

21. September 2020

WIRTSCHAFTSSTABILISIERUNGSFONDS – EIN AUSBLICK

Nachdem am 9. September 2020 die Anleihegläubiger ihre Zustimmung erteilt haben, ist der Reisekonzern TUI nach der Lufthansa das zweite prominente deutsche Unternehmen, dem der von der Bundesregierung ins Leben gerufene Wirtschaftsstabilisierungsfonds ("WSF") zur Überwindung von durch die COVID-19 Pandemie hervorgerufenen Liquiditätsengpässen finanzielle Unterstützung gewährt. Der WSF soll solchen Unternehmen helfen, deren Bestandsgefährdung erhebliche Auswirkungen auf die Wirtschaft, die technologische Souveränität, die Versorgungssicherheit, kritische Infrastrukturen oder den Arbeitsmarkt hätte.

I. Hintergrund

Der WSF ist nach dem Vorbild des Sonderfonds Finanzmarktstabilisierung konzipiert, welcher 2008 während der Finanzkrise mit dem Ziel gegründet wurde, das Vertrauen in das Finanzsystem wiederherzustellen und dieses zusätzlich zu stabilisieren. Er bietet zeitlich begrenzte Stabilisierungsmaßnahmen an, die je nachdem, ob Eigen- oder Fremdkapitalinstrumente zum Einsatz kommen, bis Ende diesen oder nächsten Jahres gewährt werden können. Das hierfür vorgesehene Volumen beträgt insgesamt EUR 600 Mrd., wobei

- EUR 400 Mrd. für Garantien des Bundes,
- EUR 100 Mrd. für Rekapitalisierungen und weitere
- EUR 100 Mrd. für die Refinanzierung des ebenfalls zur Krisenbewältigung eingesetzten KfW-Sonderprogramms 2020

reserviert sind.

Das Bundesministerium für Wirtschaft und Energie geht nach eigenen Angaben derzeit nicht davon aus, dass die zur Verfügung gestell-

ten Mittel in Gänze ausgeschöpft werden. Bereits jetzt liegen aber neben Anfragen aus dem volatilen Markt viele Anfragen aus der Start-Up Szene sowie der Tourismusbranche vor.

Aufgrund der beihilferechtlichen Relevanz erteilte die Europäische Kommission am 8. Juli 2020 nach sehr intensiven Verhandlungen und unter sehr detaillierten Vorgaben, insbesondere im Bereich des Pricing der einzelnen Instrumente, die Zustimmung für die Hilfsmaßnahmen.

II. Zugangsvoraussetzungen zum WSF

Nicht für alle Unternehmen wird der WSF in Frage kommen. Ähnlich wie bei anderen Hilfsprogrammen müssen bestimmte Zugangsvoraussetzungen erfüllt sein; insbesondere darf das Unternehmen vor dem 31. Dezember 2019 kein "Unternehmen in Schwierigkeiten" gewesen sein.

Ein Unternehmen ist unter anderem dann in Schwierigkeiten, wenn es Gegenstand eines Insolvenzverfahrens ist, die im innerstaatlichen Recht vorgesehenen Voraussetzungen für die Eröffnung eines Insolvenzverfahrens vorliegen oder mehr

als die Hälfte des gezeichneten Stammkapitals infolge aufgelaufener Verluste verlorengegangen ist (Artikel 2 Nr. 18 der Verordnung (EU) Nr. 651/2014)

Die Finanzierungsschwierigkeiten müssen vielmehr durch COVID-19 Pandemie hervorgerufen worden sein. Die bisherige Praxis zeigt, dass sehr kritisch geprüft wird, ob die Schwierigkeiten des antragstellenden Unternehmens tatsächlich auf die COVID-19 Pandemie zurückzuführen oder nicht vielmehr struktureller Natur sind. Weitere Voraussetzung ist eine positive Fortführungsprognose für die Zeit nach der COVID-19 Pandemie. Es darf also kein ungedeckter Finanzbedarf laut Mittelfristplanung vorliegen.

Für Startups, die häufig ein negatives EBITDA aufweisen, wird es nach Angaben des Bundesministeriums für Wirtschaft und Energie im Ermessen des WSF-Ausschusses stehende Ausnahmen geben.

