

EG-beihilfenrechtskonforme Unternehmensbewertung im Rahmen der Veräußerung von Unternehmensanteilen durch kommunale Körperschaften

Von Univ.-Prof. Dr. Christian Koenig, LL. M. (LSE) und Wiss. Mitarbeiter Christopher Hasenkamp, Bonn*

Die schlechte finanzielle Haushaltslage vieler Kommunen zwingt diese verstärkt zur Durchführung umfangreicher Privatisierungsmaßnahmen. Dazu veräußert die öffentliche Hand vor allem im Rahmen so genannter »share deals«¹ vorhandene Kapitalgesellschaftsanteile an private Investoren. Aus dem Verbot unzulässiger staatlicher Beihilfen gem. Art. 87 ff. EG ergeben sich besondere Anforderungen an die Bestimmung des Kaufpreises bei der Veräußerung von Unternehmensanteilen. Bei der Überprü-

fung der Konditionen des Übergangs von der öffentlichen Hand auf einen privaten Erwerber steht die Frage nach der Marktüblichkeit des Kaufpreises im Vordergrund. Wird dieser auf der Grundlage eines Wertgutachtens ermittelt, kommt der Methode der Unternehmensbewertung zentrale Bedeutung zu.

I. Unternehmensbewertung als beihilfenrechtliches Problem

Nach Art. 87 Abs. 1 EG »sind staatliche oder aus staatlichen Mitteln gewährte Beihilfen gleich welcher Art, die durch die Begünstigung bestimmter Unternehmen oder Produktionszweige den Wettbewerb verfälschen oder zu verfälschen drohen, mit dem Gemeinsamen Markt unvereinbar, soweit sie den Handel zwischen Mitgliedstaaten beeinträchtigen«. Das Tatbestandsmerkmal der Begünsti-

* Univ.-Prof. Dr. Christian Koenig, LL.M., ist Direktor am Zentrum für Europäische Integrationsforschung (ZEI) der Universität Bonn. Christopher Hasenkamp ist dort als wissenschaftlicher Mitarbeiter tätig.

¹ Von der Veräußerung von Unternehmensanteilen zu unterscheiden ist der Verkauf eines Unternehmens oder von Unternehmensanteilen durch Einzelrechtsübertragung im Wege eines »asset deals«.

gung wird vom EuGH im Rahmen einer wirtschaftlichen Betrachtungsweise weit ausgelegt.² Darunter ist jede Gewährung eines wie auch immer gearteten wirtschaftlichen Vorteils zu verstehen.

Veräußert eine kommunale Gebietskörperschaft ihre Gesellschaftsanteile, droht im Fall einer marktunangemessenen (geringwertigen) Gegenleistung des Käufers eine EG-beihilfenrechtswidrige Begünstigung desselben. Liegen auch die weiteren Tatbestandsvoraussetzungen des Art. 87 Abs. 1 EG vor, verstößt die Transaktion gegen das Beihilfenverbot. Nach dem Notifizierungsgebot gem. Art. 88 Abs. 3 Satz 3 EG dürfen ein Mitgliedstaat und seine Gliedkörperschaften eine Beihilfenmaßnahme nicht durchführen, bevor diese gem. Art. 88 Abs. 3 Satz 1 EG bei der Kommission notifiziert worden ist und die Kommission eine abschließende positive Entscheidung erlassen hat. Nach gefestigter Rechtsprechung des BGH³ stellt Art. 88 Abs. 3 Satz 3 EG ein Verbotsgesetz i. S. des § 134 BGB dar, dessen Verletzung zur Nichtigkeit des die Beihilfenäquivalente enthaltenden Vertrages führt. Diese Nichtigkeitsfolge könnte bei einer den Erwerber begünstigenden Beteiligung folglich den Gesellschaftsanteilskaufvertrag betreffen. Erfolgt die nicht genehmigte Begünstigung hingegen im Zuge der Gesellschaftsgründung, indem dem begünstigten Unternehmen eine Beteiligung durch die öffentliche Hand eingeräumt wird, die marktüblichen Beteiligungsbedingungen nicht entspricht, so erfasst die Nichtigkeitsfolge den Gesellschaftsvertrag selbst. Diese Konstellation ist beihilfenrechtlich wie ein Anteilserwerb zu behandeln; wenn im Folgenden die Konstellation des Anteilserwerbs behandelt wird, so gelten die Ausführungen gleichermaßen für eine anfängliche Gründungsbeteiligung. Daher bedarf es sowohl beim Verkauf von Gesellschaftsanteilen durch die öffentliche Hand als auch im Rahmen der Gründung einer gemischt öffentlich-privaten Gesellschaft der Anwendung eines Marktmechanismus, der die Angemessenheit von Leistung und Gegenleistung gewährleistet und eine Begünstigung ausschließt. Als solcher kommt neben dem von der EU-Kommission grundsätzlich favorisierten offenen und bedingungsfreien Bietverfahren⁴ die Erstellung eines unabhängigen Wertgutachtens⁵ durch einen Sachverständigen als Basis für die Festlegung des Kaufpreises in Betracht.

