



Fairness Opinions im Transaktionskontext

Hintergrund

Eine Fairness Opinion gemäß IDW S8 ist eine Stellungnahme eines Wirtschaftsprüfers zur Angemessenheit von Transaktionspreisen im Rahmen von unternehmerischen Initiativen. Sie dient dazu, die finanzielle Angemessenheit einer Transaktion zu beurteilen. Im Gegensatz zu einer umfassenden Unternehmensbewertung nach IDW S1, bei der der Unternehmenswert ermittelt wird, bezieht sich die Fairness Opinion auf die Angemessenheit des Transaktionspreises in Bezug auf die konkrete Transaktion und analysiert, ob der verhandelte Preis innerhalb einer

akzeptablen Bandbreite liegt, die durch verschiedene Bewertungsverfahren, z.B. vergleichbare Transaktionen und kapitalwertorientierte Methoden, bestimmt werden kann. Fairness Opinions werden häufig bei Unternehmensverkäufen oder -käufen, Transaktionen wesentlicher Unternehmensteile oder bestimmter Vermögenswerte eingesetzt. Sie bieten eine unabhängige Einschätzung der finanziellen Angemessenheit des Transaktionspreises, gewährleisten mehr Transparenz und helfen, potenzielle Interessenkonflikte zu vermeiden. ➔

Bedeutung der Fairness Opinion

Der wesentliche Zweck von Fairness Opinions liegt in der Absicherung des Vorstands bzw. Aufsichtsrats gegen Haftungsrisiken. Mittels der Fairness Opinion kann nachgewiesen werden, dass die Verantwortlichen bei einer unternehmerischen Entscheidung vernünftigerweise annehmen durften, auf Grundlage angemessener Information zum Wohle der Gesellschaft zu handeln und somit der Sorgfaltspflicht gem. „Business Judgement Rule“ (§ 93 Abs. 1 S. 1 AktG) nachgekommen wurde. So kann durch die Fairness Opinion die Entscheidungsgrundlage dokumentiert werden. Gleichzeitig erweitert sie die Informationsbasis und trägt dazu bei, Informationsasymmetrien zwischen Leitungs- und Kontrollorganen sowie Aktionären zu verringern.

In der Praxis können Fairness Opinions auch als strategisches Instrument eingesetzt werden, um die Verhandlungsposition eines Unternehmens zu stärken. Indem sie eine fundierte und unabhängige Bewertung des Transaktionspreises liefern, können Unternehmen ihre Argumente gegenüber potenziellen Käufern oder Verkäufern untermauern und sicherstellen, dass die Verhandlungen auf einer soliden Grundlage geführt werden.

Merkmale von Fairness Opinions

Fairness Opinions liegt stets die Perspektive des Auftraggebers zugrunde, d.h. je nach Transaktion die Käufer- oder Verkäuferperspektive („Adressatenorientierung“). Dementsprechend stellen Fairness Opinions auf die subjektive Sicht des Auftraggebers ab, da letztlich zu beurteilen ist, ob dieser sich durch die Transaktion finanziell nicht schlechter stellt als ohne Durchführung der Transaktion. Die Adressatenorientierung drückt sich auch in den verfügbaren bzw. einzubeziehenden Informationen aus. So ist davon auszugehen, dass die Informationsbasis für den Veräußerungsfall i.d.R. größer ist als im Erwerbsfall, da hier auch auf interne Daten bspw. aus dem Rechnungswesen zurückgegriffen werden kann. Im Erwerbsfall beschränkt sich die Informationsbasis oft auf im Rahmen der Transaktion erstellte Dokumente wie z.B. Info-Memos,

Due-Diligence-Berichte oder am Markt verfügbare Informationen. Die Datenbasis ist letztlich im Rahmen der Fairness Opinion zu würdigen. Schließlich können auch zeitliche Restriktionen, unter denen Fairness Opinions im laufenden Transaktionsprozess oft erstellt werden, die Tiefe der Analyse einschränken und die Gesamtaussage der Fairness Opinion beeinflussen.

