



---

# DEUTSCHES AKTIENINSTITUT

---



WHITE & CASE

SIDLEY AUSTIN LLP  
**SIDLEY**

## Fairness Opinions

Entwicklung, Bedeutung und aktuelle Praxis unter besonderer Berücksichtigung der Stellungnahme von Vorstand und Aufsichtsrat gemäß § 27 WpÜG

Dr. Alexander Georgieff  
Dr. Robert Weber



Studien des Deutschen Aktieninstituts, Heft 52  
Herausgegeben von Prof. Dr. Rüdiger von Rosen  
Frankfurt am Main, März 2012

Herausgeber: Prof. Dr. Rüdiger von Rosen  
Deutsches Aktieninstitut e.V.  
Niederneu 13-19  
60325 Frankfurt a.M. Tel. 0 69/9 29 15-0  
Fax 0 69/9 29 15-12  
Internet <http://www.dai.de>

Autoren: Dr. Alexander Georgieff  
Georgieff Capital Advisors GmbH Tel. 0 61 74/2 49 60-11  
E-Mail [a.georgieff@georgieffcapital.com](mailto:a.georgieff@georgieffcapital.com)

Dr. Robert Weber  
White & Case LLP Tel. 0 69/2 99 94-12 55  
E-Mail [rweber@whitecase.com](mailto:rweber@whitecase.com)

unter Mitarbeit von Mark T. Shehan, Sidley Austin LLP

1. Auflage, März 2012

Alle Rechte vorbehalten

ISBN 978-3-934579-70-5

# Fairness Opinions



## Vorwort

Aus der deutschen Unternehmenstransaktionspraxis ist die Fairness Opinion – also die fachliche Stellungnahme unabhängiger Dritter zur finanziellen Angemessenheit einer Transaktion, insbesondere zum vereinbarten oder vorgesehenen Transaktionspreis – mittlerweile kaum mehr wegzudenken. Die seinerzeit auch politisch begünstigte Erhöhung des Anteils ausländischer Investoren an deutschen Unternehmen hat dazu beigetragen, dass sich internationale Gepflogenheiten bei Unternehmenstransaktionen am Kapitalmarkt auch hierzulande durchgesetzt haben.

Mit der Schaffung eines verbindlichen gesetzlichen Rahmens für die Übernahme börsennotierter Unternehmen durch das am 1. Januar 2002 in Kraft getretenen Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG) wurde die Bedeutung der Fairness Opinion in Deutschland weiter verstärkt. Zusätzlichen Rückenwind aus rechtlicher Perspektive erfuhr die Fairness Opinion im Jahr 2005 durch das Gesetz zur Unternehmensintegrität und Modernisierung des Anfechtungsrechts (UMAG), in dem der deutsche Gesetzgeber mit Einführung des § 93 Absatz 1 Satz 2 des Aktiengesetzes (AktG) die Business Judgement Rule kodifizierte, welche vom Bundesgerichtshof im Jahr 1997 in seiner viel beachteten *ARAG/Garmenbeck*-Entscheidung für das deutsche Recht erstmals aufgestellt worden war.

Der mittlerweile empirisch belegbar steigenden Bedeutung der Fairness Opinion – hierzulande wird inzwischen kaum mehr eine Stellungnahme des Vorstands und des Aufsichtsrats zu einem Übernahmeangebot ohne Absicherung durch eine Fairness Opinion abgegeben – entspricht naturgemäß auch ein wachsendes Interesse an den Hintergründen und Modalitäten der Fairness Opinion. Nachdem im November 2008 die Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management (DVFA) Grundsätze für Fairness Opinions formuliert hatte, zog auch das Institut der Wirtschaftsprüfer (IDW) Anfang 2011 mit der Veröffentlichung des IDW-Standards „Grundsätze für die Erstellung von Fairness Opinions“ (IDW S 8) nach.

Um das gewachsene Interesse zu bedienen, soll diese Untersuchung dazu beitragen, den Zweck, die Entwicklung und den aktuellen Stand der Unternehmenstransaktionspraxis und ihre rechtliche Beurteilung in Bezug auf die Verwendung von Fairness Opinions zu beleuchten. Da die Fairness Opinion der angelsächsischen Unternehmenspraxis entstammt, wird hierzu nach einer kurzen Einführung auch ein Überblick über die Historie

der Fairness Opinion in den USA gegeben. Das Hauptaugenmerk im Fortgang der Studie liegt auf der Bedeutung der Fairness Opinion im Zusammenhang mit der Stellungnahme von Vorstand und Aufsichtsrat der Zielgesellschaft bei einer öffentlichen Übernahme nach § 27 des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes.

An dieser Stelle möchten wir uns für ihre Anregungen und ihren Einsatz bei der Erstellung dieser Studie ganz herzlich bedanken bei Frau Patricia Matuschek sowie den Herren Joseph McLaughlin, Mark T. Shehan und Bobby Higgins (alle Sidley Austin LLP). Unser Dank für ihre tatkräftige Unterstützung gilt auch den Herren Alexander Götze, Dennis Born, Mark Gillert und David Blech.

Frankfurt am Main, im März 2012



Prof. Dr. Rüdiger von Rosen  
Geschäftsführendes Vorstandsmitglied  
Deutsches Aktieninstitut e.V.



Dr. Alexander Georgieff  
Geschäftsführer/Managing Director  
Georgieff Capital Advisors GmbH



Dr. Robert Weber  
Partner/Rechtsanwalt/Fachanwalt für  
Steuerrecht, White & Case LLP

## Inhaltsverzeichnis

1. Einführung	
– <i>Dr. Alexander Georgieff</i> –	11
1.1 Historische Entwicklung	11
1.1.1 USA	11
1.1.2 Deutschland	12
1.2 Anwendungssachverhalte	14
1.2.1 Allgemein	14
1.2.2 Stellungnahme des Vorstands und Aufsichtsrats der Zielgesellschaft gemäß § 27 WpÜG	15
1.3 Ziel der Studie	18
2. Die Geschichte der Fairness Opinions bei Unternehmens- transaktionen in den USA	
– <i>Mark T. Shehan</i> –	19
2.1 Einleitung	19
2.2 Treuhänderische Stellung	19
2.2.1 Die Sorgfaltspflicht	20
2.2.2 Die Loyalitätspflicht	20
2.2.3 Die Offenlegungspflicht	21
2.3 Die Business Judgement Rule	21
2.4 Umfassende Fairness (entire fairness) bei bestehendem Interessenkonflikt	22
2.5 Der Gebrauch von externen Stellungnahmen zum Beweis umfassender Fairness	23
2.6 Offenlegungspflicht bei fehlender Unabhängigkeit aus der Sicht der Regulierungsbehörden und der Gerichte	27
2.6.1 Offenlegungspflichten nach SEC-Vorschriften	28
2.6.2 Offenlegungspflichten nach FINRA und deren inhaltliche Voraussetzungen	28
2.6.3 Gerichtsentscheidungen	30
3. Pflichten und Ermessensspielräume von Vorstand und Aufsichtsrat im deutschen Aktien- und Übernahmerecht	
– <i>Dr. Robert Weber</i> –	32
3.1 Einleitung	32
3.2 Das Ermessen im deutschen Aktienrecht	32
3.2.1 Vorstand	32
3.2.2 Aufsichtsrat	35

3.3	Rechtspflicht zur Einholung einer Fairness Opinion?	36
3.3.1	Anwendungsfälle	36
3.3.2	Vorstand	43
3.3.3	Aufsichtsrat	54
3.4	Fairness Opinion als Instrument zur Haftungs-entlastung	55
3.4.1	Haftung	56
3.4.2	Enthftungsvoraussetzungen	60
3.5	Zusammenfassung	68
4.	Fairness Opinions im Zusammenhang mit der Stellungnahme von Vorstand und Aufsichtsrat gemäß § 27 WpÜG - Beobachtungen und Erkenntnisse aus der aktuellen Praxis - <i>Dr. Alexander Georgieff</i> -	69
4.1	Allgemeine Beobachtungen	69
4.2	Die aktuelle Praxis im Lichte von Sinn und Zweck der Fairness Opinion	72
4.2.1	Die Qualifikationsmerkmale des Verfassers einer Fairness Opinion	72
4.2.2	Ausblick	76
5.	Zusammenfassung	79
	Literaturverzeichnis	80
	Abkürzungsverzeichnis	84



## Abbildungsverzeichnis

Abb. 1:	Anteil ausländischer Investoren am Grundkapital der DAX-Unternehmen	13
Abb. 2:	Übersicht ausgewählter Finanzmarktgesetze	14
Abb. 3:	Häufigkeit von Fairness Opinions im Zusammenhang mit der gemäß § 27 WpÜG gebotenen begründeten Stellungnahme von Vorstand und Aufsichtsrat	15
Abb. 4:	Transaktionsvolumen und Anzahl öffentlicher Übernahmen in Deutschland	16
Abb. 5:	Anteil der zunächst abgelehnten Angebote im Vergleich zu angenommenen/neutralen Stellungnahmen	16
Abb. 6:	Durchschnittlicher jährlicher Return der Dow-Jones Credit Suisse Hedge Fund Indizes nach Anlagetyp	18
Abb. 7:	Übernahmeangebote und Fairness Opinions im Zeitraum 1.1.2007 bis 30.6.2011	69
Abb. 8:	Anzahl der Stellungnahmen nach § 27 WpÜG unter Verwendung von Fairness Opinions	70
Abb. 9:	Anteil der Stellungnahmen mit Fairness Opinion nach Bewertungshöhe im Zeitraum 1.1.2007 bis 30.6.2011	71
Abb. 10:	Anteil der Stellungnahmen mit Fairness Opinion nach Bewertungshöhe und Jahr	71
Abb. 11:	Marktanteile der Ersteller von Fairness Opinions	74
Abb. 12:	Potentielle Interessenkonflikte der Ersteller	75
Abb. 13:	Marktanteile in der M&A-Beratung nach Transaktionswert	77
Abb. 14:	Marktanteile in der M&A-Beratung nach Anzahl der Transaktionen	77



## 1. Einführung

– Dr. Alexander Georgieff –

Eine Fairness Opinion trifft eine Aussage darüber, ob die Bedingungen, zu denen eine Unternehmenstransaktion abgeschlossen werden soll oder bereits wurde, unter finanziellen Gesichtspunkten angemessen sind. Sie ist sowohl von einer Unternehmensbewertung als auch von der Stellungnahme eines Wirtschaftsprüfers zu unterscheiden, die im Gegensatz zu einer Fairness Opinion für bestimmte Unternehmenstransaktionen gesetzlich vorgeschrieben ist.<sup>1</sup> Die Fairness Opinion erleichtert es den verantwortlichen Organen, gegenüber Stakeholdern – insbesondere den Aktionären – und gegebenenfalls im Rahmen einer späteren gerichtlichen Nachprüfung den Nachweis zu führen, im besten Interesse des Unternehmens gehandelt und dabei ihr unternehmerisches Ermessen auf informierter Basis unter Abwägung aller Vor- und Nachteile einschließlich möglicher Alternativen ausgeübt zu haben.<sup>2</sup>

### 1.1 Historische Entwicklung

#### 1.1.1 USA

Fairness Opinions sind insbesondere seit der 1985 ergangenen grundlegenden Entscheidung des Delaware Supreme Court in *Smith v. Van Gorkom*<sup>3</sup> ein fester Bestandteil der US-amerikanischen Transaktionspraxis.<sup>4</sup> Obwohl weder diese noch folgende Entscheidungen US-amerikanischer Gerichte eine Pflicht der Unternehmensführung zur Einholung einer Fairness Opinion zum Zwecke der Beurteilung der Bedingungen von Unternehmenstransaktionen erkannten, maßen sie dem Vorliegen einer Fairness Opinion große Bedeutung hinsichtlich der Frage bei, ob die Un-

---

1 Unter anderem bei Gründung (§ 33 Absatz 2 AktG) oder Kapitalerhöhung mit Sacheinlagen (§§ 183 Absatz 3, 194 Absatz 4, 205 Absatz 5 AktG), Abschluss von Unternehmensverträgen (§§ 293b Absatz 1, 293e Absatz 1 AktG), Verschmelzung (§§ 9 Absatz 1, 12 Absatz 2 UmwG), Spaltung (§§ 123, 125 UmwG) und Vermögensübertragung (§§ 174, 177 UmwG).

2 Grundsätze der „Business Judgement Rule“, übernommen aus: BGH, Urteil vom 21.4.1997, Az. II ZR 175/95 (ARAG/Garmenbeck), BGHZ 135, 244, abgedruckt in ZIP 1997, 883, 885f.

3 *Smith v. Van Gorkom*, 488 A.2d 858, 875 (Del. 1985) (*Van Gorkom*).

4 *Davidoff*, AmULR, 1557, 1561, m.w.N.

ternehmensführung ihrer Informations- und Sorgfaltspflicht (*duty of care*) entsprochen hat.<sup>5</sup> Was zuvor als bloßes „Investment Banking Product“ tituliert worden war,<sup>6</sup> wurde dadurch zum Maßstab guter Unternehmensführung.<sup>7</sup> Verschiedene Studien belegen, dass mittlerweile in der großen Mehrzahl aller Unternehmensübernahmen in den Vereinigten Staaten das Board des Zielunternehmens eine oder mehrere Fairness Opinions einholt.<sup>8</sup>

### 1.1.2 Deutschland

Eine ähnliche Entwicklung hat in Deutschland stattgefunden. Hier trugen neben der Fortentwicklung der Rechtsprechung<sup>9</sup> insbesondere die Internationalisierung des deutschen Aktienmarkts und eine grundlegende Reform der deutschen Finanzmarktgesetzgebung maßgeblich dazu bei, dass Fairness Opinions heutzutage auch in Deutschland oftmals als wichtige Informations- und Erkenntnisquelle der verantwortlichen Organe bei Unternehmenstransaktionen herangezogen werden. Auch wenn sie bereits seit der Mitte der 1990er Jahre gelegentlich Verwendung fanden – in den meisten Fällen im Zusammenhang mit der Reorganisation oder Restrukturierung größerer börsennotierter Konzerne unter Beteiligung einflussreicher Einzelaktionäre<sup>10</sup> –, überwogen zu jener Zeit Zweifel am Nutzen und erst recht an der Notwendigkeit von Fairness Opinions. Dies änderte sich mit Beginn des letzten Jahrzehnts. Die Privatisierung staatlicher Beteiligungen, die Auflösung industrieller Überkreuzbeteiligungen und der Abbau der Beteiligungsportfolios deutscher Großbanken und Versicherungen, welcher durch das Steuersenkungsgesetz vom 23.10.2000 begünstigt wurde, führten zu einer nachhaltigen Veränderung der Aktiönärsstruktur vieler großer deutscher Unternehmen. Der Anteil ausländischer institutioneller Anleger an deutschen börsennotierten Gesellschaf-

---

5 Einzelheiten hierzu in Kapitel 2.

6 *Davidoff*, a.a.O. (Fn. 4), 1569, mit Verweis auf *Feinstein*, *Valuation and Fairness Opinion*, 32 *Bus. Law.* 1337 (1997).

7 *Davidoff*, a.a.O. (Fn. 4), 1560, m.w.N.

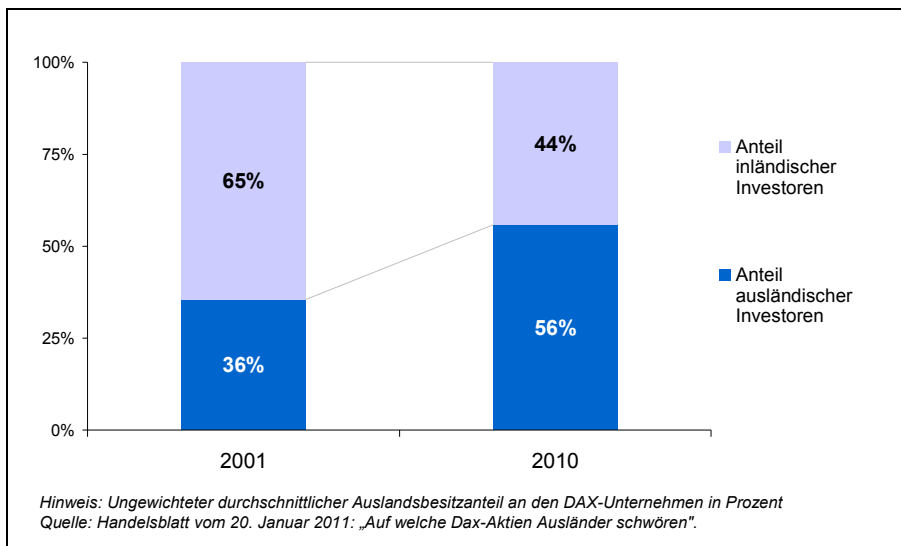
8 *Kisgen/Qian/Song*, *JFE* 2009, 179-207.

9 BGH, a.a.O. (Fn. 2), 885 f.

10 So im Zusammenhang mit den Fusionen von Thyssen und Krupp (1999), Bayerischer Vereinsbank und HypoVereinsbank (1998), VEBA und VIAG (1999), aber auch mit der Restrukturierung der Beteiligungsverhältnisse der Cash-und-Carry-Geschäftssparte der Metro-Gruppe (1997/1998).

ten wuchs signifikant. Zum Ende des Jahres 2010 hielten sie die Mehrheit des Aktienkapitals der im DAX-Index zusammengefassten Unternehmen.

**Abb. 1: Anteil ausländischer Investoren am Grundkapital der DAX-Unternehmen**



Einhergehend mit den beschriebenen Entwicklungen fand eine schrittweise Anpassung der deutschen Kapitalmarktpraxis an internationale Usancen statt. Zu diesen gehören neben einer ausführlicheren, turnusmäßigen Berichterstattung auch detaillierte Informationen über Unternehmenstransaktionen (z.B. Unternehmenskäufe und -verkäufe oder Veränderungen der Kapitalstruktur), die es Analysten und Anlegern ermöglichen, deren finanziellen Auswirkungen auf die beteiligten Unternehmen zu beurteilen. Hinzu kam aufgrund der Finanzmarkt- und Bestechungsskandale das Bedürfnis der Investoren nach verbesserter Transparenz und guter Unternehmensführung (Corporate Governance), das der Schaffung des Deutschen Corporate Governance Kodex vorausging und welches den Gesetzgeber zu einer grundlegenden Überarbeitung der Finanzmarktgesetze veranlasste.

Die dadurch eingetretene Verschärfung der Organhaftung hat Vorstände und Aufsichtsräte insbesondere bei der Planung und Durchführung kapitalmarktrelevanter Unternehmenstransaktionen in Bezug auf ihre Prüfungs- und Abwägungspflichten sensibilisiert und den allgemeinen Trend zur Verwendung von Fairness Opinions verstärkt.

**Abb. 2: Übersicht ausgewählter Finanzmarktgesetze**

Jahr	Gesetz	Zielsetzung
1998	Wertpapierhandelsgesetz (WpHG)	Reguliert in Deutschland den Wertpapierhandel und dient insbesondere der Kontrolle von Dienstleistungsunternehmen
2001	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG)	Verbesserung der Kapitalmarkttransparenz, gesetzlicher Rahmen für Unternehmensübernahmen
2005	Wertpapierprospektgesetz (WpPG)	Stellt Regelwerk für Prospekte, die für das öffentliche Angebot von Wertpapieren veröffentlicht werden
2007	Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetz (TUG)	Verbesserung der Kapitalmarkttransparenz
2007	Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetz (FRUG)	Novellierung des deutschen Bank- und Börsenrechts
2008	Risikobegrenzungsgesetz (RBG)	Verbesserung der Kapitalmarkttransparenz
2009	Gesetz zur Modernisierung des Bilanzrechts (BilMoG)	Professionalisierung des Aufsichtsrats bei kapitalmarktorientierten Gesellschaften
2009	Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung (ARUG)	u.a. Stärkung der Anreize zur nachhaltigen Unternehmensentwicklung
2011	Gesetz zur Stärkung des Anlegerschutzes und Verbesserung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes (AnsFuG)	u.a. Stärkung des Anlegerschutzes, Erweiterung der wertpapierrechtlichen Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten

## 1.2 Anwendungssachverhalte

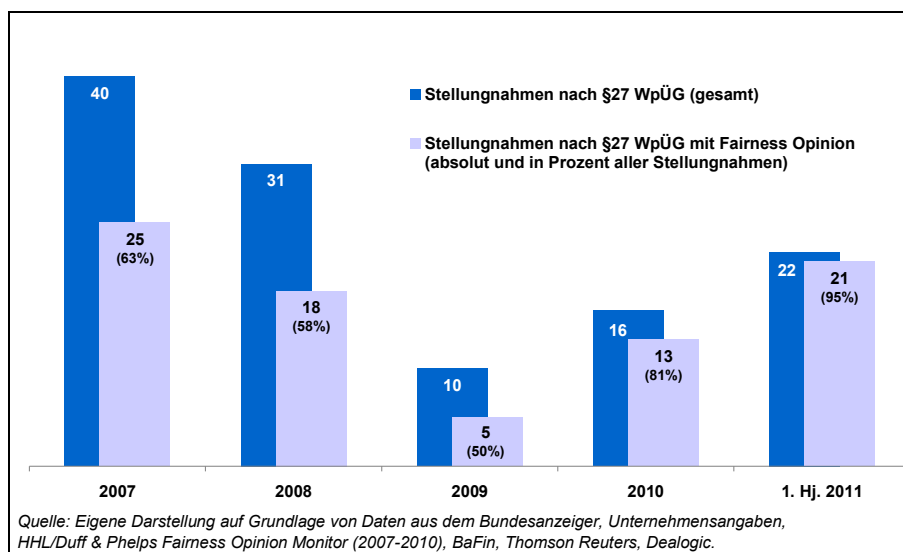
### 1.2.1 Allgemein

Fairness Opinions finden heutzutage in Deutschland routinemäßig Verwendung in Bezug auf Transaktionen unter Beteiligung deutscher Unternehmen, bei denen Interessenkonflikte im Verhältnis zwischen Unternehmensführung und Aktionären oder sonstigen Stakeholdern oder Aktionären untereinander auftreten können. Hierzu gehören Unternehmenskäufe und -verkäufe, Kapitalerhöhungen mit Sacheinlagen („Aktie als Akquisitionswährung“), Fusionen, Public-to-Private-Transaktionen und Maßnahmen im faktischen Konzern.

### 1.2.2 Stellungnahme des Vorstands und Aufsichtsrats der Zielgesellschaft gemäß § 27 WpÜG

Ein besonders wichtiges Anwendungsgebiet für Fairness Opinions entstand mit der Schaffung eines verbindlichen gesetzlichen Rahmens für die Übernahme börsennotierter Unternehmen durch das am 1.1.2002 in Deutschland in Kraft getretene Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG). Obwohl das WpÜG im Gegensatz zum UK Takeover Code die Organe des Zielunternehmens nicht dazu verpflichtet, sich qualifizierten und unabhängigen Rat zu verschaffen und den wesentlichen Inhalt dieses Rats seinen Aktionären bekannt zu machen,<sup>11</sup> wird eine Fairness Opinion dennoch sehr häufig im Zusammenhang mit der gemäß § 27 WpÜG gebotenen begründeten Stellungnahme von Vorstand und Aufsichtsrat zu den Bedingungen eines Übernahmeangebots eingeholt.

**Abb. 3: Häufigkeit von Fairness Opinions im Zusammenhang mit der gemäß § 27 WpÜG gebotenen begründeten Stellungnahme von Vorstand und Aufsichtsrat**

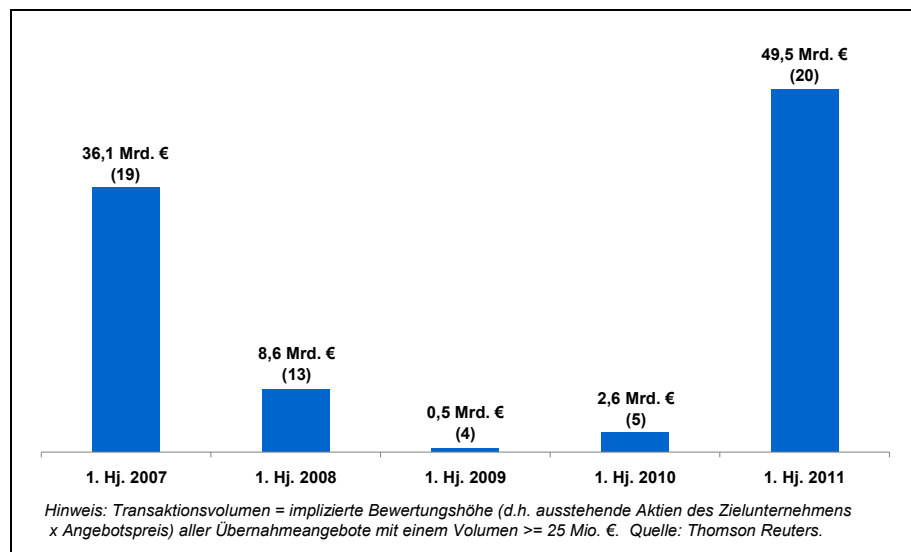


Es ist wohl auch eine Folge der zuvor erwähnten Sensibilisierung der Unternehmensorgane in der Wahrnehmung ihrer aktienrechtlichen Pflichten und ihrer Rolle als Treuhänder der Stakeholder-Interessen, dass Vorstand und Aufsichtsrat des Zielunternehmens eines Übernahmeange-

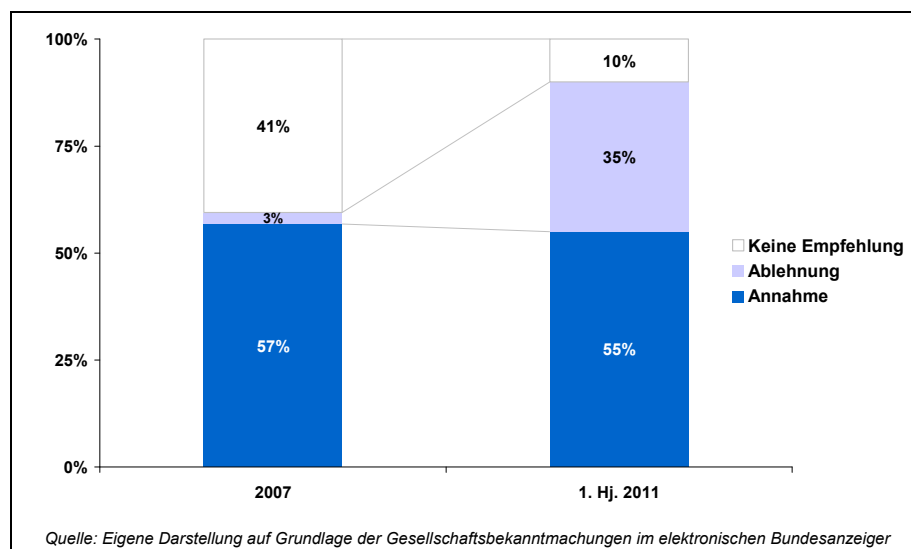
11 "The board of the offeree company must obtain competent independent advice on any offer and the substance of such advise must be made known to its shareholders." - Rule 3.1, UK Takeover Code.

bots dessen Konditionen, insbesondere Art und Höhe der Gegenleistung, einer zunehmend kritischen Prüfung unterziehen. Dies wurde während des von einem gegenüber den Vorjahren deutlich erhöhten Transaktionsgeschehen geprägten ersten Halbjahres 2011 besonders deutlich: Von den während dieser Zeit herausgelegten einundzwanzig Übernahmeangeboten wurden sechs von den Organen der Zielgesellschaft zunächst als unzureichend zurückgewiesen.