Im Folgenden wird dargelegt, welche materiellen Anforderungen an ein Wertgutachten als Grundlage der Bestimmung des Kaufpreises für die zu veräußernden Gesellschaftsanteile hinsichtlich des Bewertungsverfahrens und insbesondere der diesem zugrunde liegenden Wertkonzeption zu richten sind. Nur ein Bewertungsverfahren, das sich hinsichtlich der Bewertungsgrundlage als adäquat erweist, kann zu einem in Bezug auf Art. 87

Abs. 1 EG angemessenen Bewertungsergebnis kommen. Dazu soll zunächst auf die betriebswirtschaftlichen Grundlagen der Unternehmensbewertung eingegangen werden, bevor die Besonderheiten der Unternehmensbewertung im Zusammenspiel mit dem Beihilfenrecht beleuchtet werden.

II. Unternehmensbewertung in der Betriebswirtschaftslehre

Aus betriebswirtschaftlicher Sicht hat ein Unternehmen (oder ein Unternehmensanteil) nicht nur *einen* richtigen Wert.⁶ Das Ergebnis einer Unternehmensbewertung variiert vielmehr aufgrund unterschiedlicher Bewertungsverfahren, denen verschiedene Wertkonzeptionen zugrunde liegen und die damit auf unterschiedlichen Bewertungsgrundlagen basieren.

1. Unternehmenswertkonzeptionen

Das Konzept des Unternehmenswertes blickt in der Lehre der Unternehmensbewertung auf einen langen und kontroversen Entwicklungsprozess zurück, wobei sich die Auseinandersetzung dabei besonders um die Frage rankte, ob und in welchem Maße der Unternehmenswert eine *objektive* oder eine *subjektive* Größe sei;⁷ diese wurde schließlich mit dem Paradigmenwechsel zum Konzept des *funktionalen Unternehmenswertes* überwunden.⁸

a) Objektive Bewertungslehre

Nach der objektiven Bewertungslehre muss es sich bei dem mit betriebswirtschaftlichen Methoden zu ermittelnden Unternehmenswert um eine objektive Größe handeln. Danach ist der Wert eines Unternehmens auf der Basis von Faktoren zu ermitteln, die von »jedermann« realisiert werden könnten, und möglichst losgelöst von konkreten Bezugspersonen als Bewertungsinteressenten.⁹ Die objektive Bewertungslehre geht davon aus, dass jedes Unternehmen einen bestimmten Wert hat, der für alle Marktteilnehmer von Bedeutung ist.¹⁰ Daraus folgt, dass sämtliche subjektiven Aspekte bei der Wertermittlung außer Betracht gelassen werden. Folglich kommen im Rahmen der Wertermittlung überwiegend *Substanzwertverfahren* zur Anwendung.

b) Subjektive Bewertungslehre

Nach der subjektiven Bewertungslehre ist der Wert eines Unternehmens durch Einbeziehung der individuellen Interessen, Ziele, Potenziale und Erwartungen von Käufer bzw. Verkäufer zu ermitteln.¹¹ Damit soll erfasst werden,

2 Rawlinson, in: Lenz/Borchardt (Hrsg.), EUV/EGV, 3. Aufl. 2003, Art. 87, Rdnr. 2 ff.

3 BGH EuZW 2003, 444 (445).

4 Dazu Koenig, Funktionen des Bietverfahrens im EG-Beihilfenrecht, EuZW 2001, S. 741; siehe etwa die Entscheidung der Kommission 2002/865/EG v. 30. 10. 2001, *Graf von Henneberg*, ABl. 2001, Nr. L 307, S. 1.

5 Vgl. ABl. 1997, Nr. C 209, S. 3 (4).

6 Vgl. Moxter, Grundsätze ordnungsgemäßer Unternehmensbewertung, 2. Aufl. 1983, S. 6; *Drukarczyk/Schüler*, Unternehmensbewertung, 5. Aufl. 2007, S. 100 ff.

7 Vgl. *Kuhner/Maltry*, Unternehmensbewertung, 2006, S. 53 ff.

8 Vgl. *Matschke/Brösel*, Unternehmensbewertung, 3. Aufl. 2007, S. 22 ff.

9 Vgl. *Matschke/Brösel* (Fußn. 8), S. 14.

10 *Hommel/Braun*, Unternehmensbewertung, 2005, S. 38.

11 Vgl. *Hommel/Braun* (Fußn. 10), S. 38 f.

was das Unternehmen unter Berücksichtigung der subjektiven Planungen und Vorstellungen eines konkreten Bewertungsinteressenten für diesen Wert ist.¹² Aus der Charakterisierung des Unternehmenswertes als stets subjektbezogene Größe ergibt sich danach für die Wertermittlung das *Ertragswertverfahren* als angemessene Konzeption.¹³

c) *Funktionale Bewertungslehre/Zweckadäquanzprinzip*
Zentraler Aspekt der in der Unternehmensbewertungsliteratur herrschenden Meinung der funktionalen Bewertungslehre ist die Zweckabhängigkeit des (subjektiven) Unternehmenswertes.¹⁴ Am Beginn jeder Unternehmensbewertung muss sich danach der Bewerter die Frage stellen, welchem Zweck die Bewertung im Einzelnen dienen soll, um zu vermeiden, dass eine falsche Unternehmenswertkonzeption zugrunde gelegt und somit zweckinadäquat bewertet wird (Zweckadäquanzprinzip der Unternehmensbewertung).¹⁵ Als Hauptfunktionen der Unternehmensbewertung werden die Entscheidungsfunktion, die Vermittlungsfunktion sowie die Argumentationsfunktion angesehen.¹⁶ So wird einem Unternehmen nicht nur aus Interessentensicht ein individual-spezifischer Wert zugeordnet. Dieser Wert kann überdies auch mit Blick auf die unterschiedlichen Gründe respektive Funktionen einer Bewertungsvornahme divergieren.¹⁷ In Abhängigkeit von der Zwecksetzung der Unternehmensbewertung lassen sich demnach differenzierte Annahmen über die Unternehmensentwicklung und die Diskontierung der künftigen Ausschüttungen treffen.¹⁸ Nicht allein die Objektivität der Wertfindung, sondern die Ermittlung von subjektiven Entscheidungswerten wird in den Vordergrund gestellt.¹⁹

