

Fairness Opinion

Grundlagen, Empirie und aktuelle Entwicklungen

Prof. Dr. Christian Aders

Eine Fairness Opinion ist kein Mittel zur Preisfindung, sie würdigt aber gebotene Angebotspreise für eine individuelle Partei aus finanzieller Sicht

Stellungnahme eines unabhängigen Sachverständigen zur Angemessenheit (Fairness) einer angebotenen Leistung (Bar- und / oder Aktienangebot) aus finanzieller Sicht

Fair Price

- **Vergleich des Angebotspreises** mit dem **Wert** des betreffenden Unternehmens zu einem bestimmten Stichtag
- Auf Grund des gebotenen Preises darf es jedenfalls zu **keiner Verschlechterung der finanziellen Position** des „informierten“ Verkäufers/Käufers kommen
- Ökonomisch sollte die Durchführung der Transaktion zum Vorteil des Käufers bzw. Verkäufers sein. Die Fairness Opinion (FO) kann insofern **auch die Kaufpreisbeurteilung unter Berücksichtigung der Aufteilung von finanziellen Vorteilen der Transaktion** (Synergien) umfassen

Fair Dealing*

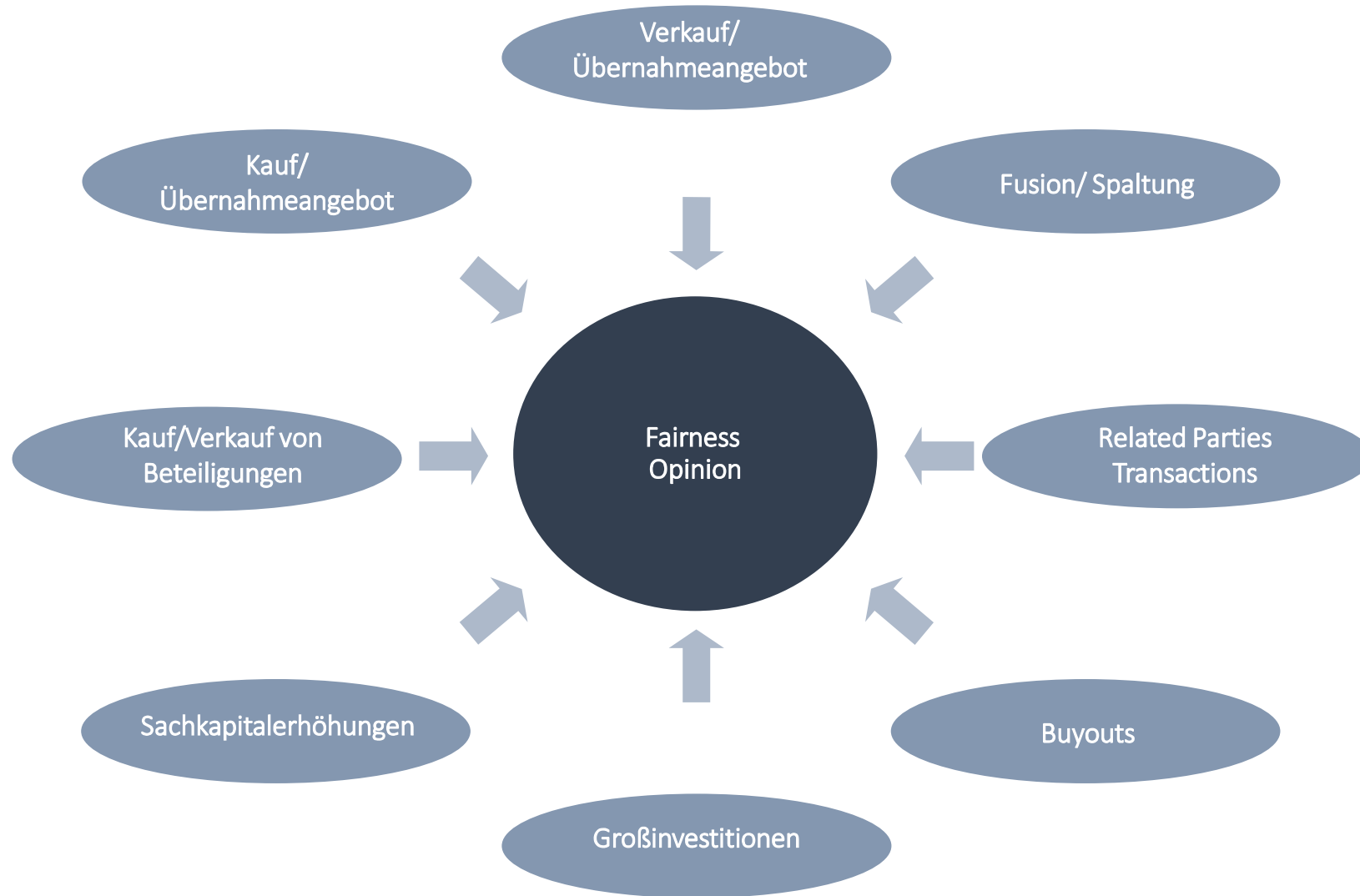
- Dokumentation der Einhaltung von arm's-length Prozessen bei der Entscheidungsfindung
- Stellungnahme zum Prozess und zu weiteren (nicht finanziellen) Rahmenbedingungen einer Transaktion
- **Ein Bieterprozess ersetzt jedoch nicht die Validierung der Kaufs- oder Verkaufsentscheidung durch eine Fairness Opinion**

Die Fairness Opinion ist:

- keine eigenständige Bewertung zur Ermittlung eines Angebotspreises, Due-Diligence-Prüfung oder insbesondere **keine Garantie des „besten“ Preises**
- eine **zeitpunktbezogene finanzielle Würdigung** der **spezifischen Transaktionssituation**
- formell ein **(Fairness) Opinion Letter** (ggf. zur Publikation) und ein **Valuation Memorandum**

*in der Praxis meist ausgeschlossen

Anlässe einer Fairness Opinion sind nicht-dominierte Unternehmenstransaktionen in unterschiedlichen Transaktionsstrukturen



Fairness Opinions liefern einen wichtigen Beitrag zum Schutz von Organen und Aktionären

1

Schutzfunktion

- **Schutz der Organe vor Haftungsrisiken** im Rahmen der Business Judgement Rule (§84 AktG und § 25 GmbHG)
- **Dokumentation** der
 - Einhaltung eines **Prozesses „at arm’s-length“**
 - **Erfüllung der Sorgfaltspflicht** i.S.d. „angemessenen Information“ und „Handelns zum Wohle der Gesellschaft“

