

Eigenkapitalbedarf öffentlicher Unternehmen und Beihilfenrecht

Eigenkapitalmaßnahmen zugunsten öffentlicher Unternehmen können verbotene Beihilfen im Sinne des Europäischen Wettbewerbsrechts sein. Sie sind nur beihilfenfrei, wenn die öffentliche Hand mit einer angemessenen Eigenkapitalverzinsung rechnen kann. Maßstab hierfür ist der sogenannte „Grundsatz des marktwirtschaftlich handelnden Kapitalgebers“.

Das Beihilfenrecht will Wettbewerbsverfälschungen zwischen den Unternehmen der EU-Mitgliedstaaten unterbinden. Es verbietet daher jede staatliche Begünstigung von Unternehmen, die zu Wettbewerbsverfälschungen führen kann. Die Zufuhr von Eigenkapital gilt als verbotene Begünstigung, wenn sie nicht marktüblich ist – also zu Bedingungen erfolgt, die für einen privaten Kapitalgeber nicht akzeptabel sind („Private Investor Test“).

Die Anpassung an regulatorische Vorgaben (zum Beispiel Erhöhung der Kernkapitalquote bei Banken), die Übernahme von Aufgaben der Daseinsvorsorge oder neue Investitionsvorhaben (etwa im Zuge der Energiewende) sind nur einige Beispiele für den Eigenkapitalbedarf öffentlicher Unternehmen. Die öffentliche Hand ist bei der Entscheidung über die Zuführung von Eigenkapital zugunsten ihrer Unternehmen nicht nur politischen Zielen verpflichtet. Sie muss ihr Handeln auch am Maßstab des Beihilfenrechts messen lassen. So war es der Europäischen Kommission vorbehalten, die Zulässigkeit einer Eigenkapitalmaßnahme in Höhe von 1,2 Milliarden Euro zugunsten der Betreibergesellschaft des Flughafens Berlin-Brandenburg zu prüfen und zu bestätigen.¹

Die Marktüblichkeit einer Eigenkapitalzufuhr muss von der öffentlichen Hand nach-

gewiesen werden. Gelingt der Nachweis, ist eine Genehmigung durch die Europäische Kommission nicht erforderlich. Eine Anmeldung (Notifizierung) kann jedoch – wie im Fall des Flughafens Berlin-Brandenburg – gleichwohl sinnvoll sein. Denn die Europäische Kommission kann bei unterbliebener Notifizierung die Beihilfenrechtskonformität in einem Zeitraum von bis zu zehn Jahren nach Durchführung der Kapitalmaßnahme überprüfen. Wenn es dem Mitgliedstaat nicht gelingt, die Europäische Kommission in einem solchen Verfahren von der Marktüblichkeit der Eigenkapitalmaßnahme zu überzeugen, kann Letztere die Rückzahlung des erlangten Vorteils anordnen. Dieser besteht typischerweise in der Differenz zwischen der tatsächlich gezahlten und der marktüblichen Vergütung (Rendite) für das zugeführte Kapital, zuzüglich dem seit der Beihilfengewährung aufgelaufenen Zinsvorteil.

Die Konsequenzen einer solchen Rückforderung demonstriert der Fall der WestLB. Anfang der Neunzigerjahre hatte das Land Nordrhein-Westfalen seine Wohnungsbauförderanstalt als Sacheinlage in die WestLB eingegliedert. Viele deutsche Landesbanken, darunter auch die WestLB, mussten zu dieser Zeit ihre Eigenmittel aufstocken, um sich an die neuen Eigenkapitalanforderungen für Banken (Basel I) anzupassen. Durch eine Beschwerde auf den Vorgang aufmerksam geworden, entschied die Europäische Kommission im Jahr 1999, dass es sich bei der Maß-

¹ Vgl. Pressemitteilung IP/12/1410 der Europäischen Kommission vom 19.12.2012



nahme zugunsten der WestLB um eine unerlaubte Beihilfe handelte. Nach jahrelangem Streit leistete die WestLB im Jahr 2004 im Zuge eines Kompromisses mit dem Beschwerdeführer eine Ausgleichszahlung in Höhe von 1,4 Milliarden Euro an das Land Nordrhein-Westfalen.

