UNIVERSITÉ DE GENÈVE

Archive ouverte UNIGE
https://archive-ouverte.unige.ch

Chapitre de livre | 2012

Open Access

This version of the publication is provided by the author(s) and made available in accordance with the copyright holder(s).

Bewertungsgutachten und Fairness Opinions in öffentlichen Kauf- und Tauschangeboten

Thévenoz, Luc; Zweifel, Manuel

How to cite

THÉVENOZ, Luc, ZWEIFEL, Manuel. Bewertungsgutachten und Fairness Opinions in öffentlichen Kauf- und Tauschangeboten. In: Mergers & Acquisitions XIV. Tschäni, R. (Ed.). Zurich : Schulthess, 2012. p. 97–134.

This publication URL: https://archive-ouverte.unige.ch/unige:18769

© This document is protected by copyright. Please refer to copyright holder(s) for terms of use.

Sonderdruck aus

Europa Institut Zürich Band 125

Mergers & Acquisitions XIV

Herausgeber: Rudolf Tschäni

Bewertungsgutachten und Fairness Opinions in öffentlichen Kauf- und Tauschangeboten

Luc Thévenoz
Manuel Zweifel

Schulthess §

Bewertungsgutachten und Fairness Opinions in öffentlichen Kauf- und Tauschangeboten

Luc Thévenoz/Manuel Zweifel

Inhalt

I. Einleitung 98

II. Zunahme von Unternehmensbewertungen in öffentlichen Kaufangeboten 99

III. Bewertungsgutachten und Fairness Opinions im Vergleich 102
1. Bewertungsgutachten 102
2. Fairness Opinions 103
3. Gemeinsamkeiten 104
4. Unterschiede 105
5. Inhalt 107
a) Umfang und Grenzen 107
b) Liquididtätsberechnung bei Bewertungsgutachten 109

IV. Bewertungsmethoden 111
1. Methoden und Methodenwahl 111
2. Discounted Cash Flows (DCF-Methode) 113
a) Berechnung 113
b) Fallbeispiel „Genolier Swiss Medical Network SA“ 116
3. Market Multiples 119
a) Berechnung 119
b) Fallbeispiel „Genolier Swiss Medical Network SA“ 120
4. Analyse des Aktienkurses und des Handelsvolumens 121

V. Anforderungen an die Ersteller 122
1. Befähigung 122
a) Ersteller von Bewertungsgutachten 122
b) Ersteller von Fairness Opinions 124
2. Unabhängigkeit 126

VI. Prüfung durch die Übernahmekommission 127

VII. Schlussfolgerungen 130

I. Einleitung

Es gibt zahlreiche Situationen, in denen Unternehmen bewertet werden müssen. Neben fremdfinanzierten Übernahmen (Leveraged Buyouts), Börsengängen (Initial Public Offerings), Abspaltungen (Spin-offs und Split-offs), Neugründungen (Start-ups) und Nachfolgeregelungen kommen Unternehmensbewertungen[1] regelmässig auch bei Fusionen und Übernahmen (Mergers & Acquisitions) vor.[2] Der Unternehmenswert entspricht dabei dem Geldbetrag, der durch den Verkauf eines bestimmten Unternehmens am Markt erzielt werden könnte.[3] Bei öffentlichen Kauf- und Tauschangeboten spielt der Wert einer Gesellschaft eine entscheidende Rolle, da dadurch die Preisober- und -untergrenze bestimmt, der Verhandlungsspielraum für die Parteien abgesteckt sowie die Einhaltung der Börsenverordnung FINMA (BEHV-FINMA) und der Übernahmeverordnung (UEV) geprüft wird.

Unternehmensbewertungen bieten als Teil der Angebotsdokumente in Übernahmeverfahren eine wichtige Entscheidungsgrundlage für verschiedene Interessengruppen, insbesondere für Angebotsempfänger, Prüfgesellschaften, Effektenhändler, Verwaltungsräte, Wirtschaftsanwälte oder auch Regulatoren.[4] Damit diese Interessengruppen ihre Entscheidungen aufgrund fundierter Informationen treffen können, haben sie sich mit zahlreichen Fragen betreffend die Unternehmensbewertung auseinanderzusetzen. Die Fähigkeit, Unternehmensbewertungen zu verstehen, gehört daher zu den grundlegenden

---

1 Das Wort „Unternehmensbewertung“ wird in diesem Aufsatz als Oberbegriff für Bewertungsgutachten und Fairness Opinions verwendet.

2 LODERER/WÄLCHLI, Handbuch der Bewertung, Band 2: Unternehmen, 5. Aufl., Zürich 2010, 5.

3 LODERER/WÄLCHLI (FN 2), 2. Der Unternehmenswert entspricht aber nicht immer dem Preis, zu dem die Transaktion effektiv abgeschlossen wird, da neben dem „fairen“ Preis noch weitere Faktoren dazukommen, wie etwa die Verhandlungsposition der Parteien und steuerliche Überlegungen.

4 Siehe bspw. die Habilitationsschrift des jetzigen Präsidenten der Österreichischen Übernahmekommission, WINNER MARTIN, Wert und Preis im Zivilrecht, Wien/New York 2008, sowie die Master These vom Director des Australien’s TakeoversPanel, BULMAN ALLAN A., How section 667C of the Corporations Act should be interpreted and its application to the various forms of compulsory acquisition, 2002, <http://cclsr.law.unimelb.edu.au/research-papers/allan-bulman-minor-thesis.pdf>.

Werkzeugen aller involvierter Personen in öffentlichen Kauf- und Tauschangeboten.

Die Anforderungen an den Detaillierungsgrad von Unternehmensbewertungen steigen seit 2003 stetig an, weil sie eine zunehmend wichtige Grundlage für ergänzende, vertrauenswürdige Informationen darstellen. Mit dem höheren Detaillierungsgrad steigen aber auch die Anforderungen an die Empfänger von Unternehmensbewertungen, da sie mit zahlreichen komplexen betriebswirtschaftlichen Informationen und mathematischen Funktionen konfrontiert werden, die es zumindest nachzuvollziehen gilt.

Dieser Aufsatz möchte für öffentliche Kauf- und Tauschangebote – gestützt auf die aktuelle Praxis und anhand von einzelnen, ausgesuchten Beispielen – einen Vergleich von Bewertungsgutachten zu Fairness Opinions vornehmen. Ferner hat er zum Ziel aufzuzeigen, welche Anforderungen an die Grundlagen und Methoden, an den Ersteller und an den Bewertungsprozess gestellt werden. Weiter beschreibt er, wie die Übernahmekommission heute Bewertungsgutachten und Fairness Opinions überprüft. Schliesslich soll die aktuelle Praxis gewürdigt und drei zentrale Punkte besprochen werden.

II. Zunahme von Unternehmensbewertungen in öffentlichen Kaufangeboten

In letzter Zeit ist bei öffentlichen Kauf- und Tauschangeboten eine Zunahme von Unternehmensbewertungen zu beobachten, wobei deutlich mehr Fairness Opinions als Bewertungsgutachten vorgelegt werden. Im Jahr 2011 hat es bisher drei öffentliche Kaufangebote gegeben, bei denen sowohl ein Bewertungsgutachten als auch eine Fairness Opinion erstellt wurden.[5] In den übrigen öffentlichen Kaufangeboten stand den Angebotsempfängern oft eine Fairness Opinion zur Verfügung, welche sich jeweils zur finanziellen Angemessenheit des öffentlichen Kauf- und Tauschangebots äusserte. Zwei

[5] Die drei öffentlichen Kaufangebote mit Bewertungsgutachten und Fairness Opinion sind *Feintool International AG, Genolier Swiss Medical Network SA* und *Escor Casinos & Entertainment AG*.

öffentliche Kaufangebote mit speziellem Sachverhalt enthielten weder einen Bewertungsbericht noch eine Fairness Opinion.[6]

Anzahl Bewertungen und Fairness Opinions 2005-2011

Jahr	Bewertungs-berichte	Fairness Opinions	Angebote mit Bewertung und/oder Fairness Opinion	Total Angebote
2011	4	6	7	9
2010	--	3	3	3
2009	3	6	8	10
2008	--	10	10	10
2007	2	5	7	10
2006	1	8	9	12
2005	5	9	13	15

Quelle: Eigene Tabelle[7]

Gründe für die Zunahme von Unternehmensbewertungen sind exogen im Marktumfeld, namentlich im unsicheren wirtschaftlichen Umfeld, infolge hoher Preisvolatilität und kleineren Prämien zum Mindestangebotspreis[8] sowie wegen vermehrt unfreundlicher Konkurrenzangebote (weniger „white knights“) zu suchen. Seit geraumer Zeit werden aber auch endogen höhere Erwartungen an unabhängige Verwaltungsräte gestellt, um den gestiegenen Anforderungen an die Einhaltung der Corporate Governance-Regeln zu genügen.

Massgeblich hängt die Zunahme von Unternehmensbewertungen auch von den gesetzlichen Bestimmungen, vom (informellen) Verwaltungshandeln sowie von der Praxis ab. Sind auf ein öffentliches Kaufangebot die Mindest-

6 Im Jahr 2011 wurden in den öffentlichen Kaufangeboten in Sachen *Absolute Private Equity* und *Schweizerische Rückversicherungs-Gesellschaft AG* weder ein Bewertungsbericht noch eine Fairness Opinion erstellt.

7 Die Zahlen entsprechen den öffentlichen Kaufangeboten ohne Rückkaufprogramme im Sinne des UEK-Rundschreibens Nr. 1. Sämtliche öffentlichen Kauf- und Tauschangebote sind auf der Homepage <www.takeover.ch> abrufbar.

8 Mindestangebotspreis wird oft verkürzt zu „Mindestpreis“.

preisregeln gemäss *Börsengesetz* (BEHG) anwendbar, muss der Preis des Angebots grundsätzlich mindestens dem Börsenkurs entsprechen (Art. 32 Abs. 4 BEHG). Der Börsenkurs entspricht dabei dem volumengewichteten Durchschnittskurs der börslichen Abschlüsse der letzten 60 Börsentage vor Veröffentlichung des Angebots bzw. der Voranmeldung (60-Tages-VWAP),[9] bereinigt um erhebliche Kurseinflüsse durch besondere Ereignisse.[10] Zu den besonderen Ereignissen zählt das Gesetz enumerativ und exemplifikativ Dividendenausschüttung und Kapitaltransaktionen (namentlich Bezugsrechtsabgänge, Nennwertrückzahlungen oder Splits) auf. Sind die kotierten Beteiligungspapiere vor der Veröffentlichung des Angebots bzw. vor der Voranmeldung jedoch illiquid, so ist auf eine Bewertung einer Prüfstelle abzustellen (Art. 40 Abs. 4 Satz 1 BEHV-FINMA). In diesem Fall hat der Anbieter ein Bewertungsgutachten von einer von der FINMA zugelassenen, unabhängigen und befähigten Prüfgesellschaft[11] oder einem ebenso zugelassenen, unabhängigen und befähigten Effektenhändler erstellen zu lassen. Das *UEK-Rundschreiben Nr. 2*, Liquidität im Sinne des Übernahmerechts, vom 26. Februar 2010 präzisiert, wann ein Beteiligungspapier im Sinne des Übernahmerechts als illiquid gilt.

Art. 30 Abs. 5 und 6 UEV verpflichtet grundsätzlich weder den Anbieter noch die Zielgesellschaft zur Einholung einer Fairness Opinion, weshalb diese weitestgehend freiwillig ist. Eine Pflicht zur Einholung einer Fairness Opinion sieht die *Praxis* der Übernahmekommission bisher nur dann vor, wenn weniger als zwei Verwaltungsräte der Zielgesellschaft als unabhängig anzusehen sind.[12]

---

9 Art. 40 Abs. 2 BEHV-FINMA.

10 Art. 40 Abs. 3 BEHV-FINMA.

11 vgl. Art. 25 Abs. 1 BEHG.

12 Empfehlung 208/01 vom 13. September 2004 in Sachen *Bon appétit Group AG*, Erw. 6.2.2; Empfehlung 200/01 vom 30. Juni 2004 in Sachen *Scintilla AG*, Erw. 6.2.2.3; vgl. auch Adriano Margiotta in Schweizerisches Übernahmerecht in der Praxis, 2005, 164 ff.

