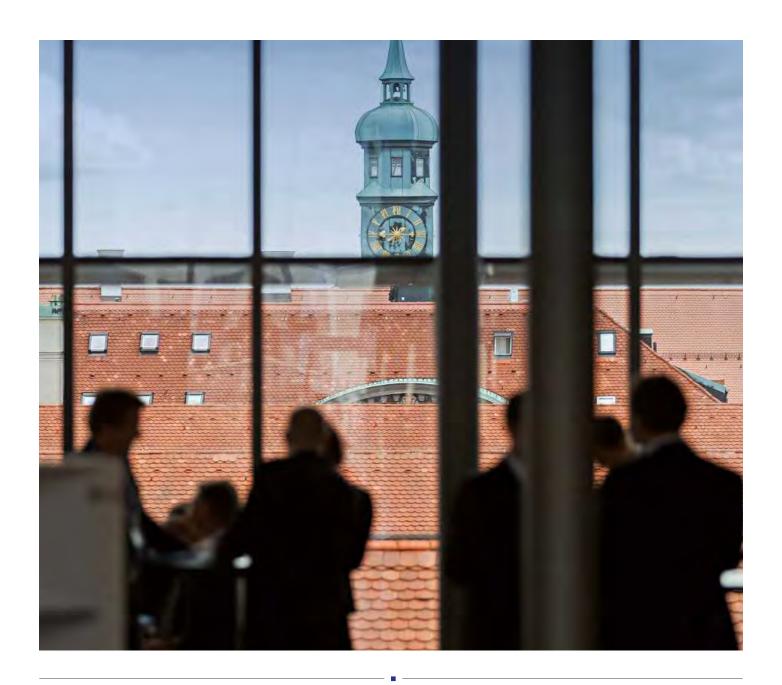
DAS MAGAZIN ZUR MUPET-KONFERENZ VON P+P PÖLLATH + PARTNERS



"Die letzte Nullzinsphase dauerte 20 Jahre"

Prof. Dr. Reinhard Pöllath im Interview

Zeit zum Ernten, nicht zum Säen Aktuelle Marktentwicklungen bei M&A-Transaktionen

Gute Zeiten für Kreditnehmer

Akquisitionsfinanzierungen im aktuellen Marktumfeld

ESG-Compliance

Neue Herausforderungen für Private-Equity-Fonds

Der Sekundärmarkt

Einsatz von Leverage bei Fund Secondaries

Vertragsbedingungen

Aktuelle Entwicklungen bei Private-Equity-Fonds

Das MUPET-Magazin, das wir in diesem Jahr erstmals unter dem Titel "Private Equity" veröffentlichen, erscheint zum sechsten Mal anlässlich der Fachtagung Munich Private Equity Training. Auf der MUPET berichten Spezialisten aus dem In- und Ausland über neueste Entwicklungen im Bereich Private Equity. Durchgeführt wird die MUPET von der P+P Training GmbH.

Weitere Infos sowie die digitale Version des Magazins finden Sie unter www.pptraining.de.

Über P+P Pöllath + Partners

P+P Pöllath + Partners ist mit 34 Partnern und insgesamt mehr als 115 Anwälten und Steuerberatern an den Standorten Berlin, Frankfurt und München tätig. Die Sozietät konzentriert sich auf High-End-Transaktions- und Vermögensberatung. P+P-Partner begleiten regelmäßig M&A-, Private-Equity- und Immobilientransaktionen aller Größen. P+P Pöllath + Partners hat sich darüber hinaus eine führende Marktposition bei der Strukturierung von Private-Equity- und Real-Estate-Fonds sowie in der steuerlichen Beratung erarbeitet und genießt einen hervorragenden Ruf in den Bereichen Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht sowie Vermögens- und Nachfolgeplanung für Familienunternehmen und vermögende Privatpersonen. P+P-Partner sind als Mitglieder in Aufsichts- und Beiräten bekannter Unternehmen tätig und regelmäßig in nationalen und internationalen Rankings als führende Experten in ihren jeweiligen Fachgebieten gelistet. Weitere Informationen, auch zu unserer Pro-bono-Arbeit und den P+P-Stiftungen, finden Sie auf unserer Internetseite www.pplaw.com.

P+P Pöllath + Partners
Rechtsanwälte | Steuerberater

From Grexit to Brexit

Dr. Frank Thiäner (P+P)



s war wie ein Déjà-vu: Vor gut einem Jahr berieten während der MUPET 2015 die EU-Finanzminister in Luxemburg darüber, ob Griechenland weitere EU-Hilfen erhalten sollte. Diese zu verweigern hätte wohl zu einem Ausscheiden der Griechen aus der Gemeinschaftswährung geführt. Der Grexit

hing damals wie ein Damoklesschwert über unserer Konferenz, und niemand traute sich vorherzusagen, wie sich unser Geschäft, Private

Equity, in diesem Worst Case entwickeln würde. Von einem zweiten Lehman Brothers war die Rede.

In diesem Jahr war es nicht viel anders: Genau eine Woche nach der MUPET stand in Großbritannien das Referendum über das Ausscheiden aus der Europäischen Union auf der Tagesordnung. Der Ausgang ist bekannt. Gleichwohl hielt sich die Aufregung über diesen drohenden Worst Case auf der MUPET 2016 in Grenzen. Vielleicht haben sich die Teilnehmer an solche Schreckensszenarien gewöhnt, vielleicht ist es die Ohnmacht angesichts der eigenen Einflusslosigkeit, vielleicht aber auch die Erkenntnis aus der letzten Finanzkrise, dass sich auch die Private-Equity-Welt nach einem solchen Ereignis weiterdrehen wird.

Für unseren Key Note Speaker Prof. Dr. Reinhard Pöllath bedeuten die Folgen dieser Krise die Rückkehr zur historischen Normalität. Nicht

weil solche Krisen und ihre Folgen normal wären, sondern allein weil der nüchterne Blick auf die Zinsentwicklung über Jahrzehnte lehrt, dass eine Rendite von mehr als 3,5 % bis 4 % p.a. auf Dauer unrealistisch ist und daher die Zeiten von Renditen jenseits der 15 % p.a. irgendwann enden müssen (siehe dazu das Interview mit Prof. Dr. Pöllath auf Seite 7). Ob der Brexit das vorläufige Ende der Hochrenditephase im Segment Private Equity eingeläutet hat, bleibt abzuwarten.

Von Endzeitstimmung war auf der MUPET jedenfalls nichts zu spüren. Zwar schienen die zahlreichen unbewältigten Krisen unserer Zeit – Chinakrise, Ölpreisverfall, unbewältigte EU-Finanzkrise, kriegerische Auseinandersetzungen in Syrien und der Ukraine, politischer Rechtsruck im Westen wie im Osten – in den Köpfen der Konferenzteilnehmer durchaus präsent zu sein. Euphorisierend wirkten sich dagegen die hohe Verfügbarkeit von Eigen- und Fremdkapital und die dadurch angeheizte Transaktionsdynamik der letzten Monate aus. Wann und wie sich die hieraus entstehende Spannung zwischen den zunehmend ungewissen Zukunftsaussichten der Businesspläne einerseits und den

unentwegt steigenden Kaufpreisen für die betreffenden Unternehmen andererseits entlädt, wird sich zeigen.

Die Diskussion über Private Equity wird derzeit von der zunehmenden Regulierung dominiert. Daher bildeten die EU-rechtlichen Regulierungsbemühungen für geschlossene Fonds und Europäische Risikokapitalfonds (EuVECA) sowie die Erfahrungen mit der AIFM-Richtlinie und dem Kapitalanlagegesetzbuch wie auch die regulatorischen Anforderungen an Versicherer und Produktanbieter bei alternativen

Investments einen weiteren Schwerpunkt der Konferenz (siehe dazu die Zusammenfassung der Podiumsdiskussion auf Seite 43 und die Beiträge Seite 45 ff.).

Auch das Steuerrecht bot in diesem Jahr wieder ausreichend Stoff für Diskussionen und Workshops: Hier standen vor allem die Entwicklung bei der Betriebsstättenproblematik, insbesondere vor dem Hintergrund der BEPS-Initiative der OECD, sowie die Investmentsteuerreform und nicht zuletzt die Reform der Erbschaftssteuer, die bekanntlich vor allem für Inhaber von klein- und mittelständischen Unternehmen von erheblicher Bedeutung ist, im Vordergrund (siehe dazu den Beitrag Seite 77 f.).

Abgerundet wurde die Konferenz durch die Workshopberichte zu zahlreichen weiteren Themen, die zum Tagesgeschäft von Private Equity

Professionals gehören, z.B. aktuelle Fund Terms and Conditions, Secondary-Fund-Transaktionen, Betriebsprüfungen bei Private-Equity-Fonds, Akquisitionsfinanzierung, Managementbeteiligungen, Post M&A Arbitration, ESG-Compliance, Datenschutz bei M&A-Transaktionen und die aktuelle Risikoverteilung beim Umgang mit Kartellvorbehalten.

