



Berücksichtigung von Alt- Investitionen nach FIH-Urteil des EuG Ein ökonomischer Klärungsvorschlag

Dr. Christopher Milde
Associate Director, NERA Economic Consulting

Berliner Gesprächskreis zum Europäischen Beihilfenrecht e.V.
28. November 2016



1. Urteil des EuG in FIH vs. Kommission
 - a. Unterscheidung Privat-Investoren- vs. -Kreditoren-Test
 - b. Der Privat-Investoren-Test (PIT)
 - c. Der Privat-Kreditoren-Test (PKT) gemäß FIH-Urteil?

2. Ökonomische Diskussion
 - a. Grundlagen zur Rendite
 - b. Problemdefinition
 - c. Eventuell sinnvolles Kreditoren-Test-Kriterium
 - d. Überführung Kreditoren-Test in PIT
 - e. Vorschlag: PIT bei Alt-Investitionen

3. Literatur

1. EuG in FIH vs. Kommission¹

a. Investoren vs Kreditoren Test

- FIH-Urteil, Rn. 64:
 - *„[...] an economic operator in a situation [...], in which it has previously granted a capital injection [...], is akin to a private creditor [...]“*
- FIH-Urteil, Rn. 69:
 - *„[...] the contested decision applied an incorrect legal test, namely the market economy investor principle, instead of [...] the market economy creditor principle [...]“*

EuG unterscheidet Privat-Investoren- vs. Privat-Kreditoren-
Test

Bei Alt-Investitionen: Privat-Kreditoren-Test

1. EuG in FIH vs. Kommission

b. Der Privat-Investoren-Test (PIT)



- Testlogik:
 - Rendite \geq Opportunitätskosten des Kapitals?
 - Wenn ja, kein Vorteil und damit keine Beihilfe
- Fundiert in ökonomischen Prinzipien:²
 - Maximierung der erwarteten Rendite unter Berücksichtigung des erwarteten Risikos
 - Klare Operationalisierung (IRR > Kapitalkosten, NPV >0)
- Viele Herausforderungen in der Anwendung:³
 - Daten zu zukünftigen Zahlungsströmen, Kapitalkosten, komplexe Instrumente ...
 - Was ist ein vergleichbarer Privatinvestor ... ?

Klar definiert und fundiert in ökonomischen Prinzipien

1. EuG in FIH vs. Kommission

c. Privat-Kreditoren-Test (PKT) für Alt-Investitionen?



- Testlogik gemäß FIH-Urteil?
 - “[...] seeking to minimise its losses rather than [...] to maximise the profitability [...]” (Rn. 64)
 - **Welche Verlustschwelle ist akzeptabel?**
 - “[...] adopt measures involving loss where they substantially reduce, if not eliminate, the risk of losing his capital [...]” (Rn. 65)
 - **Kreditor übernimmt Schuldendienst an sich selbst?**
 - “[...] without such measures, it would be highly likely that it would have to bear losses in an amount greater than that cost [of the measures].” (Rn. 65)
 - **Kapitalnachsüsse bis zur Höhe des Verlustes bei Nichthandeln?**
- Ökonomische Fundierung?
 - Auch Kreditoren sind Investoren, sie investieren in Anleihen; selbe ökonomische Logik: maximieren Rendite gegeben das Risiko
 - Keine definitive Literatur zu PKT-Testkriterien⁴

Nicht klar definiert und ökonomische Fundierung unklar

2. Ökonomische Diskussion

a. Grundlagen zur Rendite

- Einfachste Definition* von Rendite:

$$\frac{\text{Rückfluss} - \text{Investition}}{\text{Investition}}$$

- Beispiele:

	Rückfluss > Investition	Rückfluss < Investition	Wie hoch ist die Investition?
Investition	100	100	70
Rückfluss	110	90	90
Formel	$\frac{110 - 100}{100}$	$\frac{90 - 100}{100}$	$\frac{90 - 70}{70}$
Rendite	10%	-10%	28,6%

*Die zeitliche Abfolge von Investitionen und Rückflüssen und die sich hieraus ergebende notwendige Diskontierung wird zur vereinfachten Darstellung ignoriert.