Erster Prüfbaustein „UiS – Unternehmen in Schwierigkeiten“

Eigenkapitalzuführungen dürfen allerdings grundsätzlich nicht zur Rettung eines „Unternehmens in Schwierigkeiten“ (UiS) erfolgen. Als UiS gilt ein Unternehmen, wenn es nicht in der Lage ist, mit eigenen finanziellen Mitteln oder Fremdmitteln Verluste aufzufangen, die es auf kurze oder mittlere Sicht so gut wie sicher in den wirtschaftlichen Untergang treiben werden, wenn der Staat nicht eingreift.² Ein Beispiel hierfür sind Unternehmen, die die Voraussetzungen für die Eröffnung eines Insolvenzverfahrens erfüllen.³ Die Europäische Kommission geht davon aus, dass das Ausscheiden leistungsschwacher Unternehmen ein normaler Vorgang am Markt ist und es den Wettbewerb verzerrt, wenn sie künstlich am Leben erhalten werden. Rettungsbeihilfen für UiS dürfen daher nur als kurzfristige Liquiditätsbeihilfe (maximal sechs Monate) in Form von Darlehen oder Darlehensbürgschaften gewährt werden. Unterstüt-

zungsmaßnahmen struktureller Art, insbesondere eine Eigenkapitalzuführung, sind grundsätzlich unzulässig.⁴

Eigenkapital kann einem UiS allenfalls in Gestalt einer Umstrukturierungsbeihilfe gewährt werden. An deren Genehmigung stellt die Europäische Kommission allerdings strenge Anforderungen, unter anderem die Vorlage eines realistischen, kohärenten und weitreichenden Umstrukturierungsplans zur Wiederherstellung der langfristigen Rentabilität des Unternehmens. Umstrukturierungsbeihilfen sind unter Wettbewerbsgesichtspunkten besonders problematisch, weil sie dazu führen können, dass ein unangemessener Anteil der Strukturanpassungslasten und der damit einhergehenden sozialen und wirtschaftlichen Probleme auf andere Unternehmen, die ohne Beihilfen auskommen, und auf andere Mitgliedstaaten abgewälzt werden. Daher genehmigt die Europäische Kommission Eigenkapitalzuführungen in Form von Umstrukturierungsbeihilfen grundsätzlich nur dann, wenn nachgewiesen werden kann, dass sie dem Gemeinschaftsinteresse nicht zuwiderlaufen, das heißt, wenn etwaige Wettbewerbsverzerrungen durch die mit der Weiterführung des Unternehmens verbundenen Vorteile aufgewogen werden.

Abbildung 1: Erster Prüfbaustein

Prüfung von Unternehmen in Schwierigkeiten	
Harte Kriterien	
•	Gezeichnetes Kapital einer GmbH >50 % reduziert, wobei >25 % in den letzten 12 Monaten
•	Voraussetzungen für die Eröffnung eines Insolvenzverfahrens erfüllt
Weiche Kriterien	
•	Steigende Verluste
•	Sinkende Umsätze
•	Wachsende Lagerbestände/Überkapazitäten
•	Verminderte Cashflows
•	Zunehmende Verschuldung/Zinsbelastung
•	Abnahme oder Verlust des Reinvermögenswerts
Generalklausel	
•	Das Unternehmen ist <i>nicht in der Lage</i> , mit eigenen finanziellen <i>Mitteln oder Fremdmitteln</i> , die ihm von seinen Eigentümern/Anteilseignern oder Gläubigern zur Verfügung gestellt werden, <i>Verluste aufzufangen</i> , die es auf kurze oder mittlere Sicht so gut wie sicher in den wirtschaftlichen Untergang treiben werden, wenn der Staat nicht eingreift.
Kein Eigenkapital an Unternehmen in Schwierigkeiten!	