Mehr zu diesen und anderen aktuellen Themen, die Private Equity Professionals derzeit bewegen, finden Sie in dieser sechsten Ausgabe des MUPET-Magazins, das in diesem Jahr erstmals unter seinem neuen Titel erscheint: "Private Equity".

Liebe Leserinnen, liebe Leser, ich wünsche Ihnen viel Freude bei der Lektüre!



Inhalt

7 "Die letzte Nullzinsphase dauerte 20 Jahre"

Prof. Dr. Reinhard Pöllath, Gründungspartner von P+P und u.a. Vorstandssprecher der Max-Planck-Förderstiftung, im Interview

M&A

13 Zeit zum Ernten, nicht zum Säen

Aktuelle Marktentwicklungen bei M&A-Transaktionen von Private-Equity-Investoren

17 Quo vadis, Leaver Scheme?

Eine Bestandsaufnahme der Besteuerung von Managementbeteiligungen

19 Gute Zeiten für Kreditnehmer

Akquisitionsfinanzierungen im aktuellen Marktumfeld

23 MMVO – ein neues Kapitalmarktregime?

Auswirkungen der EU-Marktmissbrauchsverordnung

- 27 **Post M&A Arbitration**
- 29 **Insolvenz als Chance**

Sicherung des Unternehmenskaufs durch vorinsolvenzliche Investmentstrategien

32 **ESG-Compliance**

Neue Herausforderungen für Private-Equity-Fonds

35 **Big Data – das neue Öl?**

Datenschutz bei M&A-Transaktionen mit Private-Equity-Beteiligungen

38 Risikoverteilung bei Kartellvorbehalten

PRIVATE FUNDS

43 Auf dem Weg zur Kapitalmarktunion

EU-rechtliche Entwicklungen und ihre Auswirkungen auf geschlossene Fonds

45 Der Sekundärmarkt

Einsatz von Leverage bei Fund Secondaries

- 19 Legal and Practical Issues under the AIFMD
- 52 Terms and Structure of Debt Funds
- 54 Im Zeitalter von Solvency II

Neue Regeln für Beteiligungen an Private-Equity-Fonds

57 Regulierungen

Aktuelle Entwicklungen bei der Investmentsteuerreform, geschlossenen AIF und der Umsatzsteuerbefreiung für die Verwaltung von Investmentvermögen

60 EuVECA

Ein Update für Manager von Venture-Capital-Fonds

63 Vertragsbedingungen

Aktuelle Entwicklungen bei Private-Equity-Fonds

TAX

- 68 Aktuelle Brennpunkte bei Real-Estate-Transaktionen
- 71 **Verschärfung der Rechtslage**Änderungen bei der Besteuerung

Änderungen bei der Besteuerung von Betriebsstätten

- 74 **Betriebsprüfungen bei Private Equity Fonds**Eine Übersicht zu aktuellen Prüfungsschwerpunkten
- 77 **Erbschaftsteuerreform 2016** "Nicht alles bleibt beim Alten"

- 80 Impressionen vom P+P-Sommerfest 2016
- 86 Impressum/MUPET-Vorschau 2017



"Die letzte Nullzinsphase dauerte 20 Jahre"

Prof. Dr. Reinhard Pöllath gründete 1997 mit Kollegen die Kanzlei P+P Pöllath + Partners und ist unter anderem Vorstandssprecher der Max-Planck-Förderstiftung.

Wie kann man in der derzeitigen Nullzinswelt überhaupt noch Geld verdienen, Herr Professor Pöllath?

Investieren müssen wir jetzt wieder lernen. Oft sind uns Erträge in den vergangenen 30 Jahren in den Schoß gefallen, das verzerrt unsere Sicht auf die Dinge. Sind die Zinsen so niedrig wie jetzt, denken wir deprimiert an Niedergang. Dieser "Niedergang" aber ist ein Weckruf für alle.

Das müssen Sie erklären!

Für Kapitalanleger war es selten so einfach, gute Renditen zu erwirtschaften, wie in den vergangenen Jahrzehnten. Manchmal reichte es schon aus, sich klug zu verschulden. Das führte zu Investments, die zwar in sich schlüssig waren, sich aber abgekoppelt hatten vom Wirtschaftswachstum – und die genau dadurch Wachstumschancen bedroht und unterminiert haben. Jetzt sind die Zinsen unten angekommen und die Welt sieht deutlich realistischer aus. Das ist nicht per se schlecht. Nun zeigt sich, wer zu investieren versteht.

Weil vorher auch weniger kluge Investments respektable Renditen abwarfen?

Fragen Sie mal jemanden, ob er es im Fußball mit Mesut Özil oder in Astrophysik mit Stephen Hawking aufnehmen will. Aber mit Warren Buffett zu konkurrieren, das meinen wir alle zu können. Wir reden von Value at Risk, Asset Allocation und Endowment Investment. Das ist gut für die Psyche, da kommt Stolz auf.

Ist dieser Stolz angesichts erfreulicher Renditen nicht berechtigt? Glückliche Umstände haben hier eine ebenso gewichtige Rolle gespielt wie individuelles Können. John Maynard Keynes hat vor langer Zeit einen Blick auf das Jahr 2030 geworfen und gesehen: Wir werden

Fragen Sie mal jemanden, ob er es im Fußball mit Mesut Özil oder in Astrophysik mit Stephen Hawking aufnehmen will

leben wie die Lilien auf dem Felde und höchstens drei Stunden am Tag arbeiten – wenn wir das Bevölkerungswachstum ohne Kriege unter Kontrolle bringen und die Wissenschaft ihre Aufgaben erfüllt. Alles andere erledigt der Zinseszins. Das mit dem Krieg hat anfangs nicht geklappt, seit Ende des Zweiten Weltkriegs jedoch greift der Zinseszinseffekt. So hat sich mit der Zeit jede Menge Kapital gebildet.

Was ia nicht schlecht ist ...

Kommt drauf an, was man damit anfängt. Keynes rechnete damals mit einem durchschnittlichen Zins von 3,5 %. Der Wert war schon recht passend gewählt. Trotz einiger schwächerer Jahre lag der Zins, gemittelt über die letzten 140 Jahre, durchschnittlich über 4 %, nominal; ohne die eine Hochzinsperiode lag er unter 4% (siehe Grafik unten). Die Inflation hat die Realzinsen so manches Jahr ins Negative gezogen. Seit 1950 waren allerdings auch die Realzinsen eigentlich immer positiv.

Niemand weiß so genau, in was man investieren soll

Was sichere Zinsen und Zinseszinsen sicherte. Wäre ein Investment in Aktien lukrativer gewesen?

Auch bei Aktien war die Rendite über denselben Zeitraum ganz gut und lag nach Kosten bei rund 6%. Ein Delta von 4% auf 6% klingt nach wenig, bedeutet aber 50 % mehr als die Zinsrendite, und das wirkt sich beim Zinseszins gigantisch aus. Für diese Mehrrendite müssen natürlich die Volatilität und der Zickzack der Aktienmärkte in Kauf genommen werden: Seit 1880 sind die Börsen dreimal für jeweils länger als ein Jahrzehnt ins Minus gerutscht.

Wer langfristig plant, sollte also trotzdem den Zickzack der Börsen in Kauf nehmen?

Rendite verlangt Risiko, z.B. durch Laufzeit. Die risikofreie Rendite war immer allenfalls knapp über 0.

Ist die heutige Generation zu risikoscheu?

Wir haben den vernünftigen Umgang mit Risiken verlernt. Das hat damit begonnen, dass Paul Volcker als neuer Fed-Chef 1979 die Leitzinsen heraufsetzte, auf 15 %, um die Inflation in den USA in den Griff zu bekommen. Von diesem Höchststand aus sind die Zinsen im Laufe der Jahre allmählich gesunken. Das lässt sich nutzen: Wenn ich etwas

Entwicklung der Zinsen bei zehnjährigen US-Staatsanleihen von 1871 bis 2011

14%

12%

Source: Robert Shiller, Yale

fremdfinanziert habe, muss ich es nicht zurückzahlen, denn ich werde es wahrscheinlich billiger refinanzieren können – das nächste Mal ist der Zins dann ja niedriger. Das reduziert das Ausfallrisiko und freut die Darlehensgeber. Die kalkulieren das mit ein, versteht sich, und bewerten das Gut, um das es letztlich geht, dementsprechend. Damit steigt nicht nur der Wert der Schuldverschreibungen, sondern auch der Wert der Assets, die mit diesen Schulden finanziert werden – denn der Nächste kann sie höher bewerten, ohne negative Konsequenzen befürchten zu müssen.

Was ist daran schlimm?

