

THOMAS BERNDT
 HENDRIK FROESE
 LENNARD LEVERKUS
 ROMAN ORNIK

COMPLY OR EXPLAIN ALS LÖSUNG FÜR SCHWEIZER FAIRNESS OPINIONS?

Bewertungsunterschiede und Intransparenz analysiert – Verbesserungen identifiziert

Die Analyse Schweizer Fairness Opinions deckt erhebliche Unterschiede bezüglich Bewertungsannahmen und Transparenz auf. Das Replizieren der Ergebnisse der Unternehmensbewertung ist für die Adressaten der Fairness Opinion vielfach nicht möglich. Damit ist aber die Verwendung von Fairness Opinions als Entscheidungsgrundlage selbst infrage gestellt. Verstärkte Vorgaben der Regulatoren inklusive einem Comply-or-Explain-Ansatz könnten hierfür eine Lösung sein.

1. AUSGANGSLAGE

Im Rahmen von Übernahmen öffentlich gehandelter Aktiengesellschaften in der Schweiz ist der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft verpflichtet, den Aktionären eine Empfehlung zur Annahme oder Ablehnung des Übernahmeangebots zu liefern, um ihnen interessewahrende Entscheidungen zu ermöglichen. Der Verwaltungsrat stützt seine Empfehlung typischerweise auf Fairness Opinions unabhängiger Gutachter, welche Aussagen über die finanzielle Angemessenheit des angebotenen Transaktionspreises enthält. Den Gutachtern kommt damit die wichtige Aufgabe zu, Informationsasymmetrien zwischen Verwaltungsrat und Aktionären zu reduzieren und eine Basis zur Entscheidungsfindung zu liefern [1].

In der Schweiz stellt die Übernahmekommission fest, ob ein Unternehmen im Sinne von Art. 30 Abs. 6 der Übernahmeverordnung (UEV) besonders befähigt ist, im Rahmen von öffentlichen Kaufangeboten Fairness Opinions zu erstellen. Zudem beurteilt die Übernahmekommission, ob die publizierten Fairness Opinions in ihrer Form dem Verwaltungsrat als Grundlage für eine fundierte Empfehlung an die Aktionäre genügen. Diese Beurteilung beruht in der Regel auf Vorgaben zum Grad der Offenlegung der bewertungsrelevanten Parameter aus früheren Verfügungen der Übernahmekommission. Verbindliche Vorgabe ist, dass der Verwaltungsrats-

bericht alle «notwendigen» Informationen in «wahrer» und «vollständiger» Weise enthalten muss [2]. Hierbei wird ein Bericht als vollständig beurteilt, wenn er jene Informationen enthält, die ein «verständiger Aktionär im konkreten Fall vernünftigerweise vom Verwaltungsrat der Zielgesellschaft erwarten darf» [3]. In der Erstellung der Fairness Opinions unterliegen die beauftragten Beratungsunternehmen keinen gesetzlichen Vorgaben [4]. Es werden den Erstellern der Fairness Opinions also bewusst Ermessensspielräume in der Ausgestaltung ihrer Bewertungen eingeräumt.

Kritisch beurteilte die Übernahmekommission jüngst die Fairness Opinion zum Übernahmeangebot an die Aktionäre der *Victoria Jungfrau Collection AG*: Gemäss Verfügung 550/02 verlangte die Übernahmekommission eine Ergänzung der am 29. November 2013 publizierten Fairness Opinion zuhanden des Verwaltungsrats der Victoria Jungfrau Collection AG [5]. Die erste Fassung sei als Entscheidungsgrundlage nicht ausreichend. Hierbei stützt sich die Übernahmekommission insbesondere auf eine ihrer früheren Verfügungen [6]. Die Ergänzung war insbesondere bezüglich der Offenlegung der «Eckwerte für die Berechnung des Free Cash Flow und des Terminal Value» vorzunehmen [7]. Folglich überarbeitete das Beratungsunternehmen die Fairness Opinion, und diese wurde erneut durch den Verwaltungsrat publiziert.