Ferner sind, da Fairness Opinions die konkrete Adressatenperspektive einnehmen, subjektive Faktoren wie Synergien und Wertbeiträge durch Restrukturierungen zu berücksichtigen. So ergibt sich im Veräußerungsfall die Preisuntergrenze des Transaktionsobjekts i.d.R. aus dem Stand-alone-Wert, geplanten Synergiemaßnahmen sowie potenziellen Synergieverlusten des Verkäufers. Im Erwerbsfall sind in die Berechnung der Preisobergrenze neben dem Stand-alone-Wert auch die spezifischen Synergieeffekte des Käufers einzubeziehen.

Abgrenzung zur IDW-S1-Bewertung

Im Vergleich zu IDW-S1-Bewertungen beziehen sich Fairness Opinions nicht auf eine eigenständige Wertermittlung, sondern auf die finanzielle Angemessenheit des (gegebenen) Transaktionspreises. Der Transaktionspreis ist im Veräußerungsfall angemessen, wenn er innerhalb oder oberhalb der ermittelten Bandbreite liegt, während im Erwerbsfall der Preis innerhalb oder unterhalb der Bandbreite liegen sollte (vgl. Abb. 1).

Während im IDW S1 kapitalwertorientierte Verfahren als maßgebliche Bewertungsmethode angesehen werden, stellen die Fairness Opinions gem. IDW S8 auf eine Methodenpluralität ab, auf deren Basis eine Bandbreite als Beurteilungsmaßstab ermittelt wird. Die Wahl der Methoden hängt u.a. von den zeitlichen Restriktionen und den verfügbaren Informationen ab. Kapitalwertorientierte Verfahren wie das Discounted-Cashflow- oder Ertragswertverfahren werden regelmäßig eingesetzt. Diese Methoden ermöglichen eine tiefgehende Bewertung basierend auf zukünftigen Zahlungsströmen und Unternehmenswerten. Zudem werden oftmals marktpreisorientierte Verfahren wie Multiples oder Börsenkurse berücksichtigt. Diese Ansätze bieten eine vermeintlich einfache und intuitive Einschätzung, indem sie auf vergleichbare Markttransaktionen und aktuelle Preisentwicklungen zurückgreifen. Sie sind besonders nützlich, wenn schnelle Entscheidungen getroffen werden müssen oder wenn der Zugang zu umfassenden internen Daten eingeschränkt ist. Gleichwohl ist hier sicherzustellen, dass die Vergleichsmaßstäbe bzw. die zugrunde liegenden Informationen sorgfältig analysiert und gewürdigt werden.

Letztlich sind die verwendeten Methoden sowie die zugrunde liegenden Informationen im Rahmen einer Gesamtwürdigung auf ihre Eignung zur Beurteilung der finanziellen Angemessenheit zu bewerten.

Abb. 1 – Beurteilung im Kontext der Entscheidungssituation





Besondere Konstellationen bei Fairness Opinions

Bei Fairness Opinions können sich besondere Fragestellungen bzw. Konstellationen ergeben, die zu beachten sind. Eine davon ist die sogenannte zweiseitige Fairness Opinion. Diese wird relevant, wenn der Kaufpreis nicht (nur) in bar, sondern (auch) in Form von eigenen Unternehmensanteilen gezahlt werden soll. Somit muss in einem zusätzlichen Schritt der angemessene Wert der hingebenen Leistung, d.h. des Transaktionspreises, ermittelt werden. In solchen Fällen sollte die Fairness Opinion daher zweiseitig erfolgen und Werte bzw. Wertbandbreiten für die Leistung sowie für die Gegenleistung ermittelt werden.

Unterschiedliche Anteilsklassen bzw. hiermit verbundene unterschiedliche Rechte stellen einen weiteren relevanten Sachverhalt dar. Dies ist oftmals der Fall bei Start-ups bzw. jungen Unternehmen, wenn Anteile verschiedener Aktienklassen ausgegeben werden. Für eine sachgerechte Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des Transaktionspreises sind die mit den entsprechenden Anteilsklassen verbundenen Rechte bzw. ihre Auswirkungen auf die Bewertung zu würdigen.

Berichterstattung

Die Berichterstattung umfasst in der Regel den Opinion Letter, der die finanzielle Angemessenheit des Transaktionspreises darlegt, sowie das Valuation Memorandum, das die verwendeten Informationen, die Bewertungsverfahren und die durchgeführten Analysen erläutert. Ein Factual Memorandum kann ebenfalls erstellt werden, um alle zur Beurteilung verwendeten Informationen zu dokumentieren.