Das Hilfsprogramm des WSF greift ohnehin nur, wenn es keine anderweitigen Finanzierungsmöglichkeiten gibt oder diese nicht ausreichen. Dies ist vor allem dann der Fall, wenn die Gesellschafter, der Markt (Banken oder etwaige andere Finanzierungspartner) oder andere alternative Hilfsprogramme von Bund und Ländern nicht zur Verfügung stehen. Der WSF kann zudem andere Programme wie das KfW-Sonderprogramm 2020 ergänzen.

Grundsätzlich richtet sich der WSF an Unternehmen,

- deren Bilanzsumme größer als EUR 43 Mio. ist,
- deren Umsatzerlöse höher als EUR 50 Mio. im Jahr sind und
- die im Jahresdurchschnitt mehr als 249 Mitarbeiter im Jahr beschäftigen.

Das beantragende Unternehmen muss mindestens zwei der drei vorgenannten Zugangsvoraussetzungen erfüllen, und zwar in den letzten beiden bilanziell abgeschlossenen Geschäftsjahren vor dem 1. Januar 2020. Bei der Berechnung können auch Tochtergesellschaften einbezogen werden. Auch Unternehmen, die im Ausland aktiv sind, sind antragsberechtigt.

Damit haben neben Großkonzernen grundsätzlich auch größere mittelständische Unternehmen Zugang zum WSF. Selbst wenn die Größenkriterien im Einzelfall nicht erfüllt sind, liegt es aufgrund einer Öffnungsklausel im Wirtschaftsstabilisierungsgesetz im Ermessen des WSF-Ausschusses, bestimmten Unternehmen ausnahmsweise gleichwohl Unterstützung aus den Töpfen des WSF zu gewähren. Voraussetzung ist, dass es sich bei dem beantragenden Unternehmen um ein Unternehmen aus dem im § 55 Außenwirtschaftsverordnung aufgeführten Sektoren handelt oder es von vergleichbarer Bedeutung für Sicherheit oder Wirtschaft ist. Dies ist vor allem bei Unternehmen der Fall, die im Bereich kritischer Infrastrukturen, z. B. Energie, Verkehr, Gesundheit, Wasser, Luft- und Raumfahrt tätig sind.

Kritische Infrastrukturen (KRITIS) sind Organisationen oder Einrichtungen mit wichtiger Bedeutung für das staatliche Gemeinwesen, bei deren Ausfall oder Beeinträchtigung nachhaltig wirkende Versorgungsengpässe, erhebliche Störungen der öffentlichen Sicherheit oder andere dramatische Folgen eintreten würden.

Über gleichen Ermessensspielraum verfügt der WSF-Ausschuss bei Startups, die seit dem 1. Januar 2017 von privaten Investoren in mindestens einer abgeschlossenen Finanzierungsrunde mit einem Unternehmenswert von mindestens EUR 50 Mio. (post money) bewertet wurden. In diesem Fall stehen aber nur Eigenkapitalinstrumente als Hilfsmaßnahmen zur Verfügung.

Die Antragsstellung erfolgt beim Bundesministerium für Wirtschaft und Energie über eine Onlineplattform (<https://wsf-antrag.pwc.de/antragsformular/>), via E-Mail oder postalisch.

Grundsätzlich besteht kein Anspruch auf Gewährung etwaiger Hilfsmaßnahmen. Allerdings wird der WSF folgende Eckpunkte im Rahmen seiner Ermessensentscheidung berücksichtigen:

- Bedeutung des Unternehmens für die Wirtschaft Deutschlands
- Dringlichkeit
- Auswirkungen auf den Arbeitsmarkt und den Wettbewerb
- Grundsatz des sparsamen und wirtschaftlichen Einsatzes der Mittel des WSF.

III. Maßnahmen im Allgemeinen

Dem WSF steht ein bunter Strauß von Maßnahmen zur Verfügung, die von Fremdkapitalinstrumenten über Garantien bis zu einer direkten Beteiligung reichen. Hybridmaßnahmen können ebenfalls im Einzelfall eine Rolle spielen, jedoch nur bei größeren individuellen Strukturierungen. Grob unterschieden werden kann zwischen:

- Garantien des Bundes zur Absicherung von Krediten, einschließlich Kreditlinien und Kapitalmarktprodukten im Fremdkapitalbereich; sowie
- Rekapitalisierungen zur direkten Stärkung des Eigenkapitals.