THOMAS BERNDT,
 PROF. DR. RER. POL.,
 DIREKTOR, INSTITUT
 FÜR FINANZWISSENSCHAFT,
 FINANZRECHT UND LAW
 AND ECONOMICS (IFF-HSG),
 UNIVERSITÄT ST. GALLEN,
 ST. GALLEN



HENDRIK FROESE,
 M. A. HSG, DOKTORAND,
 INSTITUT FÜR
 FINANZWISSENSCHAFT,
 FINANZRECHT UND LAW
 AND ECONOMICS (IFF-HSG),
 UNIVERSITÄT ST. GALLEN,
 ST. GALLEN

Dieses Beispiel zeigt, dass Transparenz und Vollständigkeit zentrale Aspekte für die Beurteilung von Fairness Opinions sind. Die Überarbeitungspflicht der Fairness Opinions macht deutlich, dass die derzeitige Praxis noch dermassen breite Interpretations- und Ermessensspielräume enthält, dass man an der eigentlichen Zweckerfüllung der Fairness Opinions im Einzelfall zweifeln darf. Diese Ermessensspielräume zu untersuchen, ist Inhalt des nachfolgenden Beitrags.

2. FRAGESTELLUNG UND METHODISCHES VORGEHEN

Dieser Beitrag knüpft an frühere Studien über die Ausgestaltung von Fairness Opinions sowie die Bewertungspraxis in der Schweiz an. Hierzu zählen insbesondere die Arbeiten von *Schönefelder* (2008) [8] und *Hüttche* (2012) [9]. Die relativ aktuelle Studie von *Hüttche* analysiert anhand veröffentlichter Bewertungsgutachten den Stand der Bewertungspraxis in der Schweiz. Nach *Hüttche* hat der wissenschaftliche Diskurs zur «Best Practice» der Unternehmensbewertung in der Schweiz nicht zu einer Methodenvielfalt geführt, «künstlerische Freiheiten» seien begrenzt [10]. Es bestehe ein «offensichtlicher Konsens» darüber, wie in der Schweiz Unternehmensbewertungen durchgeführt werden. Allerdings behandelt die Arbeit überwiegend die gewählten Bewertungsmethoden und beurteilt weniger das Ausmass der konkreten Ermessensspielräume in der Wahl einzelner Bewertungsparameter.

Damit besteht weiterhin eine Forschungslücke zur Bewertungspraxis im Rahmen von Fairness Opinions in der Schweiz, insbesondere mit Bezug auf die Transparenz, die Vollständigkeit und die Replizierbarkeit von Bewertungsergebnissen. Ziel dieser Arbeit ist es daher, bewertungsrelevante Parameter im Kontext der Unternehmensbewertung in der Schweiz zu untersuchen.

Für die empirische Analyse wurden sämtliche im Online-Portal der Übernahmekommission verfügbaren Fairness Opinions der Jahre 2003 bis 2013 systematisch erfasst. Ausgeschlossen von der Analyse aufgrund ihrer speziellen Eigenschaften wurden Unternehmen der Finanzbranche (Banken, Versicherungen und Investmentgesellschaften) sowie Immobiliengesellschaften. Es wurden Bewertungsparameter, Annahmen und Variablen von 41 Fairness Opinions der Jahre 2003 bis 2013 ausgewertet. Die Fairness Opinions wurden zu 59% von Wirtschaftsprüfungsgesellschaften und zu 41% von Banken und Corporate-Finance-Beratungsgesellschaften durchgeführt.



LENNARD LEVERKUS,
M. A. HSG, DOKTORAND,
INSTITUT FÜR ACCOUNTING,
CONTROLLING UND
AUDITING, UNIVERSITÄT
ST. GALLEN, ST. GALLEN

3. ERGEBNISSE DER DATENANALYSE

Die Auswertung der Bewertungspraxis in den publizierten Fairness Opinions konzentriert sich auf die Ermittlung des Unternehmenswerts über die DCF-Methode und Multiplikatormethoden sowie die Überleitung vom Gesamt- zum Eigenkapitalwert der Zielunternehmen. Nachfolgend werden nur besonders auffällige Parameter der Analyse im Detail diskutiert. Anschliessend wird die beobachtete Bewertungspraxis mit international anerkannten Best-Practice-Empfehlungen [11] sowie spezifischen Empfehlungen zur Unternehmensbewertung im deutschsprachigen Raum [12] verglichen.