III. Bewertungsgutachten und Fairness Opinions im Vergleich

1. Bewertungsgutachten

Beim Bewertungsgutachten handelt es sich um einen Bericht von einer von der FINMA zugelassenen Prüfgesellschaft oder einem ebenso zugelassenen Effektenhändler an den Anbieter, mit dem der Mindestpreis im Rahmen eines öffentlichen Kaufangebots ermittelt wird.[13] Gegenstand von Bewertungsgutachten im Übernahmerecht bei illiquiden, kotierten Beteiligungspapieren ist die Ermittlung des Mindestpreises von börsenkotierten Unternehmen nach betriebswirtschaftlichen Grundsätzen.[14] Zu den Hauptfunktionen des Bewertungsgutachtens zählen die Preisfindungs- bzw. Gutachter-, Beratungs- und Informationsfunktion. Das Bewertungsgutachten dient zur gutachterlichen (unabhängigen) Ermittlung des Mindestpreises (Preisfindungs- bzw. Gutachterfunktion). Sodann unterstützt das Bewertungsgutachten auch den Anbieter, um ihm einen Mindestpreis für das öffentliche Kaufangebot zu geben (Beratungsfunktion). Bewertungsgutachten liefern schliesslich zahlreiche wichtige Informationen über die Zielgesellschaft zuhanden der Angebotsempfänger (Informationsfunktion).

Gemäss Art. 40 Abs. 4 BEHV-FINMA hat das Bewertungsgutachten zum Ziel, bei einem Pflichtangebot oder bei einem freiwilligen Angebot, bei dem Beteiligungspapiere umfasst sind, mit dessen Vollzug die Schwelle zur Angebotspflicht überschritten wird, den Mindestpreis zu bestimmen, soweit die kotierten Beteiligungspapiere illiquid sind. Bei Illiquidität von kotierten Beteiligungspapieren bildet das Bewertungsgutachten gleichsam ein Surrogat zum Börsenpreis (60-Tages-VWAP). Der Verordnungsgeber vermutet bei einem illiquiden Titel, dass der Börsenkurs keinen verlässlichen Wert für die Berechnung eines Mindestpreises darstellt, sondern eher ein zufälliges und willkürliches Ergebnis liefern würde.[15] Auch im Falle eines Tauschangebots

---

13 vgl. Art. 25 Abs. 1 BEHG. Siehe dazu V.1.a) unten.

14 HOFSTETTER/SCHILTER-HEUBERGER, in: WATTER/VOGT (Hrsg.), Börsengesetz Finanzmarktaufsichtsgesetz, 2. Aufl., Basel, 2011, Rn 110 f. zu Art. 32 BEHG.

15 Empfehlung 336/01 vom 12. Oktober 2007 in Sachen *Henniez SA*, Erw. 4.2.2.3; Empfehlung 038/01 vom 5. Mai 1999 in Sachen *Société Immobilière Genevoise*, Erw. 4.4.

ist anstelle des Börsenkurses ein Bewertungsgutachten heranzuziehen, soweit die Tauschtitel im Sinne von Art. 40 Abs. 4 BEHV-FINMA illiquid sind.[16]

2. Fairness Opinions

Bei der Fairness Opinion handelt es sich um einen Bericht einer unabhängigen und besonders befähigten Person[17] an den Verwaltungsrat der Zielgesellschaft, mit dem sie die finanzielle Angemessenheit des Angebotspreises im Rahmen eines öffentlichen Kaufangebots beurteilt.[18] Zu den Hauptfunktionen der Fairness Opinion gehören die Preisfindungs- bzw. Gutachter-, Beratungs-, Schutz- und Informationsfunktion. Die Fairness Opinion gibt die unabhängige Meinung („Opinion") einer Drittperson zur Frage, ob der Angebotspreis angemessen („fair") ist (Preisfindungs- bzw. Gutachterfunktion). Die Fairness Opinion hilft dem Verwaltungsrat der Zielgesellschaft in der Beurteilung des Kaufangebots und bei seiner Entscheidung, ob er den Empfängern das öffentliche Angebot empfehlen, ablehnen oder sich enthalten soll (Beratungsfunktion). Mit der Fairness Opinion befreit sich der Verwaltungsrat allerdings nicht von seiner verwaltungsrechtlichen, strafrechtlichen und zivilrechtlichen Verantwortlichkeit sowie von einer Begründungspflicht im Sinne von Art. 30 ff. UEV. Er darf sich allerdings nach Plausibilitätsprüfung nach Treu und Glauben auf die Resultate in der Fairness Opinion bezüglich der finanziellen Angemessenheit abstützen (Schutzfunktion). Ferner enthält die Fairness Opinion zahlreiche entscheidrelevante Informationen über die Zielgesellschaft zuhanden der Angebotsempfänger (Informationsfunktion).

Der Verwaltungsratsbericht hat gemäss Art. 32 Abs. 1 UEV auf allfällige Interessenkonflikte von Mitgliedern des Verwaltungsrats oder der obersten Geschäftsleitung hinzuweisen. Liegen Interessenkonflikte vor, so gibt der Verwaltungsratsbericht Rechenschaft über die Massnahmen, welche die Zielgesellschaft getroffen hat, um zu vermeiden, dass sich diese Interessenkon-

16 Art. 44 BEHV-FINMA.

17 Art. 30 Abs. 6 UEV, siehe auch unter V.1.b).

18 Verfügung 485/01 vom 24. Juni 2011 in Sachen *Leonardo & Co. AG*, Erw. 1.

flikte zum Nachteil der Empfänger des Angebotes auswirken.[19] Die Übernahmekommission prüft alle vom Verwaltungsrat der Zielgesellschaft getroffenen Massnahmen auf ihre Eignung, ob diese nachteilige Auswirkungen zulasten der Empfänger vermeiden. Als mögliche Massnahme haben die Mitglieder des Verwaltungsrats, welche sich in einem potentiellen oder tatsächlichen Interessenkonflikt befinden, in den Ausstand zu treten.[20] Soweit mindestens zwei Verwaltungsratsmitglieder der Zielgesellschaft im Hinblick auf das öffentliche Kaufangebot als unabhängig gelten, können diese einen Ausschuss für ihre Beschlussfassung bilden. Nur wenn weniger als zwei Verwaltungsräte im Verwaltungsrat der Zielgesellschaft als unabhängig im Sinne von Art. 32 Abs. 1 und 2 UEV gelten, besteht eine Pflicht zur Einholung einer Fairness Opinion. In der Praxis wird als Entscheidungshilfe öfters freiwillig und trotz Vorhandenseins mehrerer unabhängiger Verwaltungsräte bei einem unabhängigen und befähigten Dritten eine Fairness Opinion von der Zielgesellschaft in Auftrag gegeben und zuhanden der Angebotsempfänger veröffentlicht.[21]

3. Gemeinsamkeiten

Bewertungsgutachten und Fairness Opinions haben einige Gemeinsamkeiten: Beide Dokumente sind Instrumente für die korrekte Beurteilung bzw. Einschätzung von öffentlichen Kaufangeboten. Beide Instrumente stellen Unternehmensbewertungen der Zielgesellschaft nach betriebswirtschaftlichen Grundsätzen dar und haben daher dasselbe Beurteilungsobjekt und ein und dieselbe Transaktion zum Gegenstand. Vielfach werden in Bewertungsgutachten und in Fairness Opinions dieselben Bewertungsmethoden verwendet.

Die Dokumente stehen allen Angebotsempfängern für deren Entscheidung, ob sie ihre Beteiligungspapiere ins öffentliche Kaufangebot andienen wollen oder nicht, zur Verfügung. In dieser Funktion schützen beide Dokumente die

---

19 Art. 32 Abs. 4 UEV; Empfehlung 162/01 vom 16. April 2003 in Sachen *Centerpulse AG*, Erw. 6.2.

20 Verfügung 411/01 vom 19. Juni 2009 in Sachen *Métraux Services SA*, Erw. 6.2.

21 Beispielsweise wurde im öffentlichen Kaufangebot in Sachen *EGL AG* vom unabhängigen Ausschuss des Verwaltungsrats eine Fairness Opinion bei der Bank Sarasin & Cie. AG in Auftrag gegeben.

Angebotsempfänger und tragen massgeblich zur Transparenz in öffentlichen Kaufangeboten im Sinne von Art. 1 UEV bei. Schliesslich haben die Ersteller von Unternehmensbewertungen in öffentlichen Kaufangeboten unabhängig zu sein, so dass sie ihre Bewertungen frei von Interessenkonflikten erstellen können.

4. Unterschiede

Bewertungsgutachten und Fairness Opinions unterscheiden sich in wesentlichen Punkten. Ob ein Bewertungsgutachten zu erstellen ist, hängt davon ab, ob die kotierten Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft (oder die Tauschtitel) im Sinne von Art. 40 BEHV-FINMA und UEK-Rundschreiben Nr. 2 liquid sind. Sind die Beteiligungspapiere liquid, wird der Börsenkurs (60-Tages-VWAP) zur Bestimmung des Mindestpreises herangezogen. Bei illiquiden Beteiligungspapieren ist gemäss Art. 40 Abs. 4 BEHV-FINMA anstelle des Börsenkurses ein Bewertungsgutachten zu erstellen. Dagegen hängt das Einholen einer Fairness Opinion davon ab, ob der Verwaltungsrat im Sinne von Art. 32 Abs. 1 und 2 UEV unabhängig ist oder nicht. Sind nicht wenigstens zwei Verwaltungsräte unabhängig, hat die Zielgesellschaft gemäss Praxis der Übernahmekommission eine Fairness Opinion in Auftrag zu geben. Ansonsten ist die Erstellung und Veröffentlichung einer Fairness Opinion eine private, letztlich freiwillige Massnahme der Zielgesellschaft.

Bewertungsgutachten und Fairness Opinions unterscheiden sich auch hinsichtlich der Zielsetzung und der Adressaten. Ein Bewertungsgutachten wird von Gesetzes wegen verlangt, um den Mindestpreis eines öffentlichen Kaufangebots zu bestimmen. Es eruiert den „Normwert“ der Beteiligungspapiere im Sinne des vom Pflichtangebot geschützten Austritts zum fairen Preis.[22] Es wird deshalb als Grundlage für eine behördliche Verfügung benutzt. Mittels einer Fairness Opinion wird die Angemessenheit des Angebotspreises beurteilt. Sie ist deshalb eine Grundlage für den Entscheid, den jeder Angebotsempfänger zu treffen hat.

Ein Unterschied besteht auch beim Ergebnis des Berichts: Der Ersteller eines Bewertungsgutachtens berechnet einen exakten Wert als Mindestpreis („Punktlandung“, single value). Dagegen ermittelt der Ersteller einer Fair-

22 WINNER (FN 4), 417.

ness Opinion eine Bandbreite bzw. ein Spektrum für den im Rahmen des Beurteilungsspielraums angemessenen Angebotspreises.

Sodann gibt es Unterschiede bezüglich der Auftragserteilung. Bei den Bewertungsgutachten beauftragt der Anbieter eine von der FINMA zugelassene Prüfgesellschaft oder einen ebenso zugelassenen Effektenhändler im Sinne von Art. 25 BEHG. Dagegen betraut der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft gemäss Art. 30 Abs. 6 UEV eine unabhängige und besonders befähigte Drittperson mit der Erstellung einer Fairness Opinion.[23]

Werden für ein öffentliches Kaufangebot sowohl ein Bewertungsgutachten, als auch eine Fairness Opinion erstellt, kann sich die Konstellation ergeben, dass der Mindestpreis des Bewertungsgutachtens unterhalb der ermittelten Bandbreite der Fairness Opinion liegt. In dieser Situation ist der Mindestpreis – gemessen an der Bandbreite der Fairness Opinion – als „unfair" zu betrachten. Dieser Widerspruch lässt sich aber erklären: Zunächst ist daran zu erinnern, dass der Ersteller des Bewertungsgutachtens und der Ersteller der Fairness Opinion unabhängig voneinander die Zielgesellschaft bewerten. Dabei ist der erteilte Auftrag jeweils ein anderer: Der Ersteller eines Bewertungsgutachtens erhält vom Anbieter den Auftrag, den gesetzlichen Mindestpreis zu bestimmen, während der Ersteller einer Fairness Opinion zuhanden des Verwaltungsrats der Zielgesellschaft die Angemessenheit des Angebotspreises zu prüfen hat. Dies ist auch die Begründung dafür, weshalb es im selben öffentlichen Kauf- oder Tauschangebot sowohl ein Bewertungsgutachten als auch eine Fairness Opinion geben kann.

