

Projekt „Olympia“ – Mappus „Fair play“?

Citius, altius, fortius lautet das olympische Motto – „schneller, höher, stärker“; wobei sich in Deutschland „schneller, höher, weiter“ eingebürgert hat. Olympia lautet schließlich der Projektname für den unter Leitung von Ministerpräsident a. D. Stefan Mappus durchgeführten Rückkauf von EnBW-Anteilen durch das Land Baden-Württemberg. Dieser verteidigt sich öffentlich mit Verweis auf das Vorliegen nicht nur einer sog. *Fairness Opinion*. So wird bei einer Unternehmenstransaktion die Stellungnahme eines *sachverständigen* und *unabhängigen Dritten* bzgl. der *finanziellen Angemessenheit* einer *Angebotsleistung* bezeichnet. Hierbei drängen sich im bezeichneten Fall einige Fragen auf.

Schneller

Warum war Mappus mit der Verhandlung und Vereinbarung des Kaufpreises *schneller* als die Ersteller der *Fairness Opinion*? Aus § 7 LHO lässt sich die Forderung einer Wirtschaftlichkeitsuntersuchung vor der Transaktion ableiten. Im Falle einer anstehenden Transaktion von Unternehmensanteilen setzt dies eine *Entscheidungswertermittlung* – also die Bestimmung des individuellen Grenzpreises – aus Sicht des präsumtiven Käufers, des Landes Baden-Württemberg, voraus. Gefordert ist somit die Unterstützung einer Entscheidung in der Planungsphase, nicht die nachträgliche Beurteilung eines wie auch immer zustande gekommenen Transaktionspreises. Glück für das Bundesland, welches einen Ministerpräsidenten hat(te), welcher (schwer-) gewichtige und komplexe wirtschaftliche Entscheidungen vor Eingang des vermeintlich unterstützenden Gutachtens so schnell, fundiert und treffsicher fällen kann/konnte.

Höher

War der unter Führung von Mappus bei der Transaktion vereinbarte Kaufpreis *höher* als angemessen? Diese Frage sollte eine *Fairness Opinion* beantworten. Die Antwort bleibt diese aber schuldig, sofern bei deren Erstellung die Anforderungen der „Deutschen Vereinigung für Finanzanalyse und

Asset Management“ (DVFA) und damit die selbsternannten „Regeln der Kunst“ für Investmentbanken in Deutschland beachtet werden. Eine sachgerechte Angemessenheitsprüfung erfordert die investitionstheoretisch fundierte Ermittlung eines Grenzpreises aus Sicht des Landes Baden-Württemberg unter Berücksichtigung von dessen Zielsystem und Entscheidungsfeld und den sich anschließenden Vergleich dieses Grenzpreises mit dem Angebot (ex ante) bzw. mit dem Preis (ex post). Die DVFA stellt bei der Ermittlung eines Referenzwerts hingegen auf finanzierungstheoretische Bewertungsmethoden (z. B. sog. DCF-Methoden), welche realitätsferne Prämissen unterstellen, auf Vergleichsverfahren, welche weder subjektabhängig noch zweckorientiert sind, sowie auf das aktuelle Kapitalmarktumfeld (z. B. mittels Börsenkursen oder von Analysten veröffentlichten Kurszielen) ab. Dies erweckt den Anschein, dass die „Regeln der Kunst“ hier induktiv ermittelt werden und die Lehren aus den jüngsten Krisen nicht gezogen wurden. So wurde im konkreten Fall ein Kaufpreis nach den „Regeln der Kunst“ als „fair“ deklariert, der auf *unreflektierten Ertrags Erwartungen* fußt, mittels vergleichsbasierter Bewertungsmethoden (hauptsächlich vier verschiedene EBITDA-Vielfache) ermittelt wurde sowie wesentliche wirtschaftliche Risiken, vertragsrechtliche Konsequenzen und weitere Kaufpreisindikatoren nicht berücksichtigt (vgl. Gutachten des Rechnungshofes, S. 14, S. 57 ff., S. 62 f.). Wie „fair“ ist eine solche Beurteilung?

Viel *stärker* sollte die (Un-)Abhängigkeit der Auftragnehmer ins Gewicht fallen; war diese gegeben? Zu den Indikatoren, die tendenziell eher Parteilichkeit als „Konfliktfreiheit“ vermuten lassen, gehören z. B. langjährige persönliche Bekanntschaften und familiäre Verbindungen, unternehmerische Verflechtungen und erfolgsabhängige Vergütungsstrukturen. Man möge selbst urteilen.

Weiter

Wie geht es *weiter* im Fall „Olympia“? Öffentlich-rechtliche und aktienrechtliche Sorgfalts- und Treuepflichten unterscheiden sich insofern nicht, als es auch im Falle

des Hinzuziehens eines externen Sachverständigen nicht dazu kommen darf, dass dessen Stellungnahme unreflektiert übernommen wird. Vielmehr muss sich der Verantwortliche von der *Sachkunde* und der *Unabhängigkeit* des Sachverständigen überzeugen und dessen Stellungnahme kritisch hinterfragen. Selbst wenn diese Bedingungen erfüllt sind, befreit dies die Entscheidungsträger nicht davon, zusätzliche Informationen einzuholen und sich ein *eigenes Urteil* über die Transaktionsbedingungen zu bilden.

Daran gemessen gleicht eine *Fairness Opinion* einem Gefälligkeitsgutachten, was der Argumentation des Auftraggebers dient und diesen von der Haftung freistellen soll. Im Beispiel Mappus treten die strukturellen Mängel dieses „modernen“ Kapitalmarktinstruments offen zu Tage: In der unternehmerischen Praxis werden *Fairness Opinions* regelmäßig durch Vorstand bzw. Aufsichtsrat in Auftrag gegeben, wobei der Auftraggeber selbstverständlich auch die Auswahl des Sachverständigen übernimmt, um gegenüber den Aktionären zu argumentieren und eine Grundlage gegen deren mögliche Ansprüche zu schaffen. Die Kosten für diese „Haftungsfreistellung“ trägt jedoch das Unternehmen – also der Aktionär. Hier offenbart sich der absurde Charakter der *Fairness Opinion*. Die vermeintliche Absicherung von Mappus erfolgte auf Kosten des Landes Baden-Württemberg – also auf Kosten der Steuerzahler. Es bleibt zu hoffen, dass eine eventuelle gerichtliche Würdigung die Kritikpunkte an *Fairness Opinions* berücksichtigt und ausstrahlende Wirkung erzeugt.

Olympia – dabei sein ist (nicht unbedingt) alles; zumindest sollte nicht nur auf sportlicher Bühne, sondern auch auf politischem und anderem Parkett in der richtigen (Sport-)Art und der entsprechenden (Gewichts-)Klasse angetreten werden.

Prof. Dr. Gerrit Brösel, Inhaber des Lehrstuhls für BWL, insbes. Wirtschaftsprüfung, FernUniversität in Hagen / Dipl.-Kfm. Mario Zimmermann, wissenschaftlicher Mitarbeiter am Fachgebiet für ABWL insbes. Rechnungswesen und Controlling, TU Ilmenau