3.1 DCF-Methode. Die DCF-Methode wird als Best-Practice-Methode im Rahmen der Unternehmensbewertung bezeichnet [13]. Sämtliche analysierten Fairness Opinions in der Schweiz haben die DCF-Methode als primäre Methode angewandt.

Die Kapitalkosten sind einer der Haupttreiber der DCF-Methode. Einer der wichtigsten Einflussfaktoren auf die Höhe der Kapitalkosten ist der risikofreie Zinssatz [14]. Gemäss der Empfehlung von *Damodaran* sollte als risikofreier Zinssatz für eine x-jährige Schätzperiode die erwartete Rendite einer x-jährigen Nullcoupon-Staatsanleihe verwendet werden. Allgemein repräsentiert die erwartete Rendite einer 10-jährigen Staatsanleihe eine vernünftige Masszahl [15].

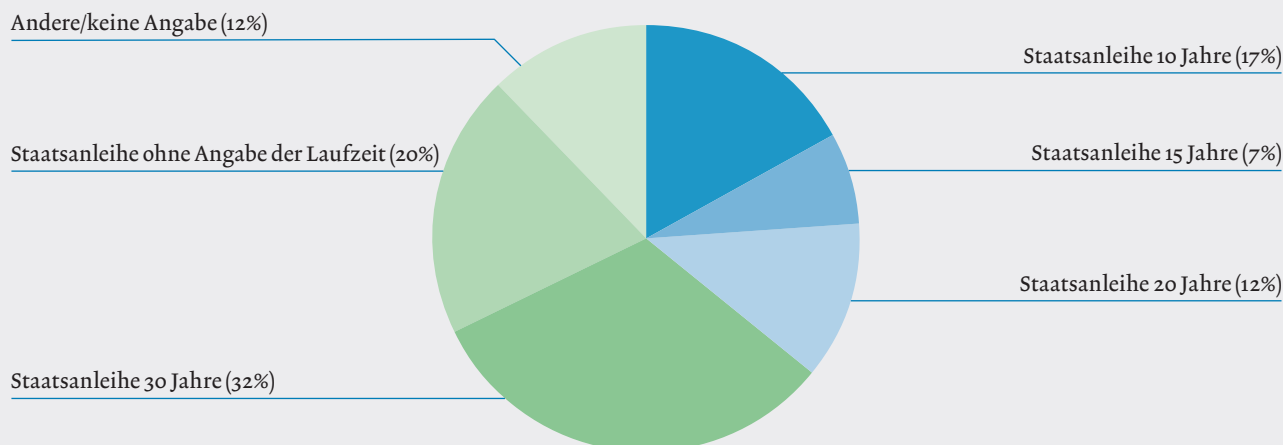
Wie *Abbildung 1* zeigt, entspricht die Praxis der Herleitung des risikofreien Zinssatzes in der Schweiz nicht den Empfehlungen der Corporate-Finance-Literatur. In Extremfällen wurde die durchschnittliche historische Rendite einer 57-jährigen Staatsanleihe verwendet, welche zu Renditen von nahe 5% führt. Der Median der Ergebnisse liegt bei 3,4% und das Minimum bei 1,2%. Zusammenfassend führen die Annahmen zur Berechnung risikofreier Zinssätze zu stark variierenden Unternehmenswerten. Fast ein Drittel der Fairness Opinions enthält keine genauen Angaben bezüglich der Quelle des risikofreien Zinssatzes. Diese Intransparenz könnte leicht durch Richtlinien der Übernahmekommission oder des Berufsstands beseitigt werden. Von einer einheitlichen – oder auch nur überwiegenden – Best Practice kann jedenfalls derzeit noch keine Rede sein.

Neben der Berechnung der Kapitalkosten muss auch eine Entscheidung bezüglich der Länge der Schätzperiode getroffen werden. *Abbildung 2* fasst die Schätzperioden der DCF-Methode zusammen.