Auch in zeitlicher Hinsicht bestehen Unterschiede: Ein Bewertungsbericht wird häufig einige Zeit vor einer Fairness Opinion erstellt, weshalb dem Ersteller der Fairness Opinion meistens neuere bzw. zusätzliche Bewertungsgrundlagen vorliegen. Beispielsweise lagen dem Ersteller des Bewertungsgutachtens im öffentlichen Kaufangebot in Sachen *Feintool Internatio-*

[23] Vgl. Ziffer V. weiter unten.

nal AG nur externe Beurteilungsgrundlagen vor,[24] während der Ersteller der Fairness Opinion Finanzzahlen des Managements zur Verfügung hatte.[25]

Ferner haben die Ersteller von Bewertungsgutachten und Fairness Opinions einen gewissen Beurteilungsspielraum (sog. „technisches Ermessen“)[26]. Die Übernahmekommission respektiert diesen Beurteilungsspielraum, denn die Bewertung von Beteiligungspapieren betrifft eine Fachfrage zuhanden einer mit besonderer Fachkunde ausgezeichneten Person, es sei denn, der Ersteller der Fairness Opinion deckt einen fachlichen Fehler im Bewertungsgutachten auf. Der Ersteller hat zur Aufgabe, die relevanten Tatsachen festzustellen und aufgrund seines Fachwissens und anhand anerkannter betriebswirtschaftlicher Erfahrungssätze die gesamte Gesellschaft zu bewerten. Der Beurteilungsspielraum umfasst die Wahl (und Gewichtung) der Methoden und der hierfür verwendeten Grundlagen.[27] Die Übernahmekommission auferlegt sich hierbei eine gewisse Zurückhaltung und greift nicht ohne Not in die Wahl der Methode und die verwendeten Grundlagen ein.

5. Inhalt

a) Umfang und Grenzen

Der verlangte Inhalt von Unternehmensbewertungen bei öffentlichen Kaufangeboten ist nur rudimentär geregelt. Für Bewertungsgutachten gilt gemäss Art. 40 Abs. 4 Satz 2 BEHV-FINMA, dass die Prüfstelle in ihrem Bericht die Bewertungsmethode sowie die Bewertungsgrundlagen aufzuzeigen hat. Für Fairness Opinions wird in Art. 30 Abs. 5 Satz 2 UEV verlangt, dass die Bewertungsgrundlagen, die Bewertungsmethode und die angewandten Parameter offenzulegen sind. Während in früherer Zeit die Bewertungsgutachten

---

24 Bewertungsgutachten BDO AG vom 21. Januar 2011 in Sachen *Feintool International AG*. Alle Bewertungsberichte und Fairness Opinions, die in diesem Aufsatz besprochen werden, sind auf der Webseite der UEK unter der relevanten Transaktion verfügbar.

25 Fairness Opinion PWC vom 9. Februar 2011 in Sachen *Feintool International AG*.

26 Urteil des Bundesverwaltungsgerichts in Sachen *Quadrant AG* vom 30. November 2010, B-5272/2009, E 7.3 betreffend Beurteilung wesentlicher Nebenleistungen.

27 Verfügung 467/01 vom 28. Januar 2011 in Sachen *Feintool International AG,* Erw. 5.2.

und die Fairness Opinions nur wenige Informationen zur Zielgesellschaft der Öffentlichkeit zugänglich machte,[28] hat die Praxis in den vergangenen Jahren den Inhalt und den Detaillierungsgrad signifikant weiterentwickelt. Die Anforderungen an die Unternehmensbewertungen sind bezüglich Aussagegehalt und Umfang in jüngster Zeit parallel mit den Anforderungen an die Transparenz[29] gestiegen. Das Gebot der Transparenz besagt, dass alle beteiligten Teilnehmer in öffentlichen Kaufangeboten soweit über sachliche und vollständige Informationen verfügen sollen, dass sie ihren Entscheid in Kenntnis der Sachlage treffen können.[30]

Allerdings sind im Aussagegehalt und Umfang in Bewertungsgutachten bzw. in Fairness Opinions auch Grenzen gesetzt. Je mehr Informationen gegeben werden, desto längere Zeit benötigen die Angebotsempfänger, sich ein umfassendes Bild über das öffentliche Kaufangebot zu verschaffen. Eine Fülle von Information kann die Gefahr in sich bergen, dass die Angebotsempfänger den Blick für die relevanten Entscheidungsgründe verlieren. Die Herleitung eines Unternehmenswertes enthält komplexe betriebswirtschaftliche Informationen und mathematische Funktionen, welche die Ersteller den Angebotsempfängern so zu erklären haben, dass es ein durchschnittlicher Aktionär zumindest nachvollziehen kann.

Bei der Zielgesellschaft können veröffentlichte Informationen zur Unternehmensstrategie ungewollt Geschäftsgeheimnisse offenbaren oder die Regeln der ad-hoc-Publizität verletzen, was sich bei der Zielgesellschaft negativ auf die zukünftige Geschäftsentwicklung auswirken kann. Bei der Beurteilung, ob Informationen zum Geschäftsgeheimnis gehören oder nicht, ist eine sorgfältige Interessenabwägung vorzunehmen und nicht leichthin auf Informationen zu verzichten.

Die gestiegenen Anforderungen bezüglich Aussagegehalt und Umfang finden ihre Grenzen auch in den Transaktionskosten. Die Erstellung von Bewertungsgutachten und Fairness Opinions haben sich in einem vernünftigen

---

28 Bewertungsbericht BDO Visura vom 7. Dezember 2004 in Sachen *Regedo Holding AG*; Fairness Opinion Lombard Odier Darier Hentsch vom 10. Juni 2003 in Sachen *Bon appétit Group AG*.

29 Art. 1 UEV.

30 Empfehlung 290/01 vom 31. August 2006 in Sachen *Acorn Alternative Strategies AG*, Erw. 2.2.5.

Kostenverhältnis innerhalb der Transaktionskosten im Rahmen öffentlicher Kaufangebote zu bewegen.

Grundsätzlich orientiert sich der Inhalt eines Bewertungsberichts und einer Fairness Opinion am konkreten Einzelfall. Bei vielen öffentlichen Kauf- und Tauschangeboten hat sich allerdings ein gewisser minimaler Inhalt herausgebildet, welcher dem Gebot der Transparenz genügt. Bewertungsberichte und Fairness Opinions sind grundsätzlich oft sehr ähnlich aufgebaut.

Typischerweise beschreibt die Unternehmensbewertung in einem ersten Abschnitt die Ausgangslage sowie den Auftrag samt Disclaimer. In einem zweiten Schritt werden die Zielgesellschaft und die Übernahmetransaktion kurz beschrieben sowie die durchgeführten Arbeiten des Erstellers und die Bewertungsgrundlagen aufgelistet. In einem dritten Schritt wird das Bewertungsvorgehen und die Wahl bzw. Nichtwahl der Bewertungsmethoden aufgeführt und fallbezogen detailliert begründet. Die gewählten Bewertungsmethoden werden anschliessend unter Angabe der relevanten Parameter berechnet und einer Sensitivitätsanalyse unterzogen. In einem vierten Schritt werden die Ergebnisse in Wahrung des technischen Ermessens zusammengefasst, gewichtet und zu einem Resultat verdichtet.[31]

b) Liquididtätsberechnung bei Bewertungsgutachten

Bewertungsgutachten enthalten zusätzlich detaillierte Angaben zur Liquiditätsberechnung. Die Berechnung der Liquidität liefert implizit die Begründung, weshalb ein Bewertungsgutachten im Sinne von Art. 32 Abs. 4 BEHG in Verbindung mit Art. 40 Abs. 4 BEHV-FINMA und UEK-Rundschreiben Nr. 2 vom 26. Februar 2010, Liquidität im Sinne des Übernahmerechts, überhaupt zu erstellen ist.

Das UEK-Rundschreiben Nr. 2 stellt klar, dass Beteiligungspapiere, welche dem Swiss Leader Index (SLI)[32] angehören, stets als liquid im Sinne von

---

31 Zuletzt in Bewertungsgutachten Ernst & Young AG vom 19. September 2011 sowie in der Fairness Opinion BDO AG vom 16. September 2011 ein Sachen *Escor Casinos & Entertainment AG*.

32 Der Swiss Leader Index (SLI) setzt sich aus den Aktien des SMI und den 10 grössten Werten des SMIM zusammen. Er enthält damit die 30 liquidesten und grössten Titel des Schweizer Aktienmarktes. Der SMIM (SMI Mid) enthält die 30 grössten

Art. 40 Abs. 4 BEHV-FINMA zu betrachten sind. Andere Beteiligungspapiere gelten für das Übernahmerecht als liquid, wenn der monatliche Median des täglichen Handelsvolumens der börslichen Transaktionen in mindestens 10 von 12 der Voranmeldung oder dem Angebot vorausgehenden vollständigen Monaten gleich oder grösser als 0.04% des handelbaren Teils des Beteiligungspapiers (Free Float) ist. Der Free Float wird für die an der SIX Swiss Exchange kotierten Beteiligungspapiere gemäss Reglement des Swiss All Share Index bestimmt. Als tägliches Volumen der börslichen Transaktionen gilt das auf der ordentlichen Handelslinie während eines Börsentages generierte Volumen des Beteiligungspapiers.

Die geltende Liquiditätsregel basiert auf der Handelsaktivität als Liquiditätsindikator. Die Berechnung beachtet das Handelsvolumen und die Häufigkeit des Handels. Die täglichen on-order-book Handelsvolumen während den vergangenen zwölf vollständigen Monaten werden ins Verhältnis zum Free Float des Beteiligungspapiers gesetzt. Diese Regelung soll kurzfristige Handelsschwankungen glätten und die Handelsvolumen berücksichtigen. Mit diesem langen Beobachtungszeitraum wurde die früher geltende Liquiditätsregelung verbessert.[33] Damals war ein Beteiligungspapier liquid, wenn es während 60 Börsentagen vor der Publikation des Angebots bzw. der Voranmeldung an mindestens 30 Tagen gehandelt wurde.[34]

Die derzeit gültige Liquiditätsregelung gemäss UEK-Rundschreiben Nr. 2 ist kontrovers. Mit den heutigen Regeln gelten per Ende September 2011 von 255[35] an der SIX Swiss Exchange kotierten Gesellschaften 106 Titel als illiquid (41.57%). Von den 106 illiquiden Titeln waren mehr als die Hälfte, d.h. 61 Titel, in 12, 11 oder 10 der 12 vorangegangenen Monaten illiquid.[36]

Mid-Cap-Titel des Schweizer Aktienmarktes, die nicht schon im Blue-Chip-Index SMI vertreten sind.

33 Verfügung 403/02 vom 16. März 2009 in Sachen *Harwanne Compagnie de participations industrielles et financières SA,* Erw. 2, bestätigt in der Verfügung FINMA vom 6. April 2009, Rz 23 ff.

34 Mitteilung Nr. 2 der UEK vom 3. September 2007, Abschnitt II.

35 Insgesamt waren per 30. September 2011 bei der SIX SWISS EXCHANGE (SSX) 262 Titel kotiert. 7 Titel wurden aufgrund spezieller Sachverhalte für die Statistik der Liquiditätsberechnung nicht berücksichtigt.

36 Die Daten basieren auf einer Erhebung der SSX in Zusammenarbeit mit der Übernahmekommission.

Ob aufgrund dieser Tatsache ein gewisser Handlungsbedarf bei der Berechnung der Liquidität besteht, wird die Zukunft zeigen.

IV. Bewertungsmethoden

1. Methoden und Methodenwahl

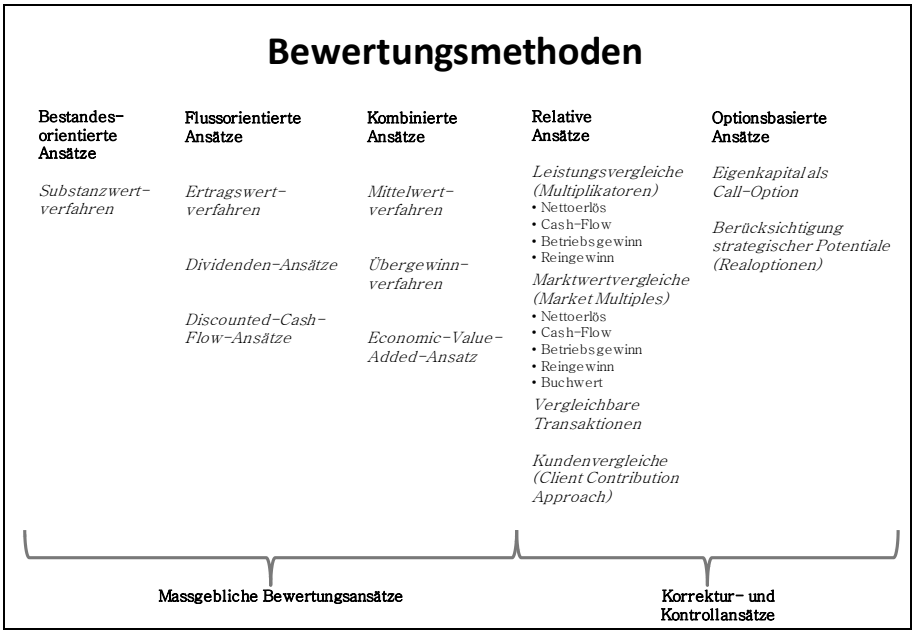
Die Zielgesellschaft wird häufig im Zuge eines öffentlichen Kaufangebots als Ganzes auf einen bestimmten Zeitpunkt hin bewertet. Dabei steht die Unternehmensbewertung in engem Verhältnis zu ihrem Zweck und Ziel. Die Unternehmensbewertung bildet dabei eine Momentaufnahme der Zielgesellschaft im Rahmen eines öffentlichen Kaufangebots zum Bewertungsstichtag.