2

Validierungsfunktion

Validierung der

- **Entscheidung zum Kauf / Verkauf des Zielunternehmens** auf Basis fundierter finanzwirtschaftlicher Analysen
- **Würdigung durch unabhängigen Dritten**, insbesondere bei Interessenkonflikten der Organe
- **Fairness Opinion eines Transaktionsberaters (dazu Second Opinion)**

3

Informationsfunktion

- **Bereitstellung Kapitalmarktinformationen**, wie z.B. vergleichbare Transaktionen, Börsen- und Transaktionsmultiplikatoren, Kursdaten von Peer Group-Unternehmen als Entscheidungshilfe für die Organe
- **Einschätzung eines mit M&A Transaktionen vertrauten unabhängigen Dritten**

4

Transparenzfunktion

- Schaffung von **Transparenz hinsichtlich der Entscheidungsgründe der Organe**
- Auch als **Instrument in der Kommunikation gegenüber Aktionären** einsetzbar, insbesondere bei Zustimmungserfordernis der Hauptversammlung
- Bei **Äußerungen nach § 14 UEBG** ist das Ergebnis der Fairness Opinion häufig in die Stellungnahme der Organe eingebunden. Diese dient der **Reduzierung von Informationsasymmetrien zwischen den Aktionären und den Organen der Zielgesellschaft**

Funktionen
der Fairness Opinion

Die Bewertungsmethoden im Akquisitionsprozess sind nicht widerspruchsfrei und können konzeptionell zu Wertunterschieden führen

	M&A Strategie	Übernahmeangebot, Fairness Opinion	Gesellschaftsrechtliche Bewertung		PPA / Impairment Test	Wert- management	Restrukturierung/ Sacheinlage
Funktion	Wertsteigerungs- analyse	Organschutz	Minderheiten- schutz	Minderheitenschutz	Rechnungslegung und Kapitalmarkt- information	Wertsteigerungs- und Portfolio- analyse, M&A- Initiativen	Gläubiger- und Aktionärschutz
Wertkonzept	Investor Value	Investor Value	Objektivierter Wert	Verkehrswert (Markttypischer Gesamt- unternehmens- erwerber)	Fair Value, Fair Value less cost to sell / Value in use	Investor Value	Beizulegender Zeitwert
Bewertungs- methode	DCF, Multiples, LBO-Methode, Realoptionen	DCF, Multiples, Börsenkursanalyse	Ertragswert, Börsenkurs, Multiples nur zur Plausibilitäts- prüfung	DCF, Multiples, LBO- Analyse, Kursanalyse, Methodenvielfalt	Methoden zur Asset-Bewertung, DCF, Multiples	DCF, Multiples, LBO-Methode, Realoptionen	Börsenkurs, DCF, Multiples, Liquidationswert
Standards	Best Practice, IVS	FINRA 5150, DVFA FO- Standard 2008	KFS/BW1	DVFA Best Practice- Empfehlungen 2012	IFRS 3, IAS 38, IAS 36 / IFRS 13 IVS 2020, IVS	Best Practice	§25 AktG, § 26 AktG § 150 AktG, IVS

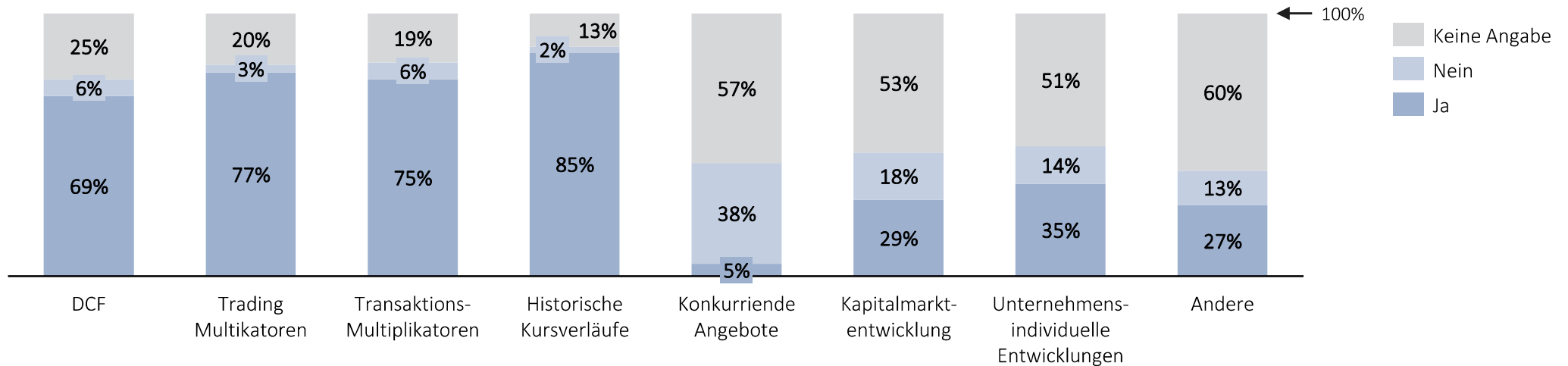
Update veröffentlicht:

Veröffentlichung der DVFA Fairness Opinion
Empfehlungen im März 2023

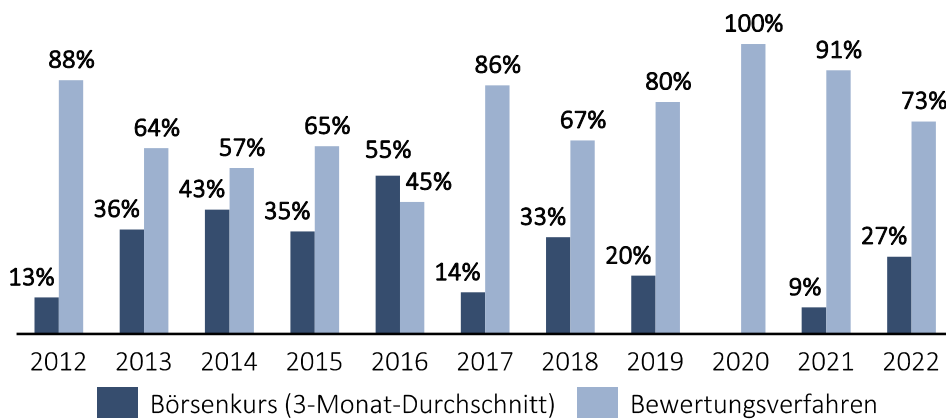
Bei Fairness Opinions dominieren die international gebräuchlichen Bewertungsmethoden; das Ertragswertverfahren dominiert (noch) bei Abfindungsermittlung