**Abb. 4: Transaktionsvolumen und Anzahl öffentlicher Übernahmen in Deutschland**



**Abb. 5: Anteil der zunächst abgelehnten Angebote im Vergleich zu angenommenen/neutralen Stellungnahmen**





Einerseits überrascht diese Beobachtung angesichts des hohen Anteils nicht abgestimmter Angebote während des Betrachtungszeitraums nicht wirklich. Diesen Angeboten geht typischerweise keine Due Diligence voraus, so dass im Zeitpunkt ihrer Abgabe in der Regel eine Informationsasymmetrie zwischen Bieter und Organen der Zielgesellschaft besteht. Andererseits folgt daraus, dass die Organe der Zielgesellschaft in einen möglichen Konflikt mit denjenigen Aktionären geraten, deren Interesse prinzipiell auf die – gegebenenfalls auch sehr kurzfristige – Wertsteigerung ihres Investments in Aktien des Zielunternehmens gerichtet ist.<sup>12</sup> Zu einer besonderen Zuspitzung kann es dabei im Verhältnis zu Investoren kommen, die in der Verfolgung einer als Merger Arbitrage bezeichneten Anlagestrategie aus Anlass eines erwarteten oder erfolgten Ereignisses Aktien des Zielunternehmens erwerben, zum Beispiel in der Form eines Übernahmeangebots.<sup>13</sup> Sie haben naturgemäß ein starkes Interesse an dem Eintritt des erwarteten Ereignisses, zum Beispiel dem Erfolg eines Übernahmeangebots. Diese Investoren, die hoch professionell agieren und über beträchtliche Ressourcen verfügen, sind keinesfalls mit den in der deutschen aktienrechtlichen Praxis bekannten „räuberischen“ Aktionären zu verwechseln. Sie üben während des Übernahmeverfahrens und unter gewissen Umständen bereits vorher erheblichen Druck auf die Organe der Zielgesellschaft aus und werden in Fällen, in denen eine Übernahme scheitert und sie aus diesem Grund finanzielle Verluste erleiden, eine ablehnende Haltung/Empfehlung der Organe des Zielunternehmens zum Gegenstand einer kritischen, gegebenenfalls auch gerichtlichen, Überprüfung machen.

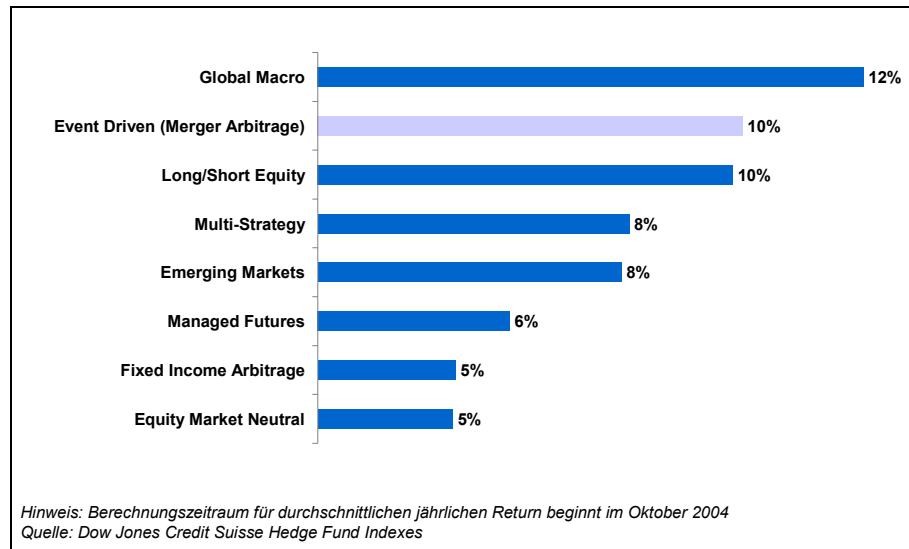
In diesem Zusammenhang sind auch die Empfehlungen von institutionellen Stimmrechtsberatern zu beachten, die maßgeblichen Einfluss auf die Entscheidungen von institutionellen Anlegern haben oder deren Stimmrecht in Vertretung ausüben. Sie prüfen bei der Bewertung von M&A-Transaktionen einschließlich öffentlicher Übernahmeangebote auch, ob für diese eine Fairness Opinion vorliegt, die die finanzielle Angemessenheit des Angebots bestätigt.

---

12 „Tognum – Übernahme könnte deutlich teurer werden“, FAZ vom 4.4.2011, 17; „Demag-Aktionär Cevian will mehr“, Börsen-Zeitung vom 10.5.2011, 5.

13 „Kampf um Demag lockt Investoren an“, Börsen-Zeitung vom 24.5.2011, 1.

**Abb. 6: Durchschnittlicher jährlicher Return der Dow-Jones Credit Suisse Hedge Fund Indizes nach Anlagetyp**



Vor diesem Hintergrund haben die Organe der Zielgesellschaft ein natürliches Interesse daran, die Prüfung eines Angebots sorgfältig und unter Verwendung aller nützlichen Informationen sowohl aus internen als auch aus externen Quellen durchzuführen und sie präzise sowie nachvollziehbar zu dokumentieren. Es ist kaum noch vorstellbar, dass entgegen dem derzeit erkennbaren Trend Organe von Zielgesellschaften – insbesondere von solchen mit einer institutionell geprägten Aktionärsstruktur – in künftigen Fällen auf die Einholung einer Fairness Opinion verzichten werden.

### 1.3 Ziel der Studie

Die vorliegende Studie dient dem Zweck, die Entwicklung und den aktuellen Stand der Unternehmenstransaktionspraxis und ihre rechtliche Beurteilung in Bezug auf die Verwendung von Fairness Opinions zu untersuchen. Besondere Berücksichtigung findet dabei die Bedeutung von Fairness Opinions im Zusammenhang mit der Stellungnahme von Vorstand und Aufsichtsrat der Zielgesellschaft einer Unternehmensübernahme gemäß § 27 WpÜG. Dabei wird auch der Frage nachgegangen, inwieweit die bisherige Praxis den Erfordernissen des Haftungsprivilegs gemäß § 93 Absatz 1 Satz 2 AktG sowie dem berechtigten Anlegerinteresse an der Erstellung von Fairness Opinions durch qualifizierte und unabhängige Experten ausreichend Rechnung trägt.

## 2. Die Geschichte der Fairness Opinions bei Unternehmens- transaktionen in den USA – *Mark T. Shehan* –

### 2.1 Einleitung

In den Vereinigten Staaten von Amerika gegründete Kapitalgesellschaften basieren auf dem Gesellschaftsrecht des jeweiligen Bundesstaats, das dem Board of Directors (nachfolgend „Board“) die Schlüsselrolle im Hinblick auf die Überwachung der Geschäfte und Angelegenheiten der Gesellschaft zuweist.<sup>14</sup> Das Board einer Gesellschaft ist daher aufgrund des Gesellschaftsrechts des jeweiligen Bundesstaats berechtigt und verpflichtet, die Gesellschaft zu leiten.<sup>15</sup>

### 2.2 Treuhänderische Stellung

Der Verpflichtung zur Führung der Geschäfte und Angelegenheiten der Gesellschaft liegt ein treuhänderisches Rechtsverhältnis zwischen dem Board und der Gesellschaft zugrunde.<sup>16</sup> Die Mitglieder eines Boards haben daher faktisch die Stellung eines Verwalters oder Treuhänders. Im US-amerikanischen Gesellschaftsrecht gilt der seit Langem etablierte Grundsatz, dass aus diesem treuhänderischen Verhältnis die Verpflichtung eines Boardmitglieds erwächst, seine treuhänderischen Pflichten primär – wenn nicht sogar ausschließlich – gegenüber der Gesellschaft

---

14 Siehe zum Beispiel Delaware General Corporation Law § 141(a), welches bestimmt, dass die „Geschäfte und die Angelegenheiten jeder Gesellschaft [...] durch ein oder unter der Leitung eines Boards geführt werden sollen“; Revised Model Business Corporation Act § 8.01, welches bestimmt, dass „alle Entscheidungsrechte über die Gesellschaft dem Board zustehen und die Geschäfte und Angelegenheiten der Gesellschaft durch das Board zu lenken sind“.

15 Die Ausführungen dieses Abschnitts und die darin erörterten gesetzlichen Regelungen beziehen sich hauptsächlich auf das Gesellschaftsrecht des Bundesstaates Delaware, da dieser das am weitesten entwickelte Gesellschaftsrecht aller Bundesstaaten in den USA aufweist. Insbesondere werden Entscheidungen des Chancery Court und des Supreme Court des Bundesstaates Delaware erläutert. Die zitierten Entscheidungen wurden vom Autor ins Deutsche übersetzt.

16 Siehe zum Beispiel *Loft, Inc. v. Guth*, 2 A.2d 225, 270 (Del. Ch. 1938), aff'd, 5 A.2d 503 (Del. 1939) (*Guth*).

und deren Anteilseignern (insbesondere Aktionären) zu erfüllen.<sup>17</sup> In der Entscheidung *Smith v. Van Gorkom*<sup>18</sup> führte der Delaware Supreme Court aus: „In Ausübung ihrer Geschäftsführungsaufgaben obliegt den Boardmitgliedern eine uneingeschränkte Treuepflicht gegenüber der Gesellschaft und deren Anteilseignern.“

Gemäß langjähriger Rechtsprechung der Gerichte des Bundesstaates Delaware setzt sich die Treuepflicht von Boardmitgliedern gegenüber einer Gesellschaft und deren Anteilseignern aus drei Elementen zusammen: der Sorgfaltspflicht (*duty of care*), der Loyalitätspflicht (*duty of loyalty*) und in Erfüllung ihrer Sorgfalts- und Loyalitätspflicht, der Offenlegungspflicht (*duty of candor*).

### 2.2.1 Die Sorgfaltspflicht

Die Sorgfaltspflicht kann als eine Pflicht verstanden werden, in sachkundiger und wohlbedachter Art und Weise zu handeln. Der Delaware Supreme Court führt in dem *Aronson v. Lewis*-Urteil<sup>19</sup> an: „Im Vorfeld einer unternehmerischen Entscheidung sind die Boardmitglieder verpflichtet, sich alle wesentlichen Informationen zu verschaffen, die in zumutbarer Weise erlangt werden können. Auf diese Art und Weise informiert müssen Boardmitglieder dann mit der entsprechend erforderlichen Sorgfalt bei der Erfüllung ihrer Pflichten handeln.“

### 2.2.2 Die Loyalitätspflicht

Die Loyalitätspflicht verlangt, dass ein Boardmitglied sämtliche Geschäfte im eigenen Interesse unterlässt und uneigennützig und unabhängig handelt.<sup>20</sup> Ein Boardmitglied handelt uneigennützig, wenn es weder auf beiden Seiten einer Transaktion mitwirkt, noch die Erlangung eines per-

---

17 In den letzten Jahren hat es im wissenschaftlichen, gesetzgeberischen und geschäftlichen Bereich einige Entwicklungstendenzen dahingehend gegeben, dass die Boards andere Interessengruppen als die Anteilseigner – wie Mitarbeiter, Kunden, Lieferanten, lokale Gemeinden – berücksichtigen dürfen oder sogar müssen, wenn deren Interessen von denen der Anteilseigner der Gesellschaft abweichen. Am häufigsten kommt dies im Zusammenhang mit Unternehmensübernahmen vor.

18 *Van Gorkom*, a.a.O. (Fn. 3), 875.

19 *Aronson v. Lewis*, 473 A.2d 805, 812 (Del. 1984) (*Aronson*).

20 *Aronson*, a.a.O. (Fn. 19), 814f.

sönlichen finanziellen Vorteils – im Gegensatz zu einem Vorteil, welcher der Gesellschaft oder allen Anteilseignern zukommt – sucht.<sup>21</sup> Ein Boardmitglied handelt unabhängig, wenn seine „Entscheidung in der Angelegenheit den unternehmerischen Belangen dient und nicht auf sachfremden Überlegungen oder Einflüssen beruht.“<sup>22</sup>

### 2.2.3 Die Offenlegungspflicht

In Erfüllung ihrer Sorgfalts- und Loyalitätspflichten unterliegen die Boardmitglieder einer Offenlegungspflicht gegenüber den Anteilseignern, die das Board dazu verpflichtet „zweckdienliche Informationen innerhalb seines Kontrollbereiches vollständig und in angemessenem Umfang offenzulegen“, wenn das Board Entscheidungen fällt oder eine Angelegenheit den Anteilseignern zur Entscheidung vorlegt.<sup>23</sup>

## 2.3 Die Business Judgement Rule

Die sogenannte Business Judgement Rule ist im Wesentlichen „eine Vermutung, dass die Boardmitglieder einer Gesellschaft beim Fällen von unternehmerischen Entscheidungen auf sachverständiger Grundlage nach Treu und Glauben und in der ehrlichen Überzeugung gehandelt haben, dass die ergriffene Maßnahme im bestmöglichen Interesse der Gesellschaft lag.“<sup>24</sup> Die Business Judgement Rule ist durch die Rechtsprechung als Ausgleich zu den die Boardmitglieder bindenden treuhänderischen Pflichten entwickelt worden und soll den Boardmitgliedern ermöglichen, ihren Führungsauftrag frei auszuüben, ohne dabei fortwährend den Bestand ihrer Entscheidungen vor Gerichten bedenken zu müssen oder einer persönlichen Haftung ausgesetzt zu sein. In der Entscheidung *Van Gorkom* wird dies wie folgt dargelegt: „Die Business Judgement Rule wurde eingeführt, um die volle und freie Ausübung der Entscheidungsrechte zu schützen und zu fördern, die Boardmitgliedern nach dem Recht des Bundesstaates Delaware gewährt werden.“<sup>25</sup> Somit ist die Business

---

21 *Aronson*, a.a.O. (Fn. 19), 812.

22 *Aronson*, a.a.O. (Fn. 19), 816.

23 *Stroud v. Milliken Enters.*, 552 A.2d 476, 480 (Del. 1989) mit einem Zitat aus *Lacos Land Co. v. Arden Group, Inc.*, 517 A.2d 271, 279 (Del. Ch. 1986).

24 *Aronson*, a.a.O. (Fn. 19), 815.

25 *Van Gorkom*, a.a.O. (Fn. 3), 872, aus *Zapata Corp. v. Maldonado*, 430 A.2d 779, 782 (Del. 1981) zitierend.

Judgement Rule als eine Bestätigung der Gerichte zu verstehen, dass unternehmerische Entscheidungen durch die Boards und nicht durch die Rechtsprechung getroffen werden sollen. In *West Point-Pepperell, Inc. v. J.P. Stevens & Co* führte das Gericht die Entscheidungsgründe bezüglich der Boardmitglieder wie folgt näher aus:<sup>26</sup> „Weil Geschäftsleuten zutreffenderweise die Fähigkeiten, die Sachkenntnis und ein Urteilsvermögen zugeschrieben werden, über welche die zur Entscheidung berufenen Gerichte nicht verfügen, und auch weil es einen großen sozialen Nutzen bringt, gerade jene zu ermutigen, die über diese Fähigkeiten und Sachkenntnis verfügen, die Entscheidungen über den Einsatz von Vermögenswerten, die Bewertung und die Übernahme wirtschaftlicher Risiken zu treffen, sind Gerichte lange Zeit zurückhaltend gewesen, solche Entscheidungen im Nachhinein in Frage zu stellen, wenn diese augenscheinlich im guten Glauben getroffen wurden.“

#### **2.4 Umfassende Fairness (*entire fairness*) bei bestehendem Interessenkonflikt**

Aufgrund der Anerkennung der unternehmerischen Entscheidungen des Boards durch die Gerichte obliegt die Beweislast im Falle eines rechtlichen Vorgehens gegen eine solche Entscheidung der Gegenpartei, so dass diese nachweisen muss, dass das Board bei seiner Entscheidungsfindung nicht uneigennützig gehandelt hat, wie das Gericht in dem *Aronson*-Urteil wie folgt darlegte: „Soweit kein Ermessensmissbrauch vorliegt, werden die Entscheidungen [eines Boards] von den Gerichten respektiert. Die Beweislast, die Vermutung der Richtigkeit der unternehmerischen Entscheidung zu widerlegen, liegt auf Seiten der Partei, die gegen die Entscheidung [eines Boards] gerichtlich vorgeht.“<sup>27</sup>

Sind hingegen Boardmitglieder auf beiden Seiten eines Rechtsgeschäfts beteiligt und geraten diese dadurch in einen Interessenkonflikt zwischen der treuhänderischen Verpflichtung, die ihnen gegenüber der Gesellschaft und deren Anteilseignern obliegt, und ihrem eigenen finanziellen Interesse, „tragen diese die Beweislast der umfassenden Fairness [des Rechtsgeschäfts], und das Rechtsgeschäft muss einer umfassenden ge-

---

26 *West Point-Pepperell, Inc. v. J. P. Stevens & Co.*, 542 A.2d 770, 780 (Del. Ch. 1988) mit einem Zitat aus *Solash v. Telex Corp.*, 1987-1988 Fed. Sec. L. Rep. (CCH) 93, 608, 97, 727 (Del. Ch. 1988).

27 *Aronson*, a.a.O. (Fn. 19), 812.

richtlichen Überprüfung standhalten.”<sup>28</sup> Dies wurde auch in *In re RJR Nabisco, Inc. Shareholders Litigation*<sup>29</sup> hervorgehoben, wo der Delaware Chancery Court feststellte:

*„Die gerichtliche Beurteilung einer unternehmerischen Entscheidung im Lichte der Business Judgement Rule umfasst drei Elemente: bis zu einem bestimmten Maß eine Überprüfung der objektiven finanziellen Interessen des Boards, dessen Entscheidung angegriffen wird (d.h. die Unabhängigkeit), eine Überprüfung der subjektiven Beweggründe des Boards (d.h. das Handeln im guten Glauben) und eine objektive Überprüfung des Verfahrens, welches zur Entscheidungsfindung geführt hat (d.h., die Einhaltung der Sorgfaltspflicht). [...] Das erste dieser Elemente ist selbstverständlich eine Voraussetzung für eine gerichtliche Beurteilung anhand der Business Judgement Rule. Wenn seitens des Boards ein finanzielles Interesse an dem Rechtsgeschäft besteht, ist es im Rahmen der gerichtlichen Überprüfung sachgerecht, das Board den Nachweis der umfassenden Fairness des Rechtsgeschäftes führen zu lassen.”<sup>30</sup>*

## 2.5 Der Gebrauch von externen Stellungnahmen zum Beweis umfassender Fairness

Bereits vor über einem halben Jahrhundert bestätigte der Delaware Chancery Court, dass die Einholung von externen Stellungnahmen geeignet ist, den Nachweis zu führen, dass ein Rechtsgeschäft, an dem eine Partei ein finanzielles Interesse hatte, umfassend fair war. In *Sterling v. Mayflower Hotel*<sup>31</sup> urteilte der Delaware Chancery Court, dass die Hilton Hotels Corporation („Hilton“) als Mehrheitsaktionärin der Mayflower Hotel Corporation („Mayflower“) den Nachweis geführt hatte, dass die fragliche Transaktion umfassend fair gegenüber den Minderheitsaktionären von Mayflower war. Die Feststellung, dass Hilton den Nachweis der Fairness geführt hatte, stützte das Gericht auf die Tatsache, dass Hilton die Standard Research Consultants, Inc. („Standard“) engagiert hatte (worauf sich das Board von Hilton und auch das von Mayflower vollumfänglich beriefen), „um einen fairen Plan zum Umtausch der Stammaktien von

---

28 *Sterling v. Mayflower Hotel Corp.*, 93 A.2d 107, 110 (Del. 1952) (*Sterling I*).

29 *In re RJR Nabisco, Inc. Shareholders Litigation*, 1989 WL 7036 (Del. Ch. 1989) (*RJR Nabisco*).

30 *RJR Nabisco*, a.a.O. (Fn. 29), 1156.

31 *Sterling v. Mayflower Hotel Corp.*, 89 A.2d 862 (Del. Ch. 1952) (*Sterling II*); zustimmend *Sterling I*, a.a.O. (Fn. 28), 107.

Hilton und Mayflower zu entwickeln.“<sup>32</sup> Das Gericht merkte an, dass Standard „ein landesweit bekanntes, angesehenes Beratungsunternehmen mit keinerlei Interesse weder an Hilton noch an Mayflower“ sei und dass „es den Auftrag unter der ausdrücklichen Bedingung angenommen hatte, eine eigene, unabhängige und unbefangene Bewertung bezüglich eines fairen Umtauschplans zu erstellen.“<sup>33</sup>

In den Jahren nach der *Sterling*-Entscheidung verließen sich die Gerichte im Bundesstaat Delaware auf die Urteilkraft von externen Stellungnahmen, wenn es den Nachweis der umfassenden Fairness zu führen galt.<sup>34</sup> Das Vertrauen auf externe Stellungnahmen als Nachweis umfassender Fairness war eine Folge der Einführung des Paragraphen 141(f) – nunmehr 141(e) – im Delaware General Corporation Law, welcher 1967 in Kraft trat und Folgendes vorsah:

*„Ein Mitglied des Boards [...] soll bei der Ausübung seiner Pflichten geschützt sein, wenn es sich im guten Glauben auf Geschäftsbücher oder Berichte des Unternehmens verlässt, die durch einen seiner leitenden Angestellten oder durch einen unabhängigen amtlich anerkannten Wirtschaftsprüfer oder einen Gutachter, der von dem Board mit der gebotener Sorgfalt ausgewählt wurde, erstellt wurden [...] oder auf andere Unterlagen des Unternehmens.“*

Der heutige Paragraph 141(e) des Delaware General Corporation Law ist in seinem Wortlaut erweitert worden und lautet wie folgt:

*„Ein Mitglied des Boards [...] soll bei der Ausübung seiner Pflichten geschützt sein, wenn es sich im guten Glauben auf solche Geschäfts-*

---

32 *Sterling II*, a.a.O. (Fn. 31), 867.

33 *Sterling II*, a.a.O. (Fn. 31), 867.

34 Siehe zum Beispiel *Prince v. Bensinger*, 244 A.2d 89 (Del. Ch. 1968). Hier billigte der Chancery Court einen ausgehandelten Vergleich im Rahmen einer Klage gegen einen Arbeitnehmer-Bonusplan und führte als wesentlichen Beleg an, dass sich die Boardmitglieder im guten Glauben auf die Geschäftsbücher und Konten der Gesellschaft sowie auf durch deren Finanzabteilung erstellte Berichte und auf die Empfehlung eines unabhängigen externen Wirtschaftsprüfungsunternehmens verlassen hatten. Siehe auch *Lewis v. Great Western United Corporation*, 1977 WL 17625 (Del. Ch. 1977), wo der Chancery Court erstmals die schriftliche Stellungnahme bezüglich eines unabhängigen Investments als eine Fairness Opinion bezeichnete und ihre Bedeutung für den Nachweis der umfassenden Fairness einer vorgeschlagenen Fusion erkannte, jedoch die Transaktion wegen anderen Beweisen, nach denen die Transaktion gegenüber den Vorzugsaktionären der Great Western United Corporation nicht fair erschien, untersagte.



*bücher des Unternehmens, Informationen, Gutachten, Berichte oder Stellungnahmen verlässt, die durch die leitenden Angestellten, Mitarbeiter oder Ausschüsse des Boards oder jede solche Person erstellt wurden, die nach der Überzeugung des Boardmitglieds alle erforderliche Sachkenntnis und Expertise besitzt und die mit der gebotenen Sorgfalt von dem Unternehmen oder in seinem Namen ausgewählt wurde.“*

Mit der Entscheidung des Delaware Supreme Court in *Van Gorkom* begann die Institutionalisierung der Einholung von Fairness Opinions bei solchen gesellschaftsrechtlichen Transaktionen, bei denen ein Interessenkonflikt existierte oder als vorhanden angenommen wurde, und sogar bei solchen Rechtsgeschäften, bei denen keine Interessenkonflikte angenommen wurden, aber eine Veränderung bezüglich der Beherrschung des Unternehmens vorgesehen war. In *Van Gorkom* urteilte der Delaware Supreme Court, dass die Entscheidung des Boards, eine Fusion gegen Barabfindung (*cash out merger*) zu genehmigen, nicht das Ergebnis einer sachkundigen Transaktionsbewertung war, weil sich das Board allein auf den Rat des Vorstandsvorsitzenden und des Finanzvorstandes verlassen hatte, ohne eine andere qualifizierte oder fundierte Bewertung der Angemessenheit des zu zahlenden Preises einzuholen. Obwohl das Gericht entschied:

*„Wir setzen weder voraus, dass eine externe Bewertungsevaluation für eine informierte und sachkundige Transaktionsbewertung unentbehrlich ist, noch kommen wir zu dem Schluss, dass eine Fairness Opinion von unabhängigen Investmentbanken von Gesetzes wegen erforderlich ist.“<sup>35</sup>*

fungierte diese Entscheidung gleichwohl als Auslöser für die regelmäßige Einholung von Fairness Opinions bei allen Formen von Übernahmetransaktionen. In den Jahren nach der *Van-Gorkom*-Entscheidung stieg die Zahl der Fälle, in denen Fairness Opinions herangezogen wurden, drastisch an, woran sich bis zum heutigen Tage nichts geändert hat.<sup>36</sup>

---

35 *Van Gorkom*, a.a.O. (Fn. 3), 876.

36 In dem Zeitraum zwischen 1986 und 1989 nach der *Van-Gorkom*-Entscheidung berichtete eine empirische Studie, dass Fairness Opinions von dem zu akquirierenden Unternehmen bei 55 % der Übernahmetransaktionen eingeholt wurden, gegenüber 19 % in den Jahren vor *Van Gorkom*. (Siehe *Bowers*, NwULR, 2002). Eine andere empirische Studie, die eine signifikante Stichprobe aus Fusions- und Übernahmetransaktionen im Zeitraum zwischen 1994 und 2002 untersuchte, stellte fest, dass eine Fairness Opinion

Die Gründe für die verbreitete Verwendung von Fairness Opinions bei Übernahmetransaktionen und Transaktionen mit einem möglichen Interessenkonflikt seitens eines Boardmitglieds liegen in der Anerkennung und der Bedeutung, die Gerichte den Fairness Opinions bei der Beurteilung von Transaktionen beigemessen haben, in denen die Entscheidung des Boards angegriffen wurde. Wenngleich die Gerichte im Bundesstaat Delaware fortwährend urteilten, dass Fairness Opinions nicht unentbehrlich seien, haben sie sich in zahlreichen Urteilen auf Fairness Opinions als ausschlaggebenden Faktor bei der Beurteilung darüber gestützt, ob das Board bei seinem Entscheidungsfindungsprozess ordnungsgemäß gehandelt hat.<sup>37</sup> Außerdem haben die Gerichte von Delaware in zahlreichen Fällen die Einholung einer Fairness Opinion als ausreichenden Haftungsschutz gemäß Paragraph 141(e) des Delaware General Corporation Law angesehen.<sup>38</sup> Zudem haben sich die Gerichte von Delaware bei ihren eigenen Bewertungen, ob eine Transaktion fair gegenüber der Gesellschaft und ihren Anteilseignern war, auf Fairness Opinions als einen wesentlichen Entscheidungsgrund gestützt.<sup>39</sup> So hat der Delaware Chancery Court

---

von 80 % der zu übernehmenden und von 37 % der übernehmenden Unternehmen eingeholt wurde. (Siehe *Kisgen/Qian/Song*, a.a.O. (Fn. 8), 186). Nach einer Befragung von 50 Führungskräften und Boardmitgliedern in den Vereinigten Staaten und Europa, durchgeführt im vierten Quartal 2008, besteht die Erwartungshaltung, dass die Praxis der Einholung von Fairness Opinions weiter ansteigen wird. In dieser Befragung erwarteten 62 % der Antwortenden in den Vereinigten Staaten und 78 % der Antwortenden in Europa, dass die Nachfrage nach Fairness Opinions bei Transaktionen ansteigen wird. (Siehe *Duff & Phelps in association with mergermarket*, Fairness Opinion Insight, Feb. 2009, verfügbar unter [http://www.duffandphelps.com/sitecollectiondocuments/fairness\\_opinion\\_insight.pdf](http://www.duffandphelps.com/sitecollectiondocuments/fairness_opinion_insight.pdf)).

37 Siehe zum Beispiel *In re Compucom Sys., Inc. Stockholders Litigation*, 2005 WL 2481325, at 19 (Del. Ch. 2005) – hier urteilte das Gericht, dass sich das Board in vernünftiger Weise auf die Fairness Opinions verließ; *Wis. Inv. Bd. v. Bartlett*, 2000 WL 238026, at 6 (Del. Ch. 2000) – hier entschied das Gericht, eine Klageabweisung hinsichtlich einer Klage aufgrund vermeintlicher Verletzung von Sorgfaltspflichten aufrechtzuerhalten, weil das Board eine Fairness Opinion eingeholt hatte.

38 Siehe zum Beispiel *Crescent/Mach I Partners, L.P. v. Turner*, 846 A.2d 963, 985 (Del. Ch. 2000); *RJR Nabisco*, a.a.O. (Fn. 29), 16.