Aus theoretischer Sicht herrscht Einigkeit darüber, dass sich ein Unternehmenswert aus der Kapitalisierung der in Zukunft erwarteten Nettoeinnahmen für die Investoren resultiert.[37] Dagegen sind die Methoden zur Herleitung eines Unternehmenswertes vielfältig: Zu den massgeblichen Bewertungsansätzen gehören die bestandes- und flussorientierten sowie die kombinierten Ansätze. Bei den bestandesorientierten Ansätzen steht die aktuell vorhandene Substanz im Vordergrund. Bei den flussorientierten Ansätzen werden die erwarteten künftigen Nutzenzugänge herangezogen. Die kombinierten Ansätze vereinen bestandesorientierte und flussorientierte Ansätze. Zu den Korrektur- und Kontrollansätzen gehören die relativen und optionsbasierten Ansätze. Die relativen Ansätze bezwecken eine Objektivierung der Beurteilungsbasis durch einen Quervergleich mit Drittunternehmen oder die Einschätzung der Kapitalmärkte. Schliesslich werden bei den optionsbasierten Ansätzen zum Geschäftswert der vorhandenen Aktivitäten die strategischen Handlungsmöglichkeiten im sachwirtschaftlichen Bereich dazu gezählt.[38]

---

37 HAIL/MEYER, Unternehmensbewertungen, ST 2002, 574.

38 HAIL/MEYER (FN 37), 575 f.



Quelle: HAIL/MEYER, Unternehmensbewertung, ST 2002, 576.

Die Ersteller von Bewertungsgutachten und Fairness Opinions sind in der Wahl einer oder mehrerer Bewertungsmethoden grundsätzlich frei. Soweit sie sich innerhalb anerkannter Bewertungsmethoden bzw. innerhalb der „best practise“ bei Unternehmensbewertungen bewegen, gehört die Methodenwahl zu ihrem Beurteilungsspielraum („technisches Ermessen“)[39]. Idealerweise verwendet der Ersteller für den Bericht verschiedene Bewertungsmethoden, um sein Resultat mehrfach zu untermauern. Üblicherweise wird bei einem öffentlichen Kaufangebot die Discounted-Cash-Flow-Methode (DCF-Methode) als massgeblicher Bewertungsansatz herangezogen. Das so ermittelte Resultat wird danach anhand von Korrektur- und Kontrollansätzen (Market Multiples) verifiziert. Hinzu kommen häufig Analysen von Handelsvolumen und von Preisen der Beteiligungspapiere.[40]

---

39 Urteil des Bundesverwaltungsgericht in Sachen *Quadrant AG* vom 30. November 2010, B-5272/2009, E 7.3 betreffend Beurteilung wesentlicher Nebenleistungen.

40 Für Investitions- und Immobiliengesellschaften wird regelmässig anstelle der DCF-Methode die Net-Asset-Value-Methode (NAV-Methode) verwendet, vgl. hierzu das

In vielen Bewertungsgutachten und Fairness Opinions wird ein massgeblicher Bewertungsansatz und ein Kontroll- bzw. Korrekturansatz herangezogen. Dabei stellt sich die Frage, wie die gewählten Bewertungsmethoden zueinander stehen. In den neueren öffentlichen Kaufangeboten wurde häufig lediglich auf den massgeblichen Bewertungsansatz (Hauptmethode) abgestellt. Ausgewogener dürfte es in Zukunft sein, mehrere Bewertungsmethoden gleichwertig nebeneinander zu stellen und die einzelnen Ergebnisse gegeneinander abzuwägen (Methodenpluralismus).

2. Discounted Cash Flows (DCF-Methode)

a) Berechnung

Die Discounted-Cash-Flow Methode ist eine häufig verwendete Methode bei der Bestimmung des Unternehmenswerts im Rahmen öffentlicher Kaufangebote.[41] Die aus dem angelsächsischen Raum stammende DCF-Methode stellt eine theoretisch exakte Methode zur Bestimmung eines Unternehmenswerts dar und hat sich auch in der Schweiz etabliert. Bei der DCF-Methode geht man davon aus, dass die Zielgesellschaft „ewig“ existiert („Going-Concern“-Prinzip). In der Praxis werden drei bis fünf Planjahre aus der Mittelfristplanung explizit herangezogen sowie hernach einen mit einer ewigen Wachstumsrate ansteigenden Restwert (Residual Value, Continuing Value) weitergerechnet. Daher entspricht der Unternehmenswert dem Nettobarwert aller bzw. „ewigen“ künftigen an die Kapitalgeber ausschüttbaren freien Cash-Flows. Die DCF-Methode berücksichtigt ausschliesslich Zukunftserwartungen. Zahlen der Vergangenheit und der Gegenwart werden nicht berücksichtigt. Weil die Unternehmensbewertung auf einen bestimmten Zeitpunkt hin erfolgt und die Mittelzuflüsse wertvoller sind, je früher sie anfallen, werden die ermittelten freien Cash-Flows mit einem Diskontierungssatz (Weighted Average Cost of Capital [WACC]) abgezinst (diskontiert). Mittels Diskon-

---

Bewertungsgutachten Ernst & Young AG vom 27. Mai 2009 in Sachen *Harwanne Compagnie de participations industrielles et financières SA*.

41 Zum Vergleich zwischen der (von US-amerikanischen Wirtschafts- und Finanzlehren geprägten) DCF-Methode und der (in Europa traditionelleren) Ertragswertmethode, vgl. WINNER (FN 4), 430 ff.

tierung wird also der gegenwärtige Wert (Barwert) der zukünftigen freien Cash-Flows ermittelt.[42]

Als Grundlage für die Berechnung des Unternehmenswerts mit der DCF-Methode dienen dem Ersteller zahlreiche öffentlich zugängliche Dokumente (publizierte Zwischen- und Jahresabschlussberichte, Bilanz- und Erfolgsplanung, ad-hoc-Mitteilungen etc.), unternehmensinterne Papiere (Business Plan, Finanzpläne etc.), welche häufig durch die Geschäftsleitung erstellt worden sind, sowie Informationen aufgrund von Besprechungen mit dem Management bzw. den Mitgliedern des Verwaltungsrates. Unternehmensinterne Informationen, welche von der Geschäftsleitung ausgearbeitet worden sind, müssen aber nicht zwingend vom Verwaltungsrat genehmigt worden sein, denn der Ersteller darf die ihm verfügbaren Informationen, Zahlen und Daten nicht tel quel für die Unternehmensbewertung übernehmen, sondern er hat sie sorgfältig zu plausibilisieren, nachzuvollziehen und gegebenenfalls unter Angabe einer Begründung anzupassen.[43]

Aus den verfügbaren öffentlichen oder unternehmensinternen Finanzzahlen kann der *freie Cash-Flow* berechnet werden. Der freie Cash-Flow entspricht den innerhalb einer bestimmten Periode erarbeiteten Mitteln, die weder für das operative Geschäft, noch für Investitionen benötigt werden. Der freie Cash-Flow umfasst daher die Summe der Mittel, die der Zielgesellschaft frei zur Verfügung stehen. Die ermittelten Werte zum freien Cash-Flow werden regelmässig nicht explizit im Bewertungsgutachten oder in der Fairness Opinion veröffentlicht, da freie Cash-Flows zu den schützenswerten Informationen bzw. zum Geschäftsgeheimnis der Zielgesellschaft gehören und nur einem beschränkten Personenkreis bekannt sein sollen. Daher ist der Ersteller einer Unternehmensbewertung gleichzeitig auch Träger von Geschäftsgeheimnissen der Zielgesellschaft.

Im nächsten Schritt wird der gewichtete, durchschnittliche Kostensatz des Gesamtkapitals (WACC) ermittelt. Dieser Diskontierungssatz wird berechnet aus den Fremd- und Eigenkapitalkosten[44] zu Marktwerten, dem Durchschnitt

---

42 LODERER/WÄLCHLI (FN 2), 71 ff.

43 Verfügung 468/01 vom 10. Februar 2011 in Sachen *Genolier Swiss Medical Network SA*, Erw. 4.1.

44 Die Schätzung der Eigenkapitalkosten erfolgt mittels dem *Capital Asset Pricing Model* (CAPM).

der zukünftigen Zinskosten unter Einbezug des Tax Shields, den risikogerechten Eigenkapitalkosten sowie der angepeilten Zielkapitalstruktur.[45] Die einzelnen Parameter zur Berechnung des WACC variieren je nach Branche, Marktgebiet, Konjunktur, Steuerbelastung etc., weshalb eine allgemein gültige Aussage über die Höhe des WACC nicht möglich ist. In den letzten öffentlichen Kaufangeboten wurden Werte vom WACC zwischen 6.40%[46] und 29.5%[47] errechnet. Der WACC in Höhe von 29.5% resultierte beim Start-Up-Unternehmen Escor Casinos & Entertainment AG aus der Hochrechnung des WACC von 11.8% mit dem evaluierten „probability of success"[48] von 40% (29.5% = 11.8% dividiert durch 40%).

Besondere Beachtung bei der Bestimmung des Unternehmenswerts mittels DCF-Methode verdient die ewige Wachstumsrate, da sie das Ergebnis der Unternehmensbewertung erheblich beeinflussen kann. Bei einem angenommenen WACC von 10% und einer ewigen Wachstumsrate von 2% macht der Residualwert bei einer expliziten Planung von zwei Jahren 86% des Unternehmenswertes aus. Bei einer expliziten Planung von fünf Jahren nimmt der Residualwert noch 69% ein und bei zehn Jahren expliziter Planung noch 47%.[49] In den vergangenen öffentlichen Kaufangeboten bewegte sich die ewige Wachstumsrate zwischen 0%[50] und 2.5%[51]. Diese angenommenen ewigen Wachstumswerte sind konservativ gewählt, da die Schweizerische

---

45 HAIL/MEYER (FN 37), 580.

46 Fairness Opinion Sal. Oppenheim vom 15. Oktober 2008 in Sachen *SIA Abrasives AG.*

47 Fairness Opinion Ernst & Young AG vom 16. September 2011 in Sachen *Escor Casinos & Entertainment AG.*

48 Bei einem Start-Up-Unternehmen kann der WACC mit einem zusätzlichen Parameter angepasst werden, da nicht sämtliche unsystematische Risiken (Erfolgsrisiko) über den Business Plan abgebildet sind. Deshalb wird für die Diskontierung der Cash-Flows eine sogenannte „hurdle rate" angesetzt (vgl. Fairness Opinion Ernst & Young AG vom 16. September 2011 in Sachen *Escor Casinos & Entertainment AG,* S. 29).

49 CHERIDITO/SCHNELLER, Der Residualwert in der Unternehmensbewertung, Verschiedene Formeln im Vergleich, ST 2004, 736.

50 Fairness Opinion Sal. Oppenheim vom 15. Oktober 2008 in Sachen *SIA Abrasives AG.*

51 Fairness Opinion Ernst & Young AG vom 16. September 2011 in Sachen *Escor Casinos & Entertainment AG.*

Nationalbank die Preisstabilität seit dem Jahr 2000 mit einem Anstieg des Landesindex der Konsumentenpreise (LIK) von weniger als 2% pro Jahr gleichsetzt.[52] Langfristige Wachstumsraten zwischen 0% und 2% enthalten demnach kein reales Wachstum der Gesellschaft. Diese konservative Berechnung erstaunt, da ein öffentliches Kaufangebot die Zukunftsaussichten der Zielgesellschaft beflügeln sollte.

Die anschliessende Sensitivitätsanalyse zeigt die Reaktion des Unternehmenswerts pro Beteiligungspapier der Zielgesellschaft auf Veränderungen von Hauptwerttreibern. Häufig werden EBITA-Marge, WACC oder ewige Wachstumsrate als Hauptwerttreiber nach oben und unten erweitert. Mit den veränderten Hauptwerttreibern werden danach – ceteris paribus – die veränderten Werte pro Beteiligungspapier berechnet. In der Theorie hat sich allerdings keine standardisierte Messgrösse zur Sensitivität durchgesetzt, nach welcher der ermittelte Unternehmenswert als „stabil“ oder als „sensitiv“ zu klassifizieren ist. Bestandteil einer solchen Sensitivitätsanalyse ist daher immer auch eine subjektive Einschätzung.[53]

b) Fallbeispiel „Genolier Swiss Medical Network SA“

Das öffentliche Kaufangebot in Sachen Genolier Swiss Medical Network SA (Genolier) ist besonders interessant, weil im Rahmen des öffentlichen Kaufangebots von M.R.S.I. Medical Research, Services & Investments SA an die Aktionäre von Genolier aufgrund illiquider Beteiligungspapiere ein Bewertungsgutachten von Ernst & Young AG (*E&Y*) vom 9. Februar 2011 und aufgrund von Interessenkonflikten innerhalb des Verwaltungsrats eine Fairness Opinion von BDO AG *(BDO)* vom 18. Mai 2011 erstellt wurden. Beide Ersteller haben als massgeblichen Bewertungsansatz die DCF-Methode gewählt.