Die Zweckadäquanz der Unternehmensbewertung ist heute allgemein anerkannt.²⁰ Für die Konstellation eines Anteilsverkaufes durch die öffentliche Hand ergibt sich daraus, dass im Sinne einer zweckadäquaten Unternehmensanteilsbewertung ein unabhängiges Wertgutachten, welches die EG-beihilfenrechtsrelevante Angemessenheit von Leistung und Gegenleistung gewährleisten soll, ein Bewertungsverfahren anwenden muss, das in der Lage ist, einen Entscheidungswert im Sinne des Grenzpreises²¹ zu finden, den die öffentliche Hand als potentieller Unternehmensanteilsverkäufer mindestens erzielen muss.

2. Bewertungsverfahren

Die Verfahren zur Unternehmensbewertung lassen sich in Einzel- und Gesamtbewertungsverfahren systematisie-

ren. Ihnen liegen jeweils unterschiedliche wertbildende Parameter²² zugrunde. Daneben gibt es Mischverfahren und Überschlagsrechnungen.²³

a) Einzelbewertungsverfahren

Bei der Einzelbewertung werden die Werte aller im Unternehmen vorhandenen Vermögensgegenstände erhoben und addiert. Das Unternehmen wird nicht als Ganzes bewertet, sondern nur die (Summe seiner) einzelnen Bestandteile. Grundlage der Einzelbewertungsverfahren ist das Schema von Bilanz oder Inventar. In der Bilanz werden Aktiva und Passiva einzeln bewertet sowie die Wertsummen von Bruttovermögen und Schulden saldiert.²⁴

Bei den Einzelbewertungsverfahren sind der Substanzwert, der von der Fortführung des Unternehmens ausgeht, und der Liquidationswert, der auf die Zerschlagung des Unternehmens abstellt, zu unterscheiden.²⁵

aa) Substanzwert/Reproduktionswert

Allgemein wird unter der Substanz eines Unternehmens dessen gesamte Vermögensmasse verstanden. Der Substanzwert ist gleich der Summe der Wiederbeschaffungs- bzw. Reproduktionswerte der einzelnen Wirtschaftsgüter am Bewertungsstichtag.²⁶ Die Idee der Substanzwertermittlung ist, dass ein Unternehmen so viel Wert sein muss wie das, was ein potentieller Käufer bei seinem Erwerb an Ausgaben für einen sonst gebotenen Nachbau erspart.²⁷ Ausgangspunkt für die Substanzwertermittlung ist die Bilanz, aus der die vorhandenen Aktiva herausgelesen werden können.²⁸ Dazu gehören u. a. die Sachgüter in Form des Anlagevermögens des Unternehmens. Die Ermittlung der betrieblichen Substanz bildet den Ausgangspunkt einer ausführlichen Unternehmensbewertung.²⁹

bb) Liquidationswert

Der Liquidationswert, dem im Gegensatz zum Substanzwert nicht die Prämisse einer Unternehmensfortführung zugrunde liegt,³⁰ ergibt sich aus der Summe der Gelderlöse, die bei einer isolierten Veräußerung der einzelnen Vermögensteile bei der Zerschlagung des gesamten Unternehmens auf dem freien Markt anfielen, abzüglich aller Verbindlichkeiten.³¹ Um den Liquidationswert annähernd zweifelsfrei zu ermitteln, sind Annahmen über das Zerschlagungskonzept³² zu treffen (Liquidationszeitpunkt und -zeitraum, Liquidationsintensität).³³ Der Liquidationswert ist in ökonomischer Hinsicht zumeist der nied-

12 Matschke/Brösel (Fußn. 8), S. 18.

13 Kubner/Maltry (Fußn. 7), S. 55.

14 Matschke/Brösel (Fußn. 8), S. 22.

15 Moxter (Fußn. 6), S. 6.

16 Hommel/Braun (Fußn. 10), S. 40.

17 Vgl. Matschke/Brösel (Fußn. 8), S. 23.

18 Hommel/Braun (Fußn. 10), S. 39.

19 Hommel/Braun (Fußn. 10), S. 40.

20 Vgl. Ballwieser, Unternehmensbewertung, 2. Auf. 2007, S. 3.

21 Moxter (Fußn. 6), S. 9; Drukarczyk/Schüler (Fußn. 6), S. 102.

22 Schön, Unternehmensbewertung im Gesellschafts- und Vertragsrecht, 2000, S. 24 f.

23 Ballwieser (Fußn. 20), S. 8.

24 Ballwieser (Fußn. 20), S. 10.

25 Ballwieser (Fußn. 20), S. 10.

26 Schön (Fußn. 22), S. 26.

27 Ballwieser (Fußn. 20), S. 190.

28 Schön (Fußn. 22), S. 26.

29 Hail/Meyer, ST 2002, 573 (576).

30 Ballwieser (Fußn. 20), S. 10.

31 Kubner/Maltry (Fußn. 7), S. 55.

32 Moxter (Fußn. 6), S. 80.

33 Kubner/Maltry (Fußn. 7), S. 42.

rigste Wert, den ein Unternehmen haben kann; er kann sowohl positiv wie auch negativ sein.³⁴