Generelle Empfehlungen in der Literatur richten sich nach einer Zeitdauer von 10–15 Jahren, wobei Grösse des Unter-



ROMAN ORNIK,
M. A. HSG, DOKTORAND,
WISSENSCHAFTLICHER
MITARBEITER,
INSTITUT FÜR ACCOUNTING,
CONTROLLING UND
AUDITING, UNIVERSITÄT
ST. GALLEN, ST. GALLEN.

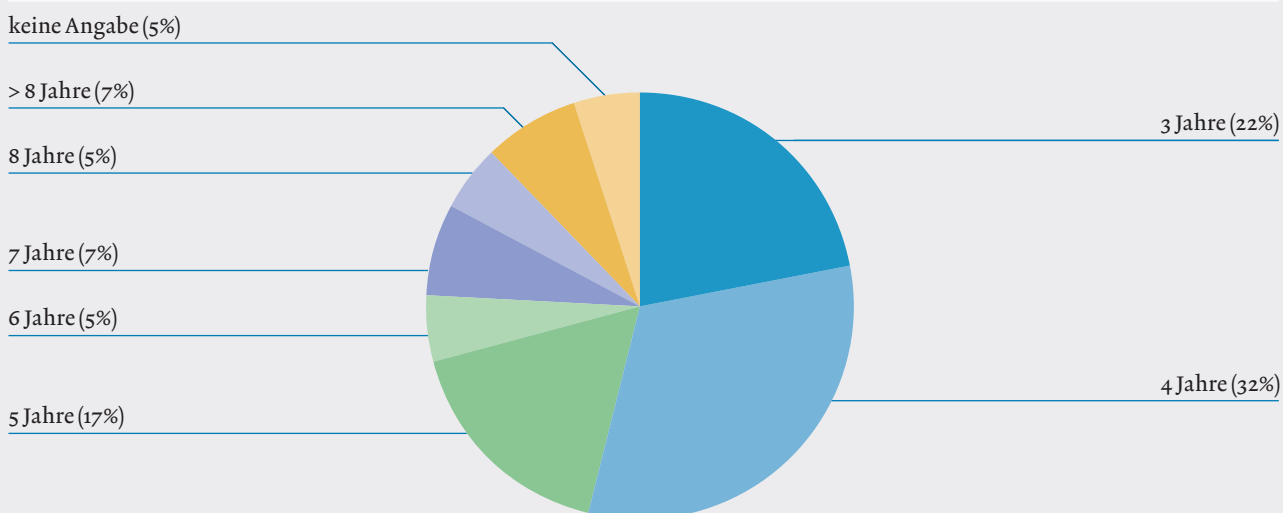
Abbildung 1: **VERWENDETE STAATSANLEIHEN ZUR BERECHNUNG DER RISIKOFREIEN ZINSSÄTZE**

nehmens, Wachstumsrate sowie die Nachhaltigkeit von Wettbewerbsvorteilen eine zentrale Rolle spielen [16]. Die Schätzperioden in Schweizer Fairness Opinions reichen von 3 bis 25 Jahre. Der Durchschnitt liegt bei 5,6 Jahren. 5% der Fairness Opinions geben die Länge der Schätzperiode gar nicht an, was ein Replizieren der Bewertung unmöglich macht. Auch in diesem Zusammenhang wäre die Vorgabe wünschenswert, dass Fairness Opinions zwingend Angaben über die Länge bzw. Begründung der Länge der Schätzperiode beinhalten müssen. Vor allem aufgrund der grossen Spanne an Schätzperioden (bis über 20 Jahre) wäre eine Begründung hinsichtlich der Wahl der Länge zur Nachvollziehbarkeit bedeutsam.

3.2 Multiplikatormethode. 98% aller untersuchten Schweizer Fairness Opinions haben die Methode der vergleichbaren Unternehmen und 71% der Fairness Opinions die Methode der vergleichbaren Transaktionen angewandt. Dies verdeut-

licht die Bedeutung der relativen Bewertung für die Praxis. Sie wird in Schweizer Fairness Opinions jedoch in keiner Fairness Opinion als «primäre» Methode angewandt, sondern hauptsächlich für die Plausibilitätskontrolle verwendet.

