



JURISTISCHE FAKULTÄT



UNIVERSITÄT  
HEIDELBERG  
ZUKUNFT  
SEIT 1386

Zusammenfassung der Dissertation mit dem Titel

## **„Fairness Opinion und Haftung“**

Dissertation vorgelegt von Christian Hermann

Erstgutachter: Prof. Dr. Dres. h.c. Werner F. Ebke

Zweitgutachter: Priv.-Doz. Dr. Ulrich Segna

Institut für deutsches und europäisches Gesellschafts- und Wirtschaftsrecht

**Zusammenfassung zur Dissertation „Fairness Opinion und Haftung“,**  
**Verfasser: Christian Hermann**

Die Arbeit geht der Frage nach, ob infolge von Defiziten der Erstellungspraxis von Fairness Opinions ein Haftungsrisiko des Erstellers gegenüber dem Auftraggeber, insbesondere aber auch gegenüber Dritten besteht, wie sich die Haftungsverhältnisse rechtsvergleichend darstellen, ob aus den Ergebnissen auf Handlungsbedarf des deutschen Gesetzgebers geschlossen werden kann und wie eine gesetzliche Haftungsregelung aussehen könnte.

## **I. Einführung**

Einleitend beschreibt die Arbeit die Problemstellung, die sich aus der fehlenden Regulierung der Fairness Opinion als einer im Vorfeld einer Unternehmenstransaktion eingeholten externen Stellungnahme zur finanziellen Angemessenheit der gebotenen Gegenleistung ergibt. Für die deutsche Rechtsordnung stellt sich infolge der US-amerikanischen Prägung der Fairness Opinion zusätzlich die Frage nach einer Rezeption der US-amerikanischen Marktpraxis. Defizite der Unabhängigkeit bzw. Aussagekraft der Fairness Opinion sind in beiden Marktordnungen insofern problematisch, als mit der Fairness Opinion gezielt auf einen zentralen Problempunkt des *agency*-Konfliktes eingewirkt werden soll, indem die Glaubwürdigkeit des Managements gegenüber den eigenen Aktionären gestärkt und zugleich durch „angemessene Information“ das Management haftungsrechtlich abgesichert werden soll.

Die Arbeit setzt sich zum Ziel, zu untersuchen, ob und wenn ja, was für eine Haftung des Erstellers von Fairness Opinions den Defiziten der Erstellungspraxis begegnen könnte. Dieses Ziel soll erreicht werden, indem unter Rückgriff auf die Rechtsprechung zu anderen Bewertungsgutachten, aber auch auf spezifisch auf die Fairness Opinion bezogenes Fallmaterial der haftungsrechtliche *status quo* der Fairness Opinion ermittelt und rechtsvergleichend bewertet wird. Abschließend wird der gesetzgeberische Handlungsspielraum zur Behebung bestehender Defizite beleuchtet und ein eigener Regelungsvorschlag ausgearbeitet.

## **II. Erster Teil – Grundlagen der Fairness Opinion**

Der erste Teil der Arbeit befasst sich mit der Einordnung der Fairness Opinion in ihren wirtschaftlichen und rechtlichen Rahmen. Einholungsanreize für die Fairness Opinion lassen sich dabei über die *principal-agent*-Theorie und die bisherige gerichtliche Behandlung der Fairness Opinion erklären. Anhand fallrechtlicher Anforderungen sowie den Vorgaben verschiedener Erstellungsstandards geht die Arbeit auf Gegenstand, Aufbau und Inhalt der Fairness Opinion ein. Die Flexibilität der Fairness Opinion erlaubt eine Vielzahl von Einsatzmöglichkeiten und Auftraggebern, Adressat ist jedoch regelmäßig das Management des beauftragenden Unternehmens, *de facto* aber möglicherweise auch die Aktionäre.