b) Gesamtbewertungsverfahren

Die Gesamtbewertungsverfahren basieren auf dem Kapitalwertkalkül der Investitionstheorie.³⁵ Der Unternehmenswert wird durch Diskontierung des erwarteten, zukünftig aus dem Unternehmen an den Eigentümer fließenden Ertragsstroms bestimmt.³⁶ Entscheidend sind nicht die bis zum Bewertungsstichtag existierenden einzelnen bewertbaren Vermögensgegenstände und Schulden, sondern was die Gesamtheit des Unternehmens in Zukunft an Erträgen (engl. *Cash Flow*) zu leisten im Stande sein wird.³⁷

aa) Ertragswert

Der Begriff Ertragswert wird synonym mit einem Unternehmenswert verwendet, der auf der Basis von Zukunftserfolgen ermittelt wird, wobei die Berechnung auf der Interaktion aller Faktoren des Unternehmens basiert.³⁸ Als Ertragswert einer Unternehmung werden die abgezinsten Zahlungsüberschüsse bezeichnet,³⁹ welche gleichbedeutend sind mit dem Barwert des Cash Flow und dem Grenzpreis der Unternehmung. Der Unternehmenswert resultiert folglich nach der Ertragswertmethode aus der Diskontierung zukünftiger Nettozahlungen an den Eigentümer.⁴⁰ Für die Berechnung des Ertragswertes eines Unternehmens müssen die Höhe der durchschnittlichen zukünftigen Nettoeinerträge bzw. Ausschüttungen sowie die Höhe des Kapitalisierungszinsfußes als bewertungsmaßgebliche Faktoren ermittelt werden.⁴¹

bb) Discounted Cash Flow (DCF)

Bei der DCF-Methode handelt es sich um eine vor allem in der angloamerikanischen Literatur und Praxis verbreitete Unternehmensbewertungsmethode. Dabei wird der Unternehmenswert nicht mittels der künftigen Nettoeinerträge oder Ausschüttungen berechnet, sondern als Barwert zukünftiger Freier Cash Flows bestimmt.⁴² Der im Unternehmen verbleibende Freie Cash Flow manifestiert sich im nicht betriebsnotwendigen Teil der flüssigen Mittel und Wertschriften; es handelt sich also um die Mittel, die zur Verfügung der Kapitalgeber stehen.⁴³ Im Wesentlichen unterscheidet sich die DCF-Methode von der Ertragswertmethode dadurch, dass nicht ein durchschnittlicher, nachhaltig erzielbarer Zukunftsgewinn kapitalisiert wird, sondern dass die in der näheren Zukunft liegenden Freien

Cash Flows einzeln ermittelt und mit den Kapitalkosten diskontiert werden.⁴⁴

c) Bei der Unternehmensbewertung anzuwendende Maßstäbe

In der betriebswirtschaftlichen Literatur und in einer ständigen Bewertungspraxis wird für die Unternehmensbewertung trotz aller Streitigkeiten im Detail maßgeblich auf den Ertragswert abgestellt,⁴⁵ wobei in jüngerer Zeit zunehmend auch der Cash Flow herangezogen wird.⁴⁶ In der Literatur wird teilweise nicht der Ertragswert, sondern ein hypothetischer Marktpreis für vergleichbare Unternehmen unter Konkurrenzbedingungen bevorzugt herangezogen.⁴⁷ Der Wert eines Unternehmens muss sich aus der Sicht rational handelnder Parteien nach dem Zukunftserfolgswert bestimmen.⁴⁸ Nach dem Prinzip der Gesamtbewertung ist nicht die Summe der Vermögensteile des Unternehmens bewertungsrelevant, sondern das Unternehmen als wirtschaftliche Einheit,⁴⁹ einschließlich möglicher Verbundeffekte.⁵⁰ Im Falle einer isolierten Bewertung der betrieblichen Einzelwerte (Einzelbewertungsverfahren) besteht die Gefahr der Vernachlässigung positiver, aber auch negativer Kombinationseffekte innerhalb des zu bewertenden Unternehmens.⁵¹ Dem Substanzwert kommt folglich heute keine eigenständige Bedeutung mehr zu; alle neueren betriebswirtschaftlichen Auseinandersetzungen zum Problem der Unternehmensbewertung führen zu

34 Schön (Fußn. 22), S. 32.

35 Ballwieser (Fußn. 20), S. 8.

36 Moxter (Fußn. 6), S. 35.

37 Hommel/Braun (Fußn. 10), S. 43.

38 Schön (Fußn. 22), S. 46.

39 Moxter (Fußn. 6), S. 79.

40 Ballwieser (Fußn. 20), S. 16.

41 Schön (Fußn. 22), S. 35.

42 Knüsel, Die Anwendung der Discounted Cash Flow-Methode zur Unternehmensbewertung, 1994, S. 91.

43 Langenkämper, Unternehmensbewertung, 1999, S. 22.

44 Knüsel (Fußn. 42), S. 91.

45 Vgl. etwa Tichy, Unternehmensbewertung. Grundlagen – Methoden – Praxis, 1990, S. 114: »Es versteht sich von selbst, dass bei der Bewertung z. B. eines Bauunternehmens das Hauptgewicht auf die Ermittlung der Ertragshaltigkeit der Aufträge zu legen sein wird und nicht auf die Bewertung der Vorräte oder der Büroausstattung.« Olbrich, Unternehmensbewertung. Ein Leitfadens für die Praxis, 1981, S. 20, bezeichnet die reine Ertragswertmethode bereits Anfang der 1980er Jahre als herrschende Meinung. Der Substanzwert übe dagegen vor allem eine Kontrollfunktion aus. Ebenso bewertet Voigt die Ertragswertmethode Anfang der 1990er Jahre (Voigt, Unternehmensbewertung und Potentialanalyse: Chancen und Risiken von Unternehmen treffsicher bewerten, 1990, S. 13.).