39 Siehe allgemein *In re Dairy Mart Convenience Stores, Inc.*, 1999 WL 350473, at 13 (Del. Ch. 1999) – hier entschied das Gericht, dass „sich die Stellungnahme eines externen Finanzberaters bezüglich der Bedingungen einer Transaktion generell als Beleg hinsichtlich der Angemessenheit des Handelns des Boards vor Gericht eignet,“ merkte aber an, dass die Einholung einer Stellungnahme nicht nach dem Handeln des Boards erfolgen und der

in *Seagraves v. Urstadt Prop. Co., Inc.*<sup>40</sup> anlässlich der Bewertung der umfassenden Fairness einer Going-Private-Transaktion eines Unternehmens entschieden, dass die Einholung einer Fairness Opinion ein starkes Anzeichen dafür lieferte, dass die vorliegende Transaktion fair war, obgleich das Gericht wiederholt hervorhob, dass das Board keine rechtliche Verpflichtung zur Einholung einer Fairness Opinion trifft.<sup>41</sup>

Angesichts der dargestellten Auffassung der Gerichte im Bundesstaat Delaware bezüglich Fairness Opinions und der überragenden Bedeutung, die die Gerichte ihrer Einholung beimessen, kann man unschwer nachvollziehen, warum solche Stellungnahmen für fast alle Übernahmetransaktionen eingeholt werden, bei denen sich ein Interessenkonflikt seitens des Boards abzeichnet, und für die meisten selbst dann, wenn kein Interessenkonflikt erkennbar ist.

## **2.6 Offenlegungspflicht bei fehlender Unabhängigkeit aus der Sicht der Regulierungsbehörden und der Gerichte**

Die Securities and Exchange Commission (SEC) und die Financial Industry Regulatory Authority (FINRA, vormals National Association of Securities Dealers (NASD)) – die wichtigsten Regulierungsbehörden des US-amerikanischen Wertpapiermarktes – verfolgen nach Auswertung der Verwendung von Fairness Opinions einen reinen Offenlegungsansatz bezüglich der Unabhängigkeit von Investmentbanken und anderen Ausstellern von Fairness Opinions. US-Gerichte haben die Aussteller und Empfänger von Fairness Opinions bei fehlender Unabhängigkeit des Ausstellers dann nicht haftbar gemacht, wenn die Interessenkonflikte des Ausstellers vollständig offengelegt wurden.<sup>42</sup>

---

Finanzberater nicht Einschränkungen unterliegen darf, wie im entschiedenen Fall geschehen.

40 *Seagraves v. Urstadt Prop. Co., Inc.*, 1996 WL 159626, 1 (Del. Ch. 1996).

41 *Id.*, 5.

42 Da die meisten Gerichte bisher die Ansicht vertreten haben, dass eine Investmentbank, die eine Fairness Opinion ausgestellt hat, keine treuhänderischen Pflichten gegenüber den Gesellschaftern derjenigen Gesellschaft hat, an die die Fairness Opinion gerichtet ist, und deswegen den Gesellschaftern gegenüber nicht haftet, sind die Gesellschaft und das Board als Empfänger der Fairness Opinion häufiger Beklagte bei der Anfechtung von Verträgen wegen Nichtoffenbarung von Interessenskonflikten seitens der Investmentbank als die Investmentbank selbst.

### 2.6.1 Offenlegungspflichten nach SEC-Vorschriften

Nach den SEC-Vorschriften finden Offenlegungspflichten im Zusammenhang mit Fairness Opinions in zwei Unternehmensübernahmesituationen Anwendung: 1. bei Going-Private-Transaktionen sowie 2. bei Stimmrechtsvertretungen im Rahmen einer Fusion oder Übernahme oder in vergleichbaren Fällen.

Die Vorschriften der SEC für Going-Private-Transaktionen wurden 1979 verabschiedet.<sup>43</sup> Diese Vorschriften führten im Rahmen der amerikanischen Bundeswertpapiergesetze erstmals die Pflicht ein, die Einholung einer Fairness Opinion öffentlich zu erklären, bestimmte Informationen über den Aussteller und dessen Analyse bereitzustellen sowie – die Unabhängigkeit des Ausstellers betreffend – „alle wesentlichen Verbindungen [zu bezeichnen], die während der letzten zwei Jahre [zwischen dem Aussteller und dem Empfänger der Fairness Opinion] bestanden oder einvernehmlich eingegangen wurden und alle aus diesem Verhältnis resultierenden gezahlten oder zu zahlenden Vergütungen“<sup>44</sup>.

Als die SEC im Jahr 1986 die Stimmrechtsvertretungsregeln umfassend änderte, wurden ähnliche Offenlegungsvorschriften für Fairness Opinions im Rahmen von Fusionen oder Übernahmen oder in vergleichbaren Fällen eingeführt.<sup>45</sup> Abgesehen von den oben aufgeführten grundsätzlichen Offenlegungspflichten hat sich die SEC nie ausdrücklich mit der Problematik der Unabhängigkeit der Aussteller von Fairness Opinions – gewöhnlich Investmentbanken – und deren Interessenkonflikten befasst.

### 2.6.2 Offenlegungspflichten nach FINRA und deren inhaltliche Voraussetzungen

FINRA Rule 5150 – die Nachfolgevorschrift der NASD Rule 2290 –, welche zunächst im November 2004 vorgeschlagen und von der NASD am 8.12.2007 verabschiedet wurde, verlangt genau bezeichnete Angaben in-

---

43 Going-Private Transactions by Public Companies or Their Affiliates, Exchange Act Release No. 34-16075, [1979 Transfer Binder] Fed. Sec. L. Rep. (CCH) P 82166 (Aug. 2, 1979).

44 Jetzt festgelegt in Item 1015 der SEC Regulation M-A.

45 Proxy Rules – Comprehensive Review, Exchange Act Release No. 34-23789 [1985-1986 Transfer Binder] Fed. Sec. L. Rep. (CCH) P 83901 (Nov. 10, 1986).

nerhalb der Fairness Opinion, wenn das die Fairness Opinion ausstellende FINRA-Mitglied von der Veröffentlichung oder Bereitstellung der Fairness Opinion an die Anteilseigner einer Aktiengesellschaft weiß oder wissen muss. Die Offenlegungspflichten in Bezug auf die Unabhängigkeit des die Fairness Opinion ausstellenden FINRA-Mitglieds umfassen Angaben darüber,

- a) ob das Mitglied in der zugrunde liegenden Transaktion als Finanzberater für eine der Parteien tätig war und ob es eine erfolgsabhängige Vergütung für die Ausstellung der Fairness Opinion und/oder seine Tätigkeit als Berater erhält,
- b) ob dem Mitglied eine andere nennenswerte Zahlung oder Vergütung bei erfolgreichem Transaktionsabschluss zugesichert wurde und
- c) ob die Informationen über die Transaktionsparteien, welche dem Mitglied durch die die Fairness Opinion beauftragende Gesellschaft mitgeteilt wurden und auf deren Basis die Fairness Opinion im Wesentlichen erstellt wurde, von dem Mitglied unabhängig verifiziert wurden. Falls zutreffend, ist eine Beschreibung dieser Informationen oder Informationskategorien beizufügen.

Zusätzlich muss die Fairness Opinion – ähnlich den Anforderungen der SEC – Angaben zu den wesentlichen Beziehungen enthalten, die während der letzten zwei Jahre zwischen dem FINRA-Mitglied und einer der Parteien der betreffenden Transaktion bestanden oder künftig zu erwarten sind, sowie die gezahlten oder zu zahlenden Vergütungen.

FINRA Rule 5150 geht über diese Offenlegungspflichten insofern noch hinaus, als sie das FINRA-Mitglied, das eine Fairness Opinion abgibt, welche den Anteilseignern einer Aktiengesellschaft zur Verfügung gestellt werden soll, dazu verpflichtet, verschiedene Vorkehrungen zu treffen, die die Integrität, Qualifikation und Unabhängigkeit des an der Transaktion arbeitenden Teams der Mitglieder des Fairness-Komitees des FINRA-Mitglieds sicherstellen.

### 2.6.3 Gerichtsentscheidungen

Obwohl die fehlende Unabhängigkeit der Investmentbanken, welche Fairness Opinions ausstellen, in der akademischen Literatur und von Kommentatoren ernstlich kritisiert wurde,<sup>46</sup> haben US-Gerichte die Investmentbanken oder die Gesellschaften als Empfänger der Fairness Opinions nicht für haftbar erachtet, sofern die Interessenkonflikte aufgedeckt wurden und keine Anzeichen dafür erkennbar waren, dass die fehlende Unabhängigkeit des Ausstellers das Ergebnis der Fairness Opinion beeinflusst hat. Dementsprechend hat das Gericht im Fall *City Partnership Co. v. Lehman Brothers, Inc.*<sup>47</sup> Lehman Brothers nicht für schadenersatzpflichtig gehalten, obwohl Interessenkonflikte vorlagen:

*„Letztendlich bestanden bei Lehman wegen des Empfangs höherer Geldbeträge für Finanzdienstleistungen von den TCI-Beklagten und der zweifelsohne vorhandenen Erwartung weiterer Zahlungen für zukünftige Dienstleistungen eigene Interessenkonflikte. Jedoch hat Lehman diese möglichen oder tatsächlichen Interessenkonflikte in den Stimmrechtsunterlagen pflichtgemäß offengelegt und es gibt keine Anzeichen dafür, dass die andauernden Beziehungen zwischen Lehman und den TCI-Beklagten die Arbeit von Lehman oder die Schlussfolgerungen der Fairness Opinion beeinflussten. In diesem Fall sind, wie gesagt, die Unternehmen und das Fachpersonal in einer Unzahl von offengelegten Geschäftsbeziehungen verflochten, was unter solchen dynamischen Umständen auch nicht anders zu erwarten ist, und doch sind keine Gründe dafür ersichtlich, dass Lehman die Handlungen wissentlich missbräuchlich begangen hat.“<sup>48</sup>*

Im ähnlich gelagerten Fall *In re General Motors (Hughes) Shareholder Litigation*<sup>49</sup> hatte das Gericht keine Bedenken wegen der fehlenden Unabhängigkeit der die Fairness Opinions ausstellenden Investmentbanken,

---

46 Siehe zum Beispiel *Davidoff*, a.a.O. (Fn. 4), 1557 ff. Siehe auch *Sorkin, Andrew Ross*, Dealbook, Good Deals for Banks, Both Coming and Going, in: N.Y. Times vom 5.9.2004, bei Absatz 1 (Kritik an den konfliktbehafteten Praktiken der Investmentbanken bei der Ausstellung von Fairness Opinions); *Morgenson, Gretchen*, Mirror, Mirror, Who ist the Unfairest, in: N.Y. Times vom 29.5.2005, C31 (Diskussion über Ermittlungen der Regulierungsbehörden über widersprüchliche Praktiken bei der Ausstellung von Fairness Opinions durch Investmentbanken).

47 *City Partnership Co. v. Lehman Brothers, Inc.*, 344 F. Supp. 2d 1241 (D. Colo. 2004).

48 *Id.*, 1252.

49 *In re General Motors (Hughes) Shareholder Litigation*, 2005 WL 1089021 (Del. Ch. 2005).

obwohl in der Klageschrift der Vorwurf erhoben wurde, dass ein großer Teil der vertraglich vereinbarten Vergütung der vier Finanzdienstleister für deren Fairness Opinions von der Vollendung der Transaktion abhängig gewesen sei, und obwohl jeder einzelne Finanzdienstleister Geschäftsbeziehungen mit den teilnehmenden Gesellschaften pflegte und diese auch nach Abschluss der Transaktion aufrecht erhalten würde. Diese Tatsachen waren in der Stimmrechtsvollmacht, mit welcher um Freigabe der Transaktion ersucht wurde, deutlich offengelegt.

Ähnlich hat das Gericht im Fall *David P. Simonetti Rollover IRA v. Margolis*<sup>50</sup> entschieden, dass entgegen der Behauptung des Klägers, in der Stimmrechtsvollmacht für eine Unternehmensverschmelzung seien Angaben über wesentliche Offenlegungspflichten bezüglich der Interessenkonflikte des Finanzdienstleisters weggelassen worden, diese Interessenkonflikte – mit Ausnahme des deutlicher zu quantifizierenden Ausmaßes des finanziellen Interesses eines der beteiligten Finanzdienstleister – angemessen offengelegt worden seien.

---

50 *David P. Simonetti Rollover IRA v. Margolis*, 2009 Del. Ch. Lexis 78 (C.A. No 3694-VCN, June 27, 2008).

### **3. Pflichten und Ermessensspielräume von Vorstand und Aufsichtsrat im deutschen Aktien- und Übernahmerecht** *- Dr. Robert Weber -*

#### **3.1 Einleitung**

Der nachfolgende Teil geht der Frage nach, welche Pflichten und Ermessensspielräume in Bezug auf die Einholung einer Fairness Opinion für den Vorstand und den Aufsichtsrat nach dem deutschen Aktien- und Übernahmerecht bestehen. Hierfür soll zunächst dargestellt werden, inwieweit dem Vorstand und dem Aufsichtsrat einer deutschen Aktiengesellschaft bei ihren Entscheidungen generell ein Ermessensspielraum zukommt. Ausgehend von diesen allgemeinen Ausführungen wird im Anschluss daran untersucht, ob – und wenn ja wann – eine Rechtspflicht der Verwaltungsorgane zur Einholung einer Fairness Opinion besteht. Abschließend wird noch auf die Frage eingegangen, inwiefern es ungeachtet einer möglichen Rechtspflicht zur Einholung einer Fairness Opinion für die Mitglieder der Verwaltungsorgane zur Haftungsentlastung ratsam ist, eine solche einzuholen, und worauf bei der Einholung der Fairness Opinion insbesondere geachtet werden sollte.

#### **3.2 Das Ermessen im deutschen Aktienrecht**

Um die rechtliche Bedeutung der Fairness Opinion zu erfassen, muss zunächst untersucht werden, inwieweit dem Vorstand und dem Aufsichtsrat einer deutschen Aktiengesellschaft ein Ermessensspielraum bei ihren Entscheidungen zukommt. Hierauf aufbauend sollen dann die den Vorstand und den Aufsichtsrat generell bei der Ausübung ihres Ermessens treffenden Pflichten dargestellt werden.

##### **3.2.1 Vorstand**

Entscheidungen der Verwaltungsorgane, und damit auch des Vorstands, lassen sich zunächst allgemein in sogenannte unternehmerische Entscheidungen und in solche Entscheidungen aufgliedern, mit welchen gesetzliche, satzungsmäßige oder anstellungsvertragliche Pflichten ohne tatbestandlichen Beurteilungsspielraum erfüllt werden.<sup>51</sup> Zu den Pflichten

---

51 So bereits der Entwurf eines Gesetzes zur Unternehmensintegrität und Mo-



des Vorstands gehört es zum Beispiel, bestimmte Hauptversammlungsbeschlüsse vorzubereiten und auszuführen (§ 83 AktG) oder Berichte an den Aufsichtsrat abzugeben (§ 90 AktG) wie auch dafür Sorge zu tragen, dass die erforderlichen Handelsbücher geführt werden (§ 91 AktG).<sup>52</sup> Anders als bei diesen gebundenen Entscheidungen handelt es sich bei unternehmerischen Entscheidungen vielmehr um solche Entscheidungen, bei welchen das geschäftsführende Organ die rechtliche Möglichkeit zur Auswahl zwischen mehreren tatsächlichen Verhaltensalternativen hat. Dabei ist es im Zeitpunkt der Entscheidungsfindung wegen unvorhersehbarer Sachverhaltsentwicklung noch nicht absehbar, welche der zur Verfügung stehenden Alternativen sich als die im Nachhinein für das Unternehmen vorteilhafteste herausstellen wird. Es besteht deshalb die Gefahr, dass die getroffene Wahl als von Anfang an erkennbar falsch angesehen wird.<sup>53</sup> Es geht also insbesondere um Entscheidungen (Prognosen), deren ökonomischer Sinn von künftigen Entwicklungen und ihrer Beurteilung abhängt; es handelt sich also um Einschätzungen, welche auf den ersten Blick nur schwer justiziabel sind.<sup>54</sup> Da sich die hier aufgeworfene Frage des Ermessens nur dort stellen kann, wo eine Entscheidung zwischen verschiedenen Handlungsmöglichkeiten zu treffen ist, beschränkt sich der Gang der Untersuchung demzufolge nur auf die oben skizzierten unternehmerischen Entscheidungen.

Wie bereits angedeutet, waren die Justiziabilität unternehmerischer Entscheidungen und auch die damit eng verbundene Haftungsfrage lange Zeit unklar. Die ersehnte Klarheit brachte das bereits erwähnte Urteil des Bundesgerichtshofs (BGH) aus dem Jahre 1997 in der Sache *ARAG/Garmenbeck*.<sup>55</sup> Zum einen billigte der BGH dem Vorstand mit dieser Entscheidung bei der Leitung der Geschäfte des Gesellschaftsunternehmens einen weiten Handlungsspielraum zu, wozu neben dem bewussten Eingehen geschäftlicher Risiken grundsätzlich, bei allem Verantwortungsbewusstsein, auch die Gefahr von Fehlbeurteilungen und Fehleinschätzungen gehöre.<sup>56</sup> Zum anderen hielt der BGH fest, dass eine Haftung des

---

demisierung des Anfechtungsrechts (UMAG), BR-Drucks. 3/05, 18, 19.

52 Zu einer Aufzählung der sich aus dem Gesetz ergebenden Pflichten des Vorstands vgl. *Hüffer*, Aktiengesetz, § 93 Rn. 4f.

53 *Schneider*, DB 2011, 99, 100.

54 *Hüffer*, a.a.O. (Fn. 52), § 93 Rn. 4f.

55 BGH, a.a.O. (Fn. 2), 885f.

56 BGH, a.a.O. (Fn. 2), 885.

Vorstands bei unternehmerischen Entscheidungen erst dann in Betracht komme, wenn die Grenzen, in denen sich ein von Verantwortungsbe-  
wusstsein getragenes, ausschließlich am Unternehmenswohl orientiertes,  
auf sorgfältige Ermittlung der Entscheidungsgrundlagen beruhendes un-  
ternehmerisches Handeln bewegen muss, deutlich überschritten sind, die  
Bereitschaft, unternehmerische Risiken einzugehen, in unverantwortli-  
cher Weise überspannt worden ist oder das Verhalten des Vorstandes aus  
anderen Gründen als pflichtwidrig gelten muss.<sup>57</sup> Diese sogenannte Busi-  
ness Judgement Rule entspricht Vorbildern aus dem angelsächsischen  
Rechtskreis<sup>58</sup> und wurde im Jahr 2005 durch das „Gesetz zur Unterneh-  
mensintegrität und Modernisierung des Anfechtungsrechts (UMAG)“ in  
§ 93 Absatz 1 Satz 2 AktG klarstellend kodifiziert.<sup>59</sup> Danach liegt eine  
Pflichtverletzung nicht vor, wenn das Vorstandsmitglied bei einer unter-  
nehmerischen Entscheidung vernünftigerweise annehmen durfte, auf der  
Grundlage angemessener Information zum Wohle der Gesellschaft zu  
handeln. Im Übrigen findet sich die in § 93 Absatz 1 Satz 2 AktG kodifi-  
zierte Business Judgement Rule seit dem Jahr 2010 in Ziffer 3.8 des  
Deutschen Corporate Governance Kodex wieder.

Diese zunächst rein haftungsrechtliche Perspektive eröffnet zugleich die  
Möglichkeit der Konkretisierung der Pflichten des Vorstands bei Ermes-  
sentsentscheidungen. Zunächst stellt § 93 Absatz 1 Satz 1 AktG fest, dass  
die Vorstandsmitglieder einer Aktiengesellschaft bei ihrer Geschäftsfüh-  
rung die Sorgfalt eines ordentlichen und gewissenhaften Geschäftsleiters  
anzuwenden haben.<sup>60</sup> Diese Sorgfaltspflicht des Vorstands lässt sich mit  
Blick auf § 93 Absatz 1 Satz 2 AktG dahingehend konkretisieren, dass  
Vorstände einer Aktiengesellschaft bei unternehmerischen Entschei-  
dungen dazu verpflichtet sind, auf der Grundlage angemessener Information  
zum Wohle der Gesellschaft zu handeln.<sup>61</sup>

---

57 BGH, a.a.O. (Fn. 2), 886.

58 Vgl. dazu Kapitel 2.

59 BGBl. 2005, Teil I, Nr. 60, 2802ff.

60 Für den GmbH-Geschäftsführer: *Paefgen*, in: Ulmer/Habersack/Winter, Großkommentar zum GmbHG, Bd. II, § 43 Rn. 52; *Schneider*, in: Scholz, Kommentar zum GmbHG, Bd. II, § 43 Rn. 54; *Zöllner/Noack*, in: Baum-  
bach/Hueck, GmbHG, § 43 Rn. 7: Derselbe Haftungsmaßstab (Business Jud-  
gement Rule) und damit auch dieselbe Verhaltenspflicht treffen den Ge-  
schäftsführer einer GmbH (§ 43 Absatz 1 GmbHG).

61 *Mertens/Cahn*, in: Zöllner/Noack, Kölner Kommentar zum Aktiengesetz,  
§ 93 Rn. 15; *Hopt/Roth*, in: Hopt/Wiedemann, Großkommentar zum Aktien-

### 3.2.2 Aufsichtsrat

Wie bereits für den Vorstand skizziert ist auch für den Aufsichtsrat zunächst zwischen unternehmerischen Entscheidungen und gebundenen Entscheidungen zu differenzieren. Hierfür ist größtenteils auf die obigen Ausführungen zu verweisen. Dabei ist jedoch zu beachten, dass dem Aufsichtsrat im Vergleich zum Vorstand nur ein eingeschränkter Bereich unternehmerischer Entscheidungen zukommt. Der BGH stellt hierzu in seiner bereits erwähnten *ARAG/Garmenbeck*-Entscheidung fest, dass der unternehmerische Ermessensspielraum Teil und notwendiges Gegenstück der dem Vorstand und nicht dem Aufsichtsrat obliegenden Führungsaufgabe ist.<sup>62</sup> Weiter verweist der BGH darauf, dass der Aufsichtsrat an dieser Führungsaufgabe nur insoweit Anteil hat, als das Gesetz auch ihm unternehmerische Aufgaben überträgt, wie zum Beispiel bei der Bestellung und Abberufung von Vorstandsmitgliedern oder im Rahmen des § 111 Absatz 4 Satz 2 AktG, das heißt überall dort, wo er die unternehmerische Tätigkeit des Vorstands im Sinne einer präventiven Kontrolle begleitend mitgestaltet.<sup>63</sup> Hierzu zählt gerade nicht die Kontrolle der unternehmerischen Handlungsfreiheit im Rahmen der Prüfung des Vorliegens eines pflichtwidrigen Vorstandshandelns, da der Aufsichtsrat zur Kontrolle des Vorstands gemäß § 111 AktG verpflichtet ist, hier also keine Ermessensentscheidung zu treffen ist.<sup>64</sup>

Für diesen eingeschränkten Bereich unternehmerischer Entscheidungen des Aufsichtsrats gilt gemäß § 116 Satz 1 AktG der Sorgfaltsmaßstab des § 93 AktG sinngemäß.<sup>65</sup> Die Aufsichtsratsmitglieder, zu denen im mitbestimmten Aufsichtsrat auch die Vertreter der Arbeitnehmerseite zählen,<sup>66</sup> haben demzufolge die Sorgfalt anzuwenden, die für eine ordentliche und gewissenhafte Erfüllung der Pflichten des Aufsichtsrats, insbesondere der

---

gesetz, Bd. 3, § 93 Absatz 1 Satz 2, 4 n.F., Rn. 12; *Habersack*, in: FS Schneider, 2011, 429, 430.

62 BGH, a.a.O. (Fn. 2), 886.

63 BGH, a.a.O. (Fn. 2), 886.

64 BGH, a.a.O. (Fn. 2), 886.

65 Für den Aufsichtsrat der GmbH: *Altmeyden*, in: Roth/Altmeyden, GmbHG, § 52 Rn. 32, 60: Derselbe Haftungsmaßstab (Business Judgement Rule) und damit auch dieselbe Verhaltenspflicht treffen sowohl den fakultativen Aufsichtsrat (§ 52 GmbHG) als auch den nach Mitbestimmungsrecht bei der GmbH einzurichtenden Aufsichtsrat.

66 *Hüffer*, a.a.O. (Fn. 52), § 116 Rn. 2.

Überwachungspflicht, erforderlich sind.<sup>67</sup> Mit Blick auf § 93 Absatz 1 Satz 2 AktG lässt sich auch hier für die Sorgfaltspflicht des Aufsichtsrats nach § 116 Satz 1 in Verbindung mit § 93 Absatz 1 Satz 1 AktG festhalten, dass Aufsichtsräte einer Aktiengesellschaft bei unternehmerischen Entscheidungen dazu verpflichtet sind, auf der Grundlage angemessener Information zum Wohle der Gesellschaft zu handeln.

### 3.3 Rechtspflicht zur Einholung einer Fairness Opinion?

Nachdem im Allgemeinen geklärt wurde, wie es um die Pflichten der Verwaltungsorgane bei der Ausübung ihres Ermessens bestellt ist, kann nun anhand der aufgestellten Kriterien im Besonderen der Frage nachgegangen werden, ob – und wenn ja wann – der Vorstand und der Aufsichtsrat zur Einholung einer Fairness Opinion verpflichtet sind.

#### 3.3.1 Anwendungsfälle

Bevor nachfolgend die mögliche Rechtspflicht zur Einholung einer Fairness Opinion untersucht wird, soll zunächst kurz skizziert werden, wann sich die Frage der Einholung einer Fairness Opinion überhaupt stellt. Wie bereits im ersten Kapitel ausgeführt,<sup>68</sup> werden Fairness Opinions als fachliche Stellungnahmen Dritter zur finanziellen Angemessenheit einer Transaktion, insbesondere eines vereinbarten oder vorgesehenen Transaktionspreises, zu allen wesentlichen unternehmerischen Entscheidungen eingeholt.<sup>69</sup> Hierzu zählen nicht nur öffentliche Übernahmen und sonstige M&A-Transaktionen, sondern auch Restrukturierungs- und Finanzierungsentscheidungen sowie sonstige Arten von Vermögensdispositionen.<sup>70</sup> Hauptsächlich sind dabei Entscheidungen über Transaktionen betroffen, die keiner aktienrechtlich veranlassten Prüfung unterliegen und bei denen keine expliziten Schutzmechanismen zugunsten der Anteils-

---

67 *Hoffmann-Becking*, in: ders., Münchener Handbuch des Gesellschaftsrechts, Band IV, § 33 Rn. 58.

68 Siehe Kapitel 1.2.1.

69 *Fleischer*, ZIP 2011, 201, 203.

70 Mit einer übersichtlichen, nicht abschließenden Aufzählung unternehmerischer Initiativen: *Grün/Salcher/Fecher/Kupke*, WPg 2010, 645, 646; ferner grundlegend: *Schiessl*, ZGR 2003, 814, 827ff.

eigner vorgesehen sind.<sup>71</sup> Bedeutsame Hauptfallgruppen sollen in der Folge kurz dargestellt werden.

### 3.3.1.1 Mergers & Acquisitions

#### 3.3.1.1.1 Unternehmensakquisitionen

Ganz regelmäßig<sup>72</sup> werden Fairness Opinions heute bei großen Unternehmensakquisitionen zur Bewertung des Kaufobjekts und der darauf basierenden Preisfindung und Preisverhandlung eingeholt.<sup>73</sup> Die üblichen Ersteller einer Fairness Opinion – Investmentbanken, kleinere Privatbanken, Wirtschaftsprüfer, Corporate-Finance-Berater –<sup>74</sup> verfügen über große Erfahrung und Fachkunde im Hinblick auf kapitalmarktorientierte Bewertungsmethoden, insbesondere über multiplikatorgestützte Vergleichsverfahren (z.B. transaktionsbasierte Vergleiche).<sup>75</sup> Damit bei obiger Verwendung des Begriffs Preisfindung<sup>76</sup> kein Missverständnis entsteht, sei hier jedoch hervorgehoben – wie es auch der „IDW Standard: Grundsätze für die Erstellung von Fairness Opinions (IDW S 8)“<sup>77</sup> klarstellt –,

---

71 Mit der Unterscheidung zwischen dominierten und nicht-dominierten Transaktionen: *Schwetzer/Aders/Salcher/Bornemann*, FB 2005, 106, 109f.

72 Als prominentes Beispiel der jüngeren Vergangenheit: Die Übernahme der Dresdner Bank durch die Commerzbank, bei welcher der Vorstand der Commerzbank sich zur Unterstützung bei der Kaufpreisfindung neben Bewertungsgutachten auch eine Fairness Opinion eingeholt hat (vgl. dazu OLG Frankfurt a.M., Urteil vom 7.12.2010, Az. 5 U 29/10 (*Commerzbank/Dresdner Bank*, nicht rechtskräftig), WM 2011, 116, 125 wie auch OLG Frankfurt a.M., Beschluss vom 15.6.2011, Az. 21 W 18/11, WM 2011, 2279, 2283.