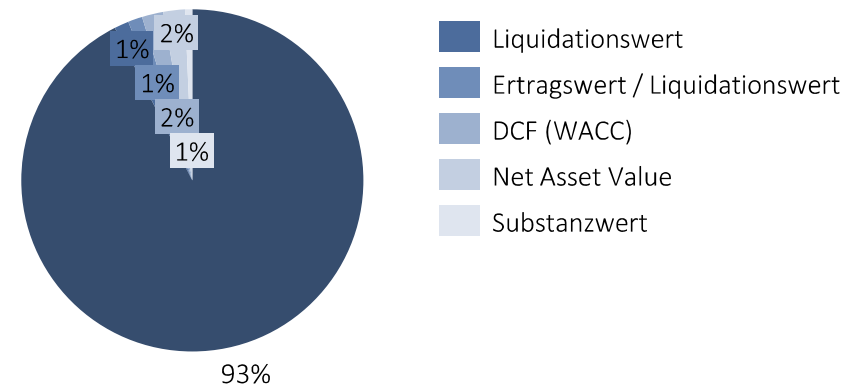
Fairness Opinions – Angewandte Bewertungsmethoden 2011 – 2022



Bewertungsmethode zur Festlegung der Barabfindung*



Abfindungsermittlung - Angewandte Bewertungsmethoden 2012 – 2022*



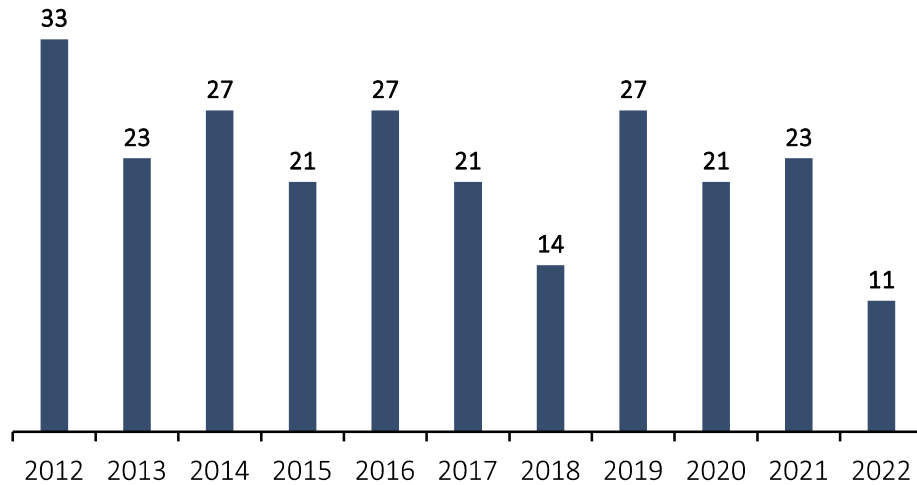
* Enthalten sind alle Beschlüsse, die innerhalb des angegebenen Zeitraums gefasst wurden und zum 31.12.2022 wirksam waren.

Quelle: PVT/Finexpert, ParkView Partners Analyse

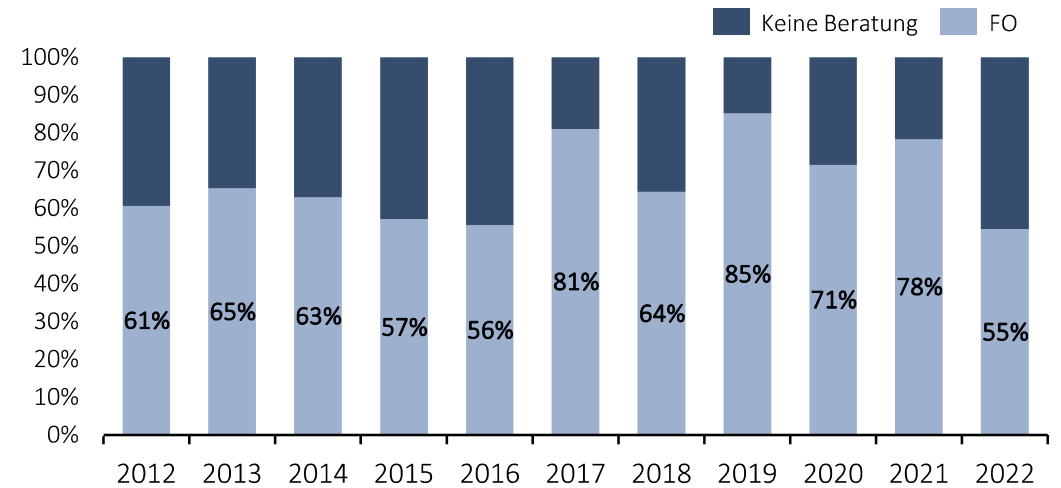
Die Einholung von Fairness Opinions ist Best Practice bei P2P



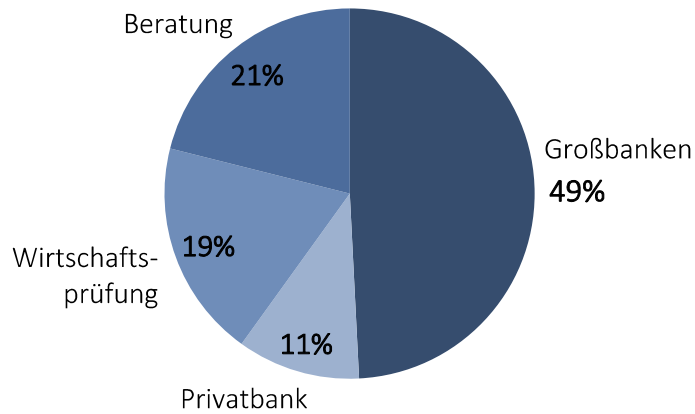
Anzahl an öffentlichen Übernahmeangeboten*