Nachfolgend werden Verhaltensanforderungen für die Ersteller von Fairness Opinions, die sich aus gesetzlichen Vorgaben und teilweise selbstverbindlichen Erstellungsstandards ergeben, untersucht. Die denkbare Übertragung der Verhaltensvorgaben des § 34b Abs. 1 WpHG ist angesichts nicht gegebener Analogievoraussetzungen abzulehnen. Gesetzliche Regelungen untersagen dem Abschlussprüfer die parallele Erstellung einer Fairness Opinion jedenfalls nicht *per se*. Gleichwohl ist die Mandatierung des Abschlussprüfers zur Erstellung einer Fairness Opinion zweifelhaft.

Die Fairness Opinion kann eine Vielzahl unterschiedlicher Funktionen ausfüllen. Neben der haftungsrechtlichen Absicherungsfunktion zugunsten des Managements ist auch die dieser vorgelagerte Informationsfunktion bedeutsam. In abgeschwächter Form besteht diese auch zugunsten der betroffenen Aktionäre. Daneben kann die Fairness Opinion zu Verhandlungszwecken sowie für die Geheimhaltung und die Bereitstellung einer international einheitliche-

ren Unternehmensbewertung eingesetzt werden. Der Anwendungsbereich auf dem deutschen Transaktionsmarkt ist im Vergleich zu seinem US-amerikanischen Pendant jedoch durch gesetzliche Regelungen in Bezug auf einige Unternehmenstransaktionen eingeschränkt und konzentriert sich damit vor allem auf den kapitalmarktrechtlichen Bereich des § 27 WpÜG. Einen Schwerpunkt der Arbeit bildet die haftungsrechtliche Absicherungsfunktion der Fairness Opinion. Diese kann auf die juristische Abbildung der betriebswirtschaftlichen *principal-agent*-Theorie zurückgeführt werden. Diese nimmt an, dass das Management als *agent* der Aktionäre seine Glaubwürdigkeit durch die Hinzuziehung externen Sachverständigen stärken kann. Der Sachverständige kann dabei als *gatekeeper* die asymmetrische Informationsverteilung zwischen Management und Aktionären reputationswirksam ausgleichen. Dieses Modell lässt sich auf die Ersteller von Fairness Opinions übertragen, obwohl die zumeist parallele Transaktionsberatung deren objektive Position schwächt, denn es ist gerade vertraglich vereinbart, dass eine neutrale Zertifizierung durchzuführen ist.

Die US-amerikanische Rechtsprechung hat diese Überlegung in der *Van Gorkom*-Entscheidung übernommen. Diese Entscheidung hat konkrete Sorgfaltsanforderungen an das Management in Bezug auf eine anstehende Transaktion vorgegeben und dabei vor allem die Mandatierung einer Fairness Opinion als Sorgfaltsnachweis „angemessener Informiertheit“ ausreichen lassen. Die *Van Gorkom*-Entscheidung ist dabei der Schlusspunkt des Umschwungs von einer ergebnis- auf eine prozessbezogene gerichtliche Betrachtung unternehmerischer Entscheidungen im Rahmen der Business Judgment Rule. Der Fairness Opinion wurde dabei eine beinahe „automatisierte“ Enthftungswirkung zugesprochen, die jedoch in der Folgezeit teilweise wieder eingeschränkt wurde. Dennoch wurde damit ein bleibender Anreiz zur Einholung entsprechender Opinions seitens des Managements gesetzt.

Eine derartig formalisierte Absicherungswirkung ist dem deutschen Recht demgegenüber fremd. Über einen „kapitalmarktrechtlichen Vertrauensgrundsatz“ kann die Fairness Opinion dennoch unter bestimmten, in der Rechtsprechung entwickelten Voraussetzungen einen informationsbezogenen Sorgfaltsnachweis des Managements darstellen. Weil die Einholung einer Fairness Opinion jedoch eher als Selbstschutzobliegenheit denn als Pflicht zugunsten der Aktionäre eingestuft wird, besteht keine generelle Einholungspflicht.