Je mehr Schulden ich mache, desto stärker wächst das Bruttoinlandsprodukt, das BIP. Wenn dahinter wirklich Wirtschaftswachstum steht, ist das problemlos – aber wehe, wenn nicht. Mit Schulden in etwas zu investieren, was produziert: super. Doch genau das passierte zuletzt nicht. Niemand weiß so genau, in was man investieren soll. Es

"Information Premium" heißt: Ich verstehe mehr davon, und darum ist das Asset für mich mehr wert

fehlt ja gerade das Zutrauen in produktive Investments. Also kaufen Unternehmen ihre Aktien zurück und schütten reichlich Dividenden aus, mehr als Capex, das tut nicht weh und stärkt scheinbar den Wert des Eigenkapitals.

Es gibt ja Alternativen zur Börse, etwa den Private-Equity-Sektor ...

... den wir P+P'ler seit den frühen 1980er Jahren mitgemacht haben. Mit dem Sektor haben sich auch Endowments und ihre Asset Allocation ganz wunderbar entwickelt. Alle wollten wissen, wie das möglich war. Die Erklärung lautet: "Information Premium".

Was bedeutet "Information Premium"?

Max Planck Foundation

fg@maxplanckfoundation.org

"Information Premium" heißt: Ich verstehe mehr davon, und darum ist das Asset für mich mehr wert; also mache ich mehr daraus und muss anschließend bloß noch jemanden mit noch mehr "Informati-

on Premium" finden, der deshalb noch mehr zu zahlen bereit ist. Angeblich eine Quelle ewig steigender Ungleichheit. Mittlerweile gibt es genügend Studien, die belegen, dass die ganzen eingefahrenen Gewinne der Hochzinsphase eben nicht auf einem Informations-, sondern auf einem Risiko-Delta beruhten. Auf der Bereitschaft, mehr Risiken einzugehen – und zwar ausgerechnet zu einer Zeit, in der genau das nicht übermäßig riskant war. Die Gefahr, komplett zu scheitern, war eher gering.

Das stimmt, im Schnitt 15% p.a., enorm. Die derzeit bei der Vermögensverwaltung erfolgreichsten Top Endowments – zu denen Harvard interessanterweise nicht mehr zählt - erzie-

Aber wer sich clever anstellte,

konnte auch erfreuliche Renditen einfahren.

len auch heute Renditen ober-



Prof. Dr. Reinhard Pöllath (P+P)

halb von 10 %. Doch ob das heute erwirtschaftete Renditen sind oder eher die Früchte früherer Anlagen, ist fraglich.

Als Vorstandssprecher der Max-Planck-Förderstiftung beobachten Sie ja nicht nur, sondern mischen aktiv mit.

Als die Max-Planck-Gesellschaft 1911 als Kaiser-Wilhelm-Gesellschaft entstand, hatte sie ein respektables Endowment von etwa 10 Millionen Mark, fast genauso viel wie Harvard oder Carnegie. Doch während dieses Vermögen in Deutschland schon zehn Jahre später weitgehend verloren ging, wuchsen die US-Endowments hundertfach stärker als das der Max-Planck-Gesellschaft. Yale und Harvard verwalten heute Vermögen im zweistelligen Milliardenbereich. Auch wenn das der Max-Planck-Gesellschaft durch ein bisschen Anstrengung und einen Erbfall durchaus gewachsen ist, damit kann sie sich nicht vergleichen.

Aber wachsen will die Max-Planck-Gesellschaft doch sicherlich?

Da gibt es gedankliche Schranken. Amerika steht für die private Verantwortung - mit allen guten und schlechten Seiten -, und die reicht hinein bis in die Wissenschaft. In Kontinentaleuropa gilt es als schicklicher, dem Staat die Finanzierung der Wissenschaft zu überlassen. Angeblich, weil nur das die akademische Freiheit und Unabhängigkeit sichert. Doch zwei amerikanische Topuniversitäten (z.B. Harvard und Stanford) zusammengenommen bekommen genauso viel staatliche Mittel wie die Max-Planck-Gesellschaft. Auch dort wird die Basis staatlich gelegt.

Aber es kommt eben noch das Doppelte aus privater Hand dazu. Das wollen wir für die Max-Planck-Förderstiftung auch erreichen. Seit 1920 sind fast 100 Jahre vergangen, der Wiederaufstieg des privaten Endowments soll nicht so lange dauern.

Wie können Sie dem Braindrain entgegenwirken?

Keine Institution der Welt kann mehr naturwissenschaftliche Nobelpreisträger vorweisen als die Max-Planck-Gesellschaft, und sie

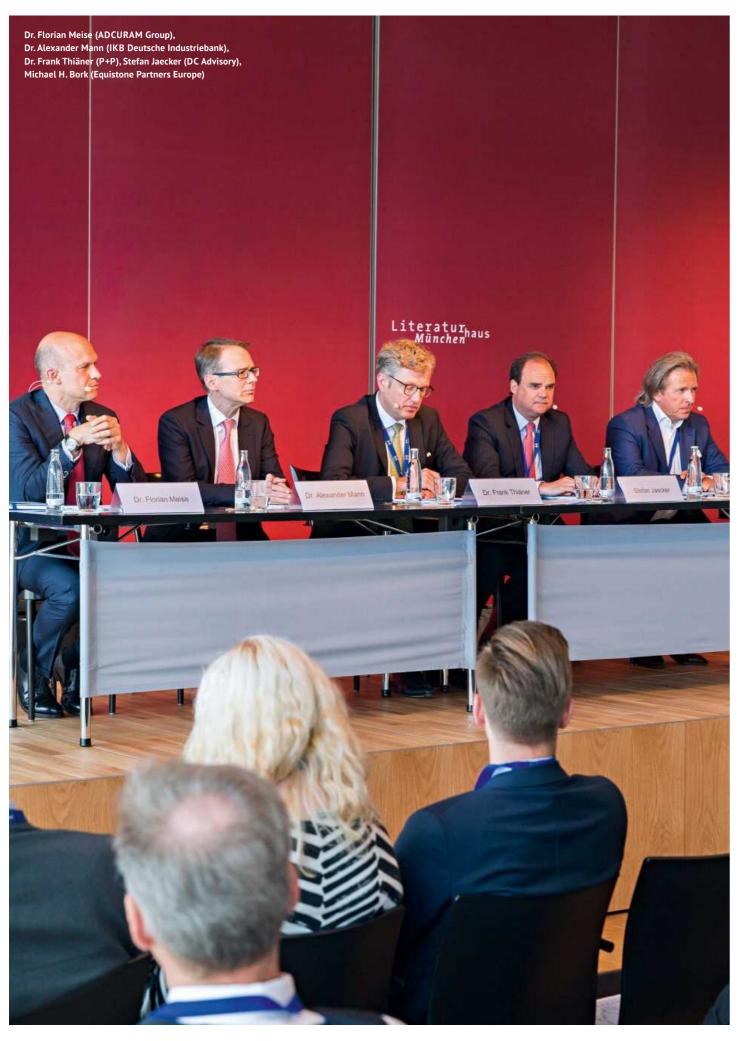
Die Max-Planck-Gesellschaft internationalisiert sich

hat mehr als alle deutschen Universitäten zusammen. Immerhin hat es die Max-Planck-Förderstiftung fertiggebracht, die beiden jüngsten Nobelpreisträger der Max-Planck-Gesellschaft in Deutschland zu halten. Und außerdem zwei weitere Kandidaten, die hoffentlich demnächst ihren – verdienten – Nobelpreis erhalten werden. Und die Max-Planck-Gesellschaft internationalisiert sich: Von den 20 Topberufungen seit 2014 kamen 15 aus dem Ausland, 10 der Berufenen waren Ausländer, 8 waren Frauen. Der wissenschaftliche Wettbewerb zieht an. Und das ist gut, wie schon Keynes wusste. Davon brauchen wir mehr.



10 YEAR US TREASURIES - INTEREST RATES





Zeit zum Ernten, nicht zum Säen

Aktuelle Marktentwicklungen bei M&A-Transaktionen von Private-Equity-Investoren

Dr. Frank Thiäner (P+P)



ie Teilnehmer des diesjährigen M&A-Panels waren sich einig, dass der deutsche Markt für Transaktionen unter Beteiligung von Private-Equity-Investoren auch in den ersten sechs Monaten dieses Jahres stabil geblieben ist und weiterhin eine hohe Deal-Frequenz aufweist. Insbesondere begünstigen

die niedrigen Zinsen die Leverage-Quoten und schaffen ein Umfeld, das für Exits besonders geeignet ist.

Anteil der Primärtransaktionen steigt

Der Anteil der Primärtransaktionen hat sich im Vergleich zum Vorjahr tendenziell erhöht, wobei das Panel die Situation durchaus unterschiedlich beurteilte. Als ein Treiber für Primaries wird z.B. der Druck in Konzernen zu Carve-outs gesehen. Secondaries und Tertiaries können sich ebenfalls lohnen, wenn das Potential des Unternehmens noch nicht vollständig ausgeschöpft ist und durch die neuen Eigentümer frische Ideen und ausreichend Execution Skills mitgebracht werden. Nach Ansicht des Panels gibt es hier kein Richtig und kein Falsch. Aufgrund des attraktiven Exit-Umfelds besteht derzeit kein Mangel an Targets.