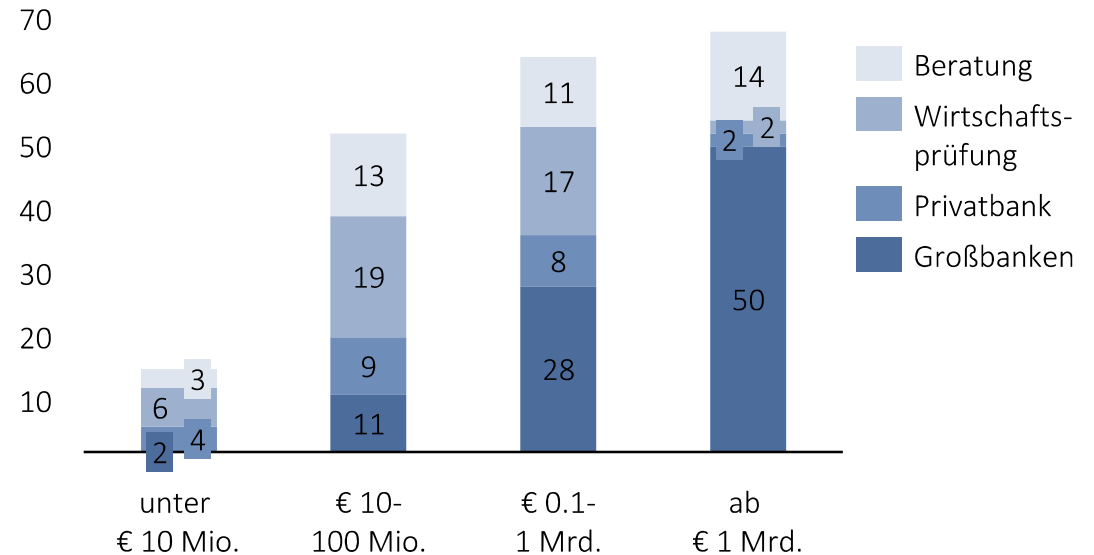
Anteil erstellter Fairness Opinions bei Übernahmeangeboten*



Fairness Opinions nach Ersteller 2012 – 2022



Anzahl Fairness Opinions nach Ersteller 2012 – 2022

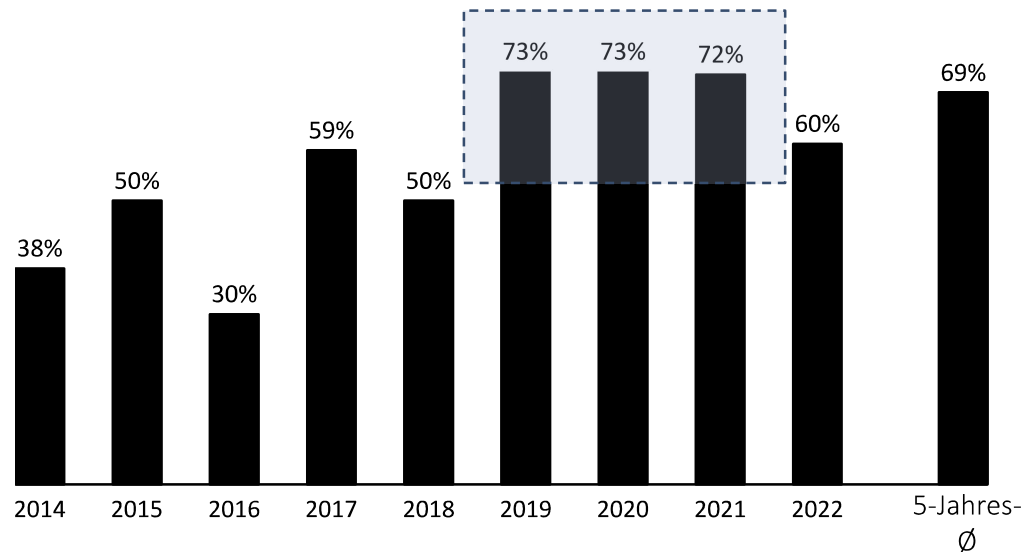


* Einschließlich sowohl Primär- als auch Sekundärangebote und ausschließlich Delisting-Angebote
Quelle: PVT/Finexpert, ParkView Partners Analyse

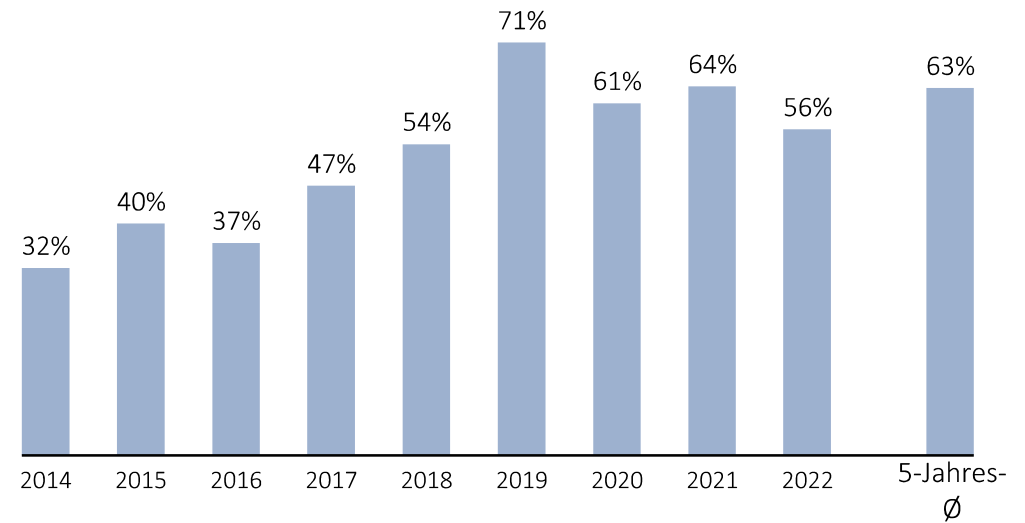
Die Ersteller der Fairness Opinions sind überwiegend Transaktionsberater, was bei erfolgsabhängiger Vergütung die Qualität der Fairness Beurteilung in Frage stellen könnte



Fairness Opinions von Transaktionsberatern



Konfliktquote* von Transaktionen mit Fairness Opinions



Zwischenfazit

- Einholung von Fairness Opinions ist bei M&A börsennotierter und -fähiger Unternehmen mittlerweile Best Practice
- Sie werden überwiegend von Transaktionsberatern erstellt, die u.a. durch eine erfolgsabhängige Vergütung incentiviert sind
- Bei Betrachtung je Transaktion überwiegt im Durchschnitt der Anteil der Fairness Opinions der Transaktionsberater