Unter dem Oberbegriff der Erwartungslücke, die sich aus der Abschlussprüfung auf die vorliegende Problematik übertragen lässt, fasst die Arbeit erstellungsbezogene Defizite, insbesondere in Bezug auf die Unabhängigkeit der Ersteller und die Aussagekraft der Fairness Opinion, zusammen. Die Arbeit untersucht sodann mögliche Ansätze zur Bekämpfung dieser Defizite. In Marktpraxis und Rechtsprechung werden derzeit vor allem Standardisierungsmaßnahmen und Offenlegungspflichten als vorzugswürdige Ansätze angesehen. Für das deutsche Recht kann § 27 WpÜG eine Pflicht zur Offenlegung wesentlicher Ergebnisse der Fairness Opinion entnommen werden. Infolge des Fehlens eines haftungsrechtlichen Durchsetzungssystems kann der vor allem in den USA verfolgte Ansatz zur Pflicht einer Offenlegung wesentlicher Interessenkonflikte jedoch nicht allein zur Behebung von Defiziten der Erstellungspraxis beitragen.

### **III. Zweiter Teil – Haftung für Fairness Opinions *de lege lata***

Im zweiten Teil der Arbeit wird untersucht, welche Haftungsrisiken sich für die Ersteller von Fairness Opinions ergeben können. Zunächst wird dabei auf Haftungsrisiken innerhalb des Auftragsverhältnisses nach US-amerikanischem und deutschem Recht eingegangen. Im US-amerikanischen Haftungsrecht wird auch die Haftung im Auftragsverhältnis zumeist über das Deliktsrecht und dabei insbesondere über die *negligent misrepresentation* erfasst. Von geringerer Relevanz ist die Haftung wegen einer Treuepflichtverletzung. Insgesamt besteht dabei jedoch eine erhebliche Beeinflussbarkeit des Haftungsumfangs durch privatautonome Vereinbarungen. Im deutschen Haftungsrecht ergibt sich das Haftungsrisiko infolge der Unanwend-

barkeit des § 323 Abs. 1 Satz 3 HGB weitgehend aus privatautonom formbarem Vertragsrecht, in das jedoch auch berufsrechtliche Verhaltenspflichten Einzug finden. Ein Vergleich der beiden Rechtsordnungen ergibt, dass beide Haftungsrechtsordnungen die Ausgestaltung der Haftung im Auftragsverhältnis weitgehend den Parteien überlassen haben.

Die Arbeit untersucht sodann die Dritthaftungskonstellation in Bezug auf ihre ökonomischen und gesellschaftlichen Grundlagen. Die Rolle der Dritthaftung ist dabei diejenige der Stützung der Funktion des Informationsintermediärs durch haftungsrechtlich fundierte Glaubwürdigkeit.

Über das gewachsene System der US-amerikanischen Abschlussprüferdritthaftung geht die Arbeit sodann auf konkrete Anspruchsgrundlagen der Dritthaftung ein. Unter Aufgabe einer zunächst zögerlichen Haltung US-amerikanischer Gerichte ist die Rechtsprechung zu Berufsträgern und insbesondere des Abschlussprüfers mittlerweile auf die Fairness Opinions erstellenden Investmentbanken übertragen worden, wobei sich ein entsprechender Sorgfaltspflichtenkatalog herausgebildet hat. Die Arbeit untersucht nachfolgend die zur Verfügung stehenden Rechtsgrundlagen einer entsprechenden Pflichtendurchsetzung im Drittverhältnis. Die nicht von vornherein ausgeschlossene Behandlung von Dritten als *third party beneficiaries* scheitert dabei regelmäßig am Fehlen einer entsprechenden Absicht der Vertragsparteien. Relevanter ist dagegen die kapitalmarktrechtliche Haftung, insbesondere unter Rule 10b-5, die etwa in der *Herskowitz*-Entscheidung zu einer Verurteilung der erstellenden Investmentbank geführt hat. Eine zuletzt restriktivere Handhabung, insbesondere des Vorsatzerfordernisses, begrenzt die Praxisrelevanz jedoch. Von praktischer Bedeutung ist daneben die Haftung wegen einer eigenen – oder Beihilfe zu einer fremden – Treupflichtverletzung. Gerade letztere ist in jüngerer Vergangenheit vermehrt angenommen worden, weil die subjektive Komponente einer wissentlichen Beteiligung an der Verletzung einer ansonsten unstreitig bestehenden Treupflicht des Managements relativ naheliegt. Mit der *Daisy*-Entscheidung wurde für den Einzelfall zwar auch eine Treupflicht der Investmentbank gegenüber der Gesellschaft bejaht, die derivativ von den Aktionären durchsetzbar sein könnte, aber im direkten Verhältnis zwischen Investmentbank und Aktionären ist eine solche bislang nicht bejaht worden.