Weniger Vorbehalte gegenüber Private Equity

Grundsätzlich sind auf Verkäuferseite immer noch Vorbehalte gegenüber Private Equity zu beobachten, vor allem bei Verkäufern ohne Erfahrungen in diesem Bereich. Die in den Medien geführte Heuschreckendebatte scheint insoweit immer noch nachzuwirken und schreckt vor allem Mittelständler ab, bei denen auch emotionale Faktoren eine wichtige Rolle spielen. Nach dem ersten Kontakt mit Private Equity wird jedoch oft festgestellt, dass Private-Equity-Investoren als unternehmerische Partner einsteigen wollen. Auch die Banken sehen den Einstieg von professionellen Finanzinvestoren positiv. Schließlich ist Private Equity durch die nach wie vor guten Renditen eine Art Lebensversicherung, die wiederum über die institutionellen Investoren – etwa Versicherungen – auch deren Kunden zugutekommt.

Hohe Preise, günstige Finanzierungen

Das aktuelle Marktumfeld sah das Panel in erster Linie durch hohe Kaufpreise und billige Finanzierungsmöglichkeiten geprägt. Fonds erzielen nach wie vor gute Renditen, die in einigen Fällen immer noch 15 % p.a. überschreiten, was vor allem im Vergleich zu alternativen



Investments als sehr positiv zu verzeichnen ist. Insbesondere ausländische Investoren haben diesbezüglich jedoch teilweise noch die früher üblichen, höheren Renditeerwartungen.

Das Panel teilte die Ansicht, dass das aktuelle Marktumfeld vermehrt für Exits genutzt werde, es ist "Zeit zum Ernten, nicht zum Säen".

Für gute Renditen gibt es im Prinzip zwei Hebel: zum einen eine gelungene Origination – d.h. ein Kauf von Targets vor allem aus proprietären Situationen oder in eingeschränkten Auktionen –, zum anderen eine deutliche Performance-Verbesserung des Targets selbst. Da die gelungene Origination sehr schwierig geworden ist, werden momentan – entgegen dem Leitbild der Multiple Arbitrage –

durchaus vermehrt Business Cases mit niedrigeren Exit-Multiples als Einstiegs-Multiples berechnet. Dadurch wird das EBITDA Growth zum entscheidenden Hebel. Die Entwicklung in Richtung Top-Line Growth anstelle einer operativen Effizienzsteigerung ist zu Ende.

Management als zentraler Werttreiber

Die Einbeziehung des Managements als eines zentralen Werttreibers spielt nach Einschätzung des Panels für den Erfolg eines Investments eine immer größere Rolle. Die Bereitschaft der Manager, sich an Transaktionen mit eigenem Geld zu beteiligen, steigt. Eine solche Beteiligung ist jedoch vor allem dann problematisch, wenn das Management bislang Teil des unternehmerischen Problems war, also in Situationen, die man als "underperforming" und "distressed" charakterisieren kann.

Insbesondere im Exit-Prozess kann das Management, z.B. im Rahmen der Managementpräsentationen, ein wichtiger Werttreiber sein und Investoren überzeugen. Besondere Vorsicht ist nach Beobachtung des Panels aber bei Secondaries geboten, wenn das Management neben dem neuen Eigentümer wiederum an dem Unternehmen beteiligt

Entscheidungsträger bleibt letztlich der Prinzipal

werden soll, da die Interessen der Prinzipale und des Managements in Bezug auf den Käufer auseinanderlaufen können. Auch kommt es vor, dass sich das Management in den "sicheren Hafen" eines Konzerns zurückwünscht, obwohl die unternehmerische Freiheit als Miteigentü-



mer überwiegend sehr geschätzt wird. Im Auktionsprozess spielt das Management allerdings immer noch eine untergeordnete Rolle, da der Prinzipal letztlich der Entscheidungsträger bleibt.

Debt-Fonds als Finanzierungsalternative

In der Bankenlandschaft ist tendenziell ein Rückzug der Landesbanken zu beobachten. Ausländische Banken sind, je nach Marktsituation, in Deutschland inzwischen relativ aktiv. Eine Alternative zu den Banken stellen zunehmend Debt-Fonds dar. Nach Ansicht der Panelisten sind Debt-Fonds in Deutschland aber eher als komplementär und nicht als substitutiv zur Bankenfinanzierung anzusehen. Bei Dividend Recaps z.B. ist die Zusammenarbeit mit Hausbanken oder das Arbeiten mit bestehenden Finanzierungen vorzuziehen, da die Banken das Unternehmen bereits gut kennen und der Aufwand entsprechend geringer ist.

In einem Exit-Prozess mit einer Stapled-Finance-Struktur können Debt-Fonds allerdings eine gute Alternative sein: Zwar sind sie teurer, dafür sind die Debt-Multiples aber regelmäßig auch höher, was zu

Eine zunehmende Konkurrenz zwischen Banken und Debt-Fonds ist zu erwarten

höheren Leverages führt. Ein weiterer Vorteil der Debt-Fonds ist die tendenziell größere Transaktionssicherheit, da Banken in der Regel längere und unsicherere Entscheidungsfristen haben. Die Investoren müssen nach Einschätzung des Panels Kosten und Nutzen der verschiedenen Lösungswege in jedem Einzelfall sorgfältig gegeneinander abwiegen. Im Vergleich zum angelsächsischen Raum und Westeuropa hinkt Deutschland im Bereich der Debt-Fonds noch hinterher. Nach Ansicht der Diskussionsteilnehmer ist allerdings eine zunehmende Konkurrenz zwischen Banken und Debt-Fonds zu erwarten.

Auktionsprozesse unter Druck

Auch bei den Auktionsprozessen sind neue Entwicklungen zu beobachten: Pre-emptive Bids kommen zwar immer häufiger vor, bilden allerdings weiterhin die Ausnahme. Sie setzen voraus, dass sich der Käufer im Vorfeld bereits sehr gut mit dem Asset auseinandersetzen kann, dieses eine gute Qualität aufweist und der Wettbewerb auf der Käuferseite groß ist. In einem fragilen Markt werden allerdings durchaus auch von Verkäuferseite schnelle Abschlüsse unterstützt.

Bei Auktionsprozessen gehört die Erstellung von Vendor Due Diligence Reports heutzutage zum Standard. Sie verkürzen den Prozess, schaffen einen guten Überblick über die Aufstellung des Unternehmens und erleichtern die Entwicklung von Zukunftsstrategien. Für die Investitionsentscheidung sind vor allem die Financial Due Diligence und die Commercial Due Diligence wesentlich.

Nach Ansicht der Panelisten haben Locked-Box-Mechanismen in Deutschland Closing Date Accounts für Zwecke der Kaufpreisberechnung und Risikoabgrenzung fast vollständig abgelöst. Im Ausland überzeugen Locked-Box-Mechanismen hingegen nur wenige Verkäufer, vor allem in den USA ist die Skepsis groß.

Warranty-&-Indemnity-Versicherungen

Verkäufer und Käufer verwenden immer häufiger Warranty-&-Indemnity-Versicherungen zur Absicherung möglicher Garantieansprüche.



Dr. Florian Meise (ADCURAM Group), Dr. Frank Thiäner (P+P), Stefan Jaecker (DC Advisory)

Der Vorteil für Investoren liegt darin, dass ihr Geld nicht jahrelang auf Escrow Accounts gebunden ist und damit schneller ausgezahlt werden kann. Waren die Warranty-&-Indemnity-Versicherungen zunächst vor allem Verkäufer-Policen, so sind sie heute fast nur noch Käufer-Policen. Nach Einschätzung einiger Diskussionsteilnehmer ist das Instrument jedoch noch nicht vollständig ausgereift.

Ausblick

Auf das Thema Brexit angesprochen, zeigten sich die Panelisten beunruhigt, bezweifelten aber, dass ein Ausstieg des Vereinigten Königreichs aus der EU eine neue Krise auslösen wird. Kurzfristig sei eine emotionale Reaktion der Märkte wahrscheinlich, die Langzeitfolgen allerdings sind nur schwer abschätzbar. Die Diskussionsteilnehmer waren übereinstimmend der Meinung, dass es in jedem Fall auch weiterhin enge Beziehungen zwischen der EU und Großbritannien auf bilateraler Basis geben wird, sodass die Auswirkungen eines Brexits auf den Private-Equity-Markt in Deutschland überschaubar bleiben dürften.

Über das Thema diskutierten Michael H. Bork (Equistone Partners Europe), Stefan Jaecker (DC Advisory), Dr. Alexander Mann (IKB Deutsche Industriebank) und Dr. Florian Meise (ADCURAM Group); Moderation: Dr. Frank Thiäner (P+P).



Quo vadis, Leaver Scheme?