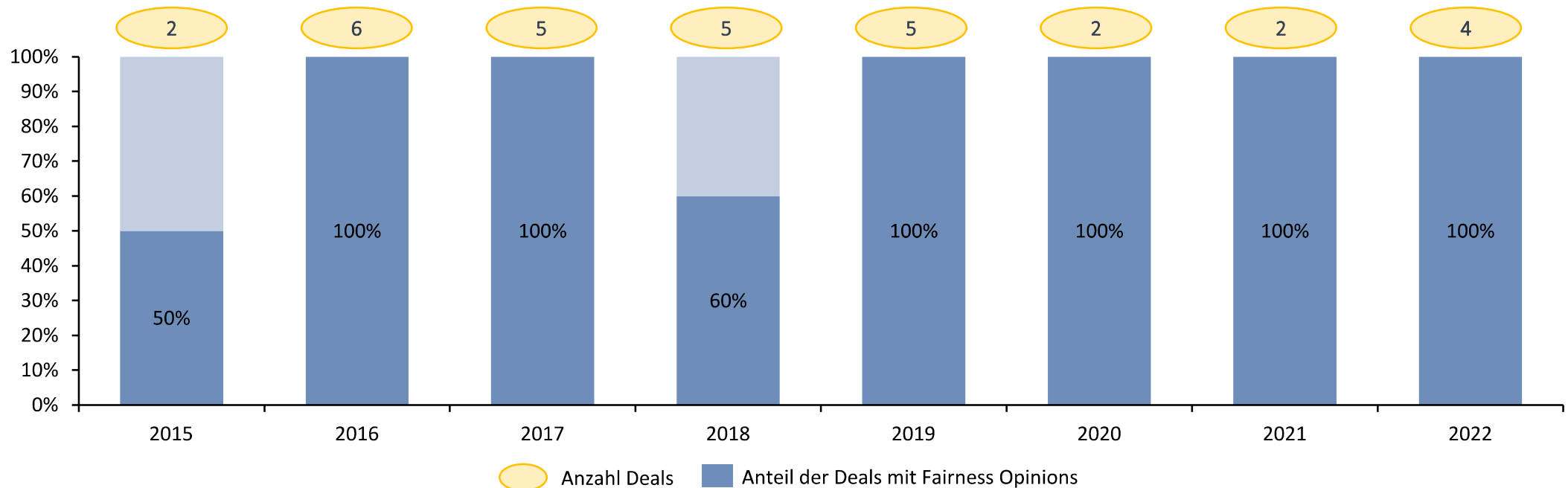
*Die Konfliktquote bezeichnet den Anteil der von den Transaktionsberatern abgegebenen Fairness Opinions im Verhältnis zur gesamten Anzahl der Fairness Opinions bei einer Transaktion. Wenn alle Fairness Opinions in einer Transaktion von unabhängigen Gutachtern verfasst werden, die nicht als Transaktionsberater fungieren, ist die Konfliktquote null. Wenn hingegen der Transaktionsberater eine Fairness Opinion erstellt hat und keine zusätzliche unabhängige Opinion eingeholt wurde, dann hat die Transaktion eine Konfliktquote von 100%.

Quelle: PVT/Finexpert, ParkView Partners Analyse

In der Schweiz wurden in den letzten 4 Jahren bei allen erfolgreichen öffentlichen Übernahmeangeboten Fairness Opinions beauftragt



Anteil erstellter Fairness Opinions bei erfolgreichen öffentlichen Übernahmeangeboten



Fairness Opinions bei Übernahmeangeboten

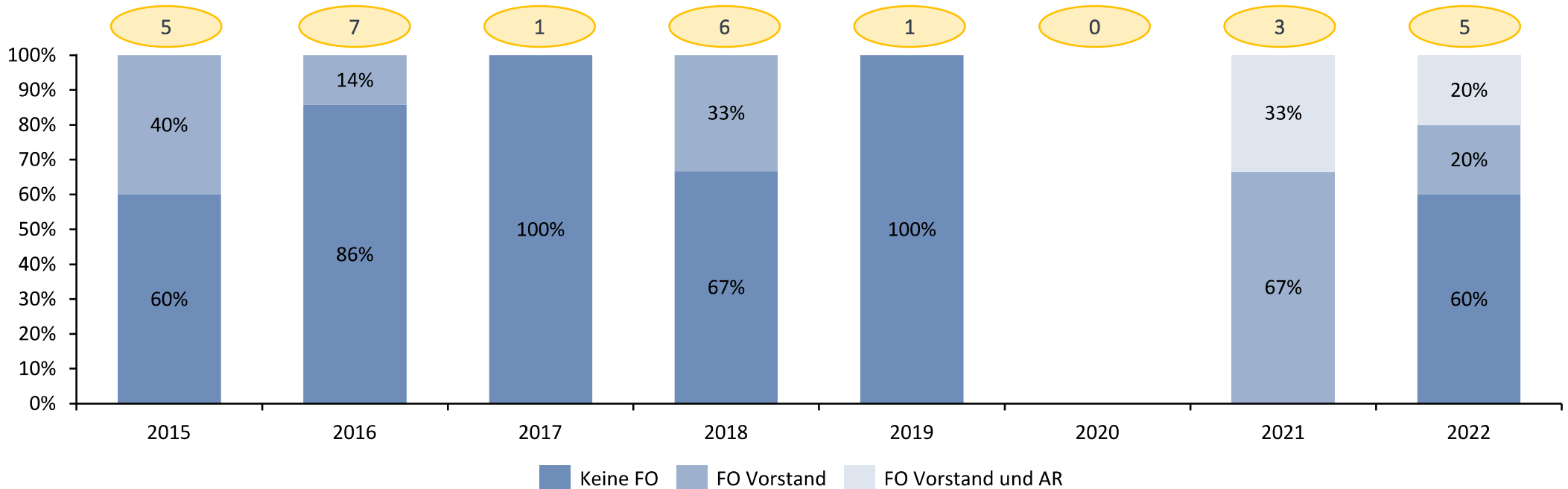
- Bei allen erfolgreichen öffentlichen Übernahmeangeboten seit 2019 hat der **Verwaltungsrat eine Fairness Opinion beauftragt**.
- In der Schweiz muss der **Verwaltungsrat** der Zielgesellschaft grundsätzlich in einem **Bericht zu einem öffentlichen Übernahmeangebot Stellung nehmen** (Art. 30 Übernahmeverordnung (UEV) der Schweizer Übernahmekommission).
- Stützt sich die Empfehlung des Verwaltungsrats u.a. auf eine Fairness Opinion, so wird diese **integrierender Bestandteil des Berichts**. Die **Bewertungsgrundlagen, die Bewertungsmethode und die angewandten Parameter sind offenzulegen** (gem. Art. 30 UEV).
- ValueTrust hat in 2020 die Fairness Opinion zur öffentlichen **Übernahme der Sunrise Communications Group AG (Deal Volumen: €6,4 Mrd.) durchgeführt**.