Ein zentraler Aspekt im Rahmen der Methode vergleichbarer Unternehmen stellt die Auswahl der Unternehmen dar. Bezüglich der Auswahlkriterien werden in der Literatur besonders Wachstumspotenzial, Risikostruktur [17] und Geldflüsse der Unternehmen hervorgehoben [18]. Damodaran weist daraufhin, dass in der Praxis häufig fälschlicherweise Branchenzugehörigkeit als Hauptkriterium verwendet wird [19]. Das Institut der Wirtschaftsprüfer (IDW S8) hat für den deutschen Markt festgelegt, dass das Geschäftsmodell sowie das Risiko/Ertragsverhältnis zwischen den Unternehmen vergleichbar sein muss [20]. Das Ergebnis der Studie widerspricht diesen Empfehlungen bzw. Richtlinien der Literatur. Mehr als ein Drittel der Fairness Opinions verwendet alleine die Produktgruppe als Kriterium, ohne andere

Abbildung 2: **SCHÄTZPERIODEN DER DCF-METHODE**

Faktoren zu berücksichtigen. Nur 3% der Fairness Opinions benutzen die in der Literatur vorgeschlagenen Kriterien Branche, Risikostruktur, Profitabilität und Grösse. Ungeeignete Vergleichsunternehmen lassen aber die Sinnhaftigkeit der angestrebten Plausibilitätskontrolle fraglich erscheinen.

Im Zusammenhang mit der Methode vergleichbarer Transaktionen müssen Faktoren wie die Transaktionsstruktur, die Anzahl an Bietern und deren Verhandlungsposition berücksichtigt werden. Es sollte geprüft werden, ob ein Mehr- oder Minderheitsanteil transferiert und ob hohe strategische Prämien bezahlt wurden [21]. Die Anzahl vergleichbarer Transaktionen reicht in der Stichprobe von 1 bis 25. Die Richtigkeit der Anwendung der Methode bei Zahlen nahe Minimum und Maximum ist zu hinterfragen. In vielen Fällen wurde eine hohe Anzahl an vergleichbaren Transaktionen angeführt, wobei nicht ersichtlich ist, welche Transaktionen schlussendlich für die Berechnung des Unternehmenswerts berücksichtigt wurden. Auch die Anzahl an Unternehmen im Zusammenhang mit der Methode vergleichbarer Unternehmen variiert von 1 bis 29 mit einem Durchschnitt von 7,9. Dieses Ergebnis lässt an der Relevanz der Methode bei Anwendung sehr hoher bzw. sehr niedriger Zahlen zweifeln.

Eine zentrale Entscheidung stellt die zeitliche Ausrichtung der Multiplikatoren dar. Die Empfehlungen der Literatur ergeben ein einheitliches Bild: Auf die Zukunft gerichtete Multiplikatoren stehen im Einklang mit den Prinzipien der Bewertung, historische Multiplikatoren stehen hingegen für «sunk costs» [22]. IDW S8 führt an, dass aktuelle und historische Daten wenig glaubwürdig sind und mehrere zukünftige Perioden verwendet werden sollten [23]. Gegenständig zu den Ausführungen in der Literatur basieren mehr als die Hälfte der Analysen Schweizer Fairness Opinions auf historischen Daten.