Für Garantien und sonstige Gewährleistungen für Bankkredite sowie für Rekapitalisierungen bis zu einem Volumen von EUR 100 Mio. gelten im WSF standardisierte Konditionen. Eine über dieses Volumen hinausgehende Gewährung von Maßnahmen erfolgt durch eine individuelle Strukturierung (Lufthansa-Beispiel).

Nicht ausgeschlossen ist außerdem eine Kombination beider Stabilisierungsinstrumente. Besonders bei großen und individuellen Strukturierungen ist eine Kombination aus Fremd- und Eigenkapitalmaßnahmen Standard.

In der Praxis ist aus Effizienzgründen zu empfehlen, dem WSF mit Antragstellung einen Vorschlag bezüglich der gewünschten Stabilisierungsmaßnahmen zu unterbreiten.

Zwar ist es Ziel des WSF, den Unternehmen in der Corona-Krise über Finanzierungsschwierigkeiten hinwegzuhelfen, das Ministerium betont jedoch auch, dass dies nicht ohne eine marktgerechte Gegenleistung erfolgen kann.

1. Fremdkapitalmaßnahmen

Als Fremdkapitalmaßnahmen stehen Garantien des Bundes zur Absicherung von Krediten, einschließlich Kreditlinien, und von Kapitalmarktprodukten wie Anleihen zur Verfügung. Hauptinstrument der Fremdkapitalmaßnahmen ist die Bürgschaft. Das Unternehmen muss bereits eine Bank an seiner Seite haben, welche zur Kreditgewährung bereit ist. Der WSF selbst fungiert nicht als Bank und vergibt daher auch keine Kredite, sondern dient lediglich als Bürge für den Kredit einer Privatbank. Im Unterschied zum KfW-Sonderprogramm für größere Unternehmen (vgl. hierzu [Mandanteninformation KfW Corona-Hilfen](#)) gewährt der WSF mit einer Ausfallbürgschaft eine Risikoabsicherung von 90 % (statt 80 %). Im Verhältnis zu Landes- und Bundesbürgschaften ist zwar das übernommene Risiko von 90 % identisch, jedoch decken die Landes- und Bundesbürgschaften nicht jeden Fall ab. In manchen Fällen können die Bundesländer die finanziell erforderliche Summe auch nicht stemmen.

Der WSF sieht eine de-minimis Schwelle von EUR 5 Mio. vor. Maximal kann (i) ein Volumen in Höhe des Doppelten der Lohn- und Gehaltszahlungen einschließlich Sozialabgaben, (ii) 25 % der Umsatzerlöse des Kreditnehmers

in 2019 oder (iii) der Finanzbedarf der kommenden zwölf Monate gewährt werden. Die Laufzeit beträgt maximal fünf Jahre.

In der Praxis sollte bei der Beantragung von Bürgschaften darauf geachtet werden, den genauen Finanzierungsbedarf zu beziffern und eine entsprechende mittelfristige Liquiditätsplanung vorzulegen. Die Nennung einer konkreten Summe schließt nicht aus, dass weitere Mittel beantragt werden. Insbesondere bei einer Verschärfung der COVID-19 Pandemie kann der tatsächliche Finanzierungsbedarf noch angepasst werden.

Im ersten Jahr fallen mindestens 0,5 % Bürgschaftsprovision an, die sich kontinuierlich steigern, bis zu mindestens 2,0 % Provision ab dem vierten Jahr. Neben der Bürgschaftsprovision wird im Einzelfall vom WSF zu entscheiden sein, ob aufgrund der finanziellen Risikolage ein höheres Bürgschaftsentgelt fällig ist.

Ansonsten bestehen die üblichen Rahmenbedingungen, die bereits von anderen Hilfsprogrammen bekannt sind. Darüber hinaus müssen beihilferechtliche Beschränkungen beachtet werden, die zum Tragen kommen, sofern es sich um einen Finanzierungsbedarf über EUR 100 Mio. handelt. Dies dient dem Ziel, Wettbewerbsverzerrungen zu vermeiden.