Quelle: www.takeover.ch ab Mai 2023, ParkView Partners Analyse

Es werden bei rd. 36% der öffentlichen Übernahmeangebote in Österreich Fairness Opinions beauftragt



Anteil erstellter Fairness Opinions bei erfolgreichen öffentlichen Übernahmeangeboten



Fairness Opinions bei Übernahmeangeboten

- Bei **36%** der öffentlichen Übernahmeangebote seit 2015 hat **der Vorstand eine Fairness Opinion beauftragt**.
- Bei **20%** der Übernahmeangebote, bei welchen sich der Vorstand eine Fairness Opinion eingeholt hat, hat der **Aufsichtsrat zusätzlich eine Fairness Opinion** erstellen lassen.
- Wenngleich der **Bericht des Sachverständigen nach §13 ff. UEBG** die **Gesetzmäßigkeit der finanziellen Gegenleistung** analysiert, **beinhaltet dieser weder eine Fundamental- noch Marktbewertung** und **ersetzt somit keine Fairness Opinion**.

Perspektive des Auftraggebers unter Berücksichtigung von Synergien



Grundlegende Beurteilungskriterien

- Beurteilung der Fairness erfolgt durch **Gegenüberstellung des Werts der angebotenen Gegenleistung und dem Wert des Unternehmens**
- Beurteilung erfolgt nach **rein finanziellen Kriterien aus der Perspektive des Auftraggebers**
- Es erfolgt keine Analyse, ob mit anderen Parteien ein besserer Preis hätte realisiert werden können
- Ggf. sind weitere Abreden, wie variable Kaufpreisbestandteile, Garantien oder Service Agreements in die Würdigung einzubeziehen
- **Durchführung eines Bieterprozesses** nicht ausreichend zur Beurteilung der Angemessenheit

Zwei Perspektiven

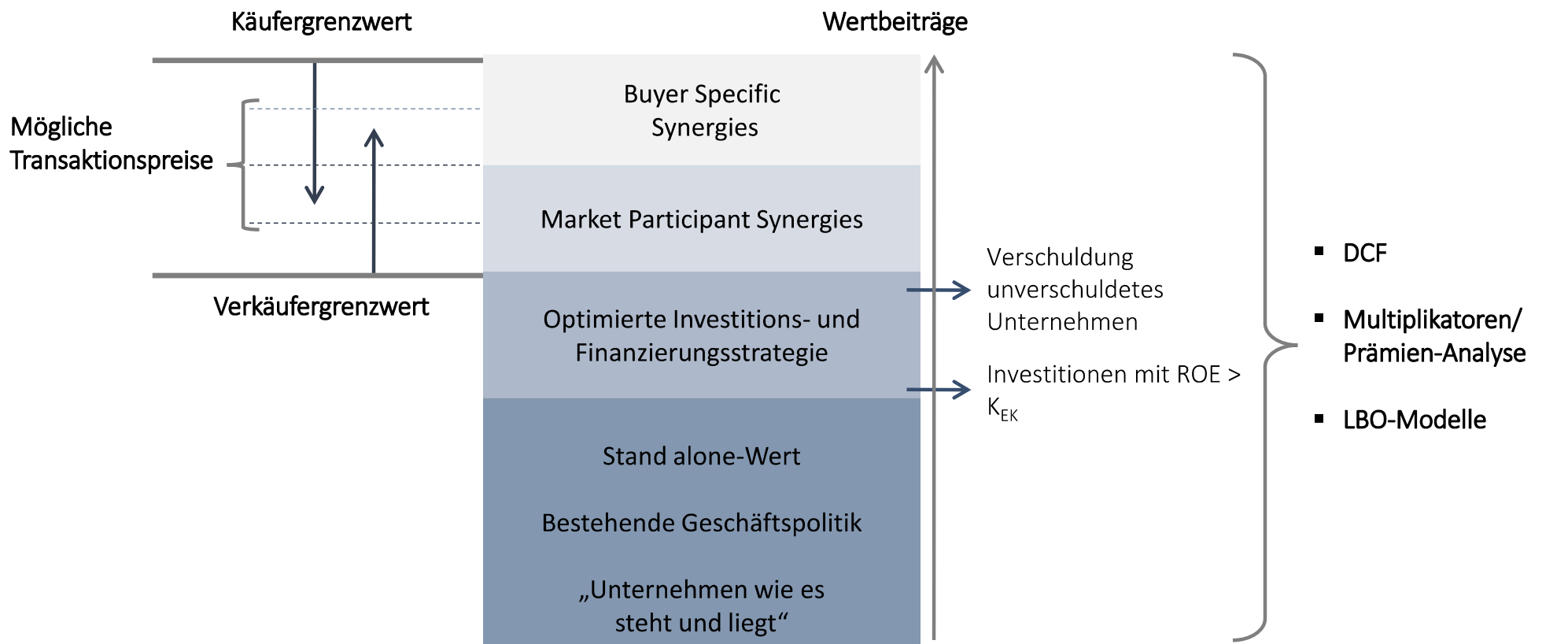
1. Bieterperspektive

- **Wert des Zielunternehmens inkl. der käuferindividuellen (Netto-) Synergien liegt über dem Wert der gebotenen Gegenleistung/ Preis**
- Im Regelfall werden aus der Transaktion Synergien erwartet
- Der gezahlten Übernahmeprämie (gegenüber dem Börsenkurs) liegt eine vom Käufer (implizit) vorgenommene Allokation der gesamten finanziellen Vorteile zugrunde
- Bei Aktientausch ist der Wert des Zielunternehmens und der Wert des Bieters zu bestimmen
- Weicht das Umtauschverhältnis vom Stand-Alone Wert ab, kann dies durch die Synergieverteilung gerechtfertigt sein

2. Verkäuferperspektive

- **6M-VWAP** ist – neben der Vorerwerbsschwelle – **Mindestangebotspreis** gemäß § 26 Abs. 1 UEBG bei öffentlichen Übernahmen.
- **Wert der Gegenleistung/ Preis liegt über dem Wert des Zielunternehmens (unter Berücksichtigung möglicher finanzieller Verbundeffekte im Konzern des Verkäufers)**
- Einbezug der Übernahmeprämie empfohlen (**DVFA Empfehlungen 2008 waren jedoch unspezifisch**)
- **Die Würdigung der Übernahmeprämie ist auch aus Verkäufersicht mit der Analyse von Synergien und deren Allokation verbunden**

Marktübliche Synergien, die auch mit Dritten realisiert werden können, sind zu berücksichtigen, was zu einer Konvergenz verschiedener Bewertungsstandards führt



Methodische Grundsätze: Methodenvielfalt erfordert Gesamtwürdigung

Methodenvielfalt

- Anwendung **mehrerer gleichrangiger Bewertungsmethoden** empfohlen
- **Kapitalwertorientierte Bewertungsmethoden**, wie z.B. die Discounted Cashflow-Methode
- **Marktorientierte Bewertungsmethoden** der Börsen- und Transaktionsmultiplikatoren sowie der Börsenkursanalyse wird empfohlen
- **Börsenkurse** sind auf ihre **Eignung zu prüfen**
- **Abweichungen vom Grundsatz der Gleichrangigkeit sind zu begründen**