Quelle: eigene Darstellung

Zweiter Prüfbaustein „Private Investor Test“ – Anforderungen an die Darlegung der Marktüblichkeit von Eigenkapitalmaßnahmen

Die Europäische Kommission bewertet eine Eigenkapitalmaßnahme als marktüblich und damit beihilfenfrei, wenn sie unter Zugrundelegung einer marktüblichen Rendite zu einer Unternehmenswertstei-

² Vgl. Mitteilung der Europäischen Kommission 2004/C 244/02, „Leitlinien der Gemeinschaft für Staatliche Beihilfen zur Rettung und Umstrukturierung von Unternehmen in Schwierigkeiten“, ABl. EU 2004 C 244/2 (im Folgenden „R&U Leitlinien“), Rn. 9

³ Vgl. Rn. 10 lit. c R&U Leitlinien

⁴ Vgl. Rn. 25 R&U Leitlinien



gerung führt, die über das zugeführte Eigenkapital hinausgeht.

Die Europäische Kommission akzeptiert zum Nachweis der Unternehmenswertsteigerung verschiedene Methoden. Die größte Verlässlichkeit bietet regelmäßig die Discounted Cash Flow-Methode (DCF-Methode). Dabei werden typischerweise die zukünftigen Zahlungsströme, die das Unternehmen generieren kann, auf den Bewertungsstichtag diskontiert. Um zu ermitteln, ob die Kapitalerhöhung zu einer Unternehmenswertsteigerung führt, muss der Wert des Unternehmens einmal ohne Kapitalerhöhung und einmal mit Kapitalerhöhung ermittelt werden und anschließend ein Vergleich beider Werte erfolgen. Ist der errechnete Unternehmenswert mit Kapitalerhöhung höher als der Unternehmenswert ohne Kapitalerhöhung abzüglich des zu investierenden Betrags, ergibt sich eine Unternehmenswertsteigerung und die Maßnahme gilt als marktüblich.

Neben der Planung des Unternehmens wird die Marktüblichkeit einer Eigenkapitalmaßnahme vor allem durch zwei Faktoren bestimmt: der Länge des Planungshorizonts und den Diskontierungszinssatz.

Die Europäische Kommission gesteht der öffentlichen Hand dabei einen langfristigen Planungshorizont zu. Sie vergleicht das Handeln des Staats insofern mit dem eines privaten Investors, der sich von langfristigen Rentabilitätsaussichten leiten lässt (auch „long term investor“ genannt).

Der Diskontierungszinssatz (oder auch Kapitalisierungszins) entspricht der Mindestrendite, die ein marktwirtschaftlich handelnder Investor fordern würde. Die Europäische Kommission stellt hierbei eine rein marktwirtschaftliche Betrachtungsweise an. Ein risikoaverser Investor wird zwischen mehreren Alternativen gleichen Erwartungswerts stets die Alternative mit dem geringeren Risiko wählen. Umgekehrt bedeutet dies, dass ein Privatinvestor mit steigendem Risiko eine höhere Rendite erwarten wird. Zur Ermittlung der marktüblichen Rendite wird in der Regel das Capital Asset Pricing Model (im Folgenden: CAPM) herangezogen. Auf Basis des CAPM setzt sich die angemessene Rendite einer Kapitalerhöhung aus einem risikofreien Basiszinssatz und einem Risikozuschlag zusammen. Der Risikozuschlag beinhaltet seinerseits die allgemeine Marktrisikoprämie sowie eine Anpassung an das unternehmensspezifische Risiko, die über eine Gewichtung der Marktrisikoprämie mit dem Betafaktor erreicht wird. Zur Berücksichtigung des Risikos kann (insbesondere bei nicht börsennotierten Unternehmen) auf eine relevante Gruppe von Vergleichsunternehmen aus derselben Branche abgestellt werden.