Eine Bestandsaufnahme der Besteuerung von Managementbeteiligungen

Dr. Benedikt Hohaus und Dr. Barbara Koch-Schulte (beide P+P)



bwohl zur Besteuerung von Private-Equity-Managementbeteiligungen noch keine höchstrichterliche Rechtsprechung vorliegt, geht die Finanzverwaltung mittlerweile in zahlreichen Fällen davon aus, dass Erlöse aus solchen Beteiligungen als Arbeitslohn zu qualifizieren sind. Ansatzpunkt der Finanzbehörden

ist dabei häufig der sogenannte Leaver Scheme, der einen Rückkauf der Beteiligung unter bestimmten Voraussetzungen erlaubt. Die Begründung der Verwaltung für diese Auffassung ist jedoch nicht stichhaltig. Dennoch sieht man im Markt teilweise Alternativgestaltungen.

Stand der Rechtsprechung

Für typische Private-Equity-Managementbeteiligungsstrukturen liegt derzeit noch keine Entscheidung des Bundesfinanzhofs (BFH) vor. Das Finanzgericht (FG) Köln hat am 20. Mai 2015 (Az.: 3 K 3253) in einem recht typischen Sachverhalt die Qualifizierung der Veräußerungsgewinne aus der Managementbeteiligung als Arbeitslohn abgelehnt, die Revision ist seit Oktober 2015 anhängig (Az.: IX R 43/15).

Die Finanzverwaltung stützt sich in ihrer Praxis zumeist auf eine Entscheidung des BFH vom 5. November 2013 (Az.: VIII R 20/11), die aber den Fall eines Genussrechts betrifft und mit einer Private-Equity-Managementbeteiligung nicht vergleichbar ist. Der BFH qualifizierte einen Teil des Rückzahlungsbetrags als durch das Arbeitsverhältnis veranlassten geldwerten Vorteil. Nach der Begründung soll es sich um Arbeitslohn handeln, weil der Arbeitnehmer die Genussrechte nur an

den Arbeitgeber verkaufen konnte und die Höhe des Rückkaufswertes davon abhing, wie das Anstellungsverhältnis endet.

BFH-Urteil vom 5. November 2013 ist auf Leaver Schemes nicht übertragbar

Aus der Begründung des BFH zu dieser Entscheidung leitet ein Teil der Finanzverwaltung ab, dass auch ein sogenannter Leaver Scheme, also ein Ankaufsrecht für eine Beteiligung, das nach Good Leaver Event und Bad Leaver Event differenziert, Arbeitslohn indiziert. Denn in der Regel erhält ein Manager, der selbst kündigt oder dem aus wichtigem Grund gekündigt wird (Bad Leaver), einen niedrigeren Kaufpreis für seine Beteiligung als im Falle einer Beendigung des Arbeitsverhältnisses aus anderen Gründen (Good Leaver). Das FG Köln dagegen hat in seiner Entscheidung vom 20. Mai 2015 einen Leaver Scheme nicht als maßgebliches Indiz für Arbeitslohn gesehen.

Auswirkungen auf den Marktstandard von Managementbeteiligungen

Obwohl die Entscheidung des BFH vom 5. November 2013 auf Private-Equity-Managementbeteiligungen nicht anwendbar ist, hat die aggressive Vorgehensweise der Finanzverwaltung dazu geführt, dass Manager und Investoren sich Gedanken darüber machen, ob es – und wenn ja, welche – Alternativen zur Vereinbarung eines Leaver Scheme in der bisherigen Form gibt.



Dr. Benedikt Hohaus (P+P)

Vorauszuschicken ist aber, dass die meisten Investoren aus wirtschaftlichen Gründen am Leaver Scheme festhalten. Wird einem Manager aus wichtigem Grund gekündigt, so soll nach wie vor die Möglichkeit bestehen, diesen zum niedrigeren Preis von Anschaffungskosten und Verkehrswert herauszukaufen. Allerdings sieht man inzwischen aber auch Alternativen zum Leaver Scheme.

Alternativen zum Leaver Scheme

Eine Regelungsalternative besteht darin, bei Beendigung des Dienstverhältnisses nicht mehr zwischen Good Leaver und Bad Leaver zu unterscheiden, sondern für die Beteiligung unterschiedslos den Verkehrswert zu zahlen. Gleichzeitig wird jedoch der Katalog der Vertrags-

In der Regel bleibt es bei der Vereinbarung von Leaver Schemes

verletzungen, die zu einem Rückkauf der Beteiligung zum niedrigeren Preis von Anschaffungskosten und Verkehrswert führen (sog. Material Breach), erheblich erweitert. Mit dieser Vertragsgestaltung entfällt die Differenzierung zwischen Good Leaver und Bad Leaver in Bezug auf die Beendigung des Dienstverhältnisses.

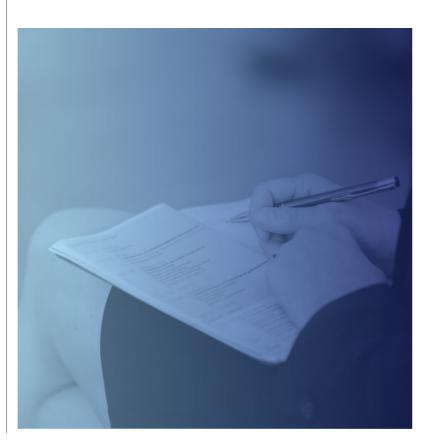
Eine weitere Alternative sieht vor, das Ankaufsrecht unbedingt und unbefristet zu vereinbaren. Dies berechtigt den Gesellschafter zum Rückkauf der Beteiligung zum Verkehrswert, ohne dass besondere Voraussetzungen gegeben sein müssen. Insofern ist das Management bei dieser Regelung letztlich ungeschützt dem Zugriff des Investors ausgesetzt. Eine weitere Gestaltungsalternative nimmt die Differenzierung zwischen Good Leaver und Bad Leaver ganz aus den Vertragsbedingungen

Alternative Gestaltungen sind häufig Sondersituationen vorbehalten

heraus. Das Management erhält bei dieser Regelung die Möglichkeit, die Beteiligung pari passu zu denselben Bedingungen wie der Hauptinvestor zu erwerben. Zusätzlich zum Investment erhält der Manager eine Bonuszusage, die ganz oder teilweise an die Exit-Erlöse des Investors anknüpft. Dieser Bonus entfällt in den klassischen Bad-Leaver-Fällen. Im Falle eines sogenannten Good Leaver Event kann eine Teilzahlung vereinbart werden. Da die Bonuszahlung ohnehin als Arbeitslohn voll steuerpflichtig ist, ist die Verknüpfung mit dem Arbeitsverhältnis steuerlich unschädlich. Allerdings entsteht dem Manager ein steuerlicher Nachteil, da er nur für die Erlöse aus seinem Pari-passu-Investment den niedrigeren Abgeltungsteuersatz für Kapitaleinkünfte in Anspruch nehmen kann. Dieser steuerliche Nachteil kann durch eine höhere Bonuszahlung gegebenenfalls ausgeglichen werden.

Fazit

Im Ergebnis bleibt es trotz der Praxis der Finanzverwaltung in der Regel bei der Vereinbarung von Leaver Schemes für Private-Equity-Managementbeteiligungen. Alternative Gestaltungen sind häufig Sondersituationen vorbehalten. Entscheidend für die Vertragspraxis wird die Entscheidung des BFH zum Fall des FG Köln sein.



Gute Zeiten für Kreditnehmer

Akquisitionsfinanzierungen im aktuellen Marktumfeld

Dr. Jens Linde und Michael Schuhmacher (beide P+P)

T nd d

rotz eines weitgehend stabilen Marktumfeldes, niedriger Zinsen und hoher Liquidität schwächelt der Markt für Akquisitionsfinanzierungen im Jahr 2016. Grund dafür ist vor allem die zu geringe Anzahl an fremdfinanzierten M&A-Transaktionen. Aufgrund des hohen Wettbewerbs- und Investiti-

onsdrucks sind die Preise für Unternehmen im deutschen Markt in den vergangenen Monaten stark angestiegen. Infolgedessen haben sich einige der potentiellen Käufer eine gewisse Zurückhaltung auferlegt. Diese Zurückhaltung schlägt sich unmittelbar am Akquisitionsfinanzierungsmarkt nieder, der am Tropf des M&A-Marktes hängt. Auch das Abebben der Restrukturierungs- und Refinanzierungswelle, die noch 2015 für einen lebendigen Finanzierungsmarkt sorgte, erhöht den Bedarf an neuen M&A-Transaktionen. Hinzu kommt, dass immer mehr potentielle Kreditgeber auf den Akquisitionsfinanzierungsmarkt drängen und Akquisitionsfinanzierungen anbieten. Entsprechend kann man den Akquisitionsfinanzierungsmarkt aktuell als Kreditnehmermarkt bezeichnen.

