,0% erhöht die Differenz zu Fairness Opinions und internationalen Gepflogenheiten
- Komplexität des Tax-CAPM (bei IDW S1-Bewertungen) steht zunehmend in der Kritik
- Aktuelle Rechtsprechung fordert bei Wahl der Bewertungsmethoden und Wahl der Planungsparameter keine Meistbegünstigung zugunsten der Minderheiten
- Marktbezogene Bewertungsverfahren spielen aktuell bei der Abfindungsbemessung quasi keine Rolle

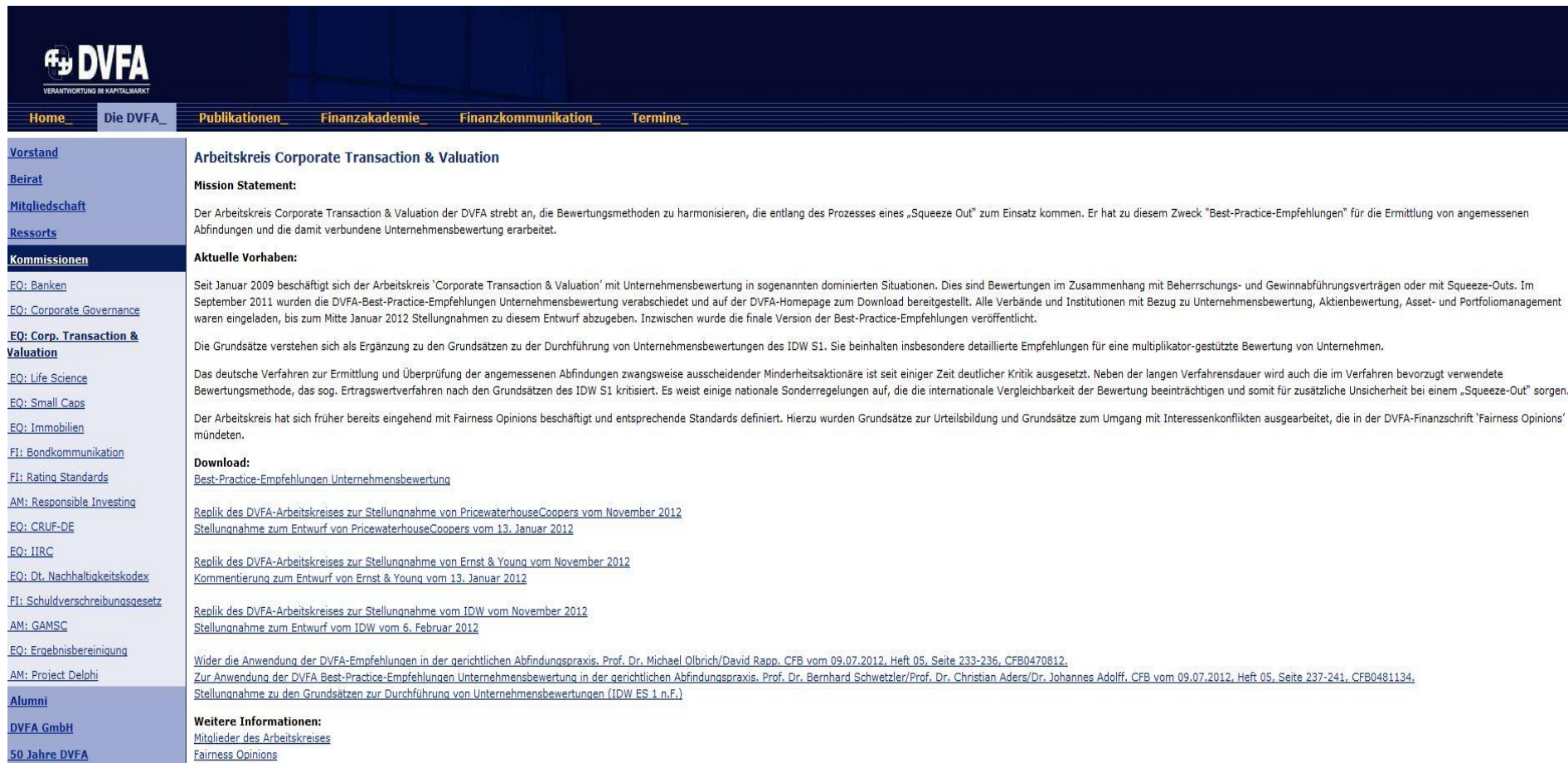
---

# Hinweise für ein professionelle HV-Vorbereitung und Spruchverfahrensvorbereitung

- Enge Zusammenarbeit der Bewerter mit den Rechtsanwälten und Vorbereitung Q&A-Listen mit gestaffelten Antworten sowie Review von Gegenanträgen
- Review YTD Performance und Feedback Management zu aktuellen Entwicklungen
- Szenariofähige Bewertungsmodelle mit Update der Kapitalmarktdaten auf den Bewertungsstichtag
- Stichtagsbestätigung
- Online Zugang zu Research-Datenbanken; Core-Bewertungsteam muss anwesend oder Stand-by sein
- Adressatenorientierung bei der Formulierung der Antworten und Stellungnahmen (für Nicht-Bewertungsspezialisten)
- Methodenvielfalt hilft, Bewertungsergebnisse zu untermauern



# Ein Perspektivenwechsel: Die DVFA-Empfehlungen zur Bestimmung der angemessene Abfindung



The screenshot shows the DVFA website with a dark blue header and a light blue sidebar. The main content area is white with blue links. The DVFA logo is in the top left corner, and the navigation menu is below it. The sidebar contains a list of links for various committees and topics. The main content area is titled 'Arbeitskreis Corporate Transaction & Valuation' and contains sections for 'Mission Statement', 'Aktuelle Vorhaben', 'Download', and 'Weitere Informationen'.

**DVFA**  
VERANTWORTUNG IM KAPITALMARKT