73 *Fleischer*, in: FS Hopt, 2010, 2753, 2753; *Schiessl*, a.a.O. (Fn. 70), 845.

74 *Cannivé/Suerbaum*, AG 2011, 317, 318: Ursprünglich Investmentbanken, aber zunehmend Wirtschaftsprüfungsgesellschaften, belegt durch IDW Standard (IDW S 8). Zur prozentualen Verteilung vgl. *Aders/Schwetzer*, CF biz 2011, 208, 209.

75 *Fleischer*, a.a.O. (Fn. 73), 2757.

76 Der Begriff Preisfindung wird mit unterschiedlichen Bedeutungen verwendet. Das OLG Frankfurt a.M., Urteil vom 7.12.2010, a.a.O. (Fn. 72), 125, verwendete kürzlich folgende Formulierung: „Zu seiner Unterstützung bei der Kaufpreisfindung hat der Vorstand insbesondere das Bewertungsgutachten von [...] und die Fairness Opinion der G vom gleichen Tag herangezogen.“ Mit Kaufpreisfindung war hier offenbar nicht die Ermittlung des Unternehmenswertes (Bewertungsgutachten nach IDW S 1), sondern der gesamte Kaufpreisfindungsprozess gemeint.

77 Vgl. IDW Standard: Grundsätze für die Erstellung von Fairness Opinions (IDW S 8), hier Tz. 2, abgedruckt in IDW Fachnachrichten 3/2011, 151:

dass die Fairness Opinion im Gegensatz zum Bewertungsgutachten zur Ermittlung von Unternehmenswerten im Sinne von IDW S 1<sup>78</sup> kein Instrument der Preis- und Wertfindung ist, sondern eine fachliche Stellungnahme zur finanziellen Angemessenheit von bereits vorgegebenen Transaktionsbedingungen und damit zu dem Ergebnis eines Entscheidungsprozesses.<sup>79</sup> Nach IDW S 8 ersetzt eine Fairness Opinion auch nicht gesetzlich veranlasste Angemessenheitsprüfungen und diesen zugrunde liegende Bewertungen in den Fällen der §§ 304, 305 AktG und §§ 9f. des Umwandlungsgesetzes (UmwG).<sup>80</sup> Neben der Information und Beratung (Informationsfunktion) des Vorstands kann die Fairness Opinion auch als Instrument gegenüber dem Verhandlungspartner dienen. So kann der Vorstand in einer Verhandlung die Position beziehen, der Berater verweigere unter den gegenwärtigen Umständen die Erstellung einer Fairness Opinion.<sup>81</sup> Eine Argumentationsfunktion kommt der Fairness Opinion darüber hinaus auch insofern zu, als die Information der Anteilseigner nicht nur dem Abbau von Informationsasymmetrien<sup>82</sup> dient,<sup>83</sup> sondern diese von der Vorteilhaftigkeit einer Transaktion überzeugen kann. Dies gilt insbesondere für den Fall, dass die Transaktion seitens der Verwaltungsorgane der Hauptversammlung als so genannte *Holz Müller*-Entscheidung oder freiwillig zur Beschlussfassung vorgelegt wird (§ 119 Absatz 2 AktG).<sup>84</sup> Die Überzeugungskraft entspringt hierbei dem Umstand, dass oben genannte Ersteller von Fairness Opinions als unabhängige, außenstehende Auskunftspersonen wahrgenommen werden (Zertifizie-

---

„Fairness Opinions sind kein Instrument zur Ermittlung von Unternehmenswerten i.S.v. IDW S 1.“

78 IDW Standard: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S 1), abgedruckt in IDW Fachnachrichten 7/2008, 271 ff.

79 *Cannivé/Suerbaum*, a.a.O. (Fn. 74), 318 mit Verweisung auf IDW S 8, Tz. 2.

80 Vgl. IDW S 8, a.a.O. (Fn. 77), Tz. 2. Siehe hierzu sowie weitere Fälle nachfolgend.

81 *Westhoff*, Die Fairness Opinion, 2006, 118, 200.

82 *Grün/Salcher/Fecher/Kupke*, a.a.O. (Fn. 70), 648. Vor dem Hintergrund der Einholung einer Fairness Opinion zum *principal-agent conflict*: *Westhoff*, a.a.O. (Fn. 81), 6ff.; *Schwetzer/Aders/Salcher/Bornemann*, a.a.O. (Fn. 71), 110f.

83 *Schwetzer/Aders/Salcher/Bornemann*, a.a.O. (Fn. 71), 106; DVFA, Grundsätze für Fairness Opinions, Nov. 2008, verfügbar unter [http://www.dvfa.de/files/die\\_dvfa/kommissionen/application/pdf/grundsaeetze\\_fairness\\_opinions.pdf](http://www.dvfa.de/files/die_dvfa/kommissionen/application/pdf/grundsaeetze_fairness_opinions.pdf), 4, 5.

84 *Fleischer*, a.a.O. (Fn. 69), 203.

rungsfunktion).<sup>85</sup> Des Weiteren werden Fairness Opinions auch dazu eingesetzt, um für den Fall eines Interessenkonflikts seitens eines der an der Transaktion Beteiligten<sup>86</sup> die Besorgnis von interessengeleitetem Handeln vorab zu entkräften.<sup>87</sup> Schlussendlich werden Fairness Opinions auch von Verwaltungsorganen zur Dokumentation der Entscheidungsgrundlagen bei Transaktionen eingeholt, um einen möglichen Vorwurf der Sorgfaltspflichtverletzung<sup>88</sup> entkräften zu können.<sup>89</sup> Ob sich die von den zuständigen Unternehmensorganen erhoffte Absicherung gegen mögliche Schadensersatzansprüche damit effektiv erreichen lässt, wird im Folgenden noch zu prüfen sein.<sup>90</sup>

### 3.3.1.1.2 Fusionen/Verschmelzungen

Bei der Verschmelzung unter Beteiligung von Aktiengesellschaften ist der Verschmelzungsvertrag und dabei vor allem das Umtauschverhältnis und etwaige Barzahlungen (§ 5 Absatz 1 Nr. 3 UmwG) zum Schutz der Aktionäre der beteiligten Unternehmen gemäß § 60 in Verbindung mit §§ 9 ff. UmwG durch einen neutralen Wirtschaftsprüfer als Verschmelzungsprüfer zu prüfen. Zur Wirksamkeit des Verschmelzungsvertrages bedarf es gemäß § 13 UmwG eines zustimmenden Hauptversammlungsbeschlusses mit einer Mehrheit von drei Vierteln des bei der Beschlussfassung vertretenen Grundkapitals (§ 65 UmwG) sowie der einfachen Stimmenmehrheit (§ 133 AktG). Es gibt damit besondere, gesetzlich verankerte Schutzmechanismen für die Minderheitsaktionäre.

Daher besteht bei der Verschmelzung zwar grundsätzlich keine Notwendigkeit für eine Fairness Opinion als zusätzliches Instrument zum Schutz der Minderheitsaktionäre.<sup>91</sup> Zur Information und gegebenenfalls auch zur Überzeugung der Anteilseigner kann dennoch eine Fairness Opinion er-

---

85 *Kossmann*, NZG 2011, 46, 52; *Fleischer*, a.a.O. (Fn. 73), 2758; *Schwetzer/Aders/Salcher/Bornemann*, a.a.O. (Fn. 71), 112.

86 Dies kann der Fall sein, wenn Vertreter von Unternehmensorganen selbst eine der Transaktionsparteien sind (z.B. beim Management-Buy-out) oder wenn Transaktionen zwischen nicht fremden Dritten stattfinden (z.B. Geschäfte zwischen nahestehenden Personen im Konzernzusammenhang).

87 *Grün/Salcher/Fecher/Kupke*, a.a.O. (Fn. 70), 646f.

88 Allgemein zur Sorgfaltspflicht im Rahmen des Ermessens siehe Kapitel 3.2.

89 So auch IDW S 8, a.a.O. (Fn. 77), Tz. 9.

90 Siehe dazu Kapitel 3.4.

91 *Schwetzer/Aders/Salcher/Bornemann*, a.a.O. (Fn. 71), 109.

gänzend zum gesetzlich vorgeschriebenen Wertgutachten eingeholt werden, da sie die Frage der wirtschaftlichen Sinnhaftigkeit der Transaktion aus der Perspektive der Anteilseigner mit einbezieht, welche von den gesetzlich vorgeschriebenen Prüfungen so nicht umfasst wird.<sup>92</sup> Auch zur Vermeidung etwaiger Ersatzansprüche gegen Organe der Gesellschaft kann die Verwaltung ein Interesse an der Einholung einer Fairness Opinion haben (Legitimationsfunktion).<sup>93</sup> Denn obgleich bei einem hier interessierenden Merger of Equals<sup>94</sup> – also bei Verhandlungsparität zwischen den verhandelnden, voneinander unabhängigen Unternehmen – die Festsetzung des Umtauschverhältnisses auch ohne Unternehmensbewertung grundsätzlich als angemessen zu beurteilen sein wird,<sup>95</sup> ist es erforderlich, dass der Vorstand auf der Basis angemessener Information zu seiner Einschätzung gelangt.<sup>96</sup> Auch hier stellt sich die im Folgenden noch zu klärende Frage, ob sich die von den zuständigen Unternehmensorganen erhoffte Absicherung gegen mögliche Schadensersatzansprüche mit der Fairness Opinion effektiv erreichen lässt.<sup>97</sup>

Hinzuweisen ist auch auf die Bedeutung von Fairness Opinions bei grenzüberschreitenden Fusionen als Mittel der Kommunikation mit ausländischen Marktteilnehmern.<sup>98</sup> Für diese Anlegergruppe ist eine von einer internationalen Investmentbank erstellte Fairness Opinion regelmäßig überzeugender als eine für sie in diesem Zusammenhang eher ungewöhnliche Unternehmensbewertung einer Wirtschaftsprüfungsgesellschaft (Argumentationsfunktion gegenüber dem Kapitalmarkt).<sup>99</sup> So wur-

---

92 Westhoff, a.a.O. (Fn. 81), 167.

93 Westhoff, a.a.O. (Fn. 81), 168.

94 Davon zu unterscheiden ist die Fusion unter Kontrollwechsel, bei welcher die Anteilseigner der Zielgesellschaft nach internationaler Marktpraxis eine Kontrollprämie erhalten (vgl. Schiessl, a.a.O. (Fn. 70), 836). Da die Fusion unter Kontrollwechsel mit einer Übernahme verglichen werden kann, ist hierfür auf die vorangestellten Erläuterungen zur Unternehmensakquisition in Kap. 3.3.1.1.1 dieser Studie zu verweisen.

95 In diesem Sinne: OLG Stuttgart, Beschluss vom 14.10.2010, Az. 20 W 16/06 (*Daimler Benz AG/Daimler Chrysler AG*), BeckRS 2010, 25689.

96 In diesem Sinne: OLG Frankfurt a.M., Urteil vom 7.9.2010, Az. 5 U 187/09 (*Deutsche Bank/Postbank*, rechtskräftig), AG 2011, 631, 637.

97 Siehe dazu Kapitel 3.4.

98 Harrer/Möble, in: Essler/Lobe/Röder (Hrsg.), Fairness Opinion, Grundlagen und Anwendung, 2008, 177.

99 Schiessl, a.a.O. (Fn. 70), 835.



de zum Beispiel auch der Unternehmenszusammenschluss Daimler/Chrysler, ein Merger of Equals, für beide Beteiligten durch Fairness Opinions begleitet.<sup>100</sup>

### 3.3.1.2 Öffentliche Übernahmen

Ein weiterer Hauptanwendungsbereich für Fairness Opinions sind öffentliche Erwerbs- und Übernahmeangebote nach dem Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG).<sup>101</sup> Vorstände und Aufsichtsräte der Zielgesellschaft haben gemäß § 27 Absatz 1 Satz 1 WpÜG eine begründete Stellungnahme zum Angebot und dabei vor allem zu Art und Höhe der angebotenen Gegenleistung abzugeben (§ 27 Absatz 1 Satz 2 Nr. 1 WpÜG). Diese Stellungnahme des Vorstands und des Aufsichtsrats ist für die Aktionäre der Zielgesellschaft als Adressaten des Erwerbs- und Übernahmeangebots eine Entscheidungsgrundlage zur Annahme oder Ablehnung des Angebots.<sup>102</sup> Nach dem IDW-Standard IDW S 8 soll der alleinige Zweck einer Fairness Opinion im Zusammenhang mit der Stellungnahme nach § 27 WpÜG die unabhängige, nach Maßgabe des IDW-Standards durchgeführte Beurteilung des Verhältnisses von Leistung und Gegenleistung zur Information von Vorstand und Aufsichtsrat sein.<sup>103</sup> Eine Fairness Opinion unterstützt den Vorstand bzw. den Aufsichtsrat der Zielgesellschaft im Vorfeld der Abgabe einer solchen Stellungnahme beispielsweise dahingehend, dass mit der Fairness Opinion die Einhaltung von bestehenden Sorgfaltspflichten durch die Verwaltungsorgane dokumentiert werden soll.<sup>104</sup>

Die oben bereits im Allgemeinen für M&A-Transaktionen ausgeführten Motive für die Einholung einer Fairness Opinion<sup>105</sup> – Information und Beratung, Verhandlungsinstrument, Zertifizierung, Absicherung – gelten insoweit auch für den Vorstand der Bietergesellschaft im Rahmen eines

---

100 *Westhoff*, a.a.O. (Fn. 81), 170.

101 *Harrer/Möbke*, a.a.O. (Fn. 98), 175; *Grün/Salcher/Fecher/Kupke*, a.a.O. (Fn. 70), 647; siehe hierzu auch Kapitel 4.

102 *Ekkenga*, in: Ehricke/Ekkenga/Oechsler, WpÜG, § 27 Rn. 2, mit Verweisung auf die Begründung des Regierungsentwurfs, BT-Drucks. 14/7034, 52.

103 So IDW S 8, a.a.O. (Fn. 77), Tz. 58.

104 *Harrer/Möbke*, a.a.O. (Fn. 98), 175.

105 Siehe hierzu Kapitel 3.3.1.1.1 zu den Funktionen der Fairness Opinion.

öffentlichen Kaufangebotes.<sup>106</sup> Die Fairness Opinion kann hier insbesondere als „Korrektiv zur subjektiven Meinung des Vorstands“ dienen und damit möglichen negativen Kursreaktionen bei der Ankündigung des Angebotes bzw. bei der Veröffentlichung der gebotenen Gegenleistung vorbeugen.<sup>107</sup>

Auch bei öffentlichen Übernahmeangeboten wird die Fairness Opinion darüber hinaus zur Entkräftung der Besorgnis von interessegeleitetem Handeln eingeholt.<sup>108</sup> Herausgestellt sei hier der praktisch bedeutsame Fall eines möglichen Interessenkonfliktes, wenn Vertreter des Bieters gleichzeitig Mitglied des Vorstands oder des Aufsichtsrats der Zielgesellschaft sind.<sup>109</sup>

### 3.3.1.3 Weitere Fallgestaltungen

Auch bei weiteren Fallgestaltungen – wie aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen (z.B. Sachkapitalerhöhungen) oder anderen als den oben erwähnten Maßnahmen nach dem Umwandlungsgesetz, welche bereits gesetzlichen Anforderungen unterliegen – kann es ausnahmsweise – neben der gesetzlich vorgeschriebenen Ermittlung und Prüfung der angemessenen Abfindung bzw. Gegenleistung (regelmäßig auf Basis des IDW S 1)<sup>110</sup> – zur Einholung einer Fairness Opinion kommen. So erfolgt beim Unternehmenskauf mittels Sachkapitalerhöhung der Beteiligungserwerb durch die Erwerbengesellschaft derart, dass der Veräußerer das Akquisitionsobjekt als Sacheinlage in die Erwerbengesellschaft einbringt und dafür im Rahmen der Sachkapitalerhöhung Aktien an letzterer erhält.<sup>111</sup> Da der hier erforderliche Sacheinlageprüfbericht gemäß § 183 Absatz 3 in Verbindung mit § 34 AktG nur dem Verbot der Unter-Pari-Emission dient und nicht die Rechte der Altaktionäre sichern soll,<sup>112</sup> kann es sich anbie-

---

106 Aders/Schwetzler, a.a.O. (Fn. 74), 208: In der deutschen Praxis jedoch noch immer selten.

107 DVFA, a.a.O. (Fn. 83), 4, 5.

108 Zur M&A-Transaktion im Allgemeinen siehe Kapitel 3.3.1.1.1.

109 Grün/Salcher/Fecher/Kupke, a.a.O. (Fn. 70), 648.

110 Schwetzler/Aders/Salcher/Bornemann, a.a.O. (Fn. 71), 109.

111 Umfassend dazu: Cannivé/Suerbaum, a.a.O. (Fn. 74), 317ff.

112 Herrschende Meinung: von Dryander/Niggemann, in: Hölters, Aktiengesetz, § 183 Rn. 41; Hüffer, a.a.O. (Fn. 52), § 183 Rn. 16; andere Ansicht: Wiedemann, in: Hopt/Wiedemann, Großkommentar zum Aktiengesetz, § 93 Rn. 82; Servatius, in: Spindler/Stilz, Aktiengesetz, § 183 Rn. 41.

ten, neben diesem Bericht zur Prüfung der Angemessenheit von Leistung und Gegenleistung eine Fairness Opinion einzuholen (vgl. auch § 255 Absatz 2 AktG).<sup>113</sup> Bei dominierten Transaktionen wie Konzernverschmelzungen, aktienrechtlichen Squeeze-Outs, dem Abschluss von Unternehmensverträgen oder Mehrheitseingliederungen verbleibt demgegenüber für die Einholung einer Fairness Opinion regelmäßig ein nur sehr begrenzter Anwendungsbereich.<sup>114</sup>

Ein weiterer Anwendungsfall für Fairness Opinions sind Konzernkonstellationen.<sup>115</sup> Im faktischen Konzern steht dem Vorstand des herrschenden Unternehmens wie dem Vorstand der abhängigen Gesellschaft ein Handlungsspielraum für die Ausübung seines unternehmerischen Ermessens in den Grenzen der Business Judgment Rule zu.<sup>116</sup> Um bei verschiedenen Maßnahmen das Handeln auf angemessener Informationsgrundlage dokumentieren zu können und um insbesondere den Ausschluss einer Ersatzpflicht des herrschenden Unternehmens gemäß § 317 Absatz 2 AktG überhaupt erfassen zu können, bietet es sich für die Verwaltung der abhängigen Gesellschaft wie auch für die Verwaltung des herrschenden Unternehmens in Konzernfällen an, das Ergebnis der eigenen Analyse mittels einer Fairness Opinion bestätigen zu lassen.<sup>117</sup>

### 3.3.2 Vorstand

Soweit wie oben dargelegt die Anwendung einer Fairness Opinion möglich ist, stellt sich die Frage, inwieweit der Vorstand sogar dazu verpflichtet sein könnte, eine Fairness Opinion einzuholen. Bei den aufgeführten unternehmerischen Entscheidungen unterliegt die Geschäftsleitung der allgemeinen aktienrechtlichen Sorgfaltspflicht.<sup>118</sup>

---

113 *Cannivé/Suerbaum*, a.a.O. (Fn. 74), 318; *Decher*, in: *Liber Amicorum für Martin Winter*, 2011, 99, 112f.

114 *Decher*, a.a.O. (Fn. 113), 115f.

115 *Decher*, a.a.O. (Fn. 113), 106; in diesem Sinne auch: LG München I, Urteil vom 31.3.2009, Az. 33 O 25598/05, BeckRS 2009, 09410.

116 *Hüffer*, a.a.O. (Fn. 52), § 311 Rn. 29.

117 *Schiessl*, a.a.O. (Fn. 70), 848.

118 Siehe Kapitel 3.2.1.

### 3.3.2.1 Übernahmerechtliche Pflicht

Wie bereits ausgeführt, kommt es im Rahmen der Abgabe einer begründeten Stellungnahme gemäß § 27 WpÜG häufig zur Einholung einer Fairness Opinion.<sup>119</sup> Vorstände und Aufsichtsräte der Zielgesellschaft haben gemäß § 27 Absatz 1 Satz 1 und Satz 2 Nr. 1 WpÜG eine solche begründete Stellungnahme zum Angebot und dabei vor allem zu Art und Höhe der angebotenen Gegenleistung abzugeben. Diese Stellungnahmepflicht modifiziert und erweitert für den Vorstand die Pflicht zur ordnungsgemäßen Leitung und Geschäftsführung der Zielgesellschaft (§§ 76, 93 AktG).<sup>120</sup> Gemäß dem Grundsatz „lex specialis vor lex generalis“ ist daher zunächst zu klären, ob sich bereits aus § 27 WpÜG eine Pflicht zur Einholung einer Fairness Opinion ergibt. Aus dem Wortlaut der Vorschrift lässt sich keine Pflicht zur Einholung von externem Sachverstand, also auch nicht zur Einholung einer Fairness Opinion herleiten.<sup>121</sup> Auch die Entstehungsgeschichte des § 27 WpÜG spricht gegen eine generelle Verpflichtung zur Einschaltung von externen Beratern. Zwar wurde eine Pflicht zur Einholung von Expertenrat im Gesetzgebungsverfahren anfangs noch erwogen (§ 14 WpÜG-DiskE).<sup>122</sup> Jedoch bereits für den Referentenentwurf wurde § 14 WpÜG-DiskE gestrichen, ohne dass diese Pflicht zur Einholung des Rates Dritter in § 27 WpÜG aufgenommen wurde.<sup>123</sup> Vor diesem Hintergrund wird in der Literatur heute nahezu einhellig eine generelle Pflicht des Vorstands wie auch des Aufsichtsrats der Zielgesellschaft zur Einholung einer Fairness Opinion abgelehnt.<sup>124</sup> Die Rechtsprechung folgt dieser herrschenden Meinung in der Literatur.<sup>125</sup>

---

119 Siehe Kapitel 1.2.2 und 4.

120 *Wackerbarth*, in: Kropff/Semler, Münchener Kommentar zum Aktiengesetz, § 27 WpÜG Rn. 9; *Schwennicke*, in: Geibel/Süßmann, WpÜG, § 27 Rn. 7.

121 *Kossmann*, a.a.O. (Fn. 85), 48; *Noack/Holzborn*, in: Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechts-Kommentar, § 27 WpÜG Rn. 7; *Schwennicke*, a.a.O. (Fn. 120), § 27 Rn. 12.

122 Zum Gesetzgebungsverfahren und Abdruck des § 14 WpÜG-DiskE bei *Fleischer/Kalss*, Das neue Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, 2002, 246, 311: „Der Bieter und die Zielgesellschaft haben bei der Vorbereitung und Durchführung einer Übernahme einen geeigneten Berater hinzuzuziehen. Das Bundesaufsichtsamt kann von der Pflicht nach Satz 1 auf Antrag befreien, sofern der Bieter oder die Zielgesellschaft nachweisen, dass sie über ausreichende Kenntnisse auf dem Gebiet von Übernahmen verfügen.“

123 *Westhoff*, a.a.O. (Fn. 81), 190; vgl. auch den Regierungsentwurf, BT-Drucks 14/7034.

124 *Ekkenga*, a.a.O. (Fn. 102), § 27 Rn. 27; *Harbarth*, in: Baums/Thoma, WpÜG,

Ob jedoch im Einzelfall eine Pflicht zur Einholung einer Fairness Opinion besteht, wird unterschiedlich beurteilt.

Nach einer Ansicht wird eine solche Pflicht für den Fall bejaht, dass die Verwaltung der Zielgesellschaft die Angemessenheit der Gegenleistung selbst nicht zuverlässig beurteilen kann.<sup>126</sup> Begründet wird diese Bejahung einer Pflicht im Einzelfall insbesondere mit dem Sinn und Zweck des § 27 WpÜG. Denn die begründete Stellungnahme nach § 27 WpÜG hat die Funktion, den Anteilseignern eine fundierte Informationsbasis für ihre Entscheidungsfindung zu geben (Transparenzgebot in § 3 Absatz 2 WpÜG).<sup>127</sup> Bestände für den Vorstand die Möglichkeit, sich auf seine eigene Ungewissheit zurückzuziehen, wäre damit das mit § 27 Absatz 1 WpÜG verfolgte Ziel vereitelt.<sup>128</sup>

Nach anderer Ansicht wird eine solche Pflicht auch im Einzelfall abgelehnt.<sup>129</sup> Nach dieser Ansicht kann die Pflicht nicht aus einer teleologischen Auslegung der Norm abgeleitet werden, weil der Gesetzgeber die im damaligen Diskussionsentwurf enthaltene Pflicht (§ 14 WpÜG-DiskE) mit dem Argument fallen ließ, dass die Zielgesellschaft selbst am besten wisse, wie sie das Angebot zu bewerten habe.<sup>130</sup> Der Vorstand sollte jedoch für den Fall der fehlenden eigenen ausreichenden Kenntnis seine

---

§ 27 Rn. 72; *Hirte*, in: ders./von Bülow, Kölner Kommentar zum WpÜG, § 27 Rn. 33; *Krause/Pöttsch*, in: Assmann/Pöttsch/Schneider, WpÜG, § 27 Rn. 49; *Röh*, in: Haarmann/Schüppen, Frankfurter Kommentar zum WpÜG, § 27 Rn. 53; *Schwennicke*, a.a.O. (Fn. 120), § 27 Rz. 12; *Steinmeyer*, in: Steinmeyer/Häger, WpÜG, § 27 Rn. 29; *Wackerbarth*, a.a.O. (Fn. 120), § 27 WpÜG Rn. 13; *Westhoff*, a.a.O. (Fn. 81), 190f.; *Decher*, a.a.O. (Fn. 113), 110; *Leyendecker/Kleinhenz*, BB 2011, 2952, 2954 mit dem Hinweis, dass auch die BaFin diese Auffassung teilt.

125 OLG Düsseldorf, Beschluss vom 16.1.2004, Az. I-16 W 63/03, NZG 2004, 328, 332.

126 *Harbarth*, a.a.O. (Fn. 124), § 27 Rz. 72; *Krause/Pöttsch*, a.a.O. (Fn. 124), § 27 Rz. 49; *Steinmeyer*, a.a.O. (Fn. 124), § 27 Rz. 29; *Westhoff*, a.a.O. (Fn. 81), 190f.; *Kossmann*, a.a.O. (Fn. 85), 49 m.w.N.

127 *Steinmeyer*, a.a.O. (Fn. 124), § 27 Rz. 27, 29.

128 *Krause/Pöttsch*, a.a.O. (Fn. 124), § 27 Rz. 49.

129 *Hirte*, a.a.O. (Fn. 124), § 27 Rz. 33; *Röh*, a.a.O. (Fn. 124), § 27 Rn. 53; *Wackerbarth*, a.a.O. (Fn. 120), § 27 WpÜG Rn. 13.

130 *Wackerbarth*, a.a.O. (Fn. 120), § 27 WpÜG Rn. 13.

Stellungnahme mit dem Hinweis versehen, dass eine endgültige Beurteilung mangels sachverständigen Rats nicht erfolgen kann.<sup>131</sup>

Gegen diese ablehnende Ansicht wird jedoch vorgetragen, dass die Streichung des § 14 WpÜG-DiskE dem nicht entgegensteht, da zum einen der gesetzgeberische Verzicht auf eine generelle Pflicht zur Einholung von Expertenrat eine Pflicht im Einzelfall nicht ausschließe.<sup>132</sup> Darüber hinaus könne die Streichung der noch im Diskussionsentwurf enthaltenen Pflicht nicht die Ablehnung einer Pflicht zur Einholung externen Sachverständigen im Einzelfall begründen. Denn die Streichung des § 14 WpÜG-DiskE im Referenten- und Regierungsentwurf der Exekutive erfolgte noch vor der Aufnahme des § 27 Absatz 1 Satz 2 Nr. 1 WpÜG in das Gesetz auf Beschlussempfehlung des Finanzausschusses des Deutschen Bundestages als einem Unterorgan der Legislative.<sup>133</sup> Die Fairness Opinion unterstütze gerade die begründete Stellungnahme hinsichtlich der Art und Höhe der angebotenen Gegenleistung (§ 27 Absatz 1 Satz 2 Nr. 1 WpÜG). Da der § 27 Absatz 1 Satz 2 Nr. 1 WpÜG zum Zeitpunkt der Streichung noch gar nicht existierte, könne auch aus der Streichung des § 14 WpÜG-DiskE keine Schlussfolgerung hinsichtlich der Stellungnahmepflicht in Bezug auf die Art und Höhe der angebotenen Gegenleistung gezogen werden.<sup>134</sup>

Gegen die eine Pflicht im Einzelfall ablehnende Ansicht spricht auch, dass § 3 Absatz 2 WpÜG den allgemeinen Grundsatz statuiert, dass Inhaber von Wertpapieren der Zielgesellschaft über genügend Zeit und ausreichend Informationen verfügen müssen, um in Kenntnis der Sachlage über das Angebot entscheiden zu können. Es wäre gesetzessystematisch inkonsequent, wenn dem Vorstand bei fehlendem eigenem Sachverstand die Möglichkeit belassen wäre, in der nach § 27 WpÜG abzugebenden begründeten Stellungnahme lediglich darauf zu verweisen, dass eine endgültige Beurteilung mangels sachverständigen Rats nicht erfolgen kann. Auch die Entstehungsgeschichte des § 27 WpÜG kann hier nicht ohne weiteres ins Feld geführt werden.<sup>135</sup> Demzufolge wird der Vorstand die Pflicht haben, sich externen Sachverständigen einzuholen, wenn

---

131 *Hirte*, a.a.O. (Fn. 124), § 27 Rn. 33.