2. Ökonomische Diskussion

b. Problemdefinition Alt-Investitionen



- Ohne Kapitalzufuhr (Neu-Investition), hohe Verluste auf Alt-Investition, z.B. minus 60%
- Mit Kapitalzufuhr (von im Beispiel 50) geringere Verluste auf Gesamt-Investition, z.B. minus 10%

	Alt	Gesamt = Alt + Neu
Investition	50	100
Rückfluss	20	90
Rendite	-60%	-10%

- Aber:
 - Prozentuale Verlustreduktion ergibt sich automatisch
 - Neu-Investition kann alternativ zu Kapitalkosten angelegt werden

Vergleich Rendite Alt-Investition vs. Rendite Alt+Neu-Investition nicht sinnvoll

2. Ökonomische Diskussion

c. Eventuelles Kreditoren-Testkriterium

- Sinnvoller Vergleich muss alternative Investition der Kapitalzufuhr (zu Kapitalkosten) berücksichtigen

	Ohne Kapitalzufuhr			Mit Kapitalzufuhr
	Alt	Neu	Alt+Neu	Alt+Neu
Investition	50	50	100	100
Rückfluss	20	55	75	90
Rendite	-60%	10%	-25%	-10%

- Rendite auf das investierte Gesamtkapital ist bei Kapitalzufuhr im Beispiel weniger negativ als ohne Kapitalzufuhr
 - Auch Gegenbeispiele: Alt: - 15%, Neu: + 10%, Gesamt: -2.5% (> - 10%)

Gesamtkapitalrendite bei Kapitalzufuhr >
Gesamtkapitalrendite bei Investition der Kapitalzufuhr zu
Kapitalkosten?

2. Ökonomische Diskussion

d. Überführung PKT in PIT⁵

- Rationaler Investor ignoriert versunkenes Kapital:⁶
 - Ignoriert das mit Sicherheit verlorene (versunkene) Kapital (im Beispiel 30)
 - Kalkuliert also nur mit rückholbarem Teil der Alt-Investition (im Beispiel 20)
 - Eingesetztes Kapital (im Beispiel 70) = Neu-Investition (50) + rückholbarer Teil der Alt-Investition (20)
- Rendite bei Kapitalzufuhr ergibt sich aus Rückfluss (90) auf Investition des verfügbaren Kapitals (70); dies ergibt im Beispiel 28,5%

- Klassisches PIT-Kriterium:
 - Rendite > Kapitalkosten?
 - Im Beispiel: 28,5% > 10% erfüllt

Investition des verfügbaren Kapitals (Neu+Alt-Sunk)	70
Rückfluss bei Kapitalzufuhr	90
Rendite	28,5%

Rationaler Investor ignoriert versunkene Investitionen;
dann Anwendung des klassischen PIT auf eingesetztes
Kapital möglich

2. Ökonomische Diskussion

e. Vorschlag: PIT bei Alt-Investitionen

1. Bestimmung Rückfluss bei Kapitalzufuhr
 - Wird für jeden PIT benötigt
2. Neu: Bestimmung eingesetztes Kapital:
 - Umfang der notwendigen Kapitalzufuhr
 - Höhe der rückholbaren (nicht-versunkenen) Alt-Investitionen
3. Klassisches PIT-Kriterium:
 - Z.B. Nettogegenwartswert (NPV) der Investition > 0 ?
 - Gegenwartswert der Rückflüsse $>$ Gegenwartswert des eingesetzten Kapitals?
 - Wenn ja, keine Beihilfe

Privat-Investor-Test auch bei Alt-Investitionen (modifiziert)
anwendbar

Keine Notwendigkeit für Privat-Kreditoren-Test

3. Literatur

- 1 Urteil des Gerichts der Europäischen Union vom 15. September 2016 (T-386/14), FIH Holding A/S, FIH Efhvervsbank A/S v Europäische Kommission.
- 2 Siehe z.B. z.B. Copeland/Weston, *Financial Theory and Corporate Policy*, 4th edition, Pearson Education Limited 2014.
- 3 Siehe z.B. Friederiszick, H.W. und M. Tröge, *Applying the Market Economy Investor Principle to State Owned Companies – Lessons Learned from the German Landesbanken Cases*; Competition Policy Newsletter, Number 1, Spring 2006.
- 4 Siehe z.B. Slocock, B., *The Market Economy Investor Principle*, Competition Policy Newsletter, Number 2, June 2002, oder Montanana, N.A., *About the Principle of Private Creditor and the Concept of New State Aid*, EStAL 4|2013.
- 5 Siehe Nitsche, R., C. Milde und U. Soltész, *Eigentümereffekt und versunkene Investitionen, Der Private Investor Test im Lichte früherer Kapitalzuführungen*, EuZW, Heft 11/2012.
- 6 Vgl. McAfee, R.P., H.M. Mialon, und S.H. Mialon, *Do Sunk Costs Matter?*, Economic Inquiry 48 (2), April 2010.



Kontakt

Dr. Christopher Milde
Associate Director

NERA
ECONOMIC CONSULTING

Unter den Linden 14

10117 Berlin, Germany

Tel: +49 30 700 1506 90

Fax: +49 30 700 1506 99

christopher.milde@nera.com