Unitranche-Finanzierungen haben sich am Akquisitionsfinanzierungsmarkt etabliert

Unitranche-Finanzierungen sind im Bereich der Akquisitionsfinanzierung europaweit weiterhin auf dem Vormarsch. So konnten die sechs größten Kreditfonds die Zahl ihrer europäischen Kreditgeschäfte im vergangenen Jahr um durchschnittlich 36 % steigern. Dabei entfiel der überwiegende Teil der Kreditvergaben auf Unitranche-Finanzierungen. Im Gegensatz zum europaweiten Trend stagniert der Marktanteil der

Kreditfonds in Deutschland allerdings, u.a. wegen Spekulationen über eine stärkere Regulierung. Nachdem die neuen Anforderungen an Kreditfonds nun auf dem Tisch liegen, bleibt abzuwarten, ob diese Stagnation im Jahr 2016 überwunden werden kann. Einige Banken haben auf den Vormarsch der Unitranche-Finanzierungen reagiert, indem sie Kooperationen mit Kreditfonds eingegangen sind und sich als Super-Senior-Kreditgeber an den Unitranche-Finanzierungen beteiligt haben. Andere versuchten, dem Vormarsch der Kreditfonds mit besseren Konditionen, mehr Flexibilität und einer Aufweichung der

Die Konkurrenz zwischen Banken und Kreditfonds wächst

Kreditbedingungen entgegenzutreten. Unabhängig von Konditionen und Kreditbedingungen kann aus Kreditnehmersicht eine klassische Bankenfinanzierung einer Unitranche-Finanzierung vorzuziehen sein. Durch ein Bankenkonsortium verringert sich die Abhängigkeit von einzelnen Kreditgebern. Investoren und Unternehmen schätzen zudem die Verbindlichkeit der Finanzierungszusagen von Banken, auch wenn sich der Kreditgenehmigungsprozess mitunter als schwierig und langwierig erweist. Banken können im Gegensatz zu Kreditfonds auch die Bedürfnisse der kreditnehmenden Unternehmen nach klassischen Bankendienstleistungen – wie z.B. Fremdwährungskonten und Zins- und Wechselkurssicherungsgeschäften – befriedigen. Die ersten Erfahrungen mit externen Agenten und Sicherheitentreuhändern, derer sich Kreditfonds teilweise bedienen müssen, haben zudem gezeigt, wie wertvoll eine in der Erfüllung dieser Aufgaben erfahrene Bank



sein kann. Wenige bis keine Erfahrungen gibt es bisher dazu, wie sich Kreditfonds verhalten, wenn ein Kreditnehmer in eine Krise gerät. Auch dies lässt Investoren und Unternehmen bei der Auswahl ihres Finanzierungspartners (wieder) genauer hinschauen. Zusammenfassend kann man daher sagen, dass sich die von Kreditfonds angebotenen Unitranche-Finanzierungen mittlerweile als Alternative zur klassischen Bankenfinanzierung auf dem Akquisitionsfinanzierungsmarkt etabliert haben. Der erste Hype um die Unitranche-Finanzierungen hat sich allerdings wieder etwas gelegt. Kreditnehmer wägen Vor- und Nachteile genau ab, bevor sie zur teureren Unitranche greifen.

Keine Abkehr von der strukturellen Subordination

In struktureller Hinsicht sind die im derzeitigen Marktumfeld diskutierten Trends überschaubar. Dem US-Trend folgend versuchen Kreditnehmer vereinzelt, in den Verhandlungen anstatt einer sogenannten strukturellen Subordination nur eine vertragliche Subordination zu erreichen. In europäischen Akquisitionsfinanzierungen finden sich üblicherweise doppelstöckige Finanzierungsstrukturen. Die Doppelstöckigkeit in der Struktur ermöglicht die strukturelle Subordination verschiedener Kreditgeber- bzw. Gläubigergruppen. Unter dem Begriff der strukturellen Subordination versteht man einen in der gesellschaftsrechtlichen Struktur begründeten Nachrang einer Gläubigergruppe gegenüber einer anderen Gläubigergruppe. Ein Nachrangverhältnis kann aber auch durch bloße vertragliche Regelungen, also durch eine sogenannte vertragliche Subordination erreicht werden.

Ein Nachrangverhältnis kann auch durch bloße vertragliche Regelungen erreicht werden

Im Unterschied zur strukturellen Subordination gewähren bei einer vertraglichen Subordination die nachrangigen und vorrangigen Gläubiger auf der gleichen gesellschaftsrechtlichen Ebene Kredite. In Europa,

insbesondere in Kontinentaleuropa, ist die strukturelle Subordination die Regel. Ein wichtiger Grund dafür liegt darin, dass in einigen europäischen Rechtsordnungen Zweifel an der Wirksamkeit und Durchsetzbarkeit vertraglicher Nachrangregeln im Fall einer Insolvenz des Kreditnehmers bestehen. Auch wenn in den USA die vertragliche Subordination üblich ist, bleibt in Europa die strukturelle Subordination die Marktpraxis. Eine Abkehr von der strukturellen Subordination ist, auch angesichts der beschriebenen Rechtsunsicherheiten, nicht zu erkennen.

Angriff auf den Zero Floor

Bei Akquisitionsfinanzierungen ist der zu zahlende Zins üblicherweise an einen Referenzzinssatz wie EURIBOR oder LIBOR gekoppelt. Im aktuellen Marktumfeld liegen diese Referenzzinssätze im negativen Bereich. In Zeiten ohnehin dünner Kreditmargen frisst ein negativer Referenzzinssatz die Zinsmargen der Kreditgeber noch zusätzlich

auf. Kreditverträge enthalten deshalb standardmäßig sogenannte Zero-Floor-Klauseln. Mit diesen legen die Kreditgeber vertraglich fest, dass der Referenzzinssatz gleich null ist, falls er negativ wird. Der Kreditgeber erhält also immer mindestens die Marge. Kreditnehmer nutzen das aktuell für sie günstige Marktumfeld und greifen diese Standardklausel aus mehreren Gründen an. Zum einen kann ein Zero Floor dazu führen, dass die Regelungen, die im Kreditvertrag

Aktuell wird am Akquisitionsmarkt vereinzelt wieder über Second-Lien-Kredite gesprochen

und einem unter dem Kreditvertrag verpflichtend abzuschließenden Zinssicherungsgeschäft zur Zahlung von negativen Zinsen getroffen werden, auseinanderfallen. Kommen z.B. bei einem Zinsswap anders als im Kreditvertrag negative Zinsen in Anrechnung, so können sich die Finanzierungskosten für den Kreditnehmer erhöhen. Zum anderen ist es Kreditnehmern wirtschaftlich kaum zu vermitteln, dass sie auf ihre Einlagen Strafzinsen zahlen, bei ihren Kreditverbindlichkeiten aber nicht von den negativen Referenzzinssätzen profitieren sollen.

Second-Lien- und Mezzanine-Finanzierungen spielen keine große Rolle

Besonders in den Jahren 2005 bis 2007 wurden nachrangige Finanzierungselemente wie Mezzanine-, PIK- oder Second-Lien-Kredite bei Akquisitionsfinanzierungen zur Schließung von Finanzierungslücken zwischen Kaufpreis und Seniorkreditlinien verwendet. Nach Ausbruch der Finanzkrise verschwanden diese nachrangigen Finanzierungselemente weitestgehend vom Markt. Aktuell wird am Akquisitionsfinanzierungsmarkt vereinzelt wieder über Second-Lien-Kredite gesprochen. Mezzanine-Kredite sieht man weiterhin kaum. Angesichts der hohen Liquidität am Finanzierungsmarkt ist mit einem erneuten Erstarken der Second-Lien- und Mezzanine-Kredite auch in naher Zukunft nicht zu rechnen.



Trend zu kreditnehmerfreundlicheren Vertragsbestimmungen

Das kreditnehmerfreundliche Marktumfeld schlägt sich auch in der Dokumentation von Akquisitionsfinanzierungen nieder. Kreditnehmer bedienen sich nicht nur kreditnehmerfreundlicherer Kreditvertragsbestimmungen aus dem amerikanischen Markt, sondern übernehmen auch kreditnehmerfreundlichere Konzepte aus Unternehmensfinanzierungen in die Akquisitionsfinanzierungsdokumentation. Bildlich ausgedrückt picken sich Kreditnehmer die Rosinen aus den Dokumentationen heraus. Besonders intensiv wird in diesem Zusammenhang die Marktüblichkeit sogenannter Covenant-lite- bzw. Covenant-loose-Kreditverträge diskutiert. Was unter den Begrifflichkeiten Covenant-lite und Covenant-loose genau zu verstehen ist, ist unklar, sie werden für höchst unterschiedliche Vertragsge-

Zurück zu Covenant-loose-Kreditverträgen

staltungen verwendet. Allgemein umschreiben sie Gestaltungen in Kreditverträgen, mit denen den Kreditnehmern ein "weniger enges Korsett" an Finanzkennzahlen auferlegt wird. Schon mangels eines einheitlichen Begriffsverständnisses lässt sich nur schwer sagen, ob im aktuellen Marktumfeld Covenant-lite- oder Covenantloose-Kreditverträge marktüblich sind. Traditionell gibt es auf dem

europäischen Markt, vor allem im Mid-Cap-Bereich, nur sehr wenige Covenant-lite- bzw. Covenant-loose-Kreditverträge. Insbesondere Banken halten an dieser Tradition fest. Allerdings schwappt auch dieser Trend zunehmend vom amerikanischen auf den europäischen Markt über. So wird im europäischen Akquisitionsfinanzierungsmarkt das Jahr 2015 teilweise als Jahr der Covenant-loose-Kreditverträge bezeichnet. Eine steigende Risikofreudigkeit der Kreditgeber und ein kreditnehmerfreundlicheres Umfeld drücken sich eben auch durch einen geringeren Einsatz und eine weniger restriktive Überprüfung von Finanzkennzahlen aus. Vor allem die beiden Kennzahlen Verschuldungsgrad und Zinsdeckungsgrad halten sich aber noch hartnäckig in den Kreditverträgen.