Als Beurteilungsgrundlagen hatten beide Ersteller öffentliche Informationen und unternehmensinterne Finanzzahlen zur Verfügung. Das Bewertungsgutachten wurde bereits am 9. Februar 2011 fertiggestellt. Die Arbeiten an der Fairness Opinion wurden erst am 18. Mai 2011 beendet, weshalb BDO in der

---

52 Art. 5 Abs. 1 Satz 2 NBG (Nationalbankgesetz SR 951.11).

53 Ergänztes Bewertungsgutachten Ernst & Young AG vom 1. März 2011 in Sachen *Genolier Swiss Medical Network SA*, S. 24.

Fairness Opinion zusätzlich den Jahresabschluss 2010 sowie einen vom Management aufbereiteten, ungeprüften Zwischenabschluss per 31. März 2011 einbeziehen konnte.

Die explizite Planung des freien Cash-Flows wurde von beiden Erstellern für den Zeitraum 2011 bis 2014 vorgenommen, da die Mittelfristplanung von Genolier für diesen Zeithorizont erstellt wurde. Beide Ersteller haben eine ewige Wachstumsrate von 1% pro Jahr angenommen. Sodann sind sie von folgenden Werten für Umsatzwachstum, EBITDA-Marge[54] und EBIT-Marge[55] ausgegangen:

	Bewertungsgutachten (E&Y)	**Fairness Opinion (BDO)**
Ø Umsatzwachstum 2011-2014*	3.50%	4.22%
Ø Umsatzwachstum ab 2015*	1.00% (kein Realwachstum)	1.00% (Ø moderate Inflation)
Ø EBITDA-Marge 2008-2010*	7.90%	7.84%
Ø EBITDA-Marge 2011-2014*	12.60%	12.04%
Ø EBIT-Marge 2008-2010*	1.80%	1.37%
Ø EBIT-Marge 2011-2014*	5.70%	5.28%

Quelle: Eigene Tabelle

Bezüglich des Diskontierungssatzes (WACC) sind beim Bewertungsgutachten und bei der Fairness Opinion einige Unterschiede festzustellen. Beim Un-levered Equity Beta[56] haben beide Ersteller fünf Vergleichsunternehmen herangezogen. Allerdings hat E&Y die Zielgesellschaft zusätzlich als sechstes Vergleichsunternehmen mitberücksichtigt, während BDO Genolier als

54 Das EBITDA (engl. *earnings before interest, taxes, depreciation and amortization*; deut. Gewinn vor Zinsen, Steuern, Abschreibungen [auf Sachanlagen] und Abschreibungen [auf immaterielle Vermögensgegenstände]) ist eine Angabe zur Rentabilität eines Unternehmens.

55 Der EBIT (engl. *earnings before interest and taxes*; deut. Gewinn vor Zinsen und Steuern) gibt Auskunft über den betrieblichen Gewinn eines Unternehmens in einem bestimmten Zeitraum.

56 Der Beta-Wert reflektiert das systematische Risiko einer Aktie und wird anhand vergleichbar kotierter Gesellschaften hergeleitet.

Zielgesellschaft aussen vor gelassen hat. Beim risikolosen Zinssatz hat E&Y im Bewertungsgutachten auf die Rendite einer zehnjährigen Bundesobligation per 19. Januar 2011 in Höhe von 1.90% abgestellt. Dagegen hat BDO in der Fairness Opinion den zehnjährigen SWAP-Satz für Schweizer Franken zum Bewertungsstichtag in Höhe von 2.40% verwendet. Bei der Grössenprämie haben beide Ersteller die Studie von Ibbotson[57] 2010 für kleine und mittlere Unternehmen (KMU) mit einem Umsatz von unter USD 430 Mio. in Höhe von 4% herangezogen, wobei E&Y diesen Wert unverändert übernommen hat. BDO hat die Grössenprämie aufgrund der Expansionsstrategie von Genolier um 0.5% auf 3.5% gesenkt. Bei den Fremdkapitalkosten hat E&Y den zehnjährigen fixed-for-variable Zinsswap (basierend auf Swiss Libor) [58] verwendet. BDO hat sich dagegen für den zehnjährigen SWAP-Satz für Schweizer Franken zum Bewertungsstichtag entschieden. Insgesamt hat E&Y für das Bewertungsgutachten einen WACC von 7.40% ermittelt. BDO hat für die Fairness Opinion einen WACC von 7.27% errechnet, mithin 13 Basispunkte unter dem Bewertungsgutachten.

Die Analyse der DCF-Methode zeigt in diesem Fall, dass sich einige Parameter für die Herleitung des Unternehmenswerts von zwei zugelassenen Prüfgesellschaften trotz identischem Bewertungsobjekt unterscheiden können. Diese Unterschiede entstehen als Folge von ungleich vorhandenen Bewertungsgrundlagen, divergierenden Parameterwerten oder anderen abweichenden Einschätzungen des Erstellers hinsichtlich des Marktes, der Branche oder der Zielgesellschaft. Bei Genolier ergab sich trotz einiger nennenswerter Unterschiede in den Werten einzelner Parameter im Ergebnis beim WACC eine Abweichung von nur 13 Basispunkten, so dass das Bewertungsgutachten und die Fairness Opinion zu einem vergleichbaren Resultat führen.

---

57 Ibbotson Associates ist eine US-amerikanische Research-Gesellschaft, die auf dem Gebiet der Asset Allocation mit Know-how in den Erwartungen der Kapitalmärkte und Portfolio-Implementierung tätig ist. Sie veröffentlicht eine jährliche Studie zu verschiedenen Parametern für die Kapitalkostenberechnung.

58 Ein Zinsswap auf zehn Jahre ist ein Zinsderivat, bei dem zwei Vertragspartner vereinbaren, in zehn Jahren Zinszahlungen auf festgelegte Nennbeträge auszutauschen. Die Zinszahlungen werden meist so festgesetzt, dass eine Partei einen bei Vertragsabschluss fixierten bzw. festgesetzten Festzinssatz zahlt, während die andere Partei einen variablen Zinssatz begleicht *(Plain Vanilla Swap)*. Der variable Zinssatz basiert hier auf dem Libor (London Interbank Offered Rate), welcher dem täglich festgelegten Referenzzinssatz im Interbankengeschäft entspricht.

3. Market Multiples

a) Berechnung

Zur Objektivierung des massgeblichen Bewertungsansatzes und zu Vergleichszwecken empfiehlt sich eine Methode, welche im angelsächsischen Raum seit längerer Zeit verbreitet ist: Die Marktwert-Bewertungsmethode *(Market Multiples)*. Das Ziel der Marktwert-Bewertungsmethode ist eine Bewertung ohne umständliche Prognosen von Cash-Flows und ohne komplizierte Schätzungen von Diskontsätzen.[59] Zur Berechnung von Market Multiples wird eine Unternehmenskennzahl ins Verhältnis zum Unternehmenswert gesetzt. Bei der Bewertung mittels Market Multiples ist es wichtig, die zielführenden Multiplikatoren sorgfältig auszuwählen, zu plausibilisieren und auf die spezifische Bewertungssituation anzupassen. Zu den gebräuchlichsten Market Multiples gehören der Aktienpreis im Verhältnis zum Gewinn bzw. zum Cash-Flow oder der betriebliche Unternehmenswert im Verhältnis zu EBIT oder EBITDA.[60] Je nach Herkunft des Quellenmaterials können zwei verschiedene Market Multiples unterschieden werden: Trading Multiples beinhalten Verhältniszahlen, die auf Kursen börsenkotierter Unternehmen beruhen. Transaction Multiples sind dagegen Verhältniszahlen, die von effektiven Preisen von Unternehmenskäufen stammen.

Vergleichsunternehmen sind dann vergleichbar, wenn sie in den wesentlichen Charakteristiken übereinstimmen,[61] insbesondere in derselben Branche tätig sind, dieselben Märkte bearbeiten, über eine ähnliche Marktposition, Unternehmensgrösse und Risikostruktur verfügen, vergleichbare Produktsortimente anbieten, über ein ähnliches Entwicklungspotenzial verfügen und vergleichbare Finanzkennzahlen aufweisen. Weichen Vergleichsunternehmen bei einigen Elementen erheblich von der Zielgesellschaft ab, ergeben sich Verzerrungen und Ungenauigkeiten, so dass die berechneten Resultate an Aussagekraft verlieren.

---

59 LODERER/WÄLCHLI (FN 2), 38.

60 LODERER/WÄLCHLI (FN 2), 39 f. und 63.

61 Fairness Opinion Bank Sarasin & Cie. AG vom 17. Juni 2011 in Sachen *EGL AG*, 24; ergänztes Bewertungsgutachten Ernst & Young AG vom 1. März 2011 in Sachen *Genolier Swiss Medical Network SA*, 28.

b) Fallbeispiel „Genolier Swiss Medical Network SA“

Im Bewertungsgutachten von Genolier hat E&Y als Trading Multiple den EBITDA-Multiple verwendet und dabei einen Wert pro Aktie von CH 15.50 errechnet. Umsatz- und EBIT-Multiples hätten dagegen keine sinnvollen Ergebnisse geliefert.[62] Zu den Transaction Multiples führte E&Y aus, es gebe lediglich zwei Transaktionen aus dem Jahre 2009, welche aus ihrer Sicht zumindest bedingt vergleichbar seien. Aufgrund der kleinen Anzahl Transaktionen und der bedingten Vergleichbarkeit sei die Anwendung der Transaction Multiples nicht aussagekräftig, weshalb sie auf eine Darstellung der Ergebnisse verzichtet hätten.

Dagegen machte ein qualifizierter Aktionär geltend, wenn immer möglich, sollte der mittels DCF-Bewertung ermittelte Unternehmenswert durch Bewertungen auf der Basis von Trading- und Transaction-Multiples plausibilisiert werden. Es sei nicht nachvollziehbar, weshalb E&Y im Bewertungsgutachten auf eine Plausibilisierung mittels Transaction-Multiples verzichtet habe. Hierzu seien geeignete Transaktionen vorhanden gewesen, so dass eine Plausibilisierung mittels dieser Methode möglich und sinnvoll gewesen wäre.

BDO hat in ihrer Fairness Opinion anhand der Trading Multiples (EBITDA-Multiplikator) einen Wert pro Aktie zwischen CHF 18.70 und CHF 20.40 und mittels Transaction Multiples (Transaktionen mit Genolier-Aktien) zwischen CHF 17.70 und CHF 19.66 ermittelt. BDO hat aufgrund von Preisverzerrungen bei der Bewertung die Aussagekraft der Transaction Multiples mit vergleichbaren Unternehmen als gering eingestuft. Dagegen habe es in den zwölf Monaten vor der Voranmeldung relevante und aussagekräftige Transaktionen mit Aktien von Genolier gegeben, welche die mittels DCF-Methode hergeleitete Wertbandbreite bestätige.[63]

Die bestehende Uneinigkeit betreffend die Anwendung der Transaction Multiples ist dem Beurteilungsspielraum („technisches Ermessen“) des Erstellers zuzurechnen. Der Ersteller ist nicht verpflichtet, eine bestimmte Bewer-

---

62 Ergänztes Bewertungsgutachten Ernst & Young AG vom 1. März 2011 in Sachen *Genolier Swiss Medical Network SA,* 25 f.

63 Fairness Opinion BDO AG vom 18. Mai 2011 in Sachen *Genolier Swiss Medical Network SA,* 20.

tungsmethode zu verwenden. Allerdings besteht dann eine erhöhte Begründungspflicht im Bericht, wenn er eine anerkannte Bewertungsmethode nicht anwenden will. Demnach stand es E&Y und BDO grundsätzlich frei, die Transaction Multiple Methode in ihrem Bericht für die Wertbestimmung zu berücksichtigen oder wegzulassen. Wenn die Transaction Multiple Methode aber keine Verwendung findet, sind vollständige, sachliche und nachvollziehbare Gründe aufzuführen, weshalb von einer Anwendung abgesehen wird.