Von größter Praxisrelevanz ist demgegenüber die Haftungsgrundlage der *negligent misrepresentation*, über die von der US-amerikanischen Rechtsprechung bei unterschiedlicher Begründung eine drittgerichtete Sorgfaltspflicht begründet wird. In zwei Entscheidungen eines New Yorker Gerichts wurde eine derartige Sorgfaltspflicht über den prinzipiell restriktiven *privity*-Ansatz hergestellt. In der *Wells*-Entscheidung sind die Grundsätze der abschlussprüfungsbezogenen *Credit Alliance*-Entscheidung auf die Ersteller von Fairness Opinions übertragen worden. Demgegenüber ging die *Schneider*-Entscheidung einen anderen Weg und hat kenntnisunabhängig eine formalisierte, passivierte Pflichtenbindung angenommen, da die Fairness Opinion durch ein dem Aktionärswohl verpflichtetes Komitee mandatiert wurde. Der Anwendungsbereich dieser Konstellation ist jedoch auf den Einzelfall eines Auktionsverfahrens, in dem zudem die *Revlon*-Grundsätze gelten, beschränkt. Von größerer Praxisrelevanz ist dagegen der vertrauensbasierte Ansatz der *negligent misrepresentation*. Dies ist auch damit zu begründen, dass Gerichte erkannt haben, dass die Problematik einer uferlosen Dritthaftung aufgrund einer personellen und sachlichen Begrenzung auf die an einer Transaktionsentscheidung beteiligten Aktionäre deutlich abgeschwächt wird. Zudem bestehen nicht unerhebliche Möglichkeiten zur Beschränkung der Haftung durch *disclaimer* auch im Drittverhältnis.

Nachfolgend betrachtet die Arbeit das Dritthaftungsrisiko nach deutschem Recht, das sich im Bereich der Expertenhaftung durch einen fragmentarischen Charakter gewachsener Systematik und eine gewisse dogmatische Inkonsequenz, die erhebliche Rechtsunsicherheit auslöst, auszeichnet.

Jedoch lässt sich über das Kriterium der unternehmensinternen Entscheidungsbefugnis eine Begrenzung der Reichweite auf die betroffenen Aktionäre erreichen, die bestimmte Pflichtverletzungen auch im Drittverhältnis geltend machen können müssen.

Als denkbare Anspruchsgrundlagen kommen zunächst §§ 12, 13 WpÜG in analoger Anwendung in Betracht. Der Werturteilcharakter der Fairness Opinion lässt § 13 WpÜG dabei jedoch ebenso ausscheiden, wie dies letztlich für § 12 WpÜG der Fall ist, da eine Anwendung hier die erhebliche Ausdehnung von Tatbestandsvoraussetzungen erfordern würde. Während letzteres auch für die spezialgesetzliche Prospekthaftung gilt, könnte die bürgerlich-rechtliche Prospekthaftung, sofern diese neben spezialgesetzlichen Regelungen fortbesteht, unter einigem Begründungsaufwand auf die Fairness Opinion übertragen werden.