2. Eigenkapitalmaßnahmen

Neben Fremdkapitalinstrumenten sieht das Wirtschaftsstabilisierungsfondsgesetz auch Rekapitalisierungsinstrumente vor, welche jedoch nur zur Anwendung kommen, wenn bei krisenbedingtem Verlust von Eigenkapital die Zufuhr von Nachrangkapital oder Eigenkapital erforderlich ist, um die Kreditfähigkeit des Unternehmens wiederherzustellen. Die Notwendigkeit ist vor allem dann gegeben, wenn das Unternehmen nicht in der Lage ist, die für die Sicherstellung der Liquidität und des Fortbestandes des Unternehmens erforderlichen Mittel am Markt zu beschaffen.

Das Unternehmen wird in geeigneter Weise nachweisen müssen, dass es die erforderlichen Mittel, die es zur Wiederherstellung der eigenen Kreditfähigkeit benötigt, nicht am Markt erhalten hat.

Ziel des WSF ist, das Unternehmen durch die Hilfsmaßnahmen planerisch so aufzustellen, dass es sich wieder selbstständig an den Fremdkapitalmärkten bewegen kann.

Insbesondere im Rahmen einer individuellen Strukturierung kann ein breites Spektrum von Eigenkapital- oder hybriden Finanzierungsinstrumenten zum Einsatz kommen. Zwar hat die Europäische Kommission das Regelwerk des WSF genehmigt; sie hat aber hinsichtlich spezifischer Finanzierungsinstrumente (siehe unten) sehr konkrete Pricing- und andere Vorgaben gemacht. Der zur Verfügung stehende Katalog ist insoweit begrenzt auf:

- Nachrangdarlehen
- Nachrangdarlehen mit Wandlungsrecht
- Stille Beteiligungen nach HGB oder IFRS
- Direkte Beteiligungen mit Gewinnvorzug oder in Form von Stammaktien

Grundsätzlich kann von den Vorgaben auch abgewichen werden. Bei Finanzierungsinstrumenten über EUR 250 Mio. ist ohnehin eine Einzelfallnotifizierung gegenüber der Europäischen Kommission erforderlich.

Der WSF soll jedoch nicht nur in den schlechten Jahren beteiligt werden, sondern er soll durch seinen Hilfsbeitrag auch in positiven Jahren am Erfolg des Unternehmens partizipieren können.

Gerade bei Startups wird dies bedeuten, dass Finanzinstrumente mit Wandlungsrecht eingesetzt werden.

Standardprodukt im Bereich der Eigenkapitalmaßnahmen ist entsprechend den Vorgaben

der Europäischen Kommission die typische stille Beteiligung in Höhe bis zu EUR 100 Mio. Sie ist im Einzelfall begrenzt auf den Betrag, der erforderlich ist, um den COVID-19-bedingten Eigenkapitalverzehr zu kompensieren. Sie kann für Betriebsmittel und/oder Investitionen genutzt werden. Die Laufzeit beträgt maximal sieben Jahre (bei börsennotierten Unternehmen sechs Jahre). Der WSF wird durch Gewinnbeteiligung per Festkupon vergütet. Dieser steigt von 4,0 % im ersten Jahr auf 4,5 % im zweiten und dritten Jahr, auf 5,0 % im vierten und fünften Jahr, auf 7,0 % im sechsten und siebten Jahr sowie auf 9,5 % in den Folgejahren an. Voraussetzung für die Auszahlung ist, dass das Unternehmen ein positives Jahresergebnis vorweisen kann, ansonsten entsteht später eine Nachzahlungspflicht gegenüber dem WSF. Die Gewährung einer typischen stillen Beteiligung erfolgt bis zum 30. Juni 2021.

Bedacht werden sollte, dass bei einer Rückführung die gesamte Beteiligung sowie alle bis dahin aufgelaufenen Kuponzahlungen auf einmal zu leisten sind.