Stichtagsprinzip

- Stichtag der Fairness Beurteilung ist der Zeitpunkt der Entscheidung der Organe zur Durchführung der Transaktion
- Es ist nur der Informationsstand zu berücksichtigen, der bei angemessener Sorgfalt zum Bewertungsstichtag hätte erlangt werden können (Wertaufhellung irrelevant)

Wertbandbreiten

- Der **Unternehmenswert stellt eine Schätzung dar**
- Der Sensitivität der einzelnen Parameter ist durch die **Darstellung von Wertbandbreiten Rechnung zu tragen**

Fairness Konklusion

- Die Fairness Konklusion basiert auf einer **Gesamtwürdigung der Bewertungsergebnisse** und der **Vor- und Nachteile** einzelner Bewertungsmethoden im **Einzelfall**
- **Es ist ausreichend, dass der Ersteller zu der Überzeugung gelangt, dass der Wert der Gegenleistung für den Käufer bzw. Verkäufer vorteilhaft ist**
- Eine Verdichtung der (angemessenen) Wertbandbreiten ist nicht erforderlich, **d.h. kein Punktwert erforderlich**
- In der Fairness Konklusion **kann** darauf hingewiesen werden, ob die Gegenleistung nach dem Maßstab der **Stand-alone Bewertung angemessen** ist und eine **angemessene Teilhabe an Synergien widerspiegelt**

Wesentliche Empfehlungen der überarbeiteten DVFA Grundsätze 2023



1.

Einholung von Fairness Opinion zur Absicherung der Organe und Vermeidung schlechter unternehmerischer Entscheidungen

2.

Einholung getrennter Fairness Opinions bei Interessenskonflikten und Zustimmungserfordernissen des Aufsichtsrats

3.

Auswahl eines unabhängigen Fairness Opinion-Erstellers und Offenlegung von Interessenskonflikten

4.

Grundsatz der Methodenvielfalt, der Ermittlung von Wertbandbreiten und der Beachtung des Stichtagsprinzips

5.

Berücksichtigung der Synergien und deren Allokation

6.

Offenlegung von Wertbandbreiten im Opinion Letter (optional auch mehr Information)

7.

Fairness Konklusion auf Basis der ermittelten Wertbandbreiten unter Abwägung der Vor- und Nachteile der Bewertungsmethoden als Gesamtwürdigung zur finanziellen Angemessenheit der Transaktion

Case Study: Angebot der IMMOFINANZ AG zur Übernahme der S IMMO AG



Transaktionshintergrund



- Die **IMMOFINANZ AG** („IMMOFINANZ“) mit Sitz in Österreich erwirbt, entwickelt und verwaltet hauptsächlich Büro-, Einzelhandels-, Hotel- und Wohnimmobilien in Mitteleuropa.
- Die **S IMMO AG** („S IMMO“) ist eine Immobilien-Investmentgesellschaft mit Sitz in Wien und investiert vorwiegend in Büros, gewerbliche Objekte, Hotels und Wohnimmobilien in der Europäischen Union mit Fokus auf Österreich und Ungarn.
- Am **19. Mai 2021** veröffentlichte die IMMOFINANZ AG ein **öffentliches Übernahmeangebot** zum Erwerb von Aktien an der S IMMO AG (es gab kein Business Combination Agreement).
- Stand **19. Mai 2021** hielt die IMMOFINANZ AG **19.499.437 Aktien**, ca. 26,5% des Grundkapitals, an der S IMMO AG und wollte bis zu **51.432.587 Aktien**, ca. 69,9% des Grundkapitals*, zum Preis von **EUR 22,25 je Aktie** akquirieren.
- Verglichen zum **6-Monats-VWAP** (EUR 15,86) vor Bekanntgabe des beabsichtigten Übernahmeangebots (12. März 2021) entsprach der Angebotspreis einer Prämie von **40,3%** (EUR 6,39), jedoch verglichen zum 6-Monats-VWAP vor der COVID-19-Pandemie (EUR 22,26) einem Abschlag von -0,1% (EUR -0,01).

Ergebnis der Fairness Opinion

- Im Rahmen des Übernahmeangebots der IMMOFINANZ hat die S IMMO J.P. Morgan beauftragt, die **finanzielle Angemessenheit des Angebots zu beurteilen**.
- Die „Inadequacy Opinion“ kam zu dem Schluss, dass der Angebotspreis von **EUR 22,25 je Aktie** (abzüglich Dividende) nicht angemessen ist.
- Der **Vorstand der S IMMO** führte in seiner Äußerung nach § 14 UEBG aus, dass das Angebot nicht überzeugt und **empfahl den Aktionären, das Angebot nicht anzunehmen**, da es nicht den fairen inneren Wert der Gesellschaft reflektiere.










Ergebnis der Transaktion

- Die IMMOFINANZ hatte an das Zustandekommen des Übernahmeangebots die Bedingung gestellt, dass das auf 15% begrenzte Höchststimmrecht aus der Satzung der S IMMO AG gestrichen werden soll.
- In der außerordentlichen Hauptversammlung am 24. Juni 2021 wurde die Aufhebung des Höchststimmrechts von den Aktionären der S IMMO abgelehnt; **das Übernahmeangebot der IMMOFINANZ war somit nicht erfolgreich**.
- Es erfolgte kein weiteres Angebot der IMMOFINANZ.

* Der Bestand von eigenen Aktien war vom Angebot ausgenommen.