Trotzdem kommt vertraglichen und quasi-vertraglichen Anspruchsgrundlagen die größte Praxisrelevanz zu. Ein konkludenter Auskunftsvertrag zwischen Ersteller und Drittem ist dabei mittlerweile explizit auf Fälle unmittelbarer Kommunikation beschränkt. Die Drittschadensliquidation scheidet infolge einer fehlenden zufälligen Schadensverlagerung auf den Dritten aus. Von größter Bedeutung ist daher der Vertrag mit Schutzwirkung für Dritte. Mit einer entsprechenden Anwendung auf die Ersteller von Fairness Opinions hat sich auch das LG München auseinandergesetzt, dies im Ergebnis aber abgelehnt. Dabei ist das Gericht vor allem auf einen fehlenden Einbeziehungswillen eingegangen, der nicht gegeben gewesen sei, weil die Fairness Opinion nicht zugunsten der klagenden Mehrheitsaktionärin, sondern „für den Streubesitz“ erstellt worden sei. Das Fehlen eines Einbeziehungswilles sei nicht unbeachtlich, weil die dafür notwendige Einstufung der Fairness Opinion als Gutachten eines staatlich anerkannten Sachverständigen nicht gegeben sei. Diese Argumentation fügt sich zwar in die bisherige Rechtsprechung des BGH ein, kann aus rechtspraktischer Perspektive aber nicht überzeugen, weil das vom Gericht explizit von staatlich anerkannter Sachkunde abgegrenzte Kriterium der Marktakzeptanz gerade bei von der Praxis entwickelten, unregulierten Bewertungsdienstleistungen gleichermaßen akzeptiert werden muss, um Wertungswidersprüche zu vermeiden. Entgegen der behandelten Gerichtsentscheidung kommt die Arbeit deshalb zu dem Schluss, dass ein Haftungsrisiko infolge eines Vertrages mit Schutzwirkung für Dritte zulasten der Ersteller von Fairness Opinions besteht.

Nachfolgend befasst sich die Arbeit mit einer möglichen Haftung nach §§ 311 Abs. 3 Satz 2, 280 Abs. 1, 241 Abs. 2 BGB in der Variante der Vertrauenshaftung. Maßgeblich ist hierbei die Absicht des Erstellers, durch die eigene Expertise auf die Entscheidung eines Dritten einzuwirken. Weil die expertenseitige Bestätigung der finanziellen Angemessenheit der Gegenleistung einen zusätzlichen Beweggrund für die jeweilige Entscheidung darstellen kann lässt sich ihr ein Tatbestand schutzwürdigen Vertrauens entnehmen, weshalb eine Vertrauenshaftung möglich erscheint.

Haftungsausschlüsse bzw. -einschränkungen unterliegen je nach zugrundeliegender Haftungsgrundlage abweichenden Voraussetzungen, sodass entsprechende Klauseln mit Vorsicht zu entwerfen sind. Jedenfalls werden von der Rechtsprechung enge Wirksamkeitsgrenzen gezogen, die dabei unbedingt zu berücksichtigen sind, um das Haftungsrisiko zu begrenzen. Eine deliktsrechtliche Dritthaftung der Ersteller von Fairness Opinions kommt in der Praxis daneben regelmäßig nur über § 826 BGB in Betracht, da die Voraussetzungen für die Sittenwidrigkeit im Rahmen beruflichen Fehlverhaltens deutlich abgesenkt worden sind.

Zuletzt geht die Arbeit auf haftungsprozessuale Fragen ein: Die Beweislast steht im Zentrum eines Spannungsfeldes zwischen Haftungsausschluss und Übermaßhaftung, das durch eine sachgerechte Verteilung aufzulösen ist. Ferner ist die Frage nach dem Nachweis der Dispositionskausalität von zentraler Bedeutung. Die Arbeit kommt zu dem Schluss, dass eine „Desinvestitionsstimmung“ als Adaption der Rechtsfigur der Anlagestimmung auf die gegebene Haftungskonstellation übertragen werden kann. Die Anlagestimmung lässt sich auf die Annahme zurückführen, dass eine anlagegeneigte Grundstimmung des Marktes durch Bereitstellung positiver Informationen erzeugt werden kann, die demnach stets ursächlich für die konkrete Entscheidung sind, sofern diese Annahme nicht widerlegt wird. Die Arbeit vertritt die Ansicht, dass die handelsbeendende Veräußerung von Anteilen als Kehrseite der Primärmarktconstellation entspricht und die zu treffende Entscheidung maßgeblich von angemess-

senheitsbezogenen Aussagen beeinflusst wird, weshalb eine „Desinvestitionsstimmung“ anzunehmen ist. Die Arbeit kommt ferner zu dem Schluss, dass eine Musterverfahrenstauglichkeit nach dem KapMuG für die vorliegende Situation gegeben sein dürfte.