4. Analyse des Aktienkurses und des Handelsvolumens

Ein weiterer in der Praxis öfters benutzter Ansatz, den ermittelten Unternehmenswert zu verifizieren, ist die Analyse des Aktienkurses und des Handelsvolumens. Dabei versteht man unter dem Aktienkurs den Preis für Aktien, der sich durch Angebot und Nachfrage bildet. Das Handelsvolumen (auch Volumen oder Börsenumsatz) umfasst die Anzahl oder den wertmässigen Betrag der an einer Börse gehandelten Beteiligungspapiere in einem bestimmten Zeitraum (Betrachtungszeitraum). Die Analyse beinhaltet eine Untersuchung des Aktienkurses und des Handelsvolumens bezüglich der Menge und Preisbildung in einem Betrachtungszeitraum. Die Daten basieren auf Zahlen einer Börse oder eines Dritten (Informationsdienstleister).[64]

Bei illiquiden Beteiligungspapieren der Zielgesellschaft ist ein Bewertungsgutachten anstelle des Börsenkurses einschlägig. Die Übernahmekommission hat kürzlich im öffentlichen Kaufangebot in Sachen Feintool International AG festgehalten, dass auch der Aktienkurs und die Handelsvolumina in der Bewertung berücksichtigt werden dürfen.[65] BDO führte im Bewertungsgutachten aus, dass in 213 Tagen des Börsenjahres 2010 durchschnittlich monatlich rund 6‘900 Beteiligungspapiere von Feintool gehandelt worden seien. Die Analyse zeige, dass keine kurzfristigen unerklärbare Schwankungen im Vergleich zur allgemeinen Marktentwicklung oder in Bezug zu vergleichbaren Unternehmen vorhanden seien. Es lägen aufgrund der Kursanalyse auch keine Hinweise auf Verzerrungen durch Manipulationen vor. Auch

---

64 Bewertungsgutachten BDO AG vom 21. Januar 2011 in Sachen *Feintool International AG,* 18 f.

65 Verfügung 467/01 vom 28. Januar 2011 in Sachen *Feintool International AG*, Erw. 5.2.

nach der Lancierung des öffentlichen Kaufangebots seien im Kursverlauf bis zu dessen Veröffentlichung keine offensichtlich ungewöhnliche Entwicklungen erkennbar. Deshalb stelle der 60-Tages-VWAP in Höhe von CHF 326.90 pro Aktie trotz illiquider Beteiligungspapiere im Sinne des Übernahmerechts einen verlässlichen Indikator zur Bestimmung des Mindestpreises dar.[66]

PWC erachtete die Aussagekraft der Preis- und Volumenanalyse in der Fairness Opinion im selben öffentlichen Kaufangebot aufgrund der teils geringen Handelsvolumina als limitiert und stützte sich in der Folge auf die DCF-Methode ab, welche eine Bandbreite von CHF 315 bis CHF 355 ergeben hatte[67]. PWC hat dadurch abweichend von BDO den Börsenkurs nicht als zielführende Grösse angesehen. Die unterschiedliche Betrachtungsweise ist nicht zu beanstanden, solange die Anwendung bzw. Nichtanwendung der Bewertungsmethode plausibel, transparent und nachvollziehbar begründet ist.

V. Anforderungen an die Ersteller

1. Befähigung

Die Anforderungen an die Ersteller von Bewertungsgutachten und Fairness Opinions sind von Gesetzes wegen unterschiedlich definiert. Auch hat die Praxis in Auslegung der gesetzlichen Bestimmungen Unterschiede bezüglich des Personenkreises vorgenommen.

a) Ersteller von Bewertungsgutachten

Sind die kotierten Beteiligungspapiere vor der Veröffentlichung des Angebots bzw. der Voranmeldung nicht liquid, so ist auf eine Bewertung einer Prüfstelle[68] abzustellen.[69] Gemäss Art. 25 Abs. 1 BEHG muss der Anbieter

---

66 Bewertungsgutachten von BDO AG vom 21. Januar 2011 in Sachen *Feintool International AG*, 17 und 19.

67 Fairness Opinion PWC vom 9. Februar 2011 in Sachen *Feintool International AG*, 20 und 22.

68 Art. 25 Abs. 1 BEHG.

69 Art. 40 Abs. 4 Satz 1 BEHV-FINMA.

das Angebot vor der Veröffentlichung einer von der FINMA zugelassenen Prüfgesellschaft oder einem Effektenhändler zur Prüfung unterbreiten.

Im öffentlichen Kaufangebot Quadrant AG äusserte sich die UEK erstmals dazu, ob ein ausländischer Effektenhändler Prüfstelle im Sinne von Art. 25 BEHG sein könnte. Während der Wortlaut von Art. 25 BEHG den Kreis der Prüfgesellschaften auf solche mit einer Zulassung der FINMA einschränke, bestehe für die Effektenhändler keine Einschränkung, insbesondere nicht bezüglich des Sitzstaates. Für die Befähigung eines ausländischen Effektenhändlers spreche der Umstand, dass die (formellen) Voraussetzungen für die Erstellung einer Bewertung und die Prüfung eines Angebots identisch seien: In beiden Fällen müsse es sich um eine Prüfstelle im Sinne von Art. 25 Abs. 1 BEHG handeln.[70] Allerdings sei nicht zu übersehen, dass die Prüfung eines öffentlichen Kaufangebots umfangreichere Kenntnisse des schweizerischen Übernahmerechts voraussetze als die Erstellung einer Bewertung. Ausländische Effektenhändler seien daher nur mit Zurückhaltung zur Prüfung öffentlicher Kaufangebote zuzulassen. Der ausländische Effektenhändler habe die Beratung einer schweizerischen Anwaltskanzlei in Anspruch nehmen wollen, womit die Kenntnis des schweizerischen Übernahmerechts sichergestellt worden sei. Zudem sei zu berücksichtigen, dass sich die Suche nach einer geeigneten Prüfstelle bisher als schwierig erwiesen habe und innerhalb der Schweiz kaum noch eine geeignete Prüfstelle zu finden sein werde, die über die erforderliche Unabhängigkeit verfügt hätte. Schliesslich stehe ausser Zweifel, dass die beiden ausländischen Finanzaufsichtsbehörden von Schweden und Deutschland der FINMA gleichwertig seien. Die UEK kam im Ergebnis zum Schluss, dass ausländische Effektenhändler als Prüfstelle im Sinne von Art. 25 BEHG zuzulassen seien.[71]

Dagegen hat die FINMA kürzlich festgehalten, dass Art. 10 BEHG so auszulegen sei, dass er nicht nur formell kohärent sei, sondern auch die vom Gesetzgeber getroffenen Wertentscheidungen konsistent abbilde. Aus systematischer Sicht stehe fest, dass der Gesetzgeber mit dem Begriff „Effektenhändler“ in Art. 25 Abs. 1 BEHG einzig nach dem Börsengesetz bewilligte Effektenhändler gemeint habe. Es lägen keine überzeugenden Anhaltspunkte

---

70 Betreffend die Bewertung von Tauschtiteln vgl. Art. 24 Abs. 6 UEV in Verbindung mit Art. 44 BEHV-FINMA in Verbindung mit Art. 40 Abs. 4 BEHV-FINMA in Verbindung mit Art. 25 BEHG.

71 Verfügung 410/03 vom 5. Juli 2011 in Sachen *Quadrant AG,* Erw. 2.2.

vor, die darauf schliessen liessen, dass der Gesetzgeber unter dem Anwendungsbereich von Art. 25 BEHG auch in der Schweiz nicht bewilligte Effektenhändler hätte verstanden haben wollen. Der Gesetzgeber sei – auch in den parlamentarischen Diskussionen – stillschweigend davon ausgegangen, dass es sich bei den Effektenhändlern im Sinne von Art. 25 Abs. 1 BEHG nur um in der Schweiz zugelassene Effektenhändler handle.[72] Demnach kommen grundsätzlich nur Effektenhändler für die Erstellung von Bewertungsberichten in Frage, welche von der FINMA zugelassen sind. Dasselbe dürfte sinngemäss für Prüfgesellschaften gelten.

b) Ersteller von Fairness Opinions

Gemäss Art. 30 Abs. 6 UEV muss der mit der Erstellung einer Fairness Opinion beauftragte Dritte besonders befähigt und vom Anbieter, von der Zielgesellschaft und von den mit diesen in gemeinsamer Absprache handelnden Personen unabhängig sein. Der Revisionsentwurf der UEV hatte noch einen ausdrücklichen Verweis auf Art. 25 Abs. 1 BEHG enthalten, was bedeutet hätte, dass als Erstellerin einer Fairness Opinion nur die von der FINMA anerkannten Prüfgesellschaften oder Effektenhändler in Frage gekommen wären. Aufgrund der in der Vernehmlassung vorgebrachten Kritik strich die UEK diesen Verweis.[73] Daher geht der Kreis der für die Erstellung von Fairness Opinions im Sinne von Art. 30 Abs. 6 UEV besonders befähigten Personen über Prüfgesellschaften und Effektenhändler mit einer Zulassung durch die FINMA hinaus. Eine Zulassung – wie für Ersteller von Bewertungsberichten – ist nicht notwendig. Die UEK kann für die Ersteller von Fairness Opinions ohne Zulassung im Sinne von Art. 25 BEHG nur (aber immerhin) das grundsätzliche Bestehen einer besonderen Befähigung feststellen. Hingegen ist die UEK keine Zulassungsbehörde und kann daher auch kein eigentliches Zulassungsverfahren für Ersteller von Fairness Opinions etablieren.[74]

Von der FINMA anerkannte Prüfgesellschaften und Effektenhändler sind grundsätzlich weiterhin ohne separates Verfahren bei der UEK für die Erstel-

---

72 Verfügung FINMA vom 11. August 2011 in Sachen *Quadrant AG,* Erw. 4.2.

73 Rapport sur la consultation publique relative à l'OOPA du 28 novembre 2008, 5.

74 Verfügung 485/01 vom 24. Juni 2011 in Sachen *Leonardo & Co. AG,* Erw. 1.

lung von Fairness Opinions im Sinne von Art. 30 Abs. 6 UEV besonders befähigt. Ebenfalls grundsätzlich ohne weiteres gelten ausländische Gesellschaften als besonders befähigt, die einer mit der FINMA vergleichbaren Aufsichtsbehörde unterstehen. Für Personen und Gesellschaften, die von der FINMA nicht anerkannt sind, besteht die Möglichkeit, direkt bei der UEK ein Feststellungsgesuch einzureichen. Ob eine Gesuchstellerin die Anforderungen an die Unabhängigkeit gemäss Art. 30 Abs. 6 UEV erfüllt und die Fairness Opinion inhaltlich den Anforderungen von Art. 30 Abs. 5 UEV genügt, prüft die UEK jeweils fallbezogen. Für die besondere Befähigung zur Erstellung von Fairness Opinions müssen sämtliche Anforderungen sowohl an die Personen als auch an die Gesellschaft erfüllt sein.[75]

Personen qualifizieren sich als besonders befähigt für die Erstellung von Fairness Opinions, wenn sie als Revisionsexperten bei der Eidgenössischen Revisionsaufsichtsbehörde zugelassen sind und über eine Fachpraxis von mindestens fünf Jahren verfügen. Sodann befähigen sich Personen mit einem Hochschul- oder Fachhochschulabschluss in Betriebs-, Wirtschafts- oder Rechtswissenschaften an einer schweizerischen Hochschule bzw. mit einer gleichwertigen ausländischen Ausbildung und einer Fachpraxis von mindestens fünf Jahren. Falls keine derartige Hochschul- oder Fachhochschulausbildung vorliegt, kann diese durch eine Fachpraxis von mindestens zehn Jahren kompensiert werden. Die Fachpraxis wird als solche anerkannt, wenn diese im Bereich M&A sowie der Erstellung von Unternehmensbewertungen und Fairness Opinions erworben wurde.[76]

Eine im Sinne von Art. 30 Abs. 6 UEV besonders befähigte *Gesellschaft* muss über ein Corporate Finance Team verfügen, in dem mindestens 20% der mit der Erstellung der Fairness Opinion betrauten Personen, wenigstens aber vier, die Kriterien an die qualifizierten Personen erfüllen. Das Corporate Finance Team hat einen Leistungsnachweis („track record“) seiner Tätigkeit im Bereich Unternehmensbewertungen und Fairness Opinions zu erbringen. Die Gesellschaft hat schliesslich mittels internen Qualitätssicherungssystems aufzuzeigen, wie sie die Qualität einwandfreier und dem Stand der Zeit entsprechender Fairness Opinions sicherstellt. Dazu gehören namentlich Angaben über die Zuweisung der Aufgaben an geeignete Personen; die Sicherstel-

---

75 *Idem,* Erw. 2.