Hoffnung auf Anziehen des M&A-Marktes

Das anhaltende Niedrigzinsumfeld, gesunde Bilanzen und profitable Unternehmen nähren weiterhin die Erwartung, dass der M&A-Markt zum Ende des Jahres 2016 hin anzieht. Dies wird auch den Akquisitionsfinanzierungsmarkt beleben. Dabei werden die niedrigen Zinsen, die hohe Liquidität und der Wettbewerbsdruck die Konditionen und Kreditbedingungen im Akquisitionsfinanzierungsmarkt weiter aufweichen. Die Europäische Zentralbank beobachtet diese Entwicklung bereits jetzt mit gewisser Sorge. Da das Risikoprofil von Akquisitionsfinanzierungen sich doch erheblich vom Risikoprofil solider Unternehmensfinanzierungen unterscheidet, werden dabei nicht alle kreditnehmerfreundlichen Trends ihren Weg in die Akquisitionsfinanzierungsdokumentation finden.



MMVO – ein neues Kapitalmarktregime?

Auswirkungen der EU-Marktmissbrauchsverordnung

Dr. Eva Nase und Dr. Wolfgang Grobecker (beide P+P)



m 3. Juli 2016 – und damit gut zwei Wochen nach Fertigstellung dieses Beitrags – wird die neue Marktmissbrauchsverordnung der Europäischen Union (MMVO) in den Mitgliedstaaten wirksam. Sie bringt eine grundlegende Neuregelung des gesamten Marktmissbrauchsrechts: Zentrale Re-

gelungsbereiche des europäischen Kapitalmarktrechts – Insiderrecht, Ad-hoc-Publizität, Directors' Dealings und das Verbot der Marktmanipulation – werden fortan nicht mehr durch einzelstaatliche Gesetze

Mit der Notierung im Freiverkehr sind bislang erhebliche regulatorische Erleichterungen verbunden

geregelt, wie es in Deutschland bisher insbesondere durch das Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) der Fall ist. Vielmehr gilt ab diesem Zeitpunkt einheitlich und unmittelbar in allen EU-Mitgliedstaaten die MMVO.

Die Emittenten von Finanzinstrumenten werden dann wesentlich strengeren Anforderungen als bisher unterliegen. Zudem werden die Sanktionen für Rechtsverstöße deutlich verschärft. Die relativ betrachtet weitreichendsten Veränderungen kommen dabei auf Unternehmen zu, deren Aktien (auf eigene Initiative hin) im Freiverkehr gehandelt werden. Dabei handelt es sich häufig um mittelständisch geprägte Unternehmen, bei denen maßgebliche Aktienpakete vom Management oder einer Unternehmerfamilie gehalten werden.

Mit der Notierung im Freiverkehr sind für Unternehmen im Vergleich zum regulierten Markt bislang erhebliche regulatorische Erleichterungen verbunden. So finden für diese Unternehmen nur das Insiderverbot und das Verbot der Marktmanipulation Anwendung. Außerdem sind Unternehmen im Freiverkehr grundsätzlich nicht dazu verpflichtet, kursrelevante Informationen über das Unternehmen und seine Aktien unverzüglich in einer Ad-hoc-Mitteilung zu veröffentlichen. Auch wenn die Geschäftsbedingungen der verschiedenen Börsen vergleichbare Verpflichtungen zur Veröffentlichung wesentlicher Informationen enthalten ("Quasi-Ad-hoc-Publizität"), wird deren Einhaltung bislang weit weniger streng überwacht, als es im regulierten Markt durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) der Fall ist.

Ferner besteht für im Freiverkehr notierte Unternehmen keine Pflicht, Geschäfte von Führungspersonen oder diesen nahestehenden Personen anzuzeigen (Directors' Dealings). Eine weitere Erleichterung für Unternehmen im Freiverkehr besteht bislang darin, dass keine Insiderlisten geführt werden müssen.

Künftig drastisch erweiterter Pflichtenkatalog für Unternehmen im Freiverkehr

Die MMVO weitet den Anwendungsbereich der vorgenannten Publizitätspflichten auch auf solche Unternehmen aus, deren Aktien im Freiverkehr gehandelt werden. Die betroffenen Unternehmen werden nunmehr fortlaufend sehr sorgfältig zu prüfen haben, ob Entwicklungen innerhalb des Unternehmens als Insiderinformationen anzusehen sind und eine Verpflichtung zur Ad-hoc-Mitteilung besteht. Zudem sieht



die MMVO die Pflicht vor, Insiderlisten zu führen, in denen sämtliche im Unternehmen tätige Personen mit Zugang zu Insiderinformationen aufgeführt sind. Im Hinblick auf mögliche Directors' Dealings wird das Unternehmen eine Liste der Führungskräfte und der ihnen nahestehenden Personen führen und aktuell halten müssen. Diese sind außerdem über die ihnen obliegenden Mitteilungspflichten aufzuklären.

Hinzu kommt, dass die für Unternehmen im Freiverkehr schon jetzt geltenden Regelungen zum Insiderverbot und dem Verbot der Marktmanipulation durch die MMVO präzisiert und teilweise ausgeweitet wurden. Die neuen Verpflichtungen und die fortlaufende Überwachung ihrer Einhaltung werden bei Unternehmen im Freiverkehr zu beachtlichem Mehraufwand führen. Insbesondere ist eine umfassende Weiterentwicklung der unternehmensinternen Kapitalmarkt-Compliance unumgänglich. Dies gilt nicht zuletzt auch deswegen, weil Verstöße gegen die MMVO mit empfindlichen Bußgeldern geahndet werden und sogar strafrechtliche Konsequenzen haben können.

Vor allem für kleine und mittlere börsennotierte Unternehmen kann der weitgehende Pflichtenkatalog der MMVO problematisch sein. Diese Unternehmen verfügen häufig nur über geringe personel-

Mit dem erforderlichen Maß an Transparenz erhöht sich auch der administrative Aufwand deutlich

le Kapazitäten und eine begrenzte Finanzkraft. Es gilt daher für sie, vorhandene Möglichkeiten einer Befreiung auszuloten und gegebenenfalls wahrzunehmen. Insiderinformationen von Emittenten, deren Aktien an einem KMU-Wachstumsmarkt zum Handel zugelassen sind, können beispielsweise auf der Website des Handelsplatzes anstatt auf der Website des Emittenten angezeigt werden, falls die betreffende Börse sich für die Bereitstellung dieser Möglichkeit entscheidet. Auch müssen dann keine Insiderlisten geführt werden, wenn von Seiten des Unternehmens Maßnahmen zur Einhaltung der Insiderregeln ergriffen werden und der Aufsichtsbehörde auf Verlangen eine Insiderliste bereitgestellt werden kann.

Die Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA) ist zudem dazu aufgerufen, Leitlinien zu erlassen, die es den Emittenten erleichtern, ihrer Pflicht zur Offenlegung ohne unnötigen Verwaltungsaufwand nachzukommen. Ein merklicher Deregulierungseffekt ist dadurch allerdings kaum zu erwarten.

Da sich das erforderliche Maß an Transparenz und damit auch der administrative Aufwand deutlich erhöht, entfällt mit den Änderungen durch die MMVO ein wesentlicher Vorteil der Notierung im Freiverkehr. Einige Vorteile bleiben gleichwohl bestehen. So müssen z.B. wesentliche Beteiligungen an der Gesellschaft nicht offengelegt werden. Im Übrigen besteht keine Pflicht zur Bilanzierung nach IFRS und es sind – zumindest sofern nicht in der jeweiligen Börsenordnung vorgesehen – keine Halbjahresberichte zu erstellen. Ferner sind die übernahmerechtlichen Vorschriften nicht anwendbar. Auch dies ist jedoch nicht ohne Weiteres nur als Vorteil anzusehen, da das Übernahmerecht dem Emittenten gerade auch Schutz vor feindlichen Übernahmen hiefet

Blick auf Alternativen zum Freiverkehr als Konsequenz?