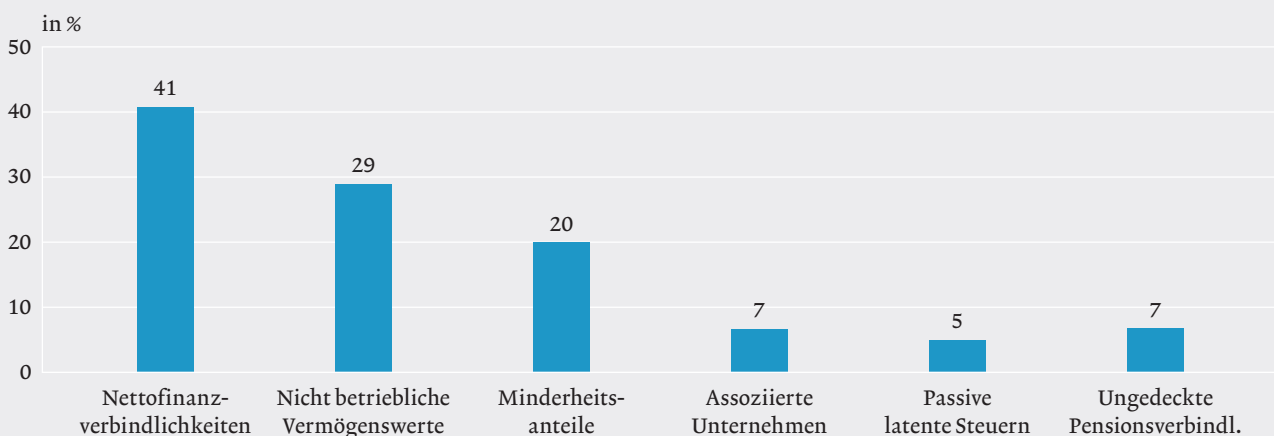
3.3 Überleitung vom Gesamt- zum Eigenkapitalwert. In der Mehrheit der analysierten Fairness Opinions werden sowohl die DCF-Methode als auch die Multiplikatormethoden angewendet, um den Wert des Gesamtkapitals (Enterprise Value) der Zielgesellschaft zu ermitteln. Aus diesem gilt es

anschliessend einen bereinigten Wert des Eigenkapitals abzuleiten, um eine Preisempfehlung pro Aktie zu berechnen. Der Gesamtkapitalwert wird hierzu um beispielsweise Netto-Finanzverbindlichkeiten, nicht-operative Aktiven, Minderheitsanteile an nahestehenden Unternehmen, assoziierte Unternehmen, latente Steuerverbindlichkeiten sowie nicht gedeckte Pensionsverbindlichkeiten bereinigt, um eine Eigenkapitalbewertung zu bestimmen. Die Analyse zeigt, dass diese Überleitungen nur unzureichend transparent durchgeführt werden. In 50% der Fairness Opinions werden die Fremdkapitalabzüge nicht näher erläutert und die genannten möglichen Abzüge werden nicht separat ausgewiesen. *Abbildung 3* zeigt die prozentualen Anteile der Offenlegung der Abzüge in den Fairness Opinions. Quantifiziert werden diese jedoch in lediglich 7% der Fairness Opinions. Eine Replizierbarkeit der Analysen ist somit in den meisten Fällen ausgeschlossen.

4. COMPLY OR EXPLAIN

Die empirische Analyse Schweizer Fairness Opinions zeigt, dass trotz der dargestellten gesetzlich bindenden Vorgaben der Übernahmekommission starke Unterschiede in Bezug auf die sorgfältige Auswahl von Bewertungsparametern bestehen. Der Detaillierungsgrad und die Transparenz der Analyse und der Beschreibung der Annahmen sind in einem Grossteil der untersuchten Fairness Opinions nicht ausreichend, um die Konsistenz oder eine Replizierbarkeit der Bewertungen zu ermöglichen. Es ist fraglich, ob solche Fairness Opinions als Mittel für eine effiziente, die Schutzbedürfnisse der Aktionäre berücksichtigende Entscheidungsfindung gesehen werden können. Vor diesem Hintergrund scheint es wünschenswert, konkretere Vorgaben bzw. Bewertungsrichtlinien zu empfehlen, die auf Inhalt, Detaillierungsgrad und das Grundverständnis gewisser Bewertungsannahmen eingehen. Hierfür würde sich ein Comply-or-Explain-Prinzip eignen, ähnlich der Richtlinie betreffend Informationen zur Corporate Governance der SIX Swiss Exchange [24]. Es gäbe einen klaren Bewertungsstandard für Schweizer Fairness Opinions, der Flexibilität für Anpassun-

Abbildung 3: **VERWENDETE KAPITALANPASSUNGEN ZUR ÜBERLEITUNG VOM GESAMT- ZUM EIGENKAPITALWERT**



gen der Bewertungen an Branchenspezifika oder spezifische Unternehmenssituationen lässt.

Die DCF-Bewertung kann in Bezug auf vier Hauptansatzpunkte regulatorischer Vorgaben verbessert werden. Erstens bestehen grosse Differenzen in den risikofreien Zinssätzen der analysierten Fairness Opinions. Durch deren direkten

«Die Analyse zeigt grosse Unterschiede in den für die Bewertung getroffenen Annahmen und erhebliche Intransparenzen.»