132 *Fleischer*, a.a.O. (Fn. 69), 206; *Harbarth*, ZIP 2004, 3, 9.

133 *Fleischer*, a.a.O. (Fn. 69), 206.

134 *Krause/Pöttsch*, a.a.O. (Fn. 124), § 27 Rn. 49, Fn. 3: „fehlender Konnex“.

135 Vgl. dazu Ausführungen im vorherigen Absatz.

die Zielgesellschaft die Angemessenheit der Gegenleistung selbst nicht zuverlässig beurteilen kann.<sup>136</sup> Diese Einholung externen Sachverständs muss nicht notwendigerweise in Form einer Fairness Opinion erfolgen. Dennoch ist – wie oben bereits dargelegt – die Unterstützung der begründeten Stellungnahme im Rahmen eines öffentlichen Übernahmeangebots in der Praxis ein Hauptanwendungsbereich der Fairness Opinion.

Fraglich ist, ob neben dem besprochenen Fall des fehlenden eigenen Sachverständes auch im Falle einer Interessenkollision eine Pflicht des Vorstandes zur Einholung einer Fairness Opinion begründbar ist. Eine solche Verpflichtung wird mit Blick auf die Pflicht des Vorstands, zum Wohle des Unternehmens zu handeln, damit begründet, dass sichergestellt werden müsse, dass die Aktionäre eine unbefangene Angemessenheitsbewertung betreffend den Angebotspreis erhalten.<sup>137</sup> Dem ist jedoch entgegenzuhalten, dass der Vorstand sogar (oder gerade) im Falle eines Interessenkonfliktes gemäß § 3 Absatz 3 WpÜG ohnehin dazu verpflichtet ist, im Interesse der Zielgesellschaft zu handeln. Zur Vermeidung möglicher Vorwürfe und Konflikte kann eine Fairness Opinion als Stellungnahme eines neutralen Dritten für den Vorstand hier hilfreich sein. Eine Pflicht zur Einholung einer Fairness Opinion für den Fall eines Interessenkonfliktes ist jedoch übernahmerechtlich weder begründbar noch notwendig. Denn würde sich der Vorstand bei der Abgabe seiner begründeten Stellungnahme entgegen § 3 Absatz 3 WpÜG von anderen Interessen als denen der Zielgesellschaft leiten lassen, würde er ohnehin pflichtwidrig handeln. Er wird schon deswegen ein Interesse daran haben, sein Haftungsrisiko zu vermeiden, und vor diesem Hintergrund in der Praxis die Einholung einer Fairness Opinion erwägen.

### 3.3.2.2 Aktienrechtliche Pflicht

Neben der spezialgesetzlichen Konkretisierung der Pflichten des Vorstandes aus § 27 WpÜG steht die allgemeine aktienrechtliche Sorgfaltpflicht gemäß § 93 Absatz 1 Satz 1 AktG, wonach der Vorstand einer Aktiengesellschaft bei unternehmerischen Entscheidungen<sup>138</sup> dazu verpflichtet ist, auf der Grundlage angemessener Information zum Wohle

---

136 Auch wenn dieser Fall praktisch nur eine geringe Rolle spielen dürfte (vgl. *Decher*, a.a.O. (Fn. 113), 110).

137 *Kossmann*, a.a.O. (Fn. 85), 53.

138 Vgl. dazu Kapitel 3.2.1.

der Gesellschaft zu handeln. Diese Sorgfaltspflicht trifft den Vorstand bei der Durchführung aktien- und umwandlungsrechtlicher Kapital- und Strukturmaßnahmen ebenso wie beim Unternehmenskauf. Aufgrund dieser Sorgfaltspflicht ist anerkannt, dass beim Unternehmenskauf eine Verpflichtung des Vorstands bestehen kann, sich im Rahmen einer Due Diligence über das Kaufobjekt umfassend zu informieren.<sup>139</sup> Fraglich ist, ob zum Beispiel zur sorgfältigen Kaufpreisermittlung beim Unternehmenskauf oder im Rahmen von Fusionen und Verschmelzungen auch eine Pflicht zur Einholung einer Fairness Opinion in Betracht kommt. Dazu soll zunächst geklärt werden, wie weit die Informationsbeschaffungspflicht des Vorstands reicht.

### **3.3.2.2.1 Teile der Rechtsprechung und Teile der Literatur: „alle Informationen“**

Nach einem Teil der Rechtsprechung<sup>140</sup> und Teilen der Literatur<sup>141</sup> handelt es sich bei der Informationsbeschaffungspflicht um eine äußerst weitreichende Verpflichtung, wonach der Vorstand alle ihm zur Verfügung stehenden Informationsmöglichkeiten tatsächlicher und rechtlicher Art auszuschöpfen hat, um dann auf dieser Grundlage die Vor- und Nachteile der bestehenden Handlungsoptionen sorgfältig abschätzen und den erkennbaren Risiken Rechnung tragen zu können. Das OLG Düsseldorf entschied im Jahr 2009, dass § 93 Absatz 1 Satz 2 AktG eine Pflicht der Vorstandsmitglieder zur Informationsbeschaffung dergestalt statuiert, dass diese zur Informationsbeschaffung „alle ihnen zur Verfügung stehenden Erkenntnisquellen auszuschöpfen“ haben.<sup>142</sup> Ähnlich wie das OLG Düsseldorf formulierte bereits der BGH im Jahr 2008 in seinem Beschluss zum Geschäftsleiterermessen eines GmbH-Geschäftsführers, dass dieser

---

139 Vgl. OLG Oldenburg, Urteil vom 22.6.2006, Az. 1 U 34/03, BB 2007, 66, 68; OLG Frankfurt a.M., Urteil vom 7.9.2010, a.a.O. (Fn. 96), 637; *Rieder/Holzmann*, AG 2011, 265, 272; *Kocher*, CCZ 2009, 215, 221.

140 OLG Düsseldorf, Beschluss vom 9.12.2009, Az. I-6 W 45/09, 6 W 45/09, ZIP 2010, 28, 31; für den GmbH-Geschäftsführer: BGH, Beschluss vom 14.7.2008, Az. II ZR 202/07, NJW 2008, 3361, 3362; milder zur Genossenschaft: BGH, Beschluss vom 3.11.2008, Az. II ZR 236/07, NZG 2009, 117; sorgfältige Ermittlung der Entscheidungsgrundlagen; siehe auch OLG Frankfurt a.M., Urteil vom 7.12.2010, a.a.O. (Fn. 72), 123.

141 *Rieder/Holzmann*, a.a.O. (Fn. 139), 272; *Kossmann*, a.a.O. (Fn. 85), 49; *Seibt/Wollenschläger*, DB 2009, 1579; *Goette*, in: FS 50 Jahre BGH, 123, 140f.; *ders.*, ZGR 2008, 436, 448.

142 OLG Düsseldorf, a.a.O. (Fn. 140), 31 (Hervorhebung des Verfassers).



„in der konkreten Entscheidungssituation *alle* verfügbaren Informationsquellen tatsächlicher und rechtlicher Art auszuschöpfen“ habe.<sup>143</sup>

Aufgrund der nach dieser Ansicht weitreichenden Informationsbeschaffungspflicht ließe sich somit durchaus eine allgemeine Pflicht zur Einholung einer Fairness Opinion bereits aus der allgemeinen Sorgfaltspflicht des § 93 Absatz 1 Satz 1 AktG ableiten. Danach ist es nicht nur notwendig, bereits bestehende Informationsquellen zu nutzen, sondern solche auch erst selbst zu erschaffen.<sup>144</sup> *Rieder/Holzmann* zählen die Einholung einer Fairness Opinion ausdrücklich zu den notwendigen Schritten, damit die Haftungserleichterung des § 93 Absatz 1 Satz 2 AktG der Geschäftsleitung bei einer Kaufpreisermittlung beim Unternehmenskauf zugute kommt.<sup>145</sup> In diesem Zusammenhang sei ferner auf das jüngst ergangene Urteil des OLG Frankfurt a.M. in der Sache *Commerzbank/Dresdner Bank* hinzuweisen, in dem der erkennende 5. Zivilsenat dem Vorstand unter anderem deswegen ein Handeln auf ausreichender Informationsgrundlage bescheinigte, weil dieser „in der konkreten Entscheidungssituation alle verfügbaren Informationsquellen tatsächlicher und rechtlicher Art ausgeschöpft hat, um auf dieser Grundlage die Vor- und Nachteile der bestehenden Handlungsoptionen sorgfältig abzuschätzen und den erkennbaren Risiken Rechnung zu tragen“<sup>146</sup> und beispielsweise der Kaufpreisbildung ein Bewertungsgutachten und eine Fairness Opinion zugrunde legte, die beide die Angemessenheit des Kaufpreises bestätigten.<sup>147</sup>

---

143 BGH, Beschluss vom 14.7.2008, a.a.O. (Fn. 140), 3362 (Hervorhebung des Verfassers).

144 *Kossmann*, a.a.O. (Fn. 85), 49, m.w.N.

145 *Rieder/Holzmann*, a.a.O. (Fn. 139), 272.

146 OLG Frankfurt a.M., Urteil vom 7.12.2010, a.a.O. (Fn. 72), 123 (Hervorhebung des Verfassers), mit Verweis auf BGH, Beschluss vom 14.7.2008, a.a.O. (Fn. 140), 3362, zum GmbH-Geschäftsführer.

147 OLG Frankfurt a.M., Urteil vom 7.12.2010, a.a.O. (Fn. 72), 125.

### 3.3.2.2 Literatur und Teile der Rechtsprechung: „angemessene Informationsgrundlage“

Die herrschende Meinung in der Literatur<sup>148</sup> und ein anderer Teil der Rechtsprechung<sup>149</sup> treten diesem weitreichenden Pflichtenmaßstab jedoch entgegen und bewerten insbesondere die dazu ergangene Rechtsprechung mit der Pflicht zur Beschaffung aller denkbaren Informationen als zu weitgehend. Die Forderung, die Geschäftsleitung müsse alle verfügbaren Informationsquellen rechtlicher und tatsächlicher Art ausschöpfen, entferne sich vom aktienrechtlichen Basistext, da § 93 Absatz 1 Satz 2 AktG mit seinem Wortlaut „wenn das Vorstandsmitglied vernünftigerweise annehmen durfte, auf der Grundlage angemessener Information zu handeln“ zum Ausdruck bringe, dass eine generelle Pflicht zur Beschaffung aller nur denkbaren Informationen nicht bestehe.<sup>150</sup> Ausreichend sei es vielmehr, wenn die unternehmerische Entscheidung des Vorstands auf einer angemessenen Informationsgrundlage basiert.<sup>151</sup>

Diese Sichtweise wird neben dem Gesetzeswortlaut auch durch die Begründung des Regierungsentwurfs zum UMAG gestützt. Der Gesetzgeber gehe „nicht von einem ‚starrten Pflichtenkorsett‘ [...], sondern von einem ‚flexiblen Pflichtenkanon‘ aus, der insbesondere die Bedeutung und Risikoträchtigkeit der konkreten Maßnahme“ berücksichtige.<sup>152</sup> Nach der Regierungsbegründung<sup>153</sup> bestimmt sich die Angemessenheit der Informationsgrundlage nämlich nach Art und Bedeutung der Entscheidung, außerdem nach dem zur Verfügung stehenden Zeitumfang zur Informati-

---

148 *Hölters*, in: ders., Aktiengesetz, § 93 Rn. 34; *Hopt/Roth*, a.a.O. (Fn. 61), § 93 Absatz 1 Satz 2, 4 n.F., Rn. 44f.; *Mertens/Cahn*, a.a.O. (Fn. 61), § 93 Rn. 33; *Spindler*, in: Kropff/Semler, Münchener Kommentar zum Aktiengesetz, Bd. 2, § 93 Rn. 47; *Fleischer*, a.a.O. (Fn. 69), 206; *Cannivé/Suerbaum*, a.a.O. (Fn. 74), 320; *Kocher*, a.a.O. (Fn. 139), 220; *Redeke*, NZG 2009, 496, 497; *Seibt/Schwarz*, AG 2010, 301, 306; *Wagner*, CCZ 2009, 8, 16; *Westhoff*, a.a.O. (Fn. 81), 106; *Lutter*, ZIP 2007, 841, 845.

149 OLG Celle, Urteil vom 28.5.2008, Az. 9 U 184/07, AG 2008, 711, 711; OLG Frankfurt a.M., Beschluss vom 15.6.2011, a.a.O. (Fn. 72), 2283.

150 *Fleischer*, NJW 2009, 2337, 2339.

151 *Hüffer*, a.a.O. (Fn. 52), § 93 Rn. 4e.

152 *Redeke*, a.a.O. (Fn. 148), 497, mit Verweis auf die *ARAG/Garmenbeck*-Entscheidung des BGH, a.a.O. (Fn. 2), 886, in welcher der BGH lediglich ein „auf sorgfältiger Ermittlung der Entscheidungsgrundlagen beruhendes unternehmerisches Handeln“ fordert.

153 Regierungsbegründung zum UMAG, a.a.O. (Fn. 51), 21.

onsgewinnung und nach anerkannten betriebswirtschaftlichen Verhaltensmaßstäben.<sup>154</sup> Nach der Begründung des Regierungsentwurfs zum UMAG ist dem Vorstand ein erheblicher Spielraum eingeräumt, den Informationsbedarf<sup>155</sup> abzuwägen und sich selbst eine Annahme zu bilden.<sup>156</sup> Ferner spricht sich die Begründung gegen die Notwendigkeit formaler Absicherungsstrategien wie das routinemäßige Einholen von Sachverständigengutachten, Beratervoten und externen Marktanalysen aus.<sup>157</sup>

Unter Verweis auf die Regierungsbegründung zum UMAG entschied das OLG Celle, dass der Vorstand verpflichtet sei, „die ihm zur Verfügung stehenden Erkenntnisquellen auszuschöpfen, [...] dabei aber die Reichweite der Ermittlung unter Abwägung von Kosten und Nutzen bei Einbeziehung der Eilbedürftigkeit der Entscheidung festzulegen“ habe.<sup>158</sup> Auch der 21. Zivilsenat des OLG Frankfurt a.M. nahm in einer Entscheidung ausdrücklich auf die Begründung zum UMAG Bezug und stellte fest: „Ein *objektiv richtiges* Maß der Informationsbeschaffung gibt es nicht. Erforderlich ist vielmehr, dass die Entscheidung des Vorstands, auf welche Informationen er sich bei seiner unternehmerischen Entscheidung stützt, und seine Gewichtung und Bewertung der zur Verfügung stehenden Informationen *vertretbar* und *nachvollziehbar* ist [...]. So heißt es in der Gesetzesbegründung zum UMAG, dass dem Vorstand in den Grenzen seiner Sorgfaltspflichten ein *erheblicher Spielraum* eingeräumt ist, den Informationsbedarf abzuwägen und sich selbst eine Annahme dazu zu bilden.“<sup>159</sup>

---

154 Stellungnehmend zu den Anforderungen an die Fundierung strategischer Entscheidungen aus betriebswirtschaftlicher Sicht: *Grundeis/von Werder*, AG 2005, 825, 828ff.

155 Regierungsbegründung zum UMAG, a.a.O. (Fn. 51), 21: Da Information nicht allumfassend sein kann, kann sich das Organmitglied daher im Wesentlichen auf die betriebswirtschaftlichen Schwerpunkte wie Rentabilität, Risikobewertung, Investitionsvolumen und Finanzierung beschränken.

156 Regierungsbegründung zum UMAG, a.a.O. (Fn. 51), 20, 21.

157 Regierungsbegründung zum UMAG, a.a.O. (Fn. 51), 21.

158 OLG Celle, a.a.O. (Fn. 149), 711; so mit Verweisung auf die Begründung zum UMAG bereits: *Lutter*, a.a.O. (Fn. 148), 845; *Redeke*, a.a.O. (Fn. 148), 498; mit Verweisung auf das Unternehmensinteresse als Aspekt der Kosten-Nutzen-Analyse: *Kocher*, a.a.O. (Fn. 139), 221.

159 OLG Frankfurt a.M., Beschluss vom 15.6.2011, a.a.O. (Fn. 72), 2283 (Hervorhebung des Verfassers).

Nach diesem eingeschränkten Pflichtenmaßstab kann es auch keine generelle Verpflichtung für den Vorstand geben, sich externen Sachverständigen einholen zu müssen.<sup>160</sup> Also kann nach dieser Position auch keine generelle Pflicht zur Einholung einer Fairness Opinion bestehen.<sup>161</sup>

### 3.3.2.2.3 Ergebnis: Verpflichtung im Einzelfall möglich

Eine generelle Pflicht zur Einholung einer Fairness Opinion ist abzulehnen. Eine äußerst weitgehende Pflicht zur Beschaffung aller denkbaren Informationen steht im Widerspruch zum Wortlaut und zur Entstehungsgeschichte des § 93 Absatz 1 Satz 2 AktG. Insbesondere das Urteil des 21. Zivilsenats des OLG Frankfurt a.M. betont den Beurteilungsspielraum des Vorstands, den Informationsbedarf abzuwägen und sich selbst eine Annahme dazu zu bilden.<sup>162</sup> Ferner scheidet dieses Erfordernis einer umfassenden Informationsbeschaffung schon daran, dass sämtliche denkbaren und entscheidungsrelevanten Informationen schon rein faktisch nicht herangezogen werden können.<sup>163</sup> Da häufig mehrere Alternativen der Informationsbeschaffung zur Verfügung stehen, von denen vorab nicht feststellbar ist, welche das bessere Informationsergebnis liefert, bleibt an dieser Stelle festzuhalten, dass die Informationsbeschaffung zur Vorbereitung einer Entscheidung selbst eine typische unternehmerische Entscheidung – also eine Ermessensentscheidung – ist.<sup>164</sup> Der Informationsbedarf erhöht sich in Abhängigkeit von der Komplexität und den zugrunde liegenden Risiken und Chancen der Entscheidung sowie der Bedeutung der Entscheidung für das Unternehmen selbst sowie für die durch die Entscheidung tangierten Anspruchsgruppen.<sup>165</sup>

Doch auch wenn die Auffassung vorzugswürdig erscheint, die eine generelle Pflicht zur Einholung einer Fairness Opinion ablehnt, so ist in der Praxis vor dem Hintergrund der dargestellten Rechtsprechung Vorsicht geboten. Denn es kann nicht ausgeschlossen werden, dass im Falle eines

---

160 Hüffer, a.a.O. (Fn. 52), § 93 Rn. 4g; Graser/Klüwer/Nestler, BB 2010, 1587, 1590.

161 So ausdrücklich Fleischer, a.a.O. (Fn. 69), 206; Westhoff, a.a.O. (Fn. 81), 106; vgl. auch Cannivé/Suerbaum, a.a.O. (Fn. 74), 320; Decher, a.a.O. (Fn. 113), 105.

162 OLG Frankfurt a.M., Beschluss vom 15.6.2011, a.a.O. (Fn. 72), 2283.

163 Grün/Salcher/Fecher/Kupke, a.a.O. (Fn. 70), 650.

164 Kocher, a.a.O. (Fn. 139), 221.

165 Grün/Salcher/Fecher/Kupke, a.a.O. (Fn. 70), 650.

Rechtsstreits über Haftungsfragen das zuständige Gericht jedenfalls im konkreten Fall eine Pflicht zur Einholung einer Fairness Opinion bejaht. Denn auch die Ablehnung einer generellen Pflicht zur Einholung einer Fairness Opinion schließt eine mögliche Pflicht im Einzelfall, externen Sachverständigen einholen zu müssen, nicht aus. Nach der Begründung des Regierungsentwurfes zum UMAG ist die Frage, ob und in welchem Umfang externe Gutachten eingeholt werden, nach betriebswirtschaftlichen Notwendigkeiten sowie den eigenen Möglichkeiten der Gesellschaft zu beantworten.<sup>166</sup> Dieses generelle Ermessen bei der Informationsbeschaffung verdichtet sich beispielsweise für den Fall fehlender eigener Sachkunde zur Pflicht, den Rat eines unabhängigen, fachlich qualifizierten Berufsträgers einzuholen.<sup>167</sup> Sollte sich dabei eine Informationsquelle praktisch geradezu aufdrängen, was in der Praxis selten sein dürfte, so ist diese wohl zu nutzen.<sup>168</sup> Fehlt dem Vorstand je nach Komplexität einer Transaktion schlicht die Kompetenz zur angemessenen Beurteilung der Transaktion (und eines entsprechenden Transaktionspreises),<sup>169</sup> besteht in diesem Einzelfall die Pflicht zur Konsultation externen Sachverständigen, was durch die Einholung einer Fairness Opinion gelöst werden kann.<sup>170</sup>

Da der Vorstand im Allgemeinen ohnehin zum Wohle des Unternehmens handeln muss,<sup>171</sup> ist zwar – wie bei der übernahmerechtlichen Fragestellung – auch aktienrechtlich für den Fall des Interessenkonfliktes eines Vorstandsmitglieds keine allgemeine Pflicht zur Einholung einer Fairness Opinion begründbar und auch nicht notwendig. Gleichwohl wird der Vorstand in der Praxis regelmäßig die Einholung einer Fairness Opinion erwägen, um zu dokumentieren, dass er auf der Grundlage angemessener Information gehandelt hat.

---

166 Regierungsbegründung zum UMAG, a.a.O. (Fn. 51), 21.

167 BGH, Urteil vom 14.5.2007, Az. II ZR 48/06, NZG 2007, 2118, 2118; darauf verweisend: OLG Stuttgart, Urteil vom 25.11.2009, Az. 20 U 5/09 (nicht rechtskräftig), NZG 2010, 141, 141; bestätigend: *Fleischer*, NZG 2010, 121, 122; außerdem *Cannivé/Suerbaum*, a.a.O. (Fn. 74), 320.

168 *Binder*, AG 2008, 274, 284.

169 Auch wenn dieser Fall praktisch nur eine geringe Rolle spielen dürfte (vgl. *Decher*, a.a.O. (Fn. 113), 110).

170 Insoweit Gleichlauf des hiesigen Ergebnisses mit obigem Ergebnis zur Verpflichtung aus der Perspektive des Übernahmerechtes.

171 *Hüffer*, a.a.O. (Fn. 52), § 76 Rn. 15, 13.

### 3.3.3 Aufsichtsrat

Die grundsätzliche Aufgabenverteilung zwischen Vorstand und Aufsichtsrat in der deutschen Aktiengesellschaft besteht darin, dass der Vorstand die Gesellschaft unter eigener Verantwortung zu leiten hat (§ 76 Absatz 1 AktG) und der Aufsichtsrat die Geschäftsführung zu überwachen hat (§ 111 Absatz 1 AktG). Zwar können Maßnahmen der Geschäftsführung gemäß § 111 Absatz 4 Satz 1 AktG nicht dem Aufsichtsrat übertragen werden. Wie bereits oben ausgeführt, hat der Aufsichtsrat jedoch an der Führungsaufgabe insoweit Anteil, als dass er die unternehmerische Tätigkeit des Vorstands im Sinne einer präventiven Kontrolle begleitend mitgestalten kann.<sup>172</sup> Insofern kann für den Aufsichtsrat die Verpflichtung zur sorgfältigen Ermittlung der Entscheidungsgrundlagen im Sinne einer Pflicht zur Beschaffung einer angemessenen Informationsgrundlage nur dann aus der allgemeinen aktienrechtlichen Sorgfaltspflicht (§§ 116, 93 AktG) abgeleitet werden, wenn ihm das Gesetz unternehmerische Aufgaben überträgt. Ein zentrales Beispiel für eine solche Übertragung ist der Zustimmungsvorbehalt gemäß § 111 Absatz 4 Satz 2 AktG.<sup>173</sup> Der BGH statuiert für den Fall, dass dem Aufsichtsrat die Zustimmung zu bestimmten Geschäften der Geschäftsführung vorbehalten ist, der Aufsichtsrat dann seine organschaftlichen Pflichten verletzt, wenn er ohne gebotene Information und darauf aufbauender Chancen- und Risikoabschätzung seine Zustimmung zu nachteiligen Geschäften erteilt.<sup>174</sup> Die Informationsbeschaffungspflicht des Aufsichtsrates wird dahingehend interpretiert, dass dieser vom Vorstand die wesentlichen Transaktionsunterlagen (z.B. Bewertungsgutachten, Wirtschaftlichkeitsgutachten) einzufordern und dann (in der Regel lediglich) auf ihre Vollständigkeit und Eignung als Entscheidungsgrundlage zu prüfen hat (Plausibilitätsprüfung).<sup>175</sup> Sollten die Berichte und Vorlagen des Vorstands kein vollständiges Bild und keine ausreichende Beurteilungsgrundlage ergeben oder der Verdacht auf Unregelmäßigkeiten wie eine unzureichende Information des Vorstands bestehen, so trifft den Aufsichtsrat die Verpflichtung zur näheren Untersuchung der Angelegenheit

---

172 BGH, a.a.O. (Fn. 2), 886.

173 Als weiteres Beispiel ist die Aufgabe des Aufsichtsrats, die Bestellung und Abberufung der Vorstandsmitglieder vorzunehmen, zu nennen (§ 84 Absatz 1 AktG).

174 BGH, Urteil vom 11.12.2006, Az. II ZR 243/05, NZG 2007, 187.

175 *Fleischer*, a.a.O. (Fn. 69), 207.

und der Beschaffung des dafür notwendigen Materials.<sup>176</sup> Sollte der Aufsichtsrat ferner Hinweise auf Interessenkonflikte bei einzelnen Auskunftspersonen (Vorstandsmitgliedern, Sachverständigen) haben, darf sich der Aufsichtsrat nicht auf die Vollständigkeit der vom Vorstand vorgelegten Unterlagen verlassen, sondern muss auch hier weitere Informationen einfordern.<sup>177</sup> Dies kann in letzter Konsequenz ausnahmsweise bedeuten, dass der Aufsichtsrat selbst eine Fairness Opinion einzuholen hat.<sup>178</sup> Insofern unterstützt die Fairness Opinion den Aufsichtsrat bei seiner Überwachungstätigkeit im Sinne einer präventiven Kontrolle.<sup>179</sup> Die Unterstützung des Aufsichtsrates durch Sachverständige ist im Übrigen keineswegs unüblich, sondern wird vom Gesetz in § 109 Absatz 1 Satz 2 AktG und § 111 Absatz 2 Satz 2 AktG ausdrücklich angesprochen.

Für die Abgabe der begründeten Stellungnahme gemäß § 27 Absatz 1 WpÜG durch den Aufsichtsrat ist auf die entsprechenden Ausführungen für den Vorstand zu verweisen. Auch hier kann den Aufsichtsrat im Einzelfall die Verpflichtung treffen, sich externen Sachverständigen einzuholen, selbst wenn der Vorstand keine Erstellung einer Fairness Opinion in Auftrag gegeben hat.<sup>180</sup>

### 3.4 Fairness Opinion als Instrument zur Haftungsentlastung

Wie bereits dargelegt, wird in vielen Fällen ungeachtet einer etwaigen gesetzlichen Verpflichtung ein Interesse der Verwaltungsorgane an der Einholung einer Fairness Opinion bestehen (z.B. zur Kommunikation und/oder Überzeugung der Anteilseigner). Wesentlicher Zweck der Fairness Opinion soll jedoch die Absicherung gegen Schadensersatzansprüche durch Dokumentation der Entscheidungsgrundlagen sein.<sup>181</sup> Nach Darstellung der Grundlagen der Haftung der Verwaltungsorgane sollen nachfolgend die Voraussetzungen einer möglichen Enthftung insbesondere durch Einholung einer Fairness Opinion untersucht werden.