Home Die DVFA Publikationen Finanzakademie Finanzkommunikation Termine

**Vorstand**

**Beirat**

**Mitgliedschaft**

**Ressorts**

**Kommissionen**

[EQ: Banken](#)

[EQ: Corporate Governance](#)

**[EQ: Corp. Transaction & Valuation](#)**

[EQ: Life Science](#)

[EQ: Small Caps](#)

[EQ: Immobilien](#)

[FI: Bondkommunikation](#)

[FI: Rating Standards](#)

[AM: Responsible Investing](#)

[EQ: CRUF-DE](#)

[EQ: IIRC](#)

[EQ: Dt. Nachhaltigkeitskodex](#)

[FI: Schuldverschreibungsgesetz](#)

[AM: GAMSC](#)

[EQ: Ergebnisbereinigung](#)

[AM: Project Delphi](#)

**Alumni**

[DVFA GmbH](#)

[50 Jahre DVFA](#)

**Arbeitskreis Corporate Transaction & Valuation**

**Mission Statement:**

Der Arbeitskreis Corporate Transaction & Valuation der DVFA strebt an, die Bewertungsmethoden zu harmonisieren, die entlang des Prozesses eines „Squeeze Out“ zum Einsatz kommen. Er hat zu diesem Zweck "Best-Practice-Empfehlungen" für die Ermittlung von angemessenen Abfindungen und die damit verbundene Unternehmensbewertung erarbeitet.

**Aktuelle Vorhaben:**

Seit Januar 2009 beschäftigt sich der Arbeitskreis 'Corporate Transaction & Valuation' mit Unternehmensbewertung in sogenannten dominierten Situationen. Dies sind Bewertungen im Zusammenhang mit Beherrschungs- und Gewinnabführungsverträgen oder mit Squeeze-Outs. Im September 2011 wurden die DVFA-Best-Practice-Empfehlungen Unternehmensbewertung verabschiedet und auf der DVFA-Homepage zum Download bereitgestellt. Alle Verbände und Institutionen mit Bezug zu Unternehmensbewertung, Aktienbewertung, Asset- und Portfoliomanagement waren eingeladen, bis zum Mitte Januar 2012 Stellungnahmen zu diesem Entwurf abzugeben. Inzwischen wurde die finale Version der Best-Practice-Empfehlungen veröffentlicht.