#### **IV. Dritter Teil – Rechtsvergleichende Betrachtung**

Vor einer vertieften rechtsvergleichenden Betrachtung untersucht die Arbeit die zugrundeliegende Sachlage. So weisen der US-amerikanische und der deutsche Kapitalmarkt hinsichtlich Anlegerstruktur, Marktaktivität und Rechtsrahmen deutliche Unterschiede auf. Für den kapitalmarktrechtlichen Anwendungsbereich der Fairness Opinion ist die Situation jedoch weitgehend vergleichbar. Defizite der Erstellungspraxis, also insbesondere die Eigenschaft der Fairness Opinion als Nebenprodukt einer lukrativeren Transaktionsberatung, das weitgehende Fehlen von Berufszugangsschranken und Berufsaufsicht sowie der erhebliche erstellerseitige Ermessensspielraum, sind ferner ebenfalls weitgehend vergleichbar. Somit haben sich mit der US-amerikanischen Marktpraxis auch die bestehenden Erstellungsdefizite weitgehend auf den deutschen Markt übertragen. Die begrifflich aus der Abschlussprüfung übertragene Erwartungslücke besteht damit nach beiden untersuchten Rechtsordnungen in vergleichbarem Maße, weshalb ein Vergleich der Lückenschließungskompetenz der jeweiligen Haftungssysteme vorgenommen werden kann.

Im Rahmen des Rechtsvergleichs nimmt die Arbeit eine Betrachtung haftungsrechtlicher Grundprinzipien und eine „Dekonstruktion“ der Tatbestandsmerkmale vor. Stärker als im deutschen Haftungsrecht kommt dem kapitalmarktrechtlichen Funktionenschutz in den USA ein eigenständiger Charakter als zusätzliche haftungsrechtliche Zielsetzung zu. Weil das US-amerikanische Haftungsrecht präventionsorientierter Verhaltenssteuerung ferner offener gegenübersteht als das streng kompensationsorientierte deutsche Haftungsrecht, eignet sich das US-amerikanische Recht besser zur gezielten Umsetzung fehlverhaltensorientierter Haftungsnormen. Das US-amerikanische Recht vermag die Dritthaftungsproblematik zudem systemkonformer, rechtssicherer und vorhersehbarer zu lösen, weil die fragmentarische Kasuistik dem *common law*-Verständnis eher entspricht.

Tatbestandlich ist jeweils das Verhältnis von Vertrauensschutz im Verhältnis gegenüber dem Management bzw. den betroffenen Aktionären von Bedeutung. Die Annahme des LG München, dass Dritte erst recht nicht auf die Aussage der Fairness Opinion vertrauen könnten, wenn die Vertrauenswürdigkeit bereits zugunsten des Managements fragwürdig sei, entspricht jedoch nicht den jeweiligen Zielsetzungen des Vertrauensschutzes und damit auch nicht der Rechtsrealität. Vielmehr bewirkt der abstrakt größere, durch einschränkende Kriterien wieder begrenzte Vertrauensdrittschutz eine Externalisierung des Haftungsrisikos, die faktische und rechtliche Beziehung einander anpasst.

Neben anderen denkbaren Kriterien wie der beruflichen Sachkunde und der Vorhersehbarkeit der Drittverwendung ist in der vorliegenden Konstellation vor allem die Intentionalisierung der Expertise gegenüber Dritten elementares Kriterium der Vertrauensschutzkanalisierung. Schutzberechtigt können demnach nur die mit der Transaktion konfrontierten Aktionäre des beauftragenden Unternehmens sein. Beide Rechtsordnungen knüpfen die Wirksamkeit von Haftungsbegrenzungen dabei an die Kriterien der Widersprüchlichkeit bzw. Missbräuchlichkeit.