Fazit

Zusammenfassend sind Fairness Opinions ein wichtiges Instrument in M&A-Transaktionen bzw. im Rahmen von unternehmerischen Entscheidungen. Sie bieten eine unabhängige Einschätzung der finanziellen Angemessenheit von Transaktionspreisen und fördern Transparenz, wodurch Interessenkonflikte vermieden werden können. Fairness Opinions können die Verhandlungsposition eines Unternehmens stärken und die Akzeptanz der Transaktion bei Stakeholdern erhöhen. Zudem dienen sie der Absicherung der Entscheidungsträger insb. in Bezug auf die Business Judgment Rule, indem sie die Entscheidungsfindung transparent gestalten und die Informationsbasis stärken können.

Kontakt



Dr. Matthias Knabe

Partner | Valuation, Modeling & Economics

Tel: +49 211 8772 3241

Mobil: +49 151 58001223

mknabe@deloitte.de

Deloitte.

Deloitte bezieht sich auf Deloitte Touche Tohmatsu Limited (DTTL), ihr weltweites Netzwerk von Mitgliedsunternehmen und ihre verbundenen Unternehmen (zusammen die „Deloitte-Organisation“). DTTL (auch „Deloitte Global“ genannt) und jedes ihrer Mitgliedsunternehmen sowie ihre verbundenen Unternehmen sind rechtlich selbstständige und unabhängige Unternehmen, die sich gegenüber Dritten nicht gegenseitig verpflichten oder binden können. DTTL, jedes DTTL-Mitgliedsunternehmen und verbundene Unternehmen haften nur für ihre eigenen Handlungen und Unterlassungen und nicht für die der anderen. DTTL erbringt selbst keine Leistungen gegenüber Kunden. Weitere Informationen finden Sie unter www.deloitte.com/de/UeberUns.

Deloitte bietet führende Prüfungs- und Beratungsleistungen für nahezu 90% der Fortune Global 500®-Unternehmen und Tausende von privaten Unternehmen an. Rechtsberatung wird in Deutschland von Deloitte Legal erbracht. Unsere Mitarbeitenden liefern messbare und langfristig wirkende Ergebnisse, die dazu beitragen, das öffentliche Vertrauen in die Kapitalmärkte zu stärken, und unsere Kunden bei Wandel und Wachstum unterstützen. Deloitte baut auf eine 180-jährige Geschichte auf und ist in mehr als 150 Ländern tätig. Erfahren Sie mehr darüber, wie die rund 460.000 Mitarbeitenden von Deloitte das Leitbild „making an impact that matters“ täglich leben: www.deloitte.com/de.

Diese Veröffentlichung enthält ausschließlich allgemeine Informationen und weder die Deloitte GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft noch Deloitte Touche Tohmatsu Limited (DTTL), ihr weltweites Netzwerk von Mitgliedsunternehmen noch deren verbundene Unternehmen (zusammen die „Deloitte Organisation“) erbringen mit dieser Veröffentlichung eine professionelle Dienstleistung. Diese Veröffentlichung ist nicht geeignet, um geschäftliche oder finanzielle Entscheidungen zu treffen oder Handlungen vorzunehmen. Hierzu sollten Sie sich von einem qualifizierten Berater in Bezug auf den Einzelfall beraten lassen.

Es werden keine (ausdrücklichen oder stillschweigenden) Aussagen, Garantien oder Zusicherungen hinsichtlich der Richtigkeit oder Vollständigkeit der Informationen in dieser Veröffentlichung gemacht, und weder DTTL noch ihre Mitgliedsunternehmen, verbundene Unternehmen, Mitarbeitende oder Bevollmächtigten haften oder sind verantwortlich für Verluste oder Schäden jeglicher Art, die direkt oder indirekt im Zusammenhang mit Personen entstehen, die sich auf diese Veröffentlichung verlassen. DTTL und jede ihrer Mitgliedsunternehmen sowie ihre verbundenen Unternehmen sind rechtlich selbstständige und unabhängige Unternehmen.

Stand 07/2025