Die Grundsätze verstehen sich als Ergänzung zu den Grundsätzen zu der Durchführung von Unternehmensbewertungen des IDW S1. Sie beinhalten insbesondere detaillierte Empfehlungen für eine multiplikator-gestützte Bewertung von Unternehmen.

Das deutsche Verfahren zur Ermittlung und Überprüfung der angemessenen Abfindungen zwangsweise ausscheidender Minderheitsaktionäre ist seit einiger Zeit deutlicher Kritik ausgesetzt. Neben der langen Verfahrensdauer wird auch die im Verfahren bevorzugt verwendete Bewertungsmethode, das sog. Ertragswertverfahren nach den Grundsätzen des IDW S1 kritisiert. Es weist einige nationale Sonderregelungen auf, die die internationale Vergleichbarkeit der Bewertung beeinträchtigen und somit für zusätzliche Unsicherheit bei einem „Squeeze-Out“ sorgen.

Der Arbeitskreis hat sich früher bereits eingehend mit Fairness Opinions beschäftigt und entsprechende Standards definiert. Hierzu wurden Grundsätze zur Urteilsbildung und Grundsätze zum Umgang mit Interessenkonflikten ausgearbeitet, die in der DVFA-Finanzschrift 'Fairness Opinions' mündeten.

**Download:**

[Best-Practice-Empfehlungen Unternehmensbewertung](#)

[Replik des DVFA-Arbeitskreises zur Stellungnahme von PricewaterhouseCoopers vom November 2012](#)  
[Stellungnahme zum Entwurf von PricewaterhouseCoopers vom 13. Januar 2012](#)

[Replik des DVFA-Arbeitskreises zur Stellungnahme von Ernst & Young vom November 2012](#)  
[Kommentierung zum Entwurf von Ernst & Young vom 13. Januar 2012](#)

[Replik des DVFA-Arbeitskreises zur Stellungnahme vom IDW vom November 2012](#)  
[Stellungnahme zum Entwurf vom IDW vom 6. Februar 2012](#)

[Wider die Anwendung der DVFA-Empfehlungen in der gerichtlichen Abfindungspraxis. Prof. Dr. Michael Olbrich/David Rapp. CFB vom 09.07.2012, Heft 05, Seite 233-236, CFB0470812.](#)

[Zur Anwendung der DVFA Best-Practice-Empfehlungen Unternehmensbewertung in der gerichtlichen Abfindungspraxis. Prof. Dr. Bernhard Schwetler/Prof. Dr. Christian Aders/Dr. Johannes Adloff. CFB vom 09.07.2012, Heft 05, Seite 237-241, CFB0481134.](#)

[Stellungnahme zu den Grundsätzen zur Durchführung von Unternehmensbewertungen \(IDW ES 1 n.F.\)](#)

**Weitere Informationen:**

[Mitglieder des Arbeitskreises](#)

[Fairness Opinions](#)

DVFA: Arbeitskreis Corporate Transaction & Valuation  
[http://www.dvfa.de/die\\_dvfa/kommissionen/valuation/dok/35323.php](http://www.dvfa.de/die_dvfa/kommissionen/valuation/dok/35323.php)

---

# Vielen Dank für Ihre Aufmerksamkeit!



**Prof. Dr. Christian Aders**

Managing Director  
Duff & Phelps GmbH  
Leopoldstraße 8  
80802 München  
Tel .: +49 89 388 884 100  
Mobile: +49 172 850 4839  
[christian.aders@duffandphelps.com](mailto:christian.aders@duffandphelps.com)

**Prof. Dr. Christian Aders**

Managing Director  
Value-Trust Financial Advisors GmbH  
Leopoldstraße 8  
80802 München  
Tel .: +49 89 388 790 0  
Mobile: +49 172 850 4839  
[christian.aders@valueandtrust.com](mailto:christian.aders@valueandtrust.com)