46 Zur gegenwärtig überwiegenden Meinung in der Wirtschaftswissenschaft und zu den vergleichbaren Vorgaben des Instituts der Wirtschaftsprüfer statt vieler Großfeld, Unternehmens- und Anteilsbewertung im Gesellschaftsrecht, 4. Aufl. 2002, S. 42 f., auch mit dem Hinweis, dass Praktiker nach wie vor kombinierte Methoden aus Ertragswert und Substanzwert annehmen.

47 Dies hält Voigt (Fußn. 45), S. 16, als zweitbeste Lösung zur Ermittlung eines relativistischen Wertes, wenn nicht der allein objektive und richtige Marktpreis ermittelt wird, nämlich der Tauschwert unter Konkurrenzbedingungen, wenn mit anderen Worten keine Ausschreibung durchgeführt wird; insoweit wird auch von marktorientierten Bewertungsverfahren gesprochen, dazu Achtleitner/Dresig, Stichwort »Unternehmensbewertung, marktorientierte«, in: Ballwieser u. a. (Hrsg.), Handwörterbuch der Rechnungslegung und Prüfung, 3. Aufl. 2002, S. 2432 ff.

48 Hüttemann, WPg 2007, 812 (819).

49 Matschke/Brösel (Fußn. 8), S. 20.

50 Kuhner/Maltry (Fußn. 7), S. 34.

51 Vgl. Hommel/Braun (Fußn. 10), S. 48.

dem Schluss, dass der Ertragswert wesentlicher Indikator für den Unternehmenswert ist.⁵²

Übertragen auf die hier zu untersuchende Konstellation eines Unternehmensanteilsverkaufs durch die öffentliche Hand folgt daraus, dass nach dem Stand der wirtschaftswissenschaftlichen Literatur und Bewertungspraxis bei der Begutachtung zwecks (Anteils-)Wertermittlung ein ertrags- und zukunftsorientiertes Gesamtbewertungsverfahren⁵³ zur Anwendung gelangen muss. Dies ergibt sich zudem bereits aus dem Prinzip der Zweckadäquanz: Mit Hilfe der gutachterlichen Unternehmensbewertung soll ein Entscheidungswert für die als Anteilsverkäufer agierende öffentliche Hand gefunden werden, aus dem sich ein im Verhältnis von Leistung und Gegenleistung angemessener Verkaufspreis für die zu veräußernden Gesellschaftsanteile ableiten lässt. Ein diesbezüglich zweckadäquates Bewertungsverfahren stellt die ertragswertorientierte Unternehmensbewertung dar, die das Unternehmen als wirtschaftliche Einheit betrachtet und die zukünftig für den Verkäufer zu erzielenden Ertragsüberschüsse bei Unternehmensfortführung berücksichtigt. Eine Beschränkung etwa auf die Bewertung des Anlagevermögens muss demgegenüber regelmäßig als Bewertungsmethode ausscheiden.

III. Unternehmensbewertung in der deutschen Rechtsprechung

Der betriebswirtschaftlichen Auffassung entsprechend zeichnet sich eine Dominanz der Ertragswertmethode zur Bestimmung des Unternehmenswertes auch in der deutschen Rechtsprechung ab.⁵⁴ Diese wird im Regelfall verwendet, es sei denn der ermittelte Ertragswert unterschreitet den Liquidationswert oder den Börsenkurs.⁵⁵ Das Bundesverfassungsgericht hat in seinem *DAT/Altana*-Beschluss⁵⁶ betont, dass der Börsenkurs zwar die Wertuntergrenze darstelle, dessen Überschreitung aber unproblematisch sei und deshalb die Ertragswertmethode keinen verfassungsrechtlichen Bedenken ausgesetzt sei. Darüber hinaus besteht weitgehende Einigkeit darin, dass das Abstellen auf den Substanzwert des Unternehmens, d. h. auf den Wert der zum Gewerbebetrieb gehörenden Wirtschaftsgüter, zur Feststellung des Wertes eines Unternehmens für Entscheidungszwecke methodisch

52 Vgl. Schön (Fußn. 22), S. 47.

53 Siehe dazu auch Schierle, Bewertung von Stadtwerken, in: Drukarczyk/Ernst (Hrsg.), Branchenorientierte Unternehmensbewertung, 2006, S. 411: »Die notwendige Anwendung bzw. die Anwendbarkeit von ertrags- und zukunftsorientierten Bewertungsverfahren bedarf [...] keiner weiteren Diskussion. Die bisherige Bewertungs- und Entscheidungspraxis bei Transaktionen in der Vergangenheit beruht seit vielen Jahren auf deren Anwendung.«

54 Vgl. Hackemann, Unternehmensbewertung und Rechtsprechung, 1987, S. 1 ff.; Hüttemann (Fußn. 48), S. 818 f. Zur Darstellung von Sachverhalten, die dem Richter Unternehmensbewertungen abverlangen s. Wollny, BB Beilage 1991, Nr. 17, S. 1 (2 ff.).