76 *Idem,* Erw. 3.1.

lung der Unabhängigkeit; die Anleitung, die Überwachung und die Durchsicht von getätigten Arbeiten; die Überprüfung der Qualität der erstellten Fairness Opinion; das Einholen von Expertenmeinungen; Weiterbildungen und Schulungen (auch „on the Job").[77]

2. Unabhängigkeit

Gemäss Art. 26 Abs. 2 UEV muss die Prüfstelle vom Anbieter, der Zielgesellschaft und den mit diesen in gemeinsamer Absprache handelnden Personen unabhängig sein. Ebenso bestimmt Art. 30 Abs. 6 UEV, dass der mit der Erstellung einer Fairness Opinion beauftragte Dritte vom Anbieter, von der Zielgesellschaft und von den mit diesen in gemeinsamer Absprache handelnden Personen unabhängig sein muss. Der Wortlaut der Unabhängigkeit für Ersteller von Bewertungsgutachten und Fairness Opinion sind damit identisch. Ob der Ersteller die Anforderungen an die Unabhängigkeit erfüllt, prüft die Übernahmekommission jeweils einzelfallbezogen.

Von den Erstellern von Bewertungsgutachten und Fairness Opinions wird eine tatsächliche Unabhängigkeit *(innere Unabhängigkeit)* sowie eine Unabhängigkeit dem Anschein nach *(äussere Unabhängigkeit)* verlangt.[78] Die innere Unabhängigkeit entzieht sich einer direkten Prüfung und kann daher nur durch äussere Umstände geprüft werden. Die äussere Unabhängigkeit wird mittels Unvereinbarkeitstatbeständen geprüft: Zwischen dem Ersteller des Bewertungsgutachtens und des Erstellers der Fairness Opinion darf keine Personalunion bestehen. Allerdings darf die Revisionsstelle des Anbieters oder der Zielgesellschaft als Prüfstelle fungieren, da sie gestützt auf Art. 728 f. OR als solche unabhängig zu sein hat.[79] Wenn die Prüfstelle gleichzeitig Abschlussprüfer des Anbieters ist, darf sie keine Bewertung im Rahmen des öffentlichen Kaufangebots vornehmen.[80] Immerhin kann eine Prüfgesellschaft oder ein Effektenhändler, der im Hinblick auf das Angebot für den Anbieter beratend tätig war, nicht gleichzeitig als Prüfstelle fungie-

---

77 *Idem*, Erw. 3.2.

78 Verfügung 249/07 vom 8. September 2005 in Sachen *Saia-Burgess Electronics Holding AG,* Erw. 8.1.

79 Empfehlung 057/01 vom 7. April 2000 in Sachen Big Star Holding, Erw. 5; Verfügung EBK vom 3. Mai 2006 in Sachen *Aare-Tessin AG für Elektrizität*, Erw. 44.

80 Prüfungsstandard PS 880, Rz 20.

ren, selbst dann nicht, wenn ein Informationsfluss zwischen der beratenden Personen und prüfenden Personen verhindert wird („Chinese Walls“).[81]

VI. Prüfung durch die Übernahmekommission

Die Übernahmekommission überprüft die Einhaltung der Bestimmungen über öffentliche Kaufangebote (Übernahmesachen) im Einzelfall.[82] Erhält die Übernahmekommission Kenntnis von Verletzungen der Bestimmungen oder von sonstigen Missständen, so sorgt sie für die Wiederherstellung des ordnungsgemässen Zustandes und für die Beseitigung der Missstände.[83] Die korrekte Durchführung von öffentlichen Kaufangeboten umfasst u.a. die Prüfung sämtlicher Angebotsdokumente. Zu den Angebotsdokumenten gehören auch ein Bewertungsbericht und eine Fairness Opinion. Die Prüfung von Bewertungsgutachten und Fairness Opinions folgt den Grundsätzen des Übernahmerechts[84] sowie den Geboten der Transparenz, Plausibilität und Nachvollziehbarkeit.[85]

Transparenz beschlägt den Umfang von Informationen und bedeutet, dass alle relevanten Informationen rechtzeitig verfügbar sein sollen. Je mehr Informationen über eine Gesellschaft vorliegen, desto transparenter ist sie. Einer grösseren Transparenz dienen unabhängige, der Öffentlichkeit zugängliche und nützliche Informationen.[86] Bei der *Plausibilität* geht es um die Stimmigkeit, Richtigkeit und Glaubwürdigkeit der Informationen. Die Plausibilität wird herangezogen, um eine Aussage über die richtige Grössenordnung von gemessenen oder berechneten Werten zu erhalten. Dazu wird ein Wert grob abgeschätzt und hernach überprüft, ob der gemessene Wert mit

---

81 Empfehlung 249/07 vom 8. September 2005 in Sachen *Saia-Burgess Electronics Holding AG,* Erw. 8.4.

82 Art. 23 Abs. 3 BEHG und Art. 3 Abs. 1 UEV.

83 Art. 33a Abs. 3 BEHG

84 Art. 1 UEV: Lauterkeit, Transparenz und Gleichbehandlung.

85 Angelehnt an BGer 4C.363/2000 vom 3. April 2001 Erw. 3b.; BVerG B-5272-2009 vom 30. November 2010 in Sachen *Quadrant AG,* Erw. 7.4 und 7.5; Verfügung FINMA vom 8. Juli 2009 in Sachen *Quadrant AG,* Rz 41.

86 GERICKE/WIEDER, Kommentar Übernahmeverordnung (UEV), 2011, Rn 12 f. zu Art. 1 UEV.

dem Schätzwert übereinstimmt. Die *Nachvollziehbarkeit* soll jedem ermöglichen, etwas zu wiederholen, noch einmal machen, wiederholt herstellen oder denselben Weg noch einmal gehen zu können (Wiederholbarkeit).

Die Übernahmekommission prüft sämtliche Bewertungsberichte und Fairness Opinions daraufhin, ob die Gebote der Transparenz, Plausibilität und Nachvollziehbarkeit erfüllt sind. Stellt die Übernahmekommission bei ihrer Prüfung fest, dass ein Bericht diesen Anforderungen nicht genügt, weist sie den Ersteller im Rahmen einer Vorprüfung auf die festgestellten Mängel hin und gibt ihm Gelegenheit zur Ergänzung oder Anpassung des Berichts. Ohne Vorprüfung oder bei Weigerung des Erstellers entscheidet die Übernahmekommission in ihrer Verfügung.[87]

Jeder Ersteller hat seinen Bericht im Einklang mit Transparenz, Plausibilität und Nachvollziehbarkeit und in Einhaltung der Grundsätze des Übernahmerechts zu erstellen. Er darf sich nicht darauf beschränken, seine Schlussfolgerungen bezüglich des Mindestpreises bzw. des angemessenen Preises bekannt zu geben, sondern er hat diese einlässlich, transparent, plausibel und nachvollziehbar zu begründen. Ferner hat er die Beurteilungsgrundlagen, die gewählten und nicht gewählten Bewertungsmethoden, die angenommenen Parameter für die Herleitung seiner Resultate sowie seine Einschätzungen und Werturteile einzeln, plausibel und nachvollziehbar im Bericht aufzuführen und zu begründen.[88]

Erhöhte Anforderungen an die Begründungspflicht besteht bei besonderen Umständen und Gegebenheiten im konkreten Einzelfall. Dies ist insbesondere bei Zielgesellschaften der Fall, welche besondere Merkmale oder Eigenschaften für die Unternehmensbewertung aufweisen. Beispielsweise können besondere Abschläge angezeigt sein, wie dies bei einigen öffentlichen Kaufangeboten schon vorgekommen ist. So kann bei eingeschränkter Verkehrsfähigkeit von Beteiligungspapieren ein Fungibilitätsabschlag[89] vorgenommen

---

87 Art. 33a Abs. 1 BEHG und Art. 3 Abs. 3 UEV.

88 Art. 40 Abs. 4 BEHV-FINMA für Bewertungsberichte und Art. 30 Abs. 5 UEV für Fairness Opinions.

89 Fairness Opinion KPMG AG vom 26. Mai 2011 in Sachen *Edipresse SA,* 20 ff. Mit dem Fungibilitätsabschlag (*discount for lack of marketability*, DLOM) wird die relative Abwesenheit der Marktfähigkeit in der Bewertung berücksichtigt.

werden oder bei einem Start-up-Unternehmen mit höherem Erfolgsrisiko eine „hurdle rate“[90] berücksichtigt werden.

Der Ersteller hat ein erhebliches „technisches Ermessen“, da in der Schweiz derzeit für Unternehmensbewertungen im Hinblick auf ein öffentliches Übernahmeangebot keine verbindlichen Standards existieren.[91] Bei signifikanten Abweichungen zwischen dem Bewertungsgutachten und der Fairness Opinion im selben öffentlichen Übernahmeangebot ist es aber auch möglich, dass die Übernahmekommission einschreitet: So fiel jüngst in Sachen Newave Energy Holding SA auf, dass der Wert gemäss Bewertungsgutachten (CHF 41.80) ca. 19% unter der unteren Bandbreite der Fairness Opinion (CHF 51.50) lag. Aufgrund der unterschiedlichen Bewertungsoptik ist es allerdings möglich, dass ein Bewertungsgutachten und eine Fairness Opinion zu verschiedenen Resultaten führen. Ein solcher Unterschied war dennoch einzigartig. Die Übernahmekommission hat in der Folge Stellungnahmen sowohl von der Erstellerin des Bewertungsgutachtens wie auch von derjenigen der Fairness Opinion zu den wesentlichen Differenzen eingeholt. Diese Differenzen lagen im Wesentlichen in einem Minderheitsabzug (discount for lack of control, DLOC) und einem Risikozuschlag in den Kapitalkosten für KMU, welche nur im Bewertungsgutachten, nicht aber in der Fairness Opinion vorgenommen wurden. Während ein Risikozuschlag in den Kapitalkosten für KMU im Vergleich zu anderen Berichten üblich ist, bestehen bezüglich des Minderheitsabzugs ernsthafte Zweifel, da diese Gesellschaft vor der Transaktion von keinem Aktionär kontrolliert wurde. Eine vertiefte Auseinandersetzung mit den unterschiedlichen Bewertungsparametern war jedoch im Fall Newave Energy Holding SA allerdings nicht notwendig, weil auch ohne Berücksichtigung des Minderheitsabschlags der Mindestpreis klar unter dem Angebotspreis war.[92]

---

90 Fairness Opinion Ernst & Young AG vom 16. September 2011 in Sachen *Escor Casinos & Entertainment AG*, 26 f. Mit der *„hurdle rate“* (*discount for lack of success*, DLOS) wird das Risiko des geschäftlichen Erfolgs eines Start-up-Unternehmens in der Bewertung berücksichtigt.

91 Anders als die Schweiz hat Deutschland Standards entwickelt. Das Institut der Wirtschaftsprüfer (IDW) veröffentlicht Standards (S) für Bewertungsgutachten (Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen; IDW S 1) und für Fairness Opinions (Grundsätze für die Erstellung von Fairness Opinions; IDW S 8).

92 Bewertungsgutachten KPMG vom 12. Dezember 2011 in Sachen Newave Energy Holding SA.

VII. Schlussfolgerungen

Die Bedeutung von Unternehmensbewertungen in öffentlichen Kauf- und Tauschangeboten hat in letzter Zeit zugenommen, da heute Bewertungsberichte und Fairness Opinions für die Angebotsempfänger weit mehr und detailliertere Informationen über die Zielgesellschaften liefern, als dies früher der Fall war. Entsprechend sind der Umfang und der Aussagegehalt von Bewertungsberichten und Fairness Opinions erheblich grösser geworden. Alle Angebotsempfänger erhalten dadurch die Gelegenheit, sich mit der Zielgesellschaft eingehender auseinanderzusetzen, um letztlich aufgrund der ermittelten Resultate fundierter entscheiden zu können, ob sie ihre Beteiligungspapiere in das öffentliche Kauf- oder Tauschangebot andienen wollen oder nicht. Auf der anderen Seite ist fraglich, ob die Angebotsempfänger die oft sehr technischen, betriebswirtschaftlichen Informationen und mathematischen Funktionen einer Unternehmensbewertung tatsächlich auch verstehen und verarbeiten können und wollen, soweit es sich nicht um Angebotsempfänger mit entsprechenden Fachkenntnissen handelt.

Trotz quasi-mathematisch exakter Herleitung des Unternehmenswertes in Bewertungsberichten und in Fairness Opinions darf dies nicht darüber hinwegtäuschen, dass jede Unternehmensbewertung in erheblichem Masse subjektiv durch den jeweiligen Ersteller geprägt ist. Den objektiv richtigen Unternehmenswert gibt es nicht. Jede Unternehmensbewertung basiert auf ökonomischen Annahmen und enthält zahlreiche Werturteile. Einige öffentliche Kauf- und Tauschangebote zeigen, dass es trotz identischem Bewertungsobjekt zum Zweck ein und derselben Transaktion zu teilweise recht unterschiedlichen Einschätzungen und Ergebnissen kommt, insbesondere bei speziellen Markt-, Branchen- und Unternehmenssituationen.[93]

Die Übernahmekommission prüft sämtliche Angebotsdokumente in einem öffentlichen Kauf- oder Tauschangebot. Unter ihre Prüfungspflicht fallen demnach auch Bewertungsberichte und Fairness Opinions, die auf die Einhaltung der übernahmerechtlichen Grundsätze[94] und der einschlägigen Ver-

---

93 Vgl. zuletzt das Bewertungsgutachten KPMG AG vom 12. Dezember 2011 sowie die Fairness Opinion Bank Sarasin & Cie AG vom 6. Dezember 2011 i.S. *Newave Energy Holding SA*.