Source: Capital IQ, Mergermarket, www.takeover.at (Mai 2023), ParkView Partners Analyse

Fairness Opinions werden nicht nur bei öffentlichen Übernahmen, sondern auch bei vielen anderen relevanten Transaktionen beauftragt

<p>Fairness Opinion</p>  <p>on the disposal of two resort hotels</p> <p>Provided a fairness opinion in connection with the transaction</p>	<p>Fairness Opinion</p>  <p>on the acquisition of</p>  <p>Provided a fairness opinion in connection with the acquisition by EQT Future</p>	<p>Fairness Opinion</p>  <p>on the sale of its WCS unit Leoni Schweiz AG to a consortium of buyers</p> <p>Provided a fairness opinion to the Board of Directors of Leoni AG in accordance with DVFA Standards</p>	<p>Fairness Opinion</p>  <p>on the acquisition of</p>  <p>Provided a fairness opinion on the adequacy of the exchange ratio offered for Lavego shares</p>
<p>Fairness Opinion</p> <p>an international private equity firm</p> <p>in the context of a fund-to-fund transaction involving</p> <p>a leading provider of drug delivery solutions</p> <p>Provided a fairness opinion to the investment committee in connection with the transaction</p>	<p>Fairness Opinion</p>  <p>in the context of a fund-to-fund transaction involving</p>  <p>Provided a fairness opinion in connection with the transaction</p>	<p>Fairness Opinion</p>  <p>on the acquisition of a European professional service firm</p> <p>Provided a fairness opinion in connection with the transaction</p>	<p>Fairness Opinion</p>  <p>on an undisclosed transaction in the mobility services sector</p> <p>Provided a fairness opinion in connection with the transaction</p>

*Projekte von Mitarbeitern der PVT Financial Advisors SE

WT

**DVFA – Neue Fairness Opinion
Grundsätze | Rechtliche
Einleitung**

Florian Kuszner | 11.05.2023

Ausgangspunkt Organpflichten

- § 84 Abs 1 AktG
„... Sorgfalt eines **ordentlichen** und **gewissenhaften** Geschäftsleiters ...“
- Business Judgement Rule (§ 84 Abs 1a AktG)
„... handelt **jedenfalls im Einklang** mit der [gebotenen] Sorgfalt, wenn ...
 - unternehmerische Entscheidung
 - keine sachfremden Interessen (= frei von Interessenkonflikten)
 - auf Grundlage angemessener Informationen
 - berechtigte Annahme, dass Handlung zum Wohl des Unternehmens[...]“
- Für die Sorgfaltspflicht und Verantwortlichkeit von **AR-Mitgliedern** gilt § 84 AktG sinngemäß (§ 99 AktG)

Allgemeine Sorgfaltsgrundsätze

- oberste Leitlinie ist **Unternehmenswohl**
- Organmitgliedern kommt bei unternehmerischen Entscheidungen ein **weiter Ermessensspielraum** zu
- auch **Unterlassen einer Handlung** kann sorgfaltswidrig sein
- welche Handlungen im Einzelfall zu setzen bzw zu unterlassen sind, ist
 - nach der Übung des redlichen Verkehrs
 - unter Zugrundelegung der **besonderen Verhältnisse der [konkreten] Gesellschaft** (Größe, eingesetztes Vermögen, Art des Gesellschaftsgegenstands, wirtschaftliche Lage, etc.)
 - unter Berücksichtigung der **konkreten Maßnahme / der konkreten Transaktion**zu bestimmen.
- Haftung bereits bei **leichter Fahrlässigkeit** (ie wenn selbst einem sorgfältigen Menschen ein solcher Fehler gelegentlich passiert)

Sondersituation M&A Transaktionen

- M&A Transaktionen stellen Organmitglieder vor besondere Herausforderungen:
 - oftmals Entscheidungen **großer / strategischer Tragweite**
 - besondere **Komplexität**
 - potentieller **Zeitdruck**
 - **Informationsasymmetrie**, Notwendigkeit, wesentliche Informationen aus mehreren Bereichen zu verarbeiten
 - **Kaufpreis** und Vertragsbedingungen spielen bei M&A Transaktionen eine **besondere Rolle**
- Kernfrage zum **Kaufpreis** ist jene der **finanziellen Angemessenheit**
Bewertung des Akquisitionsobjekts ist Kernaufgabe der Unternehmensleitung
 - Fremdüblich- bzw. Drittvergleichsfähigkeit
 - **Verkäufersicht**: wird (betriebswirtschaftlich zu ermittelnder) Mindestpreis überschritten?
 - **Käufersicht**: wird maximal die betriebswirtschaftlich gerechtfertigte Preisobergrenze gezahlt?

Pflicht zur Einholung einer Fairness Opinion?

- in Österreich **keine allgemeine Rechtspflicht** zur Einholung einer Fairness Opinion
- Aber:
 - Verpflichtung zur **eigenständigen, sorgfältigen Plausibilitätskontrolle** – dafür braucht es belastbare Grundlagen
 - Mangel der erforderlichen Fähigkeiten und Kenntnisse schützt nicht
 - „best practice“ Standard (insb bei öffentlichen Übernahmen) + an sich Empfehlung zum Angebot abzugeben
 - Gewicht einer **unabhängigen** Fairness Opinion im Haftungsfall
 - Voraussetzung für BJR ist Entscheidung „auf Grundlage **angemessener** Informationen“ – bei M&A Transaktionen ist typischerweise ein hohes Maß an Informationen zu fordern
- Überprüfung der finanziellen Angemessenheit ist gewichtiger Baustein der Einschätzung, ob eine Maßnahme im Unternehmensinteresse liegt
- Sonderfall: getrennte Fairness Opinions durch Vorstand und Aufsichtsrat (zuletzt in Ö zB IMMOFINANZ / CPIPG)

Anwendungsfälle einer Fairness Opinion

- **öffentliche Übernahmen** | Äußerung des Vorstands / des Aufsichtsrats der Zielgesellschaft (§ 14 ÜbG)

„... haben insbesondere eine Beurteilung zu enthalten, ob die angebotenen Gegenleistung und ... dem Interesse aller Aktionäre angemessen Rechnung tragen ...“

= wirtschaftliche Beurteilung der Angemessenheit der Gegenleistung

- Kauf und Verkauf von **Beteiligungen** oder **Unternehmensbereichen**, v.a. wenn die Gegenleistung nicht in bar besteht
- **Immobilientransaktionen**
- Transaktionen mit **nahestehenden Personen** oder Unternehmen (s auch § 95a AktG)
- Gesellschaften mit **Minderheitsgesellschaftern**
- divergierende Interessen in **Familienunternehmen**

IMPORTANT NOTICE

This confidential presentation (the "**Presentation**") has been prepared for the recipient to which it was sent and/or presented, and certain of that recipient's affiliates, for information and discussion purposes only.

Recipients of this Presentation should not treat the contents of this Presentation as a substitute for obtaining specific advice relating to legal, regulatory, commercial, financial, audit and tax matters, and are to make their own independent assessments concerning such matters.

Neither this Presentation, nor any part of it nor anything contained in this Presentation or referred to in it nor the fact of its distribution, should form the basis of or be relied on or act as a recommendation to pursue (or not to pursue) a particular course of action.

The contents of this Presentation and any views expressed herein are confidential and may not, directly or indirectly, be copied, distributed, published or reproduced, in whole or in part, or disclosed to any other person.

WOLF THEISS Rechtsanwälte GmbH & Co KG retains the right to request the return or destruction of this Presentation at any time.