55 Vgl. Munkert, Der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung, 2005, S. 53.

56 BVerfGE 100, 298.

falsch ist.⁵⁷ Denn dabei werden der Mehrwert des Unternehmens durch das Zusammenspiel der Wirtschaftsgüter, vor allem aber der Firmenwert (»Goodwill«) und der Wert der Managementqualitäten ausgeblendet. Dies gilt insbesondere, wenn das Unternehmen fortgeführt werden soll (»going concern«⁵⁸).

IV. Unternehmensbewertungsmaßstäbe in der europäischen Beihilfenrechtspraxis

Als Instrument für die Ermittlung der Angemessenheit von Leistung und Gegenleistung ergibt sich neben dem Ausschreibungsverfahren die Alternative des unabhängigen Wertgutachtens aus der »Mitteilung betreffend Elemente staatlicher Beihilfe bei Verkäufen von Bauten oder Grundstücken durch die öffentliche Hand« (Grundstücksmitteilung)⁵⁹ der Europäischen Kommission von 1997. Diese Mechanismen werden analog auch auf den Verkauf industriell genutzter Vermögensgegenstände⁶⁰ und ganzer Unternehmen⁶¹ ebenso wie auf den Kauf⁶² und die Vermietung⁶³ von Grundstücken und Gebäuden sowie auf die Durchführung von Infrastrukturprojekten⁶⁴ angewandt.

1. Anforderungen der Grundstücksmitteilung an die Maßstäbe des Wertgutachtens

Ziff. II. 2. lit. a Abs. 1 Satz 1 der Grundstücksmitteilung verlangt, dass eine Gutachtenerstellung »auf der Grundlage allgemein anerkannter Marktindikatoren und Bewertungsstandards« erfolgt. Unter Marktwert ist – hier deutlich gemünzt auf den Verkauf von Grundstücken – nach Ziff. II. 2. lit. a Abs. 5 der Grundstücksmitteilung der hypothetische Vergleichspreis zu verstehen, »der zum Zeitpunkt der Bewertung auf Grund eines privatrechtlichen

57 *Großfeld* (Fußn. 46), S. 36, unter Hinweis auf OLG Düsseldorf, AG 1999, S. 321 (324); siehe zudem das seinerzeit richtungswiesende Urteil des OLG Celle v. 4. 4. 1979, Az: 9 Wx 2/77: »[...] Allgemeine Grundlage der Bewertung des betriebsnotwendigen Vermögens ist der Ertragswert, nicht der Substanzwert eines Unternehmens. Ungeachtet aller nicht zu verkennenden Schwierigkeiten, den Zukunftsbezug eines Unternehmens einigermaßen zuverlässig zu bestimmen, besteht heute darüber Einigkeit, dass der Ertragswert bei der Bewertung lebender Betriebe eine mehr oder weniger wichtige, wenn nicht die entscheidende Rolle spielt, weil sich Käufer und Verkäufer mit ihren Preisvorstellungen wesentlich den dem zu erwartenden Nutzen auszurichten pflegen.«

58 *Großfeld* (Fußn. 46), S. 37.

59 ABl. 1997, Nr. C 209, S. 3.

60 Vgl. insbesondere Ziff. 5.2. und 5.4. der Aufforderung der Kommission zur Abgabe einer Stellungnahme, *Landesentwicklungsgesellschaft Thüringen mbH*, ABl. 1999, Nr. C 280, S. 8.

61 Entscheidung der Kommission v. 11. 4. 2000, *Centrale del Latte di Roma*, ABl. 2000, Nr. L 265, S. 15 (23), Ziff. 85 f.

62 Entscheidung der Kommission v. 25. 11. 1998, *Draiswerke*, ABl. 1999, Nr. L 108, S. 44 (47).

63 Mitteilung, *Landesentwicklungsgesellschaft Thüringen*, ABl. 1999, Nr. C 280, S. 8 (10), Ziff. 5.2.

64 Entscheidung der Kommission v. 8. 12. 1999, *Güterverkehrssektor Italien*, ABl. 2000, Nr. C 55, S. 11, Ziff. 3.1.1.

Vertrages über Bauten oder Grundstücke zwischen einem verkaufswilligen Verkäufer und einem ihm nicht durch persönliche Beziehungen verbundenen Käufer unter den [ergänze: hypothetischen] Voraussetzungen zu erzielen ist [besser: wäre⁶⁵], wobei [besser: dass] das Grundstück offen am Markt angeboten wurde, die Marktverhältnisse einer ordnungsgemäßen Veräußerung nicht im Wege stehen und eine der Bedeutung des Objektes angemessene Verhandlungszeit zur Verfügung steht.«⁶⁶ Der auf diese Weise »festgestellte Marktpreis ist der Mindestkaufpreis, der vereinbart werden kann, ohne dass eine staatliche Beihilfe gewährt würde.«⁶⁷