Einfluss auf den Weighted Average Cost of Capital (WACC) und damit auf den Unternehmenswert ist zu einer detaillierteren regulatorischen Vorgabe zu raten. Zweitens sollte die Schätzperiode nicht aufgrund von Datenverfügbarkeit, sondern durch Zyklizität und Volatilität des Unternehmens begründet werden, falls aus Sicht der Ersteller eine Standardlänge von z. B. fünf Jahren nicht als angemessen betrachtet wird. Drittens sollte die Sorgfalt bei der Bestimmung von Betas, welche hauptsächlich über Peer-Betas verläuft, ähnlich wie bei der Auswahl von Peers in der Multiple-Analyse, verstärkt werden. Viertens sind die stark variierenden Anpassungen der Eigenkapitalkosten an z. B. die Unternehmensgrösse anzusprechen, die von den verschiedenen Erstellern von Fairness Opinions einheitlich geregelt werden sollten, um vergleichbare Empfehlungen abgeben zu können.

In Bezug auf die Anwendung der Multiplikatormethode mittels vergleichbarer gelisteter Unternehmen sowie Transaktionen in Schweizer Fairness Opinions stechen drei Hauptdiskussionspunkte heraus. Erstens profitieren der Verwal-

tungsrat und die Aktionäre erheblich von einer sorgfältigeren Auswahl vergleichbarer Unternehmen und Transaktionen. Hierbei sollte, zusätzlich zur Unternehmensbranche, ein stärkerer Fokus auf die Vergleichbarkeit von Grösse, Risikostruktur und Profitabilität gelegt werden. Zweitens sollten, wie in der Literatur empfohlen, auf die Zukunft ausgerichtete Multiplikatoren für die Bewertung verwendet werden; denn vergütet wird eine künftige, nicht eine vergangene Entwicklung. Drittens ist es notwendig, dass der Prozess der Aggregation der Multiplikatoren aller vergleichbaren Unternehmen transparent dargestellt wird. Die Begründung liegt in der Erreichung der Nachvollziehbarkeit, welche Unternehmen in den final verwendeten Multiple eingehen und ob z. B. das arithmetische Mittel oder der Median zur Aggregation verwendet wird.

Zuletzt sollte eine transparentere und detaillierte Überleitung vom Unternehmenswert auf den Eigenkapitalwert aufgeführt werden. Dies ermöglicht eine Nachvollziehbarkeit der vom Ersteller der Fairness Opinion durchgeführten Unternehmensbewertung ohne die das Treffen interessenswahrender Entscheidungen kaum möglich ist.

5. FAZIT

Die Erstellung von Fairness Opinions dient dem Verwaltungsrat und den Investoren zur Entscheidungsfindung und Beurteilung von Übernahmeangeboten. Die Analyse zeigt grosse Unterschiede in den für die Bewertung getroffenen Annahmen und erhebliche Intransparenzen, die das Replizieren der Unternehmensbewertung oft unmöglich machen. Stärkere regulatorische Vorgaben nach dem Comply-or-Explain-Prinzip, würden Konsistenz, Transparenz und Replizierbarkeit von Schweizer Fairness Opinions verstärken, durch die die Erfüllung des eigentlichen Zweckes der Fairness Opinions erst möglich wird. ■