Den Verzicht auf eine marktübliche Rendite kann die öffentliche Hand nicht rechtssicher auf allgemeine Erwägungen stützen. So können „weiche“ Ziele wie die Schaffung von Arbeitsplätzen, Impulse für die regionale Wirtschaft („Umwegrendite“) oder die Sicherung einer bestimmten Leistungsqualität einen Verzicht auf Rendite nicht rechtfertigen. Auch Verpflichtungen, die sich daraus ergeben, dass ein öffentlicher Gesellschafter notwendigerweise auch Träger der öffentlichen Gewalt ist, müssen unberücksichtigt bleiben (zum

Abbildung 2: Zweiter Prüfbaustein

Durchführung Private Investor Test
<p>1. Unternehmensbewertung</p> <ul style="list-style-type: none"> Unternehmensbewertung erfolgt vor und nach den Maßnahmen Bewertung erfolgt nach dem DCF-Verfahren Berechnung einer angemessenen Mindestrendite erfolgt auf Basis des CAPM Voraussetzung: Plausibilisierung der Planung
<p>2. Plausibilisierung</p> <ul style="list-style-type: none"> Plausibilisierung der Unternehmensbewertung anhand von Multiple-Verfahren (Bestätigung der Unternehmenswerte gemäß DCF-Verfahren) Bestimmung der Multiples erfolgt über vergleichbare Unternehmen (Peer Group)
<p>3. Rentabilität / Soft Facts (nur im Einzelfall)</p> <ul style="list-style-type: none"> Überprüfung der Steigerung sonstiger ausgewählter Renditekennzahlen, unter anderem EBIT-Rendite Überprüfung der Steigerung der Wettbewerbsfähigkeit (Durchführung Benchmarking) Reduktion von Risiken (zum Beispiel Erhöhung von Sicherheiten bei verschlechterter wirtschaftlicher Lage) Drittvergleich durch Einnehmen der Perspektive eines fiktiven typischen Investors Unabhängigkeit der Banken
<p>Vorgehen orientiert sich an Art. 107 AEUV sowie an der Entscheidungspraxis der Europäischen Kommission im Rahmen von Praxisfällen</p>

Quelle: eigene Darstellung

Beispiel Folgekosten einer Liquidation für das Sozialversicherungssystem).

Zwar hat das Europäische Gericht in einer Entscheidung aus dem Jahr 2003 geäußert, dass die Durchschnittsrendite kein automatisches Kriterium dafür sein könne, ob und in welcher Höhe eine staatliche Beihilfe vorliege. Es gibt allerdings keinen Praxisfall, in dem diese Rechtsprechung bisher angewendet und die Marktüblichkeit einer Eigenkapitalmaßnahme allein aufgrund sonstiger Faktoren ohne den Nachweis einer Unternehmenswertsteigerung angenommen wurde.

Dokumentationserfordernisse

Maßgeblicher Zeitpunkt für die Beurteilung, ob es sich bei einer Kapitalzuführung um eine Beihilfe handelt, ist der Zeitpunkt der Investitionsentscheidung. Daher muss der Private Investor Test die Erwartungen im Vorfeld der eigentlichen Kapitalerhöhung abbilden, da dies auch dem üblichen Ex-ante-Ansatz institutioneller Marktteilnehmer entspricht.

Vor diesem Hintergrund ist die öffentliche Hand gut beraten, sehr genau zu dokumentieren, auf welcher Grundlage sie die Entscheidung über die Gewährung einer Eigenkapitalmaßnahme getroffen hat. Aus dieser Dokumentation muss sich auch für die Europäische Kommission ergeben, dass ein hypothetischer Privatinvestor ebenfalls eine entsprechende Investition getätigt hätte.