Zusammenfassend wird deutlich, dass der auf abstrakte berufliche Reputation abstellende Vertrauensschutz des US-amerikanischen Haftungsrechts eher dazu beitragen kann, die dargestellte Erwartungslücke zu schließen. Demgegenüber kann aus der weitgehenden Deckungsgleichheit des deutschen Haftungsrechts auf dessen dogmatische und praktische Inkonsistenz geschlossen werden, der durch die Schaffung einer rechtssicheren Haftungsnorm zu begegnen ist.

## **V. Vierter Teil – Haftung *de lege ferenda***

Abschließend geht die Arbeit auf denkbare Ansätze zur Beseitigung der Erwartungslücke in Bezug auf die Erstellung von Fairness Opinions ein. Danach wird ein eigener Normvorschlag unterbreitet. Als Maßnahmen außerhalb des Haftungsrechts kommen etwa eine Beseitigung des eingangs dargestellten Absicherungsautomatismus oder eine Verlagerung der Mandatierungsverantwortung, etwa auf die Aktionäre, in Betracht. Weiterhin wäre eine stärkere straf- bzw. aufsichtsrechtliche Regulierung im Bereich der Fairness Opinion denkbar. Vor allem aber eine stärkere Haftungsbewehrung könnte den bestehenden Defiziten entgegenwirken. In der Literatur wird diesbezüglich angedacht, die Innenhaftung des Managements zu verstärken oder eine stärkere Managementaußenhaftung einzuführen. Eine genuine Dritthaftung der Ersteller von Fairness Opinions ließe sich demgegenüber jedoch systemkonformer und einfacher umsetzen.

Eine solche Dritthaftung sollte personell auf die an einer Transaktionsentscheidung beteiligten Aktionäre beschränkt werden. Als „kleine“, kapitalmarktrechtliche Lösung ist der Anwendungsbereich einer zu schaffenden Haftungsnorm auf die Einholung einer Fairness Opinion im Rahmen von § 27 WpÜG zu beschränken. Hier würde sich die vorgeschlagene Norm in aktuelle Reformüberlegungen einfügen.

Die Akzeptanz einer solchen Norm könnte ferner durch die Anwendung eines normativen Verweisungssystems auf § 323 HGB vergrößert werden, wodurch lediglich anpassungsbedürftige Tatbestandsmerkmale zu charakterisieren wären. Dieses Modell wird als etablierter Lösungsansatz etwa in § 11 Abs. 2 UmwG und § 293d Abs. 2 AktG verfolgt.

Zu modifizieren wären deshalb nur wenige Tatbestandsvoraussetzungen des § 323 HGB, darunter insbesondere die Erweiterung auf betroffene Aktionäre, die angesprochene Kausalitätsvermutung („Desinvestitionsstimmung“) sowie eine vertraglich beeinflussbare „Mindesthöchstsumme“ der Haftung. Ein erstellungsprozessorientierter Pflichtverletzungstatbestand sowie die Öffnung des Haftungstatbestandes für einfache Fahrlässigkeit in Kombination mit der Begrenzung auf betroffene Aktionäre würde eine sauberere und wertungsfreiere Lösung der Dritthaftungskonstellation ermöglichen, als es über allgemeine Grundsätze der Expertenhaftung der Fall ist. Die angenommene Musterverfahrenstauglichkeit wäre ferner explizit klarzustellen. In Gesamtschau wäre damit eine zweckmäßige und rechtssichere Lösung des Konfliktes um die Dritthaftung von Fairness Opinions erreicht, die den erstellungsbezogenen Defiziten angemessen begegnen könnte.

## **VI. Abschließende Zusammenfassung**

Abschließend werden die gewonnenen Erkenntnisse in Thesen zusammengefasst und ein Ausblick auf mögliche künftige Entwicklungen gegeben.