94 Art. 1 UEV.

ordnungen[95] geprüft werden. Die Prüfung bei der Übernahmekommission erfolgt in einem einfachen bzw. raschen Verfahren[96], in Respektierung eines gewissen Beurteilungsspielraums („technisches Ermessen") zugunsten des jeweiligen Erstellers und in Beachtung von allfälligen Geschäftsgeheimnissen der Zielgesellschaft. Bei der Vorprüfung hat die Übernahmekommission in den letzten Jahren den Erstellern häufig einige Ergänzungen oder Präzisierungen angezeigt, um den Angebotsempfängern im Rahmen öffentlicher Kauf- und Tauschangebote transparente, plausible und nachvollziehbare Unternehmensbewertungen vorlegen zu können.

Bewertungsgutachten und Fairness Opinions haben eine rasante Weiterentwicklung an Bedeutung, Detaillierungsgrad und Komplexität erfahren. Zusätzlich zu den diskutierten Fragen der Auswahl, Anwendung und Gewichtung der Bewertungsmethoden, sind drei zusätzliche allgemeine Bemerkungen in dieser Schlussfolgerung zu berücksichtigen:

(1) Keine Kenntnis des Angebotspreises bis zur Fertigstellung des Bewertungsgutachtens.

Nach der gesetzlichen Konzeption ernennt und bezahlt bei illiquiden Beteiligungspapieren der Anbieter die Prüfstelle,[97] wobei zwischen Anbieter und Ersteller des Bewertungsgutachtens ein privatrechtliches Auftragsverhältnis besteht. Darüber hinaus erfüllt die Prüfstelle aber auch eine gesetzlich vorgesehene öffentlich-rechtliche Aufgabe.[98] Sie bestimmt in einem Bewertungsgutachten den gesetzlichen Mindestpreis anstelle des Börsenkurses (60-Tages-VWAP).[99] Die Evaluierung und Herleitung des zu ermittelnden Mindestpreises hat durch den Ersteller in formeller und materieller Unabhängigkeit zu erfolgen. In formeller Hinsicht hat sie zu allen in das Übernahmeverfahren involvierten Parteien unabhängig zu sein.

---

95 Art. 40 Abs. 5 BEHV-FINMA für Bewertungsberichte und Art. 30 Abs. 6 UEV für Fairness Opinions.

96 Art. 63 Abs. 1 UEV.

97 Art. 25 Abs. 1 BEHG.

98 Art. 40 Abs. 4 BEHV-FINMA.

99 Art. 32 Abs. 4 BEHG in Verbindung mit Art. 40 Abs. 2 und 4 BEHV-FINMA.

Um diese formelle Unabhängigkeit in Bezug auf das öffentliche Kauf- oder Tauschangebot zu gewährleisten, scheint es wichtig, dass die Prüfstelle den Wert je Aktie für die Festsetzung des Mindestpreises (Punktlandung) ohne Kenntnis des Angebotspreis bestimmt. Da der Anbieter die Prüfstelle auswählt und bezahlt, besteht ein gewisses Risiko, dass das Bewertungsgutachten, welches auf zahlreichen ökonomischen Annahmen und Werturteilen beruht, vom Angebotspreis beeinflusst wird. Um eine solche Beeinflussung zu vermeiden, sollte die Prüfstelle vom Angebotspreis bis zur Fertigstellung des Bewertungsgutachtens keine Kenntnis haben.

Bereits heute wollen einige Prüfstellen den Angebotspreis bis zur Fertigstellung ihres Bewertungsgutachtens nicht vorher kennen. Man könnte sich fragen, ob diese Praxis für alle Prüfstellen im Rahmen öffentlicher Kauf- und Tauschangebote zu empfehlen ist.

(2) Bei freundlichen öffentlichen Kauf- oder Tauschangeboten hat der Verwaltungsrat (oder sein unabhängiger Ausschuss) die Empfehlung erst in Kenntnis einer allfällig erstellten Fairness Opinion zu treffen.

Im freundlich eingeleiteten öffentlichen Kaufangebot *Edipresse SA* hatte die Übernahmekommission Gelegenheit darüber zu entscheiden, ob sich der Ausschuss der unabhängigen Verwaltungsräte gegenüber den Angebotsempfängern über die Annahme des öffentlichen Kaufangebots schon vor Bekanntgabe der Resultate einer Fairness Opinion äussern darf. Der Verwaltungsrat von *Edipresse SA*, bestehend aus zwei unabhängigen Verwaltungsräten, hatte sich vor Angebotsbeginn gegenüber dem Anbieter in einer Transaktionsvereinbarung verpflichtet, den Angebotsempfängern das öffentliche Kaufangebot zur Annahme zu empfehlen. Diese vertragliche Vereinbarung könnte je nach den Umständen im Widerspruch zu ihrer Unabhängigkeit stehen.

Die Übernahmekommission hatte in der Vergangenheit teilweise Interessenkonflikte bejaht bei einer vertraglichen Verpflichtung, mit der sich der Verwaltungsrat im Voraus verpflichtet hatte, die Annahme des öffentlichen

Kaufangebots zu empfehlen.[100] In anderen öffentlichen Kaufangeboten war sie zum gegenteiligen Schluss gekommen.[101] Die beiden unabhängigen Verwaltungsräte von *Edipresse SA* haben den Angebotsempfängern im Verwaltungsratsbericht die Annahme erst dann empfohlen, nachdem sie die Resultate der Fairness Opinion eines unabhängigen und befähigten Dritten[102] erhalten haben. Davon wollte sich die Übernahmekommission vergewissern, bevor sie die Gesetzmässigkeit des Verwaltungsratsberichts feststellte. Die Einschätzung in der Fairness Opinion bezüglich der finanziellen Angemessenheit des öffentlichen Kauf- oder Tauschangebots ist integrierender Bestandteil des Verwaltungsratsberichts. Demnach hat der Ausschuss der unabhängigen Verwaltungsräte den Verwaltungsratsbericht erst in Kenntnis der Resultate der Fairness Opinion abzugeben sowie die Vor- und Nachteile des öffentlichen Kauf- oder Tauschangebots frei von Interessenkonflikten, vollständig und transparent zu benennen.

(3) De lege lata sollte nur dann ein Bewertungsgutachten erstellt werden, wenn der Börsenkurs keinen verlässlichen Wert für die Bestimmung des Mindestpreises liefert.

Der Angebotspreis hat mindestens dem Börsenkurs zu entsprechen, wobei dieser dem volumengewichteten Durchschnittskurs der börslichen Abschlüsse der letzten 60 Börsentage vor Veröffentlichung des Angebots bzw. der Voranmeldung entspricht.[103] Sind die kotierten Beteiligungspapiere vor der Veröffentlichung des Angebots bzw. der Voranmeldung im Sinne des UEK-Rundschreibens Nr. 2 vom 26. Februar 2010 nicht liquid, so ist anstelle des Börsenkurses auf eine (Unternehmens-)Bewertung der Prüfstelle abzustellen.[104] Damit stellt Art. 40 BEHV-FINMA bei liquiden Beteiligungspapieren

---

100 Empfehlung 236/01 von 28 April 2005 in Sachen *Swiss International Airlines AG*, Erw. 7.2.5, Empfehlung 249/07 von 8 September 2005 in Sachen *Saia-Burgess Electronics Holding AG*, Erw. 6.3.3.

101 Empfehlung 384/03 von 18 November 2008 in Sachen *sia Abrasives Holding AG*, Erw. 7.2.

102 Art. 30 Abs. 5 UEV.

103 Art. 32 Abs. 4 BEHV in Verbindung mit Art. 40 Abs. 1 und 2 BEHV-FINMA.

104 Art. 40 Abs. 4 BEHV-FINMA.

auf den Börsenkurs und bei illiquiden Beteiligungspapieren auf eine Unternehmensbewertung ab – *tertium non datur*.

Dieses gesetzlich vorgesehene, duale System mag nicht vollumfänglich zu überzeugen: Eine absolute Definition der Liquidität für kotierte Beteiligungspapiere im Sinne des Übernahmerechts gibt es nicht. Die im UEK-Rundschreiben Nr. 2 festgesetzten Werte zur Liquidität beanspruchen keine absolute Gültigkeit. Das UEK-Rundschreiben Nr. 2 setzt nur (aber immerhin) die Parameter und Werte fest, um zu bestimmen, ob die kotierten Beteiligungspapiere in Konkretisierung von Art. 40 BEHV-FINMA liquid sind. Es gilt aber letztlich sorgfältig abzuwägen, unter welchen Voraussetzungen der Börsenkurs keine verlässliche Wertbestimmung für die Berechnung des Mindestpreises mehr zulässt. Der bezahlte Börsenkurs entspricht dem Gleichgewichtspreis eines Beteiligungspapiers, der durch das Spiel von Angebot und Nachfrage von Börsenteilnehmern festgesetzt wird. Das Bewertungsgutachten macht nur dort einen Sinn, wo es für die Berechnung des Mindestpreises im Vergleich zum Börsenkurs verlässlichere Resultate liefert. Das Bewertungsgutachten hat demnach gegenüber dem Börsenkurs zusätzliche Informationen über die Zielgesellschaft und einen qualitativ verlässlicheren Mindestpreis zuhanden der Angebotsempfänger zu liefern, um diesen im Rahmen eines öffentlichen Kauf- oder Tauschangebots finanziell einen fairen Ausstieg zu ermöglichen. Um diese „Mehrwerte“ zu erreichen, sind alle Bewertungsberichte transparent, plausibel und nachvollziehbar zu erstellen. Sämtliche Bewertungsberichte enthalten aber bei der Herleitung des Unternehmenswerts zahlreiche Werturteile, weshalb sie keine absolute Wahrheit beanspruchen. Insgesamt sind daher weder das UEK-Rundschreiben Nr. 2 noch die erstellen Unternehmensbewertungen frei von Werturteilen, so dass die Parameter und Berechnungen stets nur eine entsprechende Annäherung an einen Mindestpreis im Rahmen öffentlicher Kauf- und Tauschangebote sind.

Das heute geltende duale System ist dann – und nur dann – ausgewogen, wenn der Börsenkurs so lange für den Mindestpreis herangezogen wird, als er hierfür vernünftige Resultate liefert. Das Bewertungsgutachten ist aber dort notwendig, wo der Börsenkurs aufgrund von Verzerrungen oder Marktmanipulationen keine zielführende Grösse mehr darstellt. Wo ein Bewertungsgutachten notwendig ist, könnte der Börsenkurs je nach den konkreten Umständen aber immerhin einen Anhaltspunkt zur Ermittlung des Mindestpreises sein.

EuropaInstitut

AN DER UNIVERSITÄT ZÜRICH

Herausgeber:
Rudolf Tschäni

Mergers & Acquisitions XIV

Schulthess § 2012

Inhaltsübersicht

Auswirkung von IFRS 3 (2008) auf die Arbeit von M&A-Anwälten 7

Prof. Dr. Rolf Watter, Rechtsanwalt, Bär & Karrer AG, Zürich, Titularprofessor für Handels- und Wirtschaftsrecht an der Universität Zürich, und
Peter Eberli, dipl. Wirtschaftsprüfer, PwC, Zürich

Grossaktionäre, Verwaltungsräte und Management – ihre Handlungsspielräume in Übernahmesituationen 25

Dr. Rudolf Tschäni, Rechtsanwalt, Lenz & Staehelin, Zürich

Redomiciliation Transactions 67

Dr. Heinz Schärer, Rechtsanwalt, Homburger AG, Zürich, und
Dr. David Oser, Rechtsanwalt, Homburger AG, Zürich

Bewertungsgutachten und Fairness Opinions in öffentlichen Kauf- und Tauschangeboten 97

Prof. Dr. Luc Thévenoz, ordentlicher Professor an der Universität Genf, Direktor des Zentrums für Bank- und Finanzrecht, Präsident der Übernahmekommission, und
Manuel Zweifel, Rechtsanwalt und Betriebsökonom, Rechtskonsulent bei der Übernahmekommission

Börsenrechtliche Meldepflichten bei Unternehmensübernahmen 135

Noël Bieri, Rechtsanwalt, Offenlegungsstelle der SIX Swiss Exchange AG, Zürich, und
Dr. Katharina Rüdlinger, Rechtsanwältin, SIX Exchange Regulation, Zürich

Unternehmenssteuerreform II – Auswirkungen auf M&A-Transaktionen 185

PD Dr. Urs Schenker, Rechtsanwalt, Baker & McKenzie, Zürich