---

176 *Schiessl*, a.a.O. (Fn. 70), 826.

177 Ein solcher Interessenkonflikt vorliegend im Fall des BGH, a.a.O. (Fn. 174), 188.

178 *Westhoff*, a.a.O. (Fn. 81), 116; *Fleischer*, a.a.O. (Fn. 69), 207.

179 *Grün/Salcher/Fecher/Kupke*, a.a.O. (Fn. 70), 648.

180 *Schiessl*, a.a.O. (Fn. 70), 826.

181 IDW S 8, a.a.O. (Fn. 77), Tz. 9.

### 3.4.1 Haftung

#### 3.4.1.1 Zivilrechtliche Haftung

Mitglieder von Verwaltungsorganen betreuen fremdes Vermögen, woraus sich Sorgfalts- und Treuepflichten für die Verwaltungsorgane ableiten lassen. Die Organhaftung sanktioniert Fehlverhalten schadensersatzrechtlich und soll präventiv verhaltenssteuernde Wirkung entfalten, ohne von der Eingehung sinnvoller unternehmerischer Risiken abzuschrecken.<sup>182</sup>

Gemäß § 93 Absatz 2 Satz 1 AktG sind Vorstandsmitglieder, die ihre Pflichten verletzen, der Gesellschaft zum Ersatz des daraus entstandenen Schadens als Gesamtschuldner<sup>183</sup> verpflichtet. Begründen lässt sich dieser Grundsatz der Innenhaftung mit der Überlegung, dass durch die Schadensersatzzahlung an die Gesellschaft gleichzeitig ein Schaden des Aktionärs durch die Wertminderung seiner Aktien ausgeglichen wird (mittelbarer Schaden begründet durch den unmittelbaren Schaden der Gesellschaft, sogenannter Reflexschaden).<sup>184</sup>

Außenhaftungstatbestände sind die Ausnahme. Hierzu gehören z.B. die §§ 823 Absatz 2 (in Verbindung mit einem Schutzgesetz, z.B. § 266 StGB)<sup>185</sup> und 826 BGB, § 117 Absatz 1 Satz 1 AktG sowie besondere Vorschriften im Konzernrecht, welche weitgehend an die Stelle der Haftung nach § 93 AktG treten:<sup>186</sup> §§ 309 Absatz 2, 310 Absatz 1, 317 Absatz 3, 318 Absatz 1, 2 und 323 Absatz 1 AktG.<sup>187</sup>

Organhaftungsansprüche müssen vom Aufsichtsrat grundsätzlich durchgesetzt werden, es sei denn, der gerichtlichen Geltendmachung stehen

---

182 Regierungsbegründung zum UMAG, a.a.O. (Fn. 51), 20; *Rieder/Holzmann*, a.a.O. (Fn. 139), 265.

183 Jedes Mitglied haftet für den gesamten Schaden (§ 421 BGB). Im Innenverhältnis untereinander haften die Vorstandsmitglieder grundsätzlich zu gleichen Teilen (§ 426 Absatz 1 BGB), je nach Verschuldensgrad aber auch unterschiedlich abgestuft (§ 254 BGB).

184 *Spindler*, a.a.O. (Fn. 148), § 93 Rn. 282; *Hölters*, a.a.O. (Fn. 148), § 93 Rn. 358.

185 Siehe hierzu Kapitel 3.4.1.2.

186 *Gebler/Käpplinger*, Aktiengesetz, § 93 Rn. 2.

187 *Hüffer*, a.a.O. (Fn. 52), § 93 Rn. 19f.



gewichtige Gründe des Gesellschaftswohls entgegen.<sup>188</sup> Den sich auf eine solche Ausnahme Berufenden trifft die Darlegungs- und Beweislast.<sup>189</sup> Im Gegensatz zum Beispiel zu den USA sind Aktionärsklagen gegen Organmitglieder in Deutschland (vgl. § 147 AktG) aufgrund der einschränkenden Voraussetzungen des § 148 AktG bislang eher selten.<sup>190</sup>

Die Grundsätze der Organhaftung sollen nicht dazu führen, dass Manager unternehmerisch sinnvolle Risiken vor dem Hintergrund der Organhaftung nicht mehr eingehen.<sup>191</sup> Diesem Umstand Rechnung tragend kommt dem Organmitglied gemäß § 93 Absatz 1 Satz 2 AktG ein Haftungsprivileg dergestalt zugute, dass eine Pflichtverletzung ausgeschlossen ist, sofern es bei unternehmerischen Entscheidungen vernünftigerweise annehmen durfte, auf der Grundlage angemessener Informationen zum Wohle der Gesellschaft zu handeln.<sup>192</sup> Da das Organmitglied hier die Darlegungs- und Beweislast trifft (vgl. auch § 93 Absatz 2 Satz 2 AktG),<sup>193</sup> ist die deutsche Rechtsprechung in besonderem Maße aufgerufen, sorgfältig zwischen bloßem unternehmerischen Misserfolg einerseits und echten Sorgfaltspflichtverletzungen andererseits zu unterscheiden.<sup>194</sup> In Konsequenz dessen ist als Beurteilungsmaßstab zur Vermeidung von Rückschaufehlern<sup>195</sup> durch das erkennende Gericht die Ex-Ante-Perspektive anerkannt.<sup>196</sup>

Die Verteilung der Beweislast – in Abweichung zum sonst geltenden Grundsatz, dass jede Partei die Voraussetzungen der ihr günstigen Norm zu beweisen hat<sup>197</sup> – verdeutlicht jedoch auch die Relevanz einer ordentlichen Dokumentation unternehmerischer Entscheidungen für das Or-

---

188 BGH, a.a.O. (Fn. 2), 883; Hüffer, a.a.O. (Fn. 52), § 111 Rn. 4a.

189 Spindler, in: Spindler/Stilz, Kommentar zum Aktiengesetz, § 116 Rn. 116.

190 Rieder/Holzmann, a.a.O. (Fn. 139), 266.

191 Regierungsbegründung zum UMAG, a.a.O. (Fn. 51), 20; Rieder/Holzmann, a.a.O. (Fn. 139), 266.

192 Siehe Kapitel 3.2.1.

193 Regierungsbegründung zum UMAG, a.a.O. (Fn. 51), 21.

194 Hüffer, a.a.O. (Fn. 52), § 93 Rn. 4b.

195 Mit dem Begriff „Rückschaufehler“ wird die Neigung beschrieben, bei bekanntem Ergebnis dessen Vorhersehbarkeit im Nachhinein erheblich zu überschätzen.

196 Hölters, a.a.O. (Fn. 148), § 93 Rn. 35; Regierungsbegründung zum UMAG, a.a.O. (Fn. 51), 20.

197 Hüffer, a.a.O. (Fn. 52), § 93 Rn. 16 m.w.N.

ganmitglied. Um in den Genuss des Haftungsprivilegs (§ 93 Absatz 1 Satz 2 AktG) zu kommen, muss das Organmitglied die Grundlage seiner unternehmerischen Entscheidung lückenlos dokumentieren können. Genau hierfür bietet sich eine Fairness Opinion an, welche zur Angemessenheit des Transaktionspreises Stellung nimmt.

### 3.4.1.2 Strafrechtliche Haftung

Von dieser zivilrechtlichen Haftung ist die nicht zu vernachlässigende strafrechtliche Haftung der Verwaltungsorgane klar zu unterscheiden. In Betracht kommt hier insbesondere der Untreuetatbestand des § 266 StGB.<sup>198</sup> Eine Strafbarkeit wegen Untreue ist hingegen jedenfalls ausgeschlossen, solange sich ein Organmitglied ex ante innerhalb des durch die aktienrechtlichen Grundsätze definierten Handlungsspielraumes bewegt.<sup>199</sup> Denn auch die strafrechtliche Gerichtspraxis hat das Haftungsprivileg der Business Judgment Rule ausdrücklich unter Zitierung der aktienrechtlichen Leitentscheidung *ARAG/Garmenbeck*<sup>200</sup> und zum Teil unter expliziter Bezugnahme auf § 93 Absatz 1 Satz 2 AktG anerkannt.<sup>201</sup>

In jüngster Zeit hat insbesondere dieser – im Interesse des Vermögensschutzes weit gefasste<sup>202</sup> – Untreuetatbestand eine stärkere Konturierung und Einschränkung durch die Rechtsprechung erfahren.<sup>203</sup> Nach einem kürzlich ergangenen Beschluss des BVerfG darf das Tatbestandsmerkmal der Pflichtwidrigkeit nicht als Blankettmerkmal verstanden werden.<sup>204</sup> Es handelt sich vielmehr um ein komplexes Tatbestandsmerkmal, das insbe-

---

198 *Spindler*, a.a.O. (Fn. 148), § 93 Rn. 275; *Rieder/Holzmann*, a.a.O. (Fn. 139), 266.

199 *Seibt/Schwarz*, a.a.O. (Fn. 148), 306.

200 BGH, a.a.O. (Fn. 2)

201 BGH, Urteil vom 6.12.2001, Az. 1 StR 215/01 (*SSV Reutlingen*), NJW 2002, 1585, 1586; Urteil vom 22.11.2005, Az. 1 StR 571/04 (*Kinowelt*), NJW 2006, 453, 454f.; Urteil vom 21.12.2005, Az. 3 StR 470//04 (*Mannesmann/Vodafone*), NJW 2006, 522, 523 (Rn. 15); Urteil vom 13.8.2009, Az. 3 StR 576/08 (*WestLB*), ZIP 2009, 1854, 1857.

202 *Perron*, in: Schönke/Schröder, Strafgesetzbuch, § 266 Rn. 1; *Dierlamm*, in: Hefendehl/Hohmann, Münchener Kommentar zum Strafgesetzbuch, Bd. 4, § 266 Rn. 142.

203 *Rieder/Holzmann*, a.a.O. (Fn. 139), 266.

204 BVerfG, Beschluss vom 23.6.2010, Az. 2 BvR 2559/08, NJW 2010, 3209, 3213 (Rn. 97).

sondere dann durch die Rechtsprechung konkretisiert werden muss, wenn außerstrafrechtliche, oftmals generalklauselartige Bestimmungen wie §§ 76, 93, 116 AktG zur Beurteilung der Pflichtwidrigkeit herangezogen werden.<sup>205</sup> Aufgrund des Bestimmtheitsgebots in Artikel 103 Absatz 2 des Grundgesetzes muss die Anwendung des Untreuetatbestands daher auf Sachverhalte klarer und deutlicher Fälle pflichtwidrigen Handelns beschränkt werden,<sup>206</sup> Wertungswidersprüche zur Ausgestaltung spezifischer Sanktionsregelungen müssen vermieden und der Charakter des Untreuetatbestandes als eigenes Vermögensdelikt bewahrt werden.<sup>207</sup> Der 1. Strafsenat des BGH hat infolgedessen festgestellt, dass eine allein auf die Verletzung der §§ 93, 116 AktG<sup>208</sup> abstellende Auslegung des Pflichtwidrigkeitsmerkmals des § 266 Absatz 1 StGB nicht geeignet sein kann, die verfassungsrechtlich gebotene Beschränkung der Anwendung des Untreuetatbestands auf evidente Fälle pflichtwidrigen Handelns sicherzustellen und damit den Charakter des Untreuetatbestands als Vermögensdelikt zu wahren.<sup>209</sup>

Trotz der Beschränkung auf evidente Verstöße<sup>210</sup> verbleibt für die Verwaltungsorgane im Rahmen von Ermessensentscheidungen ein Haftungsrisiko aus strafrechtlicher Perspektive. Diese Möglichkeit, sich über die bloße zivilrechtliche Haftung hinaus auch strafrechtlich verantworten zu müssen, verdeutlicht noch einmal mehr das Interesse der Verwal-

---

205 BVerfG, a.a.O. (Fn. 204), 3213 (Rn. 97).

206 Insoweit erteilt das Bundesverfassungsgericht einem streng gesellschaftsrechtsakzessorischen Ansatz eine Absage, welcher bei Verlassen des Handlungsfreiraumes der Business Judgement Rule stets Verletzung der in § 266 Absatz 1 StGB gemeinten Vermögensbetreuungspflicht annimmt. Dieser wurde noch vertreten von: BGH, Urteil vom 13.8.2009, a.a.O. (Fn. 201), 1857 (Rn. 27) und Teilen der Literatur: vgl. Nachweise bei *Seibt/Schwarz*, a.a.O. (Fn. 148), 311 (dort Fn. 116).

207 BVerfG, a.a.O. (Fn. 204), 3215 (Rn. 111).

208 Also Vorschriften von erheblicher Unbestimmtheit und generalklauselartigem Charakter.

209 BGH, Beschluss vom 13.9.2010, Az. 1 StR 220/09 (*Siemens/AUB*), NJW 2011, 88, 92 (Rn. 38).

210 BGH, Urteil vom 6.12.2001, a.a.O. (Fn. 201), 1585, Leitsatz 2: „Ob eine Pflichtverletzung *gravierend* ist, bestimmt sich auf Grund einer Gesamtschau insbesondere der gesellschaftsrechtlichen Kriterien. Bedeutsam sind dabei: fehlende Nähe zum Unternehmensgegenstand, Unangemessenheit im Hinblick auf die Ertrags- und Vermögenslage, fehlende innerbetriebliche Transparenz sowie Vorliegen sachwidriger Motive, namentlich Verfolgung rein persönlicher Präferenzen.“

tungsorgane an der Dokumentation ihrer Entscheidungsgrundlagen auch mittels Einholung einer Fairness Opinion.

### 3.4.2 Enthftungsvoraussetzungen

Zu einem Haftungsfall aufgrund einer nicht eingeholten Fairness Opinion als Pflichtverletzung kann es klarerweise jedoch nur kommen, wenn zuvor eine Pflicht zur Einholung einer Fairness Opinion bestand. Nach der vorzugswürdigen Literaturlauffassung und Teilen der Rechtsprechung besteht eine solche Pflicht im Allgemeinen nicht.<sup>211</sup> Strittig ist daher vor allem, ob und wann im Einzelfall eine solche Pflicht begründbar ist.<sup>212</sup> Es ist demnach unklar,<sup>213</sup> ob die Empfehlung, sachverständigen Rat einzuholen, lediglich als guter Ratschlag aufzufassen ist oder ob es sogar eine Pflichtverletzung darstellen kann, wenn in Bewertungsangelegenheiten kein sachverständiger Dritter hinzugezogen wird.<sup>214</sup> Unabhängig davon, ob eine Rechtspflicht zur Einholung einer Fairness Opinion im konkreten Fall bestehen kann, wäre die Einholung einer Fairness Opinion jedenfalls dann zu empfehlen, wenn eine Fairness Opinion zur Haftungsentlastung des Verwaltungsorgans führen kann. Dies ist nachfolgend zu klären.

Damit die Fairness Opinion dazu beitragen kann, die Anforderungen an eine informierte Entscheidungsgrundlage im Sinne des § 93 Absatz 1 Satz 2 AktG zu erfüllen und damit den „sicheren Hafen“ des Geschäftsführerermessens zu erreichen, müssen allerdings wenigstens die Grundvoraussetzungen für ein berechtigtes Vertrauen auf Expertenrat vorliegen, wie sie vom BGH<sup>215</sup> statuiert worden sind.<sup>216</sup>

---

211 Vgl. die dazu aufgeführte Rechtsprechung in Kapitel 3.3.2.2.1.

212 Vgl. hierzu die Ausführungen in Kapitel 3.3.2.1 und 3.3.2.2.3.

213 LG München I, a.a.O. (Fn. 115), 09410: „Außerdem ist unklar, inwieweit sich auch Vorstand und Aufsichtsrat auf eine Fairness Opinion verlassen dürfen [...]“.

214 *Kossmann*, a.a.O. (Fn. 85), 51.

215 BGH, a.a.O. (Fn. 167), 2118; darauf verweisend: OLG Stuttgart, a.a.O. (Fn. 167), 141; bestätigend: *Fleischer*, a.a.O. (Fn. 167), 122; in diesem Sinne auch: OLG Frankfurt a.M., Beschluss vom 28.1.2010, Az. WpÜG 10/09, NZG 2010, 583, 584; OLG Hamburg, Urteil vom 18.9.2009, Az. 11 U 183/07 (nicht rechtskräftig), AG 2010, 502, 506f.

216 Im Folgenden angelehnt an *Fleischer*, a.a.O. (Fn. 69), 208f.

### 3.4.2.1 Grundvoraussetzungen für ein berechtigtes Vertrauen auf Expertenrat

#### 3.4.2.1.1 Sachkunde der Auskunftsperson

Bei der Auswahlentscheidung muss sich das Vorstands- oder Aufsichtsratsmitglied selbst hinsichtlich der spezifischen Sachkunde der entsprechenden Auskunftsperson vergewissern.<sup>217</sup>

Diese Voraussetzung ist bei der Einholung einer Fairness Opinion regelmäßig unproblematisch. Denn zum einen ist die Expertise der beauftragten ausgewiesenen Investmentbank, Wirtschaftsprüfungsgesellschaft oder des Corporate-Finance-Beraters für gewöhnlich unzweifelhaft, und zum anderen ist der Vorstand ohnehin selbst an der fachlichen Qualifikation der Auskunftsperson interessiert, um der Argumentations- und Zertifizierungsfunktion der Fairness Opinion<sup>218</sup> zusätzlichen Nachdruck zu verleihen.<sup>219</sup>

#### 3.4.2.1.2 Unabhängigkeit des Sachverständigen/Erfolgshonorare

Ferner muss das Verwaltungsorgan bei seiner Auswahlentscheidung darauf achten, dass der hinzugezogene Sachverständige hinreichend unabhängig ist.<sup>220</sup> Die Unabhängigkeit des Erstellers einer Fairness Opinion wird von verschiedenen Autoren als von großer Bedeutung für die Erfüllung der Absicherungs- und der Zertifizierungsfunktion<sup>221</sup> angesehen.<sup>222</sup> Sie soll jedenfalls das Vertrauen darauf fördern, dass sich der Ersteller bei der Beurteilung der Angemessenheit des Transaktionspreises nicht von den Interessen des Auftraggebers hat leiten lassen (Unparteilichkeit/Neutralität des Erstellers). Dem liegt der Gedanke zugrunde, dass auf den Rat einer noch so fachkundigen Person nicht vertraut werden könne, wenn sich diese erkennbar in einem Interessenkonflikt befindet.<sup>223</sup> Der

---

217 OLG Stuttgart, NZG 2010, 141, 141.

218 Allgemein zu den Funktionen der Fairness Opinion vgl. die Skizzierung der einzelnen Anwendungsfälle in Kapitel 3.3.1.

219 *Fleischer*, a.a.O. (Fn. 69), 208.

220 OLG Stuttgart, a.a.O. (Fn. 167), 141; *Fleischer*, a.a.O. (Fn. 73), 2759; *Graser/Klüwer/Nestler*, a.a.O. (Fn. 160), 1591; *Schiessl*, a.a.O. (Fn. 70), 849.

221 Allgemein zu den Funktionen der Fairness Opinion vgl. die Skizzierung der einzelnen Anwendungsfälle in Kapitel 3.3.1.

222 *Schwetzer/Aders/Salcher/Bornemann*, a.a.O. (Fn. 71), 113.

223 *Fleischer*, a.a.O. (Fn. 167), 123; *Lappe/Stafflage*, CFL 2010, 312, 314.

Ersteller der Fairness Opinion soll sich deshalb nicht von anderen Geschäftsbeziehungen mit dem Unternehmen oder dessen Organen, für die er die Fairness Opinion erstellt, leiten lassen.<sup>224</sup>

Um dem Vorwurf eines Interessenkonflikts von vornherein die Grundlage entziehen zu können, wird deshalb empfohlen, die Fairness Opinion nicht von jemandem erstellen zu lassen, der als Beteiligter in die Transaktion involviert ist (z.B. M&A-Berater/Financial Advisor oder auch Sacheinlageprüfer) oder der eine – unter Umständen sogar langjährige – Geschäftsbeziehung zum Auftraggeber der Fairness Opinion unterhält (z.B. Jahresabschlussprüfer).<sup>225</sup> Andernfalls soll die Vermutung im Raum stehen, dass die Fairness Opinion nur aufgrund einer beabsichtigten Festigung von Geschäftsbeziehungen zwischen Management und Sachverständigen zu einem Ergebnis im Sinne des Managements komme.<sup>226</sup>

Ein weiteres Problem ergibt sich, wenn der Ersteller der Fairness Opinion erfolgsabhängig vergütet wird, wie z.B. bei Investmentbanken, für die üblicherweise ein vom Erfolg und damit der Durchführung der Transaktion abhängiges Honorar vereinbart wird.<sup>227</sup> Hier ist gegebenenfalls das Vertrauen in die Objektivität des Erstellers gefährdet, da dieser aufgrund der Anreizwirkung der erfolgsabhängigen Vergütung tendenziell eher die Angemessenheit attestieren könnte.<sup>228</sup> Tatsächlich wurde bisher häufig eine Fairness Opinion eines in den bisherigen Prozess involvierten Erstellers eingeholt und keine (bzw. keine zweite) Fairness Opinion eines anderen Erstellers.<sup>229</sup> Oftmals wird ein mit der Durchführung der Transaktion beauftragter Berater auch schlicht aus Kostengründen mit der Erstellung einer Fairness Opinion zur gleichen Transaktion beauftragt, da sich der Sachverständige für die Erstellung der Fairness Opinion nicht nochmals in die Materie einarbeiten muss (erhöhte Effizienz).<sup>230</sup> Aber selbst in

---

224 DVFA, a.a.O. (Fn. 83), 5.

225 *Cannivé/Suerbaum*, a.a.O. (Fn. 74), 318; *Decher*, a.a.O. (Fn. 113), 108: „sinnvoll [...] zur Erhöhung der Überzeugungskraft einer Fairness Opinion“.

226 *Schwetzler/Aders/Salcher/Bornemann*, a.a.O. (Fn. 71), 113.

227 *Schiessl*, a.a.O. (Fn. 70), 849.

228 *Fleischer*, a.a.O. (Fn. 69), 209; *Lappe/Stafflage*, a.a.O. (Fn. 223), 314.

229 Vgl. *Schiessl*, a.a.O. (Fn. 70), 850; *Decher*, a.a.O. (Fn. 113), 108.

230 *Schwetzler/Aders/Salcher/Bornemann*, a.a.O. (Fn. 71), 113; ebenfalls auf das wertvolle Beratungswissen der mit der Transaktion und dem Unternehmen vertrauten Investmentbank verweisend: *Decher*, a.a.O. (Fn. 113), 109; *Fleischer*, a.a.O. (Fn. 73), 2768; *Lappe/Stafflage*, a.a.O. (Fn. 223), 313.

diesem Fall scheiden Sachverständige, die weitere transaktionsbezogene Leistungen erbringen, nicht von vornherein als vertrauenswürdige Ratgeber aus.<sup>231</sup> So besteht etwa die Möglichkeit, dass das beratende Unternehmen selbst unternehmensinterne Maßnahmen einleitet (z.B. Personenverschiedenheit, Überprüfung durch Fairness Opinion Committees), damit die Unabhängigkeit bei der Erstellung der Fairness Opinion gewährleistet wird.<sup>232</sup> Im Übrigen kann die Ausstellung von bloßen Gefälligkeitsbescheinigungen auch nicht allein dadurch vermieden werden, dass das bei der Durchführung des Angebots beratende Unternehmen für die Fairness Opinion nicht mandatiert wird.

Interessenkonflikte einschließlich möglicher Interessenkonflikte des Erstellers der Fairness Opinion sollten im Opinion Letter offengelegt werden.<sup>233</sup> Für den erstellenden Wirtschaftsprüfer sieht der entsprechende IDW-Standard vor, dass dieser zunächst selbst prüft, inwieweit die Erstellung einer Fairness Opinion im Einklang mit den allgemeinen Berufspflichten erfolgen kann, und dass dann auch das Ergebnis dieser Prüfung als Erklärung zur Unparteilichkeit und Unabhängigkeit im Opinion Letter aufgenommen wird.<sup>234</sup> Nach den DVFA Grundsätzen für Fairness Opinions sollen insbesondere Beratungsleistungen im Rahmen der Transaktion, aber auch bereits vor der Transaktion bestehende langfristige Geschäftsbeziehungen (z.B. Abschlussprüfer oder finanzierende Bank), sofern sie von materieller Bedeutung sind, wie auch ein möglicherweise für den Ersteller der Fairness Opinion vereinbarter Haftungsausschluss of-

---

231 So belegt ein Vergleich mit der Unabhängigkeit im Sinne von § 13 Absatz 1 Satz 2 WpÜG, dass ein bei der Durchführung des Angebots beratendes Unternehmen durchaus die von § 13 Absatz 1 Satz 2 WpÜG geforderte Finanzierungsbestätigung durch ein unabhängiges Wertpapierdienstleistungsunternehmen abgeben kann (mit einem Verweis auf die Gesetzesbegründung (BT-Drucks. 14/7034, 44) und ein Urteil des OLG Karlsruhe vom 28.8.2002, Az. 7 U 137/01 (MLP), NZG 2002, 959, 962): *Schiessl*, a.a.O. (Fn. 70), 849).

232 *Harrer/Möble*, a.a.O. (Fn. 98), 179; *Lappe/Stafflage*, a.a.O. (Fn. 223), 314, mit der Forderung der Personenverschiedenheit zwischen den Mitarbeitern, welche mit der Erstellung der Fairness Opinion befasst sind, und den Mitgliedern des Fairness Opinion Committee; vgl. ferner DVFA, a.a.O. (Fn. 83), 10.

233 DVFA, a.a.O. (Fn. 83), 10f.; IDW S 8, a.a.O. (Fn. 77), Tz. 50; *Harrer/Möble*, a.a.O. (Fn. 98), 179; *Lappe/Stafflage*, a.a.O. (Fn. 223), 314.

234 IDW S 8, a.a.O. (Fn. 77), Tz. 13, 50; 154, 158.

fengelegt werden.<sup>235</sup> Wird für den in die Transaktion involvierten Ersteller der Fairness Opinion eine erfolgsabhängige Vergütung für seine sonstige Beratungsleistung vereinbart, sollte auch diese im Opinion Letter offengelegt werden.<sup>236</sup> Hierbei empfiehlt es sich insbesondere darzulegen, von welchen Faktoren die erfolgsabhängige Komponente abhängig ist.<sup>237</sup> Damit der Wert und die Aussagekraft einer Fairness Opinion nicht gemindert werden, ist im Übrigen dazu zu raten, die Vergütung des Erstellers nicht von einer Bestätigung der Angemessenheit, einem erfolgreichen Abschluss bzw. dem Zustandekommen der Transaktion abhängig zu machen.<sup>238</sup> Für Wirtschaftsprüfer ist die Vereinbarung von Erfolgshonoraren für Sachverständigentätigkeiten auf den Gebieten der wirtschaftlichen Betriebsführung (§ 2 Absatz 3 Nr. 1 WPO) ohnehin grundsätzlich unzulässig (§ 55a Absatz 1 Satz 1 WPO).<sup>239</sup>

Dem möglichen Vorwurf der fehlenden Unabhängigkeit, sei es durch einen echten Interessenkonflikt oder aber durch Umstände, welchen den Anschein eines Interessenkonfliktes hervorrufen, ist mit der Offenlegung grundsätzlich beizukommen,<sup>240</sup> weil mit diesem „Korrektiv“ der quasi erhöhten Transparenz des Erstellers der Fairness Opinion dem Adressaten

---

235 DVFA, a.a.O. (Fn. 83), B.6; 10.

236 So die Empfehlung der DVFA, a.a.O. (Fn. 83), B.6; 10. Jedoch mit sechs Veröffentlichungen von 18 Vergütungsfällen in den Jahren 2008 bis 2010 in der deutschen Praxis noch immer selten (vgl. *Aders/Schwetzler*, FB 2009, 81, 82; *dies.*, CF biz 2010, 118, 119; *dies.*, a.a.O. (Fn. 74), 210).

237 DVFA, a.a.O. (Fn. 83), B.6; 10.

238 *Harrer/Möble*, a.a.O. (Fn. 98), 178; *Lappe/Stafflage*, a.a.O. (Fn. 223), 314, fordern zudem, dass die Vergütung unabhängig von der inhaltlichen Beurteilung der Transaktionsbedingungen zu erfolgen hat.