Anmerkungen: 1) Vgl. Bowers & Latham (2006). 2) Swiss Takeover Board (2013) Art. 30 Abs. 1 und Abs. 2 UEV-UEK. 3) Vgl. Swiss Takeover Board (2007), Verfügung 343/03 zum Verwaltungsratsbericht vom 20. Dezember 2007 in Sachen Implexia AG. 4) Vgl. Romero (2005), S. 47. 5) Vgl. Swiss Takeover Board (2013a). 6) Vgl. Swiss Takeover Board (2007). 7) Vgl. Swiss Takeover Board (2013a). 8) Schönefelder, L. (2008). «Unternehmensbewertung im Rahmen von Fairness Opinions» Dissertation, Universität St. Gallen, Band 383, Bern: Haupt. 9) Hüttche, T. (2012). «Zur Praxis der Unternehmensbewertung in der Schweiz: Stand der Bewertungslehre und Umsetzung», Der Schweizer Treuhänder, 2012/4. 10) Grundgesamtheit dieser Analyse ist ein Datensatz von 17 Fairness Opinions sowie 8 Bewertungsberichten. Diese Grundgesamtheit wurde um 6 Gutachten bereinigt, welche Immobilien- und Investmentgesellschaften sowie eine Bank betreffen. 11) Damodaran (2006) und Koller, Goedhardt & Wessels (2005). 12) Institut der Wirtschaftsprüfer (2011): IDW S8, sowie Hauser & Turnes (2010). 13) Vgl. Koller, Goedhardt & Wessels (2005), S. 103. 14) Vgl. Koller, Goedhardt & Wessels (2005), S. 302. 15) Vgl. Damodaran (2006), S. 36. 16) Vgl. Damodaran (2006), S. 118., Koller, Goedhardt & Wessels

(2005), S. 234. 17) Vgl. Volkart (2002), S. 85. 18) Vgl. Damodaran (2006), S. 247. 19) Vgl. Damodaran (2006), S. 247. 20) Vgl. IDW S8 (2011), S. 8. 21) Vgl. IDW S8 (2011), S. 9. 22) Vgl. Koller, Goedhardt, & Wessels (2005), S. 378. 23) Vgl. IDW S8 (2011), S. 8. 24) Vgl. SIX Swiss Exchange (2008), S. 2. **Literatur:** ► Bowers, H. & Latham W. (2006). Information asymmetry, litigation risk, uncertainty and the demand for fairness opinions: evidence from U.S. mergers and acquisitions, 1980–2002, Working Paper (University of Delaware). ► Damodaran, A. (2006). Damodaran on Valuation. 2nd Edition. Hoboken, NJ: Wiley. ► Hauser, M. & Turnes, E. (2010). Unternehmensbewertung und Aktienanalyse. 1st Edition. Zurich: SKV. ► Hüttche, T. (2012). Zur Praxis der Unternehmensbewertung in der Schweiz: Stand der Bewertungslehre und Umsetzung. Der Schweizer Treuhänder, 2012/4, S. 208–212. ► Institut der Wirtschaftsprüfer (IDW). (2011). Principles of the preparation of fairness opinions: IDW S. 8, Stand: 17.11.2011, Translation Status: December 28, 2011, Düsseldorf: IDW. ► Koller, T., Goedhardt, M. & Wessels, D. (2005). Valuation – measuring and managing the value of companies. 4th Edition. Hoboken, NJ: Wiley. ► Romero, F. & Gerhard, F. (2008). Rechtliche Er-

fordernisse und Haftung – Schweiz. In W. Essler, S. Lobe & K. Röder (Hrsg.), Fairness Opinions, Grundlagen und deren Anwendungen, 193–204. Stuttgart: Schäffer-Poeschel. ► Schönefelder, L. (2008). Unternehmensbewertung im Rahmen von Fairness Opinions. Dissertation, Universität St. Gallen, Band 383, Bern: Haupt. ► Swiss Exchange [SIX] (2008): Richtlinie betreffende Informationen zur Corporate Governance. Zuletzt konsultiert am 7. Mai 2014 unter http://www.six-exchange-regulation.com/admission_manual/o6_15-DCG_de.pdf. ► Swiss Takeover Board (2007). Directive 343/03. Zuletzt konsultiert am 7. Mai 2014 unter <http://www.takeover.ch/transactions/detail/nr/0343>. ► Swiss Takeover Board (2013). Verordnung der Übernahmekommission über öffentliche Kaufangebote über öffentliche Kaufangebote. Zuletzt konsultiert am 7. Mai 2014 unter <http://www.admin.ch/opc/de/classified-compilation/20082263/201305010000/954.195.1.pdf>. ► Swiss Takeover Board (2013a). Directive 550/02. Zuletzt konsultiert am 7. Mai 2014 unter <http://www.takeover.ch/transactions/detail/nr/0550>. ► Volkart, R. (2002). Unternehmensbewertung und Akquisitionen. 2. Auflage, Zürich: Versus.