Da zum Zeitpunkt der Investitionsentscheidung nur eine Prognose über die Unternehmenswertsteigerung angestellt werden kann, bewertet es die Europäische Kommission positiv, wenn das Ergebnis einer DCF-Bewertung durch alternative Betrachtungen plausibilisiert wird. Dies kann anhand von Sensitivitätsanalysen mit Upside- und Downside-Case-Szenario⁵,

Gutachten durch externe Dritte sowie einer Plausibilisierung der Ergebnisse auf Basis anderer Bewertungsmethoden erfolgen.

Anerkannte Methoden zur Plausibilisierung des DCF-Verfahrens sind insbesondere Multiplikatorbewertungen. So wurde etwa in einer weiteren WestLB-Entscheidung aus dem Jahr 2007 das Ergebnis einer DCF-Bewertung anhand der Analyse von Trading-Multiplikatoren⁶ sowie nach der (bankenspezifischen) „Return on net asset value“-Methode plausibilisiert.

Sollte es nicht gelingen, anhand der aufgezeigten Bewertungsgrundsätze für eine geplante Kapitalmaßnahme eine über die ermittelte Mindestrendite hinausgehende Renditeerwartung nachzuweisen, kommen andere Lösungswege in Betracht.

Soweit das Unternehmen beispielsweise Leistungen der Daseinsvorsorge erbringt, bietet sich gegebenenfalls eine Lösung über den Freistellungsbeschluss der Europäischen Kommission⁷ an. Danach sind auf Basis eines Betrauungsaktes Ausgleichsleistungen von bis zu 15 Millionen Euro pro Jahr für Unternehmen, die Dienstleistungen von allgemeinem wirtschaftlichem Interesse erbringen, vom Beihilfenverbot ausgenommen.

Empfehlungen für Aufsichtsräte

Dieser Beitrag verdeutlicht die besonderen Anforderungen, die die Europäische Kommission an die Vereinbarkeit von Eigenkapitalmaßnahmen zugunsten öffentlicher Unternehmen mit dem Europäischen Wettbewerbsrecht stellt. Aufsichtsräte in öffentlichen Unternehmen müssen sich dessen bewusst sein und im Rahmen ihrer Aufsichts- und Kontrollpflichten darauf achten, dass Eigenkapitalzuführungen nur



dann erfolgen, wenn sie dem Grundsatz des marktwirtschaftlich handelnden Kapitalgebers entsprechen. Denn auch das Unternehmen selbst und dessen Geschäftsführung können sich in einem solchen Fall unter Umständen rechtswidrig verhalten. ■

*Dr. Moritz Püstow, Viola Pettau,
Jens Schmoll*

⁵ Die Sensitivitätsanalyse dient der Ermittlung, wie belastbar die in einem erwarteten Szenario (Basisszenario) prognostizierte Rendite der Investition ist. Als Basisszenario wird das Szenario zugrunde gelegt, auf das sich die Planungsrechnung des Unternehmens stützt. Unter Veränderung der maßgeblichen, für die Investitionsentscheidung wesentlichen Werttreiber wird anschließend ein optimistisches (Upside-) und ein pessimistisches (Downside-)Szenario entwickelt, um zu überprüfen, inwiefern sich eine Variation der Werttreiber auf den Unternehmenswert auswirkt.

⁶ Die Bewertung anhand von Trading-Multiplikatoren ist anders als die kapitalwertorientierte DCF-Methode ein marktpreisorientiertes Verfahren. Hierbei ergibt sich der Wert des Unternehmens als Produkt einer als repräsentativ angesehenen Ergebnisgröße des Unternehmens (zum Beispiel EBIT) mit dem Ergebnismultiplikator der Vergleichsunternehmen.

⁷ Beschluss der Kommission 2012/21/EU vom 20.12.2011 über die Anwendung von Art. 106 Abs. 2 AEUV auf staatliche Beihilfen in Form von Ausgleichsleistungen zugunsten bestimmter Unternehmen, die mit der Erbringung von Dienstleistungen von allgemeinem wirtschaftlichem Interesse betraut sind, Abl. EU 2012 L 7/3