239 Allerdings führt das OLG Karlsruhe in einem Urteil aus dem Jahre 2002 aus, dass die Vereinbarung eines Erfolgshonorars für eine Fairness Opinion rechtlich nicht zu beanstanden sei, da der Berater nicht kostenlos tätig werde und von daher jedenfalls schon in Abhängigkeit zum Auftraggeber stände (OLG Karlsruhe, a.a.O. (Fn. 231), 962). Die Begründung ist hierbei jedoch wenig hilfreich, da der bloße Verweis auf die Existenz einer ohnehin erfolgenden (Fix-)Vergütung nicht den Umstand zu widerlegen vermag, dass für den Fall einer erfolgsabhängigen Vergütung zumindest der Anreiz besteht, die Angemessenheit zu attestieren. Für die Rechtspraxis lässt sich daher nicht ausschließen, dass Erfolgshonorare die Vertrauenswürdigkeit einer Fairness Opinion erschüttern können (*Fleischer*, a.a.O. (Fn. 69), 209).

240 In diesem Sinne auch: *Decher*, a.a.O. (Fn. 113), 109; *Lappe/Stafflage*, a.a.O. (Fn. 223), 314; *Fleischer*, a.a.O. (Fn. 73), 2773.



der Fairness Opinion insoweit eine präzise Einordnung ermöglicht wird.<sup>241</sup>

Abweichend von diesem Grundsatz kann es im Einzelfall<sup>242</sup> dazu kommen, dass dem durch den Anschein eines Interessenkonfliktes hervorgerufenen Vorwurf der fehlenden Unabhängigkeit mittels der Offenlegung nicht ausreichend begegnet werden kann, sodass es in diesen Fällen ratsam ist, die Fairness Opinion von jemandem erstellen zu lassen, der sonst keine Geschäftsbeziehungen zum Auftraggeber pflegt.<sup>243</sup> In der Praxis ist dies selten.<sup>244</sup> Ein solcher Ausnahmefall wäre beispielsweise gegeben, wenn es dafür Anzeichen gibt oder der Anschein besteht, dass ein Interessenkonflikt beim Aussteller das Ergebnis der Fairness Opinion beeinflussen würde. Vor diesem Hintergrund ist es umso wichtiger, dass der Ersteller einer Fairness Opinion die von den DVFA Grundsätzen für Fairness Opinions geforderten innerbetrieblichen organisatorischen Maßnahmen zur Vermeidung von Interessenkonflikten (Fairness Opinion Committee, Personenverschiedenheit)<sup>245</sup> vornimmt.

#### **3.4.2.1.3 Zutreffende und vollständige Informationsübermittlung durch den Vorstand**

Der Vorstand hat die Auskunftsperson über sämtliche für die Beurteilung erheblichen Umstände ordnungsgemäß zu informieren.<sup>246</sup> Lässt das Verwaltungsorgan also eine Fairness Opinion erstellen, liegt es in seiner Verantwortung, die im Einzelfall zur Erstellung der Fairness Opinion erforderlichen und bei ihm als Auftraggeber verfügbaren Unterlagen und Informationen richtig und vollständig bereitzustellen.<sup>247</sup> Das führt zu der praktischen Konsequenz, dass nach IDW S 8<sup>248</sup> der erstellende Wirt-

---

241 Graser/Klüwer/Nestler, a.a.O. (Fn. 160), 1591; Lappe/Stafflage, a.a.O. (Fn. 223), 314.

242 Vgl. das Erfordernis einer Einzelfallprüfung nach dem IDW Standard, IDW S 8, a.a.O. (Fn. 77), Tz. 13, 50; 154, 158.

243 Decher, a.a.O. (Fn. 113), 108; In diesem Sinne auch: Schwetzler/Aders/Salcher/Bornemann, a.a.O. (Fn. 71), 113; Graser/Klüwer/Nestler, a.a.O. (Fn. 160), 1591; Cannivé/Suerbaum, a.a.O. (Fn. 74), 318.

244 Lappe/Stafflage, a.a.O. (Fn. 223), 313; Schiessl, a.a.O. (Fn. 70), 850.

245 DVFA, a.a.O. (Fn. 83), B.5; 10.

246 OLG Stuttgart, a.a.O. (Fn. 167), 141.

247 Grün/Salcher/Fecher/Kupke, a.a.O. (Fn. 70), 650.

248 IDW S 8, a.a.O. (Fn. 77), Tz. 21-24, 155.

schaftsprüfer bei der Auftragsannahme auf diese Verantwortung des Auftraggebers ausdrücklich hinweisen und sich zudem eine Vollständigkeitserklärung einholen wird. Ein Vorstand, der den sachverständigen Ersteller der Fairness Opinion vorsätzlich oder fahrlässig unvollständig informiert hat, kann sich nicht auf dessen Fairness Opinion berufen.<sup>249</sup>

#### 3.4.2.1.4 Plausibilitätskontrolle der eingeholten Fairness Opinion

Die Verwaltungsmitglieder können sich nur dann auf die Fairness Opinion verlassen, wenn sie vernünftigerweise von der Unabhängigkeit ihres Erstellers ausgehen durften und dessen Bewertung einer Plausibilitätskontrolle unterzogen haben.<sup>250</sup>

Zur Rekapitulation sei darauf verwiesen, dass sich die Angemessenheit der Informationsgrundlage (§ 93 Absatz 1 Satz 2 AktG) auch nach anerkannten betriebswirtschaftlichen Verhaltensmaßstäben richtet.<sup>251</sup> Bei der hier vom Verwaltungsorgan vorzunehmenden Abwägung muss objektiv erkennbar werden, warum der Unternehmensleiter die getroffene Entscheidung möglichen Alternativen vorgezogen hat, wobei die entsprechende Begründung nicht schlechthin unvertretbar sein darf, weil sie etwa im Widerspruch zu Denkgesetzen oder gängigen betriebswirtschaftlichen Lehren steht.<sup>252</sup> Aussagen über die Auswirkungen einer Entscheidung müssen grundsätzlich argumentativ untermauert werden (sogenannte Detailbegründung).<sup>253</sup>

Das Erfordernis der nachvollziehbaren Begründung einer Entscheidung des Verwaltungsorgans verdeutlicht die Relevanz der Plausibilitätskontrolle. Bei dieser kritischen Würdigung muss das Verwaltungsorgan die Fairness Opinion – und zwar nicht nur den Opinion Letter, sondern auch das Valuation Memorandum, in dem die Transaktion, die verwendeten Informationsgrundlagen, Bewertungsverfahren und die Ableitung des Urteils ausführlich dargestellt werden – auf offensichtliche Widersprüche und Begründungslücken durchsehen und einen Abgleich von dessen Schlussfolgerungen mit den eigenen Erfahrungen im Geschäfts- und

---

249 *Schiessl*, a.a.O. (Fn. 70), 825.

250 *Fleischer*, a.a.O. (Fn. 73), 2759; so auch *Decher*, a.a.O. (Fn. 113), 106.

251 Vgl. Kapitel 3.3.2.2.2.

252 *Seibt/Schwarz*, a.a.O. (Fn. 148), 306.

253 *Grunde/von Werder*, a.a.O. (Fn. 154), 833.

Wirtschaftsleben vornehmen.<sup>254</sup> Dabei wird empfohlen, die Fairness Opinion im Rahmen einer Vorstands- und Aufsichtsratssitzung gemeinsam mit dem Ersteller zu erörtern und dies entsprechend zu dokumentieren.<sup>255</sup>

### 3.4.2.2 Fairness Opinion nur als Indiz

Zu beachten ist jedoch, dass – auch wenn alle obigen Voraussetzungen für das Vertrauen auf Expertenrat erfüllt sind – die Fairness Opinion zur Haftungsentlastung lediglich beitragen kann, aber grundsätzlich nicht automatisch zur Haftungsvermeidung führt.<sup>256</sup> Die Fairness Opinion hat insoweit unterstützenden Charakter bei der Reduzierung des Haftungsrisikos der Verwaltungsorgane in Bezug auf die angemessene Informationsgrundlage nach § 93 Absatz 1 Satz 2 AktG).<sup>257</sup>

In diesem Sinne stellt der IDW-Grundsatz IDW S 8 klar, dass Fairness Opinions kein Ersatz für die eigenverantwortliche Beurteilung des Transaktionspreises durch den Auftraggeber sind.<sup>258</sup> Die Fairness Opinion befreit den Vorstand und den Aufsichtsrat nicht von einer sorgfältigen Ermittlung und Beurteilung der Transaktionsbedingungen anhand weiterer Informationen.<sup>259</sup> Der IDW-Standard empfiehlt daher auch, in der Auftragsvereinbarung klarzustellen, dass eine Fairness Opinion keine Empfehlung zur Durchführung oder zum Unterlassen einer unternehmerischen Initiative oder einer damit verbundenen Maßnahme bietet.<sup>260</sup>

Gleichwohl wird in der Praxis davon auszugehen sein, dass das Handeln des Vorstands in der Regel als ausreichend pflichtgemäß gemäß § 93 Absatz 1 Satz 2 des Aktiengesetzes anzusehen ist, wenn er infolge der sorgfältigen Plausibilisierung der Fairness Opinion – dazu gehören die Erfüllung obiger Voraussetzungen für das Vertrauen auf Expertenrat, also insbesondere die Überzeugung von der Plausibilität von Opinion Letter und Valuation Memorandum, das umfassende Durcharbeiten der Unter-

---

254 *Fleischer*, a.a.O. (Fn. 69), 209; *Schiessl*, a.a.O. (Fn. 70), 825.

255 *Drinkuth*, in: Marsch-Barner/Schäfer, Handbuch börsennotierte AG, § 60 Rn. 158.

256 *Fleischer*, a.a.O. (Fn. 69), 210.

257 *Harrer/Möbke*, a.a.O. (Fn. 98), 171.

258 IDW S 8, a.a.O. (Fn. 77), Tz. 14; 154.

259 *Westhoff*, a.a.O. (Fn. 81), 107f.; *Fleischer*, a.a.O. (Fn. 69), 210; in diesem Sinne auch: *Schwetzer/Aders/Salcher/Bornemann*, a.a.O. (Fn. 71), 113.

260 IDW S 8, a.a.O. (Fn. 77), Tz. 14; 154.

lagen sowie die Klärung verbleibender Fragen – zu dem Ergebnis der Plausibilität der Angemessenheit des Transaktionspreises gelangt.<sup>261</sup>

### 3.5 Zusammenfassung

Zusammenfassend lässt sich feststellen, dass Verwaltungsorgane einer deutschen Aktiengesellschaft bei ihren Ermessensentscheidungen, wie sie unternehmerischen Entscheidungen insbesondere bei Bewertungsfragen im Rahmen von M&A-Transaktionen darstellen, zwar nicht generell, aber im Einzelfall dazu verpflichtet sein können, sich externen Sachverstand einzuholen. Um sich die Möglichkeit offenzuhalten, in den Genuss des Haftungsprivileges (§ 93 Absatz 1 Satz 2 AktG) zu kommen und dokumentieren zu können, dass Entscheidungen auf der Grundlage angemessener Information getroffen wurden, ist es für das Verwaltungsorgan jedenfalls ratsam, seine Entscheidung durch Konsultation eines fachkundigen, unabhängigen Dritten abzusichern. Eine Möglichkeit, diesen Anforderungen nachzukommen, besteht in der Einholung einer Fairness Opinion. Hierbei sollte jedoch beachtet werden, dass der Fairness Opinion für die Haftungsentlastung nur Indizwirkung zukommt und sie das Verwaltungsorgan insoweit nicht von der Pflicht einer eigenen sorgfältigen Prüfung entbindet.

---

261 *Decher*, a.a.O. (Fn. 113), 109, mit Verweisung auf OLG Frankfurt a.M., Urteil vom 7.12.2010, a.a.O. (Fn. 72), 123 ff.

**4. Fairness Opinions im Zusammenhang mit der Stellungnahme von Vorstand und Aufsichtsrat gemäß § 27 WpÜG - Beobachtungen und Erkenntnisse aus der aktuellen Praxis - Dr. Alexander Georgieff -**

**4.1 Allgemeine Beobachtungen**

In den vorausgegangenen Kapiteln wurden Sinn und Zweck sowie die rechtliche Bedeutung der Fairness Opinion im Kontext ihrer historischen Entwicklung und der wichtigsten Anwendungssachverhalte dargestellt. Dieses Kapitel beschäftigt sich mit der Frage, welche praktische Bedeutung die Fairness Opinion in der aktuellen deutschen Übernahmepraxis im Hinblick auf die in § 27 WpÜG verankerte Pflicht von Vorstand und Aufsichtsrat des Zielunternehmens zur Abgabe einer begründeten Stellungnahme zu einem Übernahmeangebot hat. Zu diesem Zweck wurden die während des Zeitraums 1.1.2007 – 30.6.2011 im Geltungsbereich des WpÜG abgegebenen Übernahmeangebote unter anderem daraufhin untersucht, ob die Organe der Zielgesellschaft im Zusammenhang mit ihrer Stellungnahme eine Fairness Opinion eingeholt hatten.

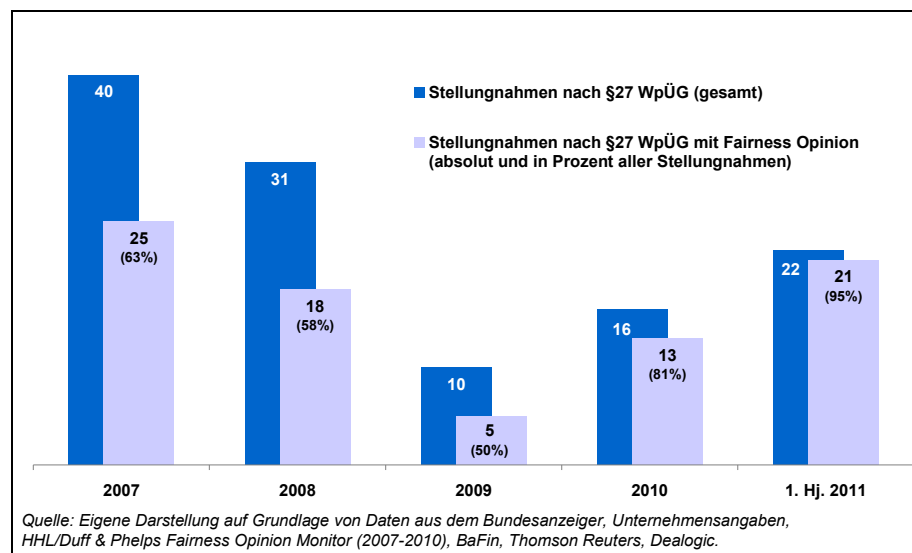
**Abb. 7: Übernahmeangebote und Fairness Opinions im Zeitraum 1.1.2007 bis 30.6.2011**

Gegenstand der Analyse	Anzahl	Erläuterung
Übernahmeangebote im Zeitraum	110	Angebote mit einer implizierten Bewertungshöhe von unter 25 Mio. Euro wurden nicht berücksichtigt. Die Bewertung des Angebots erfolgte vereinfachend über die Multiplikation der ausstehenden Aktien mit dem Angebot.
Anzahl identifizierter Stellungnahmen nach § 27 WpÜG	119	Beinhaltet ergänzende Stellungnahmen zu angepassten Übernahmeangeboten (Demag Cranes, Tognum und Hochtief) sowie eigene Stellungnahmen des Aufsichtsrats (MAN, Elexis, P&I Personal, Volkswagen, Techem, Repower)
Anzahl Stellungnahmen unter Verwendung von Fairness Opinions	82 (69 %)	
Stellungnahmen, für die mehr als eine Fairness Opinion eingeholt wurde	10 (8 %)	

Quelle: Eigene Darstellung auf Grundlage von Daten aus dem Bundesanzeiger, Unternehmensangaben, HHL/Duff & Phelps Fairness Opinion Monitor (2007-2010), BaFin, Thomson Reuters, Dealogic.

Die Untersuchung ergab, dass der Trend zu einer zunehmenden Verwendung von Fairness Opinions für die Beurteilung der finanziellen Angemessenheit bedeutender Unternehmenstransaktionen in dem hier interessierenden Zusammenhang eine klare Bestätigung findet. Seit dem Beginn des zugrunde gelegten Untersuchungszeitraums ist der prozentuale Anteil der Stellungnahmen nach § 27 WpÜG, die unter Verwendung einer Fairness Opinion abgegeben wurden, kontinuierlich gestiegen und betrug im ersten Halbjahr 2011 beachtliche 95 %. Auch auf europäischer Ebene werden in zunehmendem Maße Fairness Opinions im Kontext öffentlicher Übernahmen eingeholt, was den für Deutschland beobachteten Trend reflektiert.<sup>262</sup>

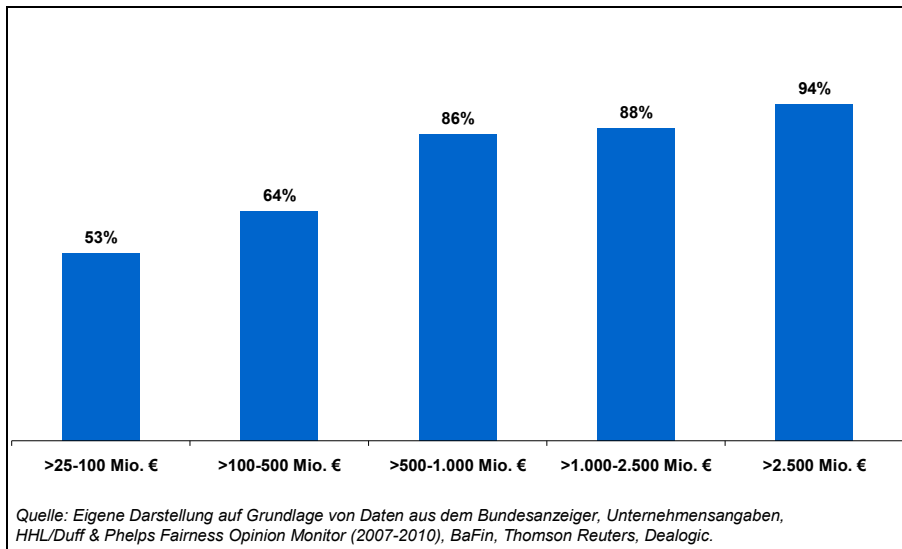
**Abb. 8: Anzahl der Stellungnahmen nach § 27 WpÜG unter Verwendung von Fairness Opinions**



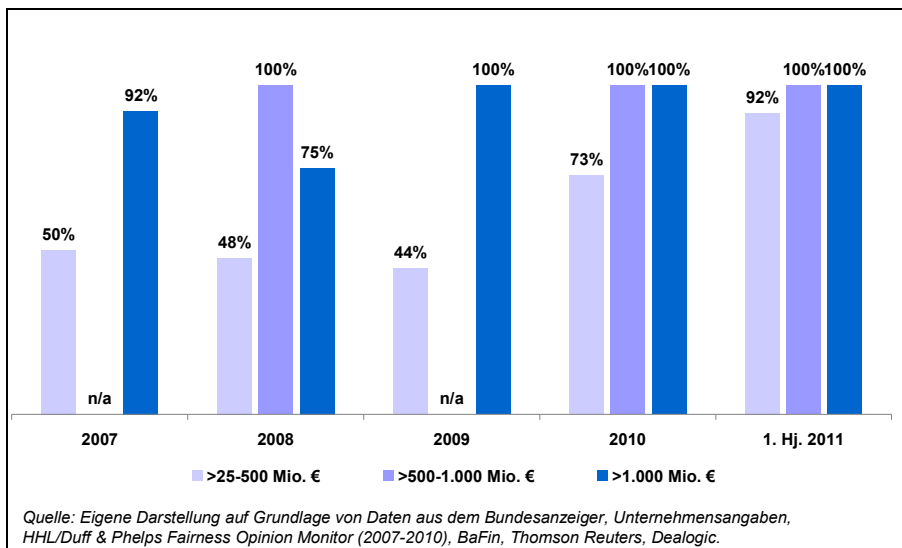
Während am Anfang des Untersuchungszeitraums eine Fairness Opinion noch vorrangig bei Transaktionen mit hohen Transaktionsvolumina von mehr als 1 Milliarde Euro zur Verwendung kam, wurde sie zuletzt in nahezu allen Fällen, und damit unabhängig von der Größe der Transaktion, von den Organen der Zielgesellschaft eingeholt.

262 Eigene Auswertung von durch Thomson Reuters erhobenen Marktdaten.

**Abb. 9: Anteil der Stellungnahmen mit Fairness Opinion nach Bewertungshöhe im Zeitraum 1.1.2007 bis 30.6.2011**



**Abb. 10: Anteil der Stellungnahmen mit Fairness Opinion nach Bewertungshöhe und Jahr**



## **4.2 Die aktuelle Praxis im Lichte von Sinn und Zweck der Fairness Opinion**

Fraglich ist hingegen, ob die gegenwärtige Praxis bei näherer Betrachtung auch geeignet ist, die mit einer Fairness Opinion verfolgten Ziele zu erreichen. „[D]ie Stellungnahme nach § 27 WpÜG [soll] die Angemessenheit der angebotenen Gegenleistung beurteilen [...]. [Sie] hat die Aufgabe, den Informationsstand der Aktionäre der Zielgesellschaft zu verbessern und die im Transparenzprinzip (§ 3 Absatz 2 WpÜG) geforderte ‚Kenntnis der Sachlage‘ als Grundlage für eine fundierte Entscheidung über die Annahme oder Ablehnung des Angebotes zu ermöglichen.“<sup>263</sup> Eine im Zusammenhang mit einer Stellungnahme nach § 27 WpÜG erstellte Fairness Opinion soll den Vorstand und/oder Aufsichtsrat bei dieser unterstützen. Wie bereits dargelegt, soll sie das Organ der Zielgesellschaft, das sie in Auftrag gegeben hat, in Bezug auf die Angemessenheit der angebotenen Gegenleistung informieren (Informationsfunktion), ihm im Hinblick auf eine mögliche Empfehlung gegenüber den Aktionären eine Argumentationshilfe sein (Argumentationsfunktion) und die Adressaten der Stellungnahme, insbesondere die Aktionäre, davon überzeugen, dass das Organ seine Prüfung sorgfältig und interessengerecht im Einklang mit der Business Judgment Rule durchgeführt hat (Zertifizierungsfunktion).<sup>264</sup> Damit ist das Vorliegen der wesentlichen Qualifikationsmerkmale bei ihrem Verfasser eine wichtige Voraussetzung dafür, dass die Fairness Opinion die genannten Funktionen erfüllt. Zu diesen Qualifikationsmerkmalen gehört neben der zur Beurteilung der finanziellen Angemessenheit der angebotenen Gegenleistung erforderlichen fachlichen Kompetenz und Erfahrung auch die Unabhängigkeit des Verfassers, insbesondere in Bezug auf die Argumentations- und Zertifizierungsfunktion.

### **4.2.1 Die Qualifikationsmerkmale des Verfassers einer Fairness Opinion**

#### **4.2.1.1 Fachliche Kompetenz und Erfahrung**

Der Ersteller einer Fairness Opinion benötigt in dem hier interessierenden Zusammenhang die Fähigkeit, die für die Beurteilung der finanziellen Angemessenheit eines Übernahmeangebots relevanten Maßstäbe anzu-

---

<sup>263</sup> DVFA, a.a.O. (Fn. 83), A.1 und 2.

<sup>264</sup> Siehe insbesondere Kapitel 3.3.1.1.



wenden und die Ergebnisse des Vergleichs abzuwägen und zu bewerten. Da der Begriff der Angemessenheit im WpÜG nicht definiert ist, bedarf er einer verständigen Auslegung unter Beachtung der bisherigen Marktpraxis. Diese wurde zuletzt in dem IDW Standard S 8 (Grundsätze für die Erstellung von Fairness Opinions) und den DVFA Grundsätzen für Fairness Opinions zusammengefasst. Gemäß IDW S 8 liegt eine finanzielle Angemessenheit dann vor, wenn „der im Rahmen der Fairness Opinion zu beurteilende Transaktionspreis innerhalb einer Bandbreite von zum Vergleich herangezogenen Transaktionspreisen (Maßstabsfunktion) liegt.“<sup>265</sup> Ihre Beurteilung erfordert daher die zutreffende Auswahl und Anwendung der dem Angebot gegenüberzustellenden Vergleichs- und Bewertungsmaßstäbe. Die DVFA hebt in diesem Zusammenhang den Grundsatz der Methodenvielfalt hervor.<sup>266</sup> Neben direkt beobachtbaren Vergleichspreisen konkurrierender oder früherer Angebote stellen die marktüblichen Bewertungsverfahren die wichtigsten Beurteilungsmaßstäbe dar. Dazu gehören sowohl kapitalwertorientierte (Discounted Cash Flow oder Ertragswert) als auch marktpreisorientierte Verfahren (Analysen von Börsenkursen des Transaktionsobjektes sowie vergleichende, auf Multiplikatoren gestützte Marktbewertungen, sogenannte Trading und Transaction Multiples). Hinzu kommen ergänzende kapitalmarkt- und transaktionsmarktbezogene Informationen wie beobachtete Übernahmepremien in relevanten regionalen Märkten oder von Finanzanalysten veröffentlichte Kursziele für die Aktie des Zielunternehmens.<sup>267</sup>

Ob der Ersteller einer Fairness Opinion die erforderliche fachliche Qualifikation besitzt, ist somit im Hinblick auf seine Expertise und Erfahrung bei der Unternehmensbewertung unter Verwendung der marktüblichen Vergleichs- und Bewertungsmaßstäbe, im Kontext der Übernahme börsennotierter Unternehmen sowie vor dem Hintergrund seines Verständnisses für die geltenden aktien- und übernahmerechtlichen Rahmenbedingungen zu beurteilen. Fairness Opinions sollen nach „institutionell fixierten Standards zur Unternehmensbewertung oder sonst im Einklang mit Best Practice/State of the Art Vorgaben erstellt [werden]“.<sup>268</sup>

---

265 IDW S 8, a.a.O. (Fn. 77), Tz. 6.

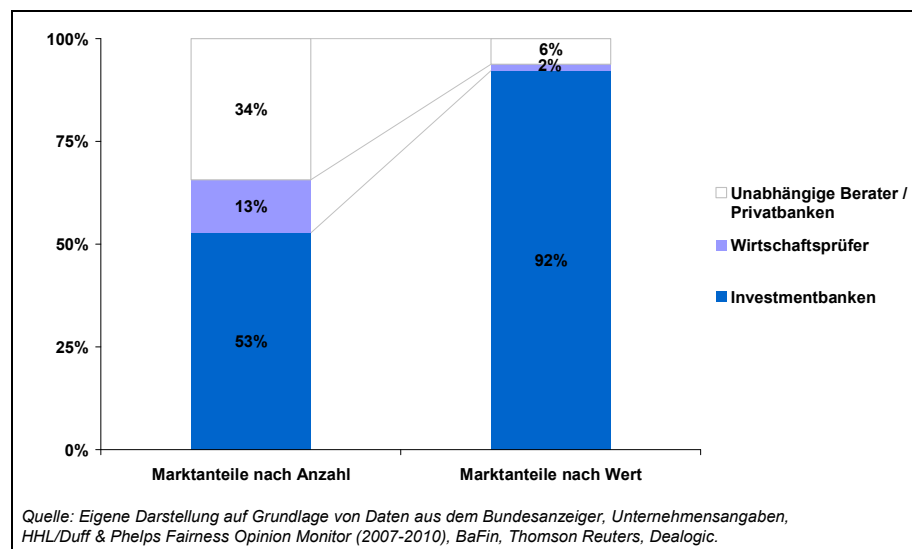
266 DVFA, a.a.O. (Fn. 83), B.2.1.

267 IDW S 8, a.a.O. (Fn. 77), Tz. 25-31; DVFA, a.a.O. (Fn. 83), B.2.2.

268 DVFA, a.a.O. (Fn. 83), A.2.a.

Es haben sich drei Gruppen herauskristallisiert, die die Erstellung einer Fairness Opinion zur Unterstützung der Organe von Zielgesellschaften im Zusammenhang mit Stellungnahmen gemäß § 27 WpÜG anbieten und von denen im Hinblick auf ihre Tätigkeit die Erfüllung des etablierten Marktstandards erwartet werden kann. Dabei handelt es sich um Investmentbanken bzw. die entsprechenden Abteilungen von Geschäftsbanken, bankenunabhängige Corporate-Finance-Berater und die Beratungsarme der großen Wirtschaftsprüfungsgesellschaften.<sup>269</sup> Der bei weitem größte prozentuale Anteil (53 %) aller während des Betrachtungszeitraums abgegebenen Fairness Opinions entfällt auf die Investmentbanken, bei Bezugnahme auf die zugrundeliegenden Transaktionsvolumina sogar ein Anteil in Höhe von 92 %.