IV. Stabilisierungspakete für den volatilen Markt

1. Die "Lufthansa Rettung"

Bislang prominentestes Beispiel für eine individuelle Strukturierung ist die Lufthansa-Rettung mit einem Hilfspaket von insgesamt EUR 9 Mrd. Durch die COVID-19 Pandemie kam das Geschäft der Lufthansa mit Ausnahme des Luftfrachtverkehrs fast zum Erliegen. Der Lufthansa stand nach eigenen Angaben keine andere Finanzierungsmöglichkeit in Form von Fremdkapital oder Eigenkapital zur Verfügung, sodass sie auf staatliche Hilfen angewiesen war. Die Aktionäre der Lufthansa stimmten mit klarer Mehrheit (98,04 %) für die Kapitalerhöhung,

durch die der WSF mit einer 20 % Beteiligung bei der Lufthansa einsteigt.

a. Im Einzelnen:

Das Hilfspaket für die Lufthansa besteht neben einer syndizierten Kreditfazilität in Höhe von bis zu EUR 3 Mrd. aus Stabilisierungsmaßnahmen des WSF in Höhe von ca. EUR 6 Mrd.

Der WSF beteiligt sich durch eine Kapitalerhöhung in Höhe von EUR 306.044.326,40 (119.548.565 Aktien) unter Ausschluss des Bezugsrechts der Aktionäre zu 20 % an der Gesellschaft. Der WSF hat sich dazu verpflichtet, seine Stimmrechte bei gesellschaftsnahen Beschlüssen wie der Wahl eines Abschlussprüfers, Billigung von Vergütungssystemen und Maßnahmen zur Geschäftsführung nicht auszuüben, solange die Beschlüsse im Einklang mit den beihilferechtlichen Auflagen stehen.

Weiter hat der WSF eine nicht zustimmungspflichtige nachrangige, jedoch im Verhältnis zu anderen Eigenkapitalgebern vorrangige, stille Einlage in Höhe von EUR 4.693.955.673,60 erworben. Der WSF erhält hierfür eine Gewinnbeteiligung, welche in Form eines Festkupons mit aufsteigender Zinsrate im ersten Jahr von 4,0 % berechnet wird und sich wie zuvor beschrieben bis ins Jahr 2027 auf 9,5 % steigert (stille Einlage I).

Zur Erschwerung etwaiger Übernahmeversuche wurde dem WSF eine weitere stille Einlage in Höhe von EUR 102.014.776,32 mit Wandlungsrecht und entsprechender bedingter Kapitalerhöhung im Fall einer Übernahmeentscheidung im Sinne des § 10 WpÜG oder im Falle einer Kontrollerrlangung nach §§ 35 WpÜG in Verbindung mit § 29 WpÜG eingeräumt (stille Einlage II-A).

Der WSF erwarb darüber hinaus noch eine dritte stille Einlage in Höhe von EUR 897.985.223,68, welche dem WSF mit entsprechend beschlossener bedingter Kapitalerhöhung ein weiteres Umtauschrecht zum Zwecke des Verwässerungsschutzes gewährt (stille Einlage II-B).

Im Übrigen ist der WSF durch zwei Mandate im Aufsichtsrat vertreten, wobei eines der Mitglieder ebenfalls Mitglied des Prüfungsausschusses des Aufsichtsrats wird.

b. Einflussnahme, zeitliche Beschränkung und Auflagen

Um eine zu große staatliche Einflussnahme zu vermeiden, bewegt sich das Hilfspaket der Bundesregierung zunächst unterhalb der Schwelle einer Sperrminorität, mit der wichtige Entscheidungen blockiert werden könnten. Der dafür nötige Aktienanteil von 25 % plus einer weiteren Aktie soll als Option erst hinzugekauft werden, wenn zum Beispiel eine feindliche Übernahme droht. In diesem Fall kann der WSF die stille Einlage II-A in Aktien umtauschen.

Die Einflussnahme durch den WSF soll zeitlich begrenzt sein; abhängig vom Eintritt bestimmter Voraussetzungen soll auf eine Veräußerung der Anteile bis 2024 hingewirkt werden. Jedenfalls soll die Stabilisierungsmaßnahme binnen sechs Jahren (2026) beendet werden.

Zwar erteilte die EU-Kommission ihre Zustimmung, knüpfte diese jedoch an Bedingungen zur Vermeidung von Wettbewerbsverzerrungen.

Im Übrigen bestehen Auflagen wie Einschränkungen bei der Organvergütung sowie ein Verbot der Dividendenausschüttung an andere Zahlungsempfänger als den WSF.

Die jeweiligen Auflagen, die das Unternehmen zu erfüllen hat, werden im Wesentlichen von dessen Stärke und Marktpräsenz und zudem davon abhängig sein, inwieweit Hilfsmaßnahmen wettbewerbsverzerrenden Charakter hätten.