Bei der Kontrolle der von den eingeschalteten Gutachtern angewandten Bewertungsmaßstäbe ist sich die Europäische Kommission der bestehenden Manipulationsmöglichkeiten bewusst. Daher hat sie beispielsweise auch nicht davor zurückgeschreckt, die in einem konkreten Fall fälschlicherweise berücksichtigten oder fälschlicherweise nicht beachteten Besonderheiten der Transaktion zu überprüfen. Dementsprechend hat die Kommission im Hinblick auf die Berücksichtigung einzelner Bewertungsaspekte in ihrer Entscheidungspraxis Maßstäbe entwickelt, die auch von den Gutachtern zu berücksichtigen sind. Diese Praxis existiert bislang allerdings vor allem im Hinblick auf Grundstücksverkäufe. Vergleichbare Vorgaben liegen hinsichtlich der Veräußerung von Unternehmensanteilen bislang noch nicht vor, da die Kommission bei Unternehmensverkäufen ohnehin auf die Anwendung des Ausschreibungsverfahrens drängt.⁶⁸ Aber selbst bei Grundstücksgeschäften fehlt es bislang an hinreichend klaren Vorgaben mit Blick auf die Auswahl der Bewertungsmaßstäbe.

Angesichts der in Ziff. II. 2. lit. a Abs. 5 der Grundstücksmitteilung vorgenommenen weiteren Qualifikation der Bewertungsmaßstäbe mit Blick auf ein marktübliches Verhalten ist jedenfalls aus der Perspektive eines privaten Vergleichsinvestors zu fragen, welche Bewertungsmaßstäbe dieser angewandt hätte, um den Wert eines Unternehmens bzw. eines bestimmten Anteils an ihm zu ermitteln. Für den Privatinvestor wird es beim Erwerb der Gesellschaftsanteile zumeist darum gehen, von den von öffentlicher Seite eingebrachten bestehenden Kunden- oder Leistungsvertragsbeziehungen zu profitieren. Ein objektives Bewertungsverfahren muss deshalb diesen für den Privatinvestor maßgeblichen Beteiligungswert berücksichtigen. Entsprechend lässt sich dies auch auf die Perspektive eines privaten Vergleichsverkäufers übertragen. Für diesen bilden die mit der Unternehmung zu erzielenden Zukunftserfolge einen wichtigen Maßstab für die zwecks Verkaufspreisbildung vorzunehmende Unternehmensbewertung. Grundlage einer beihilfenrechtskonfor-

men Unternehmensanteilsbewertung muss daher eine Gesamtbetrachtung aller wertbildenden Faktoren sein. Geboten ist folglich ein integrales Bewertungsverfahren, welches insbesondere eine Ertragswertprognose beinhaltet.

2. »Market Economy Investor«-Test

Dies entspricht der Vorgehensweise von Gerichtshof und Kommission bei der Bestimmung der Angemessenheit des Leistungs-Gegenleistungs-Verhältnisses in anderen Bereichen. Denn in allen möglichen Fallkonstellationen von Unternehmensbeteiligungen, in denen öffentliche Mittel enthalten sind, ziehen sowohl Kommission als auch EuGH den sog. »market economy investor«-Test heran.⁶⁹ Zudem hat der EuGH im Einklang mit der Kommission gerade diesen Maßstab bei der Privatisierung von Unternehmen angewandt.⁷⁰ Im Rahmen des »market economy investor«-Tests ist jeweils zu prüfen, ob die staatliche Maßnahme unter Bedingungen erfolgte, die für einen hypothetischen privaten Vergleichsinvestor unter normalen marktwirtschaftlichen Voraussetzungen akzeptabel wären.⁷¹ Maßgeblicher Zeitpunkt für die Durchführung des »market economy investor«-Tests ist dabei der Moment der Investitionsentscheidung.⁷²

69 Vgl. zum »market economy investor«-Test EuGH, Rs. C-305/89, *Alfa Romeo*, Slg. 1991, I-1603 (1640 f.) Rdnr. 19 ff.; EuGH, Rs. C-303/89, *ENI-Lanerossi*, Slg. 1991, I-1433 (1476) Rdnr. 20 ff.; EuGH, Rs. 40/85, *Belgien/Kommission (Boch)*, Slg. 1986, 2321 (2345) Rdnr. 13; EuGH, Rs. 234/84, *Mewra*, Slg. 1986, 2263 (2286) Rdnr. 14 ff.; EuG, verb. Rs. T-129/95, 2/96, 97/96, *Neue Maxhütte Stahlwerke*, Slg. 1999, II-17 (50 ff.) Rdnr. 104 ff.; Beteiligungen der öffentlichen Hand am Kapital von Unternehmen – Standpunkt der Kommission (Kapitalbeteiligungsstandpunkt), EG-Bulletin 9/1984, S. 104, Ziff. 3.2, abgedruckt in: *Koenig/Kühling/Ritter*, EG-Beihilfenrecht, 2. Aufl. 2005, S. 323; Mitteilung der Kommission über die Anwendung der Vorschriften über staatliche Beihilfen auf Maßnahmen im Bereich der direkten Unternehmensbesteuerung (Unternehmensmitteilung) ABl. 1998, Nr. C 384, S. 3, Ziff. 35 ff.; sowie *Abbamonte*, ECLR 1996, 258; *Asendorf*, Die Anwendung der Beihilfenvorschriften des EU-Vertrages auf öffentliche Unternehmen – der private reasonable investor's test, 1998; *Bonkamp*, Die Bedeutung des gemeinschaftsrechtlichen Beihilfeverbots für die Beteiligung der öffentlichen Hand an einer Kapitalgesellschaft, 2001, S. 43 ff.; *Dreher*, Gedächtnisschrift Knobbe-Keuk 1997, 583 (587 ff.); *D'Sa*, European Community Law On State Aid, 1998, S. 67 ff.; *Hancher/Ottervanger/Slot*, E.C. State Aids, 2. Aufl. 1999, Rdnr. 7–025; *Koenig*, ZIP 2000, 53 (57 f.); *Koenig/Ritter*, ZIP 2000, 769 (770 f.); *Martin-Ehlers*, EWS 1999, 244; *Pape*, Staatliche Kapitalbeteiligungen an Unternehmen und das Beihilfenverbot gem. Art. 92 EGV, 1996, S. 41 ff.; *Schroeder*, ZHR 161 (1997), 805 (817 ff.).