**Abb. 11: Marktanteile der Ersteller von Fairness Opinions**



#### 4.2.1.2 Unabhängigkeit

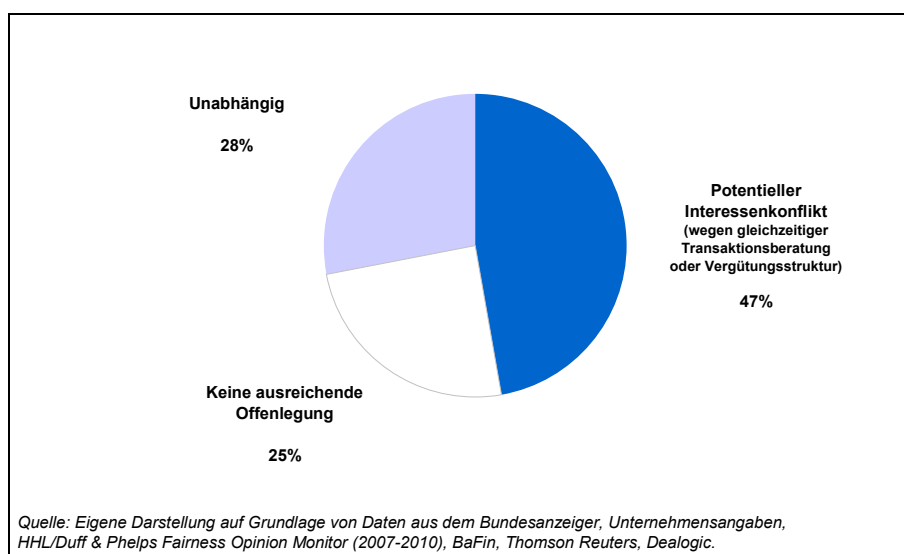
Es folgt aus dem Zweck der Fairness Opinion, dass ihr Verfasser in der Lage sein muss, eine unabhängige Beurteilung vorzunehmen. Gemäß IDW S 8 wird „der Wirtschaftsprüfer als Sachverständiger unabhängig

---

269 Für die Zwecke dieser Studie sind Corporate-Finance-Berater als solche Beratungshäuser definiert, die neben der Beratung von Unternehmen in Bezug auf Fragen der Unternehmensfinanzierung selbst keine Finanzierungen anbieten oder vermitteln.

und eigenverantwortlich tätig<sup>270</sup> bzw. stellt die Fairness Opinion eine Stellungnahme „durch einen unparteiischen Dritten“ dar.<sup>271</sup> Auch die DVFA bezeichnet die Fairness Opinion als die Bestätigung der Angemessenheit eines Angebots durch einen unabhängigen Dritten.<sup>272</sup> Vor diesem Hintergrund wird der hohe Anteil von Fairness Opinions kritisch betrachtet, die von Verfassern erstellt wurden, welche das Zielunternehmen auch in Bezug auf das Übernahmeangebot beraten haben und/oder für ihre Tätigkeit erfolgsabhängig vergütet wurden.

**Abb. 12: Potentielle Interessenkonflikte der Ersteller**



Während die DVFA in ihren Grundsätzen für Fairness Opinions zwar einleitend feststellt, dass „Verfasser [von Fairness Opinions] regelmäßig die beratenden Investmentbanken des Unternehmens [sind]“, stellt sie diese Praxis nicht grundsätzlich in Frage, sondern trägt ihr lediglich durch die Vorgabe der vollumfänglichen Offenlegung potentieller Interessenkonflikte im Opinion Letter Rechnung.<sup>273</sup> Der IDW S 8 stellt immerhin darüber hinausgehend fest, dass die Vereinbarkeit der „Tätigkeit als Berater [bei einer Transaktion] und [der] Erstellung einer Fairness Opinion im

270 IDW S 8, a.a.O. (Fn. 77), Tz. 4

271 IDW S 8, a.a.O. (Fn. 77), Tz. 10.

272 DVFA, a.a.O. (Fn. 83), A.1.

273 DVFA, a.a.O. (Fn. 83), A.2.d, B.6. Ähnlich auch die US Financial Industry Regulatory Authority (FINRA) in Rule 5150.

Rahmen derselben Transaktion durch denselben Wirtschaftsprüfer mit den berufsrechtlichen Grundsätzen zur Unabhängigkeit und Unparteilichkeit [...] einer sorgfältigen, einzelfallbezogenen Prüfung [bedarf]“.<sup>274</sup> Investmentbanken, die bei derselben Transaktion beratend tätig sind und eine Fairness Opinion erstellen, bemühen sich in der Regel um die Vermeidung möglicher Interessenkonflikte unter anderem dadurch, dass sie für die beiden Aufgaben personell unterschiedlich besetzte Projektteams bilden und die Abgabe einer Fairness Opinion von der Zustimmung eines „Valuation Committee“ abhängig machen, das mit in Bewertungsfragen besonders erfahrenen Experten besetzt ist, die an der Transaktion nicht beteiligt sind.

Dennoch kann es auch bei einer Offenlegung möglicher Interessenkonflikte im Hinblick auf die Zertifizierungsfunktion der Fairness Opinion fraglich sein und damit als vom Auftraggeber zu beurteilendes Risiko verbleiben, ob ein Gericht der Bestätigung der finanziellen Angemessenheit der Transaktion durch dieselbe Institution, die auch beratend für das Unternehmen tätig ist und dafür typischerweise erfolgsabhängig vergütet wird, im Rahmen einer späteren Überprüfung des Verfahrens die gewünschte Bedeutung beimessen wird. Dies gilt insbesondere in Fällen, in denen es Anzeichen gibt oder der Anschein besteht, dass ein Interessenkonflikt beim Aussteller das Ergebnis der Fairness Opinion beeinflussen würde.

#### **4.2.2 Ausblick**

Die Sensibilität von Unternehmen gegenüber potentiellen Interessenkonflikten ihrer finanziellen Berater ist deutlich gestiegen. Dies schlägt sich auch in dem gewachsenen Marktanteil bankenunabhängiger Corporate-Finance-Berater bei M&A-Transaktionen nieder.

---

274 IDW S 8, a.a.O. (Fn. 77), Tz. 10.

Abb. 13: Marktanteile in der M&A-Beratung nach Transaktionswert

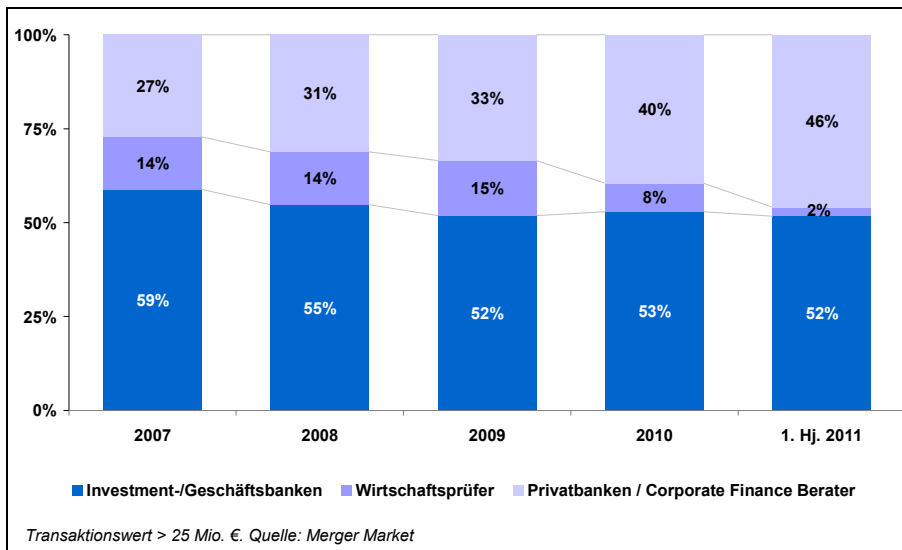
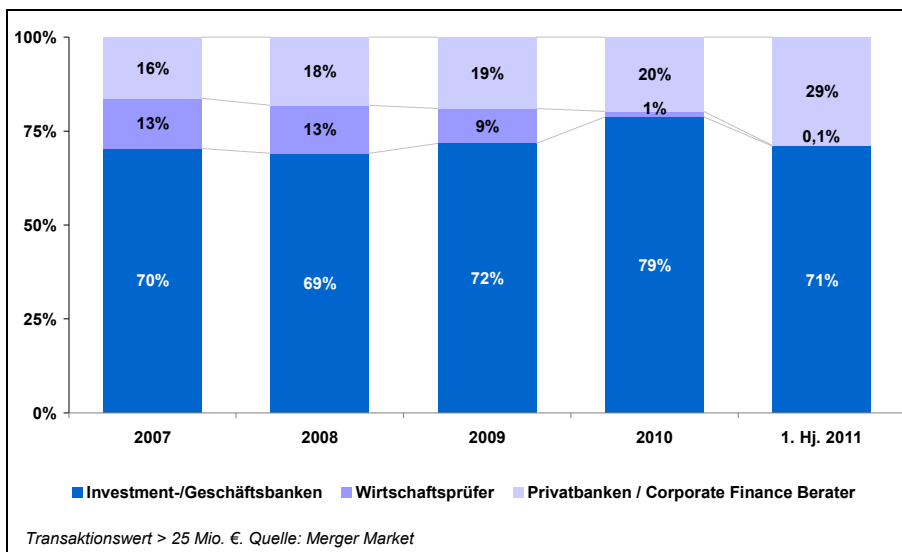


Abb. 14: Marktanteile in der M&A-Beratung nach Anzahl der Transaktionen



Eine Anfang des Jahres 2011 ergangene, in Marktkreisen viel beachtete Entscheidung eines US-Gerichts wird diesen Trend womöglich verstärken.<sup>275</sup> Der Delaware Chancery Court untersagte den Vollzug eines Unternehmenskaufs von Del Monte Foods durch ein aus Finanzinvestoren bestehendes Erwerbersyndikat. Der Grund hierfür war die aus Sicht des Gerichts irreführende Beratung des Verwaltungsrats von Del Monte Foods durch die beauftragte Investmentbank aufgrund eines bei der Investmentbank vorliegenden Interessenkonflikts. Dieser ergab sich daraus, dass die Investmentbank den Verwaltungsrat des Zielunternehmens einer Übernahme beriet und gleichzeitig die Finanzierung für ein Konsortium potentieller Investoren zur Verfügung stellte, ohne den Verwaltungsrat darüber vorab in Kenntnis gesetzt bzw. dessen Zustimmung eingeholt zu haben. Die Entscheidung hat die Maßstäbe, die finanzielle Berater künftig im Hinblick auf die Offenlegung von Interessenkonflikten und/oder deren Vermeidung bzw. Auflösung beachten müssen, deutlich erhöht. Es wird ihrzufolge Fälle geben, die nur durch die nachträgliche Beauftragung eines Zweitberaters oder durch die Einholung einer Fairness Opinion von einem unabhängigen Ersteller zu lösen sein werden.

Diese Entwicklung könnte auch für die Auswahl des Erstellers einer Fairness Opinion bedeutsam werden. Eine Befragung von Unternehmen in den USA und in Europa im Rahmen einer in 2009 publizierten Studie kam zu dem Ergebnis, dass eine Mehrheit von 56 % der befragten europäischen Unternehmen ohnehin Vorbehalte gegen die Beauftragung des Beraters einer M&A-Transaktion mit der Erstellung einer Fairness Opinion hat, die bei Offenlegung weiterer tatsächlicher oder potentieller Interessenkonflikte wohl verstärkt würden.<sup>276</sup>

Vor diesem Hintergrund werden die an anderer Stelle bereits genannten Gründe für eine Beauftragung des M&A-Beraters auch mit der Erstellung einer Fairness Opinion – wie Kosten, Zeit, Komplexität, Beziehungspflege zu Banken – künftig möglicherweise weniger Beachtung finden.

---

275 *In re Del Monte Foods Company Shareholders Litigation*, C.A. No. 6027-VCL (Del. Ch. Feb. 14, 2011).

276 *Duff & Phelps in association with mergermarket*, a.a.O. (Fn. 36)

## 5. Zusammenfassung

Bei der Fairness Opinion handelt es sich ursprünglich um ein Instrument des US-amerikanischen Kapitalmarkts, das seine allgemein anerkannte rechtliche Bedeutung bei der Durchführung größerer Unternehmenstransaktionen durch die Entscheidung des Delaware Supreme Court in *Smith v. Van Gorkom* erhielt. Fairness Opinions finden heute auch in Deutschland bei vielen kapitalmarktrelevanten Unternehmenstransaktionen Verwendung. Besonders häufig werden Fairness Opinions hierzu-lande von Vorstand und Aufsichtsrat des Zielunternehmens eines Übernahmeangebots im Zusammenhang mit der von ihnen abzugebenden Stellungnahme gemäß § 27 des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes eingeholt.

Die Verwaltungsorgane einer deutschen Aktiengesellschaft sind zwar nicht generell dazu verpflichtet, bei ihren Ermessensentscheidungen – insbesondere Bewertungsfragen im Rahmen von M&A-Transaktionen – externen Sachverständigen hinzuzuziehen. Eine diesbezügliche Pflicht kann im Einzelfall jedoch durchaus zu bejahen sein. In den meisten Fällen wird die Einholung einer Fairness Opinion zwecks Erhaltung des Haftungsprivilegs des § 93 Absatz 1 Satz 2 des Aktiengesetzes zumindest ratsam sein.

Die Empfehlung zur Einholung einer Fairness Opinion wird auch durch die aktuelle Marktpraxis bestätigt. Allerdings bestehen gleichzeitig Bedenken im Hinblick auf bei Verfassern von Fairness Opinions gelegentlich vorliegende Interessenkonflikte, die vermieden werden sollten.

## Literaturverzeichnis

- Aders, Christian/Schwetzer, Bernhard*: HHL/D&P Fairness Opinion Monitor: Jahresreport Deutschland 2010, Corporate FINANCE biz (CF biz) 2011, S. 208-212;
- Dies.*: HHL/D&P Fairness Opinion Monitor: Jahresreport Deutschland 2009, Corporate FINANCE biz (CF biz) 2010, S. 118-122;
- Dies.*: HHL/D&P Fairness Opinion Monitor: Jahresreport Deutschland 2008, Finanz Betrieb (FB) 2009, S. 81-85;
- Assmann, Heinz-Dieter/Pötzsch, Thorsten/Schneider, Uwe H. (Hrsg.)*: Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, Köln 2005;
- Baumbach, Adolf/Hueck, Alfred*: GmbHG, Kommentar, 19. Aufl., München 2010;
- Baums, Theodor/Thoma, Georg F. (Hrsg.)*: WpÜG, Kommentar zum Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (Loseblatt), Grundwerk mit 5. Ergänzungslieferung, Köln, Stand: 01/2011;
- Binder, Jens-Heinrich*: Geschäftsleiterhaftung und fachkundiger Rat, Die Aktiengesellschaft (AG) 2008, S. 274-287;
- Bowers, Helen M.*, Fairness Opinions and the Business Judgment Rule: An Empirical Investigation of Target Firms' Use of Fairness Opinions, Northwestern University Law Review (NwULR), Vol. 96, No. 2, Winter 2002;
- Cannivé, Klaus/Suerbaum, Andreas*: Die Fairness Opinion bei Sachkapitalerhöhungen von Aktiengesellschaften: Rechtliche Anforderungen und Ausgestaltung nach IDW S 8, Die Aktiengesellschaft (AG) 2011, S. 317-326;
- Davidoff, Steven M.*: Fairness Opinions, American University Law Review (AmULR), Vol. 55, 2006, p. 1557, 2006; Wayne State University Law School Research Paper No. 07-07;
- Decher, Christian E.*: Die Fairness Opinion in der aktien- und übernahmerechtlichen Praxis, in: Hoffmann-Becking, Michael/Hüffer, Uwe/Reichert, Jochem (Hrsg.), Liber Amicorum für Martin Winter, Köln 2011, S. 99-116;
- Ehricke, Ulrich/Ekkenga, Jens/Oechsler, Jürgen*: Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, Kommentar, München 2003;
- Fleischer, Holger*: Aktuelle Entwicklungen der Managerhaftung, Neue Juristische Wochenschrift (NJW) 2009, S. 2337-2343;
- Ders.*: Die Fairness Opinion bei M&A Transaktionen zwischen Markt und Recht, Festschrift für Klaus J. Hopt zum 70. Geburtstag, Berlin 2010, S. 2753-2776;
- Ders.*: Vorstandshaftung und Vertrauen auf anwaltlichen Rat, Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht (NZG) 2010, S. 121-125;
- Ders.*: Zur rechtlichen Bedeutung der Fairness Opinion im deutschen Aktien- und Übernahmerecht, Zeitschrift für Wirtschaftsrecht (ZIP) 2011, S. 201-211;
- Fleischer, Holger/Kalss, Susanne*: Das neue Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, Einführende Gesamtdarstellung und Materialien, München 2002;
- Geibel, Stephan/Süßmann, Rainer (Hrsg.)*: Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz: WpÜG, 2. Aufl., München 2008;
- Gebler, Jörg H./ Käßlinger, Markus*: Aktiengesetz Kommentar (Loseblatt), 67. Aktualisierungslieferung, Neuwied 2010;



- Goette, Wulf*: Leitung, Aufsicht, Haftung – zur Rolle der Rechtsprechung bei der Sicherung einer modernen Unternehmensführung, in: Geiß, Karlmann u.a. (Hrsg.), Festschrift aus Anlaß des fünfzigjährigen Bestehens von Bundesgerichtshof, Bundesanwaltschaft und Rechtsanwaltschaft beim Bundesgerichtshof, Köln, Berlin, Bonn, München 2000, S. 123-142;
- Graser, Michael/Klüwer, Bettina C./Nestler, Anke*: Fairness Opinion nach IDW ES 8: Mehrwert durch Standardisierung?, Betriebs-Berater (BB) 2010, S. 1587-1591;
- Grün, Andreas/Salcher, Michael/Fecher, Jochen/Kupke, Thomas*: Fairness Opinions: Regelungsbereiche gemäß IDW ES 8, Die Wirtschaftsprüfung (WPg) 2010, S. 645-654;
- Grundei, Jens/von Werder, Axel*: Die Angemessenheit der Informationsgrundlage als Anwendungsvoraussetzung der Business Judgement Rule, Die Aktiengesellschaft (AG) 2005, S. 825-834;
- Haarmann, Wilhelm/Schüppen, Matthias (Hrsg.)*: Frankfurter Kommentar zum WpÜG, 3. Aufl., Frankfurt am Main 2008;
- Habersack, Mathias*: Die Legalitätspflicht des Vorstands der AG, in: Festschrift für Uwe H. Schneider zum 70. Geburtstag, Köln 2011, S. 429-441;
- Harbarth, Stephan*: Die Stellungnahme des Vorstands und Aufsichtsrats zur Gegenleistung bei Übernahmeangeboten, Zeitschrift für Wirtschaftsrecht (ZIP) 2004, S. 3-12;
- Harrer, Herbert/Möble, Claus*: Rechtliche Erfordernisse und Haftung: Deutschland, in: *Essler, Wolfgang/Lobe, Sebastian/Röder, Klaus (Hrsg.)*: Fairness Opinion, Grundlagen und Anwendung, Stuttgart 2008, S. 171-192;
- Hefendehl, Roland/Hohmann, Olaf (Red.)*: Münchener Kommentar zum Strafgesetzbuch, Bd. 4, §§ 263-358 StGB, §§ 1-8, 105, 106 JGG, München 2006;
- Hirte, Heribert/von Bülow, Christoph (Hrsg.)*: Kölner Kommentar zum WpÜG, 2. Aufl., Köln 2010;
- Hölter, Wolfgang (Hrsg.)*: Aktiengesetz, München 2011;
- Hoffmann-Becking, Michael (Hrsg.)*: Münchener Handbuch des Gesellschaftsrechts, Bd. 4: Aktiengesellschaft, 3. Aufl., München 2007;
- Hopt, Klaus J.*: ECLR Übernahmen, Geheimhaltung und Interessenkonflikte: Probleme für Vorstände, Aufsichtsräte und Banken, Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht (ZGR) 2002, S. 333-376;
- Hopt, Klaus J./Wiedemann, Herbert (Hrsg.)*: Großkommentar zum Aktiengesetz, Bd. 3, §§ 76-94, 4. Aufl., Berlin 2006;
- Hüffer, Uwe*: Aktiengesetz, 9. Aufl., München 2010;
- Kisgen, Darren J., Qian, Jun and Song, Weihong*, Are Fairness Opinions Fair? The Case of Mergers and Acquisitions (March 18, 2008). AFA 2007 Chicago Meetings Paper; EFA 2006 Zurich Meetings; Journal of Financial Economics (JFE), Vol. 91, No. 2, 2009, S. 179-207;
- Kocher, Dirk*: Zur Reichweite der Business Judgement Rule, Corporate Compliance Zeitschrift (CCZ) 2009, S. 215-221;
- Kossmann, Alfred*: Bewertungspflichten von Vorstand und Aufsichtsrat nach § 27 WpÜG unter Berücksichtigung von IDW ES 8, Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht (NZG) 2011, S. 46-53;

- Kropff, Bruno/Semler, Johannes (Hrsg.):* Münchener Kommentar zum Aktiengesetz, Bd. 2, §§ 76-117 AktG, MitbestG, DrittelbG, 3. Aufl., München 2008;
- Kropff, Bruno/Semler, Johannes (Hrsg.):* Münchener Kommentar zum Aktiengesetz, Bd. 9.1, §§ 327a-327f AktG, WpÜG, SpruchG, 2. Aufl., München 2004;
- Lappe, Thomas/Stafflage, Axel:* Fairness Opinion im Transaktionsgeschäft, Corporate Finance Law (CFL) 2010, S. 312-318;
- Leyendecker, Benjamin E./Kleinhenz, Holger M.:* Keine Wertindikation im Rahmen der Stellungnahme nach § 27 WpÜG, Betriebs-Berater (BB) 2011, S. 2952-2956;
- Leyens, Patrick C.:* Corporate Governance: Grundsatzfragen und Forschungsperspektiven, JuristenZeitung (JZ) 2007, S. 1061-1072;
- Lutter, Marcus:* Die Business Judgement Rule und ihre praktische Anwendung, Zeitschrift für Wirtschaftsrecht (ZIP) 2007, S. 841-848;
- Marsch-Barner, Reinhard/Schäfer, Frank (Hrsg.):* Handbuch börsennotierte AG, Aktien- und Kapitalmarktrecht, 2 Aufl., Köln 2009;
- Möllers, Thomas M. J.:* Verfahren, Pflichten und Haftung, insbesondere der Banken, bei Übernahmeangeboten, Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht (ZGR) 2002, S. 664-696;
- Rieder, Markus S./Holzmann, Daniel:* Die Auswirkungen der Finanzkrise auf die Organhaftung, Die Aktiengesellschaft (AG) 2011, S. 265-274;
- Roth, Günther H./Altmeyen, Holger:* Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung (GmbHG), 6. Aufl., 2009;
- Rubel, Jörgen/Kunz, Eugen:* Notwendigkeit eines Hauptversammlungsbeschlusses beim „Delisting“ aus einem Qualitätssegment des Freiverkehrs? – Eine Untersuchung am Beispiel des Entry Standard –, Die Aktiengesellschaft (AG) 2011, S. 399-407;
- Schiessl, Maximilian:* ECLR, Fairness Opinions im Übernahme- und Gesellschaftsrecht, Zugleich ein Beitrag zur Organverantwortung in der AG, Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht (ZGR), 2003, S. 814-852;
- Schneider, Uwe H.:* Anwaltlicher Rat zu unternehmerischen Entscheidungen bei Rechtsunsicherheit, Der Betrieb (DB) 2011, S. 99-103;
- Scholz,* Kommentar zum GmbH-Gesetz, 10. Aufl., Bd. II, §§ 35-52, Köln 2007;
- Schönke, Adolf/Schröder, Horst:* Strafgesetzbuch, Kommentar, 28. Aufl., München 2010;
- Schwark, Eberhard/Zimmer, Daniel (Hrsg.):* Kapitalmarktrechts-Kommentar, 4. Aufl., München 2010;
- Schwetzler, Bernhard/Aders, Christian/Salcher, Michael/Bornemann, Thomas:* Die Bedeutung der Fairness Opinion für den deutschen Transaktionsmarkt, Finanz-Betrieb 2005, S. 106-116;
- Schwichtenberg, Jörg:* Downgrading oder Delisting? Der Wechsel vom regulierten Markt in das Segment M:access der Börse München, Die Aktiengesellschaft (AG) 2005, S. 911-917;
- Seibt, Christoph H./Wollenschläger, Berward:* Haftungsrisiken für Manager wegen fehlgeschlagener Post Merger Integration, Der Betrieb (DB) 2009, S. 1579-1583;

- Seibt, Christoph H./Schwarz, Simon*: Aktienrechtsuntreue, Analyse und aktienrechtsspezifische Konturierung der Untreuestrafbarkeit von Geschäftsleitern bei Pflichtverletzungen, Die Aktiengesellschaft (AG) 2010, S. 301-315;
- Spindler, Gerald/Stilz, Eberhard (Hrsg.)*: Kommentar zum Aktiengesetz: AktG, Bd. 1 und Bd. 2, 2. Aufl., München 2010;
- Steinmeyer, Roland/Häger, Michael*: WpÜG: Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, 2. Aufl., Berlin 2007;
- Ulmer, Peter/Habersack, Mathias/Winter, Martin (Hrsg.)*: Großkommentar zum GmbHG, Bd. II, § 29 bis 52, 8. Aufl., Tübingen 2006;
- Wagner, Jens*: „Internal Investigations“ und ihre Verankerung im Recht der AG, Corporate Compliance Zeitschrift (CCZ) 2009, S. 8-17;
- Westhoff, André Oliver*: Die Fairness Opinion, Düsseldorf 2006;
- Zöllner, Wolfgang/Noack, Ulrich (Hrsg.)*: Kölner Kommentar zum Aktiengesetz, Bd. 2.1, §§ 76-94, 3. Aufl., Köln 2010.

## Abkürzungsverzeichnis

a.a.O.	am angegebenen Ort
aff'd.	affiliated
AG	(Die) Aktiengesellschaft
AktG	Aktiengesetz
AmULR	American University Law Review
Aufl.	Auflage
Az.	Aktenzeichen
BB	Betriebs-Berater
Bd.	Band
BeckRS	Beck-Rechtsprechung
BGBL	Bundesgesetzblatt
BGH	Bundesgerichtshof
BGHZ	Entscheidungen des Bundesgerichtshofs in Zivilsachen
BR-Drucks.	Bundesratsdrucksache
BT-Drucks.	Bundestagsdrucksache
Bus. Law.	The Business Lawyer
C.A.	Court of Appeals
CCH	Commerce Clearing House
CCZ	Corporate Compliance Zeitschrift
D. Colo.	US District Court for the District of Colorado
DB	Der Betrieb
Del.	Delaware (Reports)
Del. Ch.	Delaware Chancery Court
DiskE	Diskussionsentwurf
DVFA	Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management
FB	Finanz Betrieb
Fed. Sec. L. Rep.	Federal Securities Law Reporter
FINRA	Financial Industry Regulatory Authority
Fn.	Fußnote
FS	Festschrift
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GmbHG	Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung
HHL	Handelshochschule Leipzig
Hrsg.	Herausgeber
id.	ibidem
IDW	Institut der Wirtschaftsprüfer
JFE	Journal of Financial Economics
JZ	JuristenZeitung
M&A	Mergers & Acquisitions
m.w.N.	mit weiteren Nachweisen
n.F.	neue Fassung
NJW	Neue Juristische Wochenschrift
NwULR	Northwestern University Law Review
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
RegE	Regierungsentwurf
Rn.	Randnummer
Rz.	Randziffer
SEC	U.S. Securities and Exchange Commission
Supp.	Supplement
TCI	Tele-Communications, Inc.
Tz.	Textziffer

UMAG	Gesetz zur Unternehmensintegrität und Modernisierung des Anfechtungsrechts
UmwG	Umwandlungsgesetz
vgl.	vergleiche
Vol.	Volume
WPg	Die Wirtschaftsprüfung
WpÜG	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht





---

# DEUTSCHES AKTIENINSTITUT

---



Deutsches Aktieninstitut e.V.  
Niederuau 13-19 60325 Frankfurt am Main  
Tel. 0 69/9 29 15-0 Fax 0 69/9 29 15-12  
E-Mail [dai@dai.de](mailto:dai@dai.de) Internet <http://www.dai.de>

ISBN 978-3-934579-70-5