2. Stabilisierungspaket für die TUI-Gruppe

Bereits Ende März hatte TUI als erster deutscher Großkonzern eine Zusage über einen KfW-Kredit in Höhe von EUR 1,8 Mrd. erhalten.

Im August verständigten sich TUI und die KfW, die bestehende KfW-Tranche um weitere EUR 1,05 Mrd. aufzustocken. Problematisch war dabei, dass die Bedingungen der im nächsten Jahr fälligen Anleihe eine Begrenzung der zukünftigen Finanzverschuldung vorsah, welche durch das neue Hilfspaket überschritten worden wäre. Um die Aufstockung vornehmen zu können, musste eine Anpassung der im Oktober 2021 fälligen Anleihe durch die Anleihegläubiger vorgenommen werden. Diese stimmten der Begrenzung zwar am 9. September zu, jedoch nicht ohne selbst Bedingungen zu fordern. Der Zinssatz der Anleihe erhöht sich ab Oktober 2020 von 2,125 % auf 9,5 %. Zudem verpflichtet sich TUI zur (teilweisen) Rückzahlung der Anleihe zu einem früheren Zeitpunkt, sofern weitere Finanzhilfen in Anspruch genommen werden.

Neben der Aufstockung des Konsortialkredits umfasst das Hilfspaket eine Wandelschuldverschreibung in Höhe von EUR 150 Mio., die durch den WSF gezeichnet wird. Die Wandelschuldverschreibung hat eine anfängliche Laufzeit von sechs Jahren mit einer Verzinsung in Höhe von 9,5 % p.a. Eine vollständige Wandlung der Schuldverschreibung entspräche einer Beteiligung an TUI von bis zu 9 %.

Zusätzlich zu den Beschränkungen im Rahmen des existierenden KfW-Kredits, wie z. B. dem faktischen Verzicht der TUI auf Dividendenzahlungen und einer Beschränkung von Aktienrückkäufen, ist die Stabilisierungsmaßnahme durch den WSF mit weiteren Einschränkungen verbunden, die so lange gelten, so lange der WSF investiert bleibt, u. a. betrifft dies Investitionen in andere Unternehmen und die Vergütung von Vorstandsmitgliedern.

Das Stabilisierungspaket soll die TUI stärken, um zum einen die kommende Wintersaison 2020/2021 zu überbrücken und gegebenenfalls weitere Reisebeschränkungen und Beeinträchtigungen im Zusammenhang mit COVID-19 abfedern.

MANDANTEN INFORMATION

SZA
SCHILLING, ZUTT & ANSCHÜTZ

Diese Mandanteninformation beinhaltet lediglich eine unverbindliche Übersicht über das in ihr adressierte Themengebiet. Sie ersetzt keine rechtliche Beratung. Als Ansprechpartner zu dieser Mandanteninformation und zu Ihrer Beratung stehen gerne zur Verfügung:



DR. STEPHAN BRANDES,
PARTNER
T +49 69 9769601-251
F +49 69 976 9601-252
Stephan.Brandes@sza.de
www.sza.de



ELA RABENAU,
ASSOCIATE
T +49 69 9769601-455
F +49 69 976 9601-252
Ela.Rabenau@sza.de
www.sza.de

FRANKFURT

SZA Schilling, Zutt & Anschütz
Rechtsanwalts-gesellschaft mbH
Taunusanlage 1
60329 Frankfurt a. M.
T +49 69 9769601-0
F +49 69 9769601-102

MANNHEIM

SZA Schilling, Zutt & Anschütz
Rechtsanwalts-gesellschaft mbH
Otto-Beck-Straße 11
68165 Mannheim
T +49 621 4257-0
F +49 621 4257-280

MÜNCHEN

SZA Schilling, Zutt & Anschütz
Rechtsanwalts-gesellschaft mbH
Maximilianstraße 30a
80539 München
T +49 89 4111417-0
F +49 89 4111417-280

BRÜSSEL

SZA Schilling, Zutt & Anschütz
Rechtsanwalts-gesellschaft mbH
Square de Meeûs 23
1000 Brüssel, Belgien
T +32 2 8935-100
F +32 2 8935-102