70 EuGH, Rs. C-334/99, *Gröditzter Stahlwerke*, Slg. 2003, I-1139, Rdnr. 142; dazu Kommissionsentscheidung 1999/720/EG v. 8. 7. 1999, ABl. 1999, Nr. L 292, S. 27, Ziff. 90.

71 Dort wo kein Markt feststellbar ist, versagt der »market economy investor«-Test allerdings, da es insoweit an der Vergleichbarkeit staatlichen Handelns mit einem privaten Investor fehlt, vgl. für den Bereich steuerlicher Beihilfen *Schön*, in: *Koenig/Roth/Schön* (Hrsg.), Aktuelle Fragen des EG-Beihilfenrechts, 2001, S. 106 (117).

72 *Kabl*, NVwZ 1996, 1082 (1085).

65 Denn es geht um die Ermittlung eines hypothetischen Vergleichspreises, was in der englischen Abfassung der Grundstücksmitteilung deutlicher wird (»could be sold«).

66 Hier verweist die Kommission auf Artikel 49 Absatz 2 der Richtlinie 91/674/EWG des Rates, ABl. 1991, Nr. L 374, S. 7.

67 Grundstücksmitteilung II. 2. a).

68 Dazu *Koenig* (Fußn. 4); siehe etwa die Entscheidung der Kommission 2002/865/EG v. 30. 10. 2001, *Graf von Henneberg*, ABl. 2001, Nr. L 307, S. 1.

V. Schlussfolgerungen

Aus den dargestellten Vorgaben der betriebswirtschaftlichen Lehre der Unternehmensbewertung folgt, dass ein unabhängiges Wertgutachten zur Bestimmung der Angemessenheit des Verhältnisses von Leistung und Gegenleistung beim Verkauf von Gesellschaftsanteilen durch die öffentliche Hand einen Entscheidungswert ermitteln muss, dessen Unterschreitung die Transaktion für den Verkäufer ökonomisch nicht lohnenswert⁷³ macht. Als zweckadäquat ist dafür aus betriebswirtschaftlicher Sicht ein ertragswertbasiertes Unternehmensbewertungsverfahren anzusehen. Ein lediglich substanzwertbasiertes Bewertungsverfahren oder eine gutachterliche Bewertung, die nur das Anlagevermögen des Unternehmens zugrunde legt, kann für den Zweck der marktangemessenen Bildung des Verkaufspreises für die Veräußerung von Unternehmensanteilen nicht herhalten. Das Abstellen auf den Ertragswert dominiert zudem die deutsche Rechtsprechung zur Unternehmensbewertung in Rechtsgebieten außerhalb des Beihilfenrechts. Nichts Anderes ergibt sich insofern aus der in der europäischen Beihilfenrechtspraxis üblichen Methode des private-investor-Tests. Ein privater Investor würde bei der Berechnung des Unternehmenswertes zur Bestimmung eines angemessenen Kaufpreises

für den Gesellschaftsanteil keinesfalls nur den in der Regel niedrigeren Sachzeitwert der einzelnen Vermögensgegenstände zugrunde legen. Vielmehr würde auch ein privater Vergleichsinvestor im Rahmen einer zukunftsorientierten Gesamtbetrachtung den materiellen und immateriellen Wert des am Markt tätigen Unternehmens unter Berücksichtigung der Auftragslage heranziehen – also den Ertragswert. Dies bedeutet, dass die Erstellung eines Wertgutachtens, welches lediglich das Anlagevermögen berücksichtigt, nicht zur Bestimmung eines marktüblichen Preises als Mechanismus zur Gewährleistung der Angemessenheit von Leistung und Gegenleistung bei der Veräußerung von Unternehmensanteilen durch die öffentliche Hand geeignet ist und (regelmäßig) zur Ermittlung eines unangemessen niedrigen Unternehmenswertes führt. Wird ein so fehlerhaft ermittelter Unternehmenswert dem Verkaufspreis bei der Veräußerung durch die öffentliche Hand an einen Investor zugrunde gelegt, ist von einem unangemessenen Verhältnis von Leistung und Gegenleistung auszugehen, das eine beihilfenrechtswidrige Begünstigung des Erwerbers im Sinne des Art. 87 Abs. 1 EG darstellt. Ein in einer Transaktion angelegter Beihilfenverstoß würde nicht zuletzt den Wert des kommunalen Unternehmens belasten. Um den Beihilfentatbestand im Rahmen der Veräußerung von Unternehmensanteilen durch kommunale Körperschaften auszuschließen, sind folglich hohe Anforderungen an die gutachterliche Bewertung der Unternehmensanteile zu stellen.

⁷³ Coenenberg/Schultze, DBW 2002, 597 (603).