In der Konsequenz sollten sich im Freiverkehr notierte Unternehmen Angesichts der Änderungen durch die MMVO kritisch mit der Frage auseinandersetzen, ob die Vorteile dieses Segments für sie nach wie



vor tragen. Eine Alternative kann etwa der Wechsel in den regulierten Markt darstellen. Die Aufnahme von Kapital ist hier gegenüber dem Freiverkehr erleichtert, da ein größerer Kreis potentieller Anleger zur Verfügung steht. Umgekehrt sollte in Anbetracht des zu erwartenden Verwaltungs- und Kostenaufwandes und der drohenden Sanktionen bei Verstößen gegen die MMVO auch die Beschränkung auf eine alternative Finanzierung und ein damit verbundener Rückzug vom Börsenparkett (sog. Delisting) stets als Handlungsmöglichkeit einbezogen werden.

Die Regelungen der MMVO geben im Freiverkehr notierten Unternehmen Anlass dazu, die Notierung in diesem Segment kritisch auf den Prüfstand zu stellen und Vor- und Nachteile unternehmensindividuell zu analysieren. Dazu gehört zunächst eine Bestandsaufnahme der bisherigen Kapitalmarkt-Compliance. Weiter ist zu klären, welche Maßnahmen getroffen werden müssen, um die fortlaufende praktische Einhaltung der MMVO zu gewährleisten, und insbesondere, welche

Die Grenzen zwischen reguliertem Markt und Freiverkehr werden fließender

Kosten hierfür anfallen. Entscheidet sich ein bislang im Freiverkehr notiertes Unternehmen dafür, in diesem Segment zu verbleiben, wird dies regelmäßig eine umfassende Schulung seiner Mitarbeiter einschließlich der Führungsebenen erfordern. Dies gilt gerade auch dann, wenn die punktuellen Befreiungen der MMVO wirksam in Anspruch genommen werden sollen.

Möchte man den Verschärfungen des Insiderrechts aus Unternehmenssicht etwas Positives abgewinnen, dann könnte eine erweiterte Transparenz zumindest eine positive Signalwirkung gegenüber den Anlegern und dem sonstigen Unternehmensumfeld haben und damit das Segment des Freiverkehrs insgesamt aufwerten. Messbar ist ein solcher Effekt indes kaum. Festhalten lässt sich jedenfalls, dass die Grenzen zwischen reguliertem Markt und Freiverkehr durch die MMVO fließender werden – wie dargelegt nicht nur zum Wohle mittelständischer Unternehmen.



Post M&A Arbitration

Dr. Matthias Bruse (P+P)



nternehmenskaufverträge sehen in vielen Fällen für die rechtliche Streitbeilegung zwischen den Parteien ein Schiedsverfahren und nicht ein Verfahren vor den ordentlichen Gerichten vor. Die Gründe, warum sich die Parteien in der Regel für diesen Weg entscheiden, liegen auf der Hand:

Schiedsgerichte können rechtliche Streitigkeiten zwischen den Parteien oft schneller und aufgrund der langjährigen Transaktionserfahrung ihrer Mitglieder sachnäher entscheiden. Der Nachteil ist jedoch, dass Schiedssprüche, anders als Gerichtsurteile, nicht für die Öffentlichkeit zugänglich sind und es daher für die Praxis schwieriger ist, die gegenwärtigen Entwicklungen der Judikatur nachzuvollziehen und zu bewerten.

Aus diesem Grund wollten die Panelisten mit ihrer Diskussion einen Einblick in die aktuellen Probleme, Fragen und Trends der Post M&A Arbitration gewähren. Die Schwerpunkte des Austausches waren insbesondere Streitigkeiten zu Bilanzgarantien, Kaufpreismechanismen, Zuständigkeiten von Schiedsgerichten und Schiedsgutachtern sowie vorsätzliche vorvertragliche Pflichtverletzungen (culpa in contrahendo – c.i.c.).

Objektive oder subjektive Bilanzgarantie

Zum Auftakt erörterten die Panelisten ein Urteil des OLG Frankfurt a.M. vom 7. Mai 2016 (Az.: 26 U 35/12) zu einer Bilanzgarantie in einem Unternehmenskaufvertrag und dessen mögliche Auswirkungen auf die Kautelar- und Schiedsverfahrenspraxis. In diesem Urteil legte das Gericht eine marktübliche Klausel für eine Bilanzgarantie aus und kam

zu dem Ergebnis, dass es sich hierbei um eine *objektive* Bilanzgarantie handeln würde ("harte" Bilanzgarantie). Induktiv könnte dies künftig zur Folge haben, dass ein Verkäufer bis zum Bilanzstichtag für alle bekannten und unbekannten Verbindlichkeiten des Targetunternehmens, die nicht in der Stichtagsbilanz wiedergegeben sind, haftet. Die Diskussionsteilnehmer waren sich einig, dass diese Auslegung im deutlichen Widerspruch zu den Usancen der Transaktionsbranche und zur bisherigen Rechtsprechung der Schiedsgerichte steht, die solche Klauseln als subjektive Bilanzgarantien verstehen. Der Verkäufer garantiert also nur, dass die Stichtagsbilanz unter Beachtung der Grundsätze ordnungsgemäßer Buchführung und "nach Kenntnis" oder "nach bestem Wissen" erstellt wurde. Nach Ansicht der Panelisten ist die Qualifizierung einer solchen Klausel als objektive Bilanzgarantie grundsätzlich abzulehnen, da dies überwiegend zu ungerechten Ergebnissen führen und der Umfunktionierung der Bilanzgarantie zum Auffangtatbestand eines vertraglichen Garantiekatalogs unnötig Vorschub leisten würde.

Rechtsfolge bei Verletzung einer Bilanzgarantie

Das Haftungsregime eines typischen Unternehmenskaufvertrages sieht bei Verletzung einer Bilanzgarantie Schadensersatz vor. Die Schadensermittlung erfolgt nach den allgemeinen Grundsätzen des Schadensrechts im BGB. Der Verkäufer hat den Käufer demnach so zu stellen, wie er stehen würde, wenn die Garantie zutreffend gewesen wäre. Bei der Verletzung von Bilanzgarantien bereitet die Anwendung der Differenzhypothese jedoch Schwierigkeiten, da in vielen Fällen der echte Schaden des Käufers aufgrund einer falschen Bilanzgarantie

nur schwer bestimmt werden kann. Die Bilanzauffüllung führt nur selten zu einer gerechten Lösung und sollte daher nicht als pauschale Rechtsfolge an die Garantieverletzung gekoppelt werden. Gerade auch bei der Verletzung einer Bilanzgarantie sollte der Schaden des Käufers nach Ansicht der Panelisten wirtschaftlich und nicht bilanzrechtlich ausgeglichen werden.

Zuständigkeit von Schiedsgericht und Schiedsgutachter bei Streitigkeiten der Parteien über die Richtigkeit der Closing Accounts

Neben der allgemeinen Schiedsklausel sieht ein entsprechender Unternehmenskaufvertrag in der Regel vor, dass der Käufer die Closing Accounts erstellt und der Verkäufer das Recht hat, gegen diese zu remonstrieren. Können sich die Parteien nicht einigen, wird ein Schiedsgutachter bestellt. Dieser muss dann die relevanten Bilanzpositionen bestimmen, Bewertungsfragen beantworten und prüfen, ob der Käufer die Bilanzierungs- und Stetigkeitsgrundsätze eingehalten hat. Bei Überlappungen und Graubereichen kann der Schiedsgutachter allerdings auch mit der Auslegung von Rechtsfragen konfrontiert sein, die eigentlich in den Zuständigkeitsbereich des Schiedsgerichts fallen. Für den Verkäufer kann sich also im Streitfall die Frage stellen, ob er nun das Schiedsgericht anruft oder das Schiedsgutachten wählt. Die Auslegungsregel für diese Entscheidung – Rechtsfragen zum Schiedsgericht und Tatsachenfragen zum Schiedsgutachter – hilft aufgrund ihrer Unschärfe oft nicht weiter. Dementsprechend ist die Reichweite der Schiedsgutachterregelung im Einzelfall genau auszulegen. Aber selbst wenn schlussendlich ein Schiedsgutachten erstellt wird, liegt die

Die finale Entscheidungskompetenz liegt beim Schiedsgericht

finale Entscheidungskompetenz beim Schiedsgericht, das bei evidenten inhaltlichen Mängeln, Verfahrensfehlern oder Ungleichbehandlungen zwischen den Parteien das Schiedsgutachten gemäß § 319 BGB analog überstimmen kann.

Nach der Erfahrung der Panelisten sind Unternehmenskaufverträge mit Locked-Box-Regelungen hinsichtlich des Kaufpreises deutlich weniger anfällig für Konflikte zwischen den Parteien, da das Targetunternehmen zu einem bestimmten Bilanzstichtag "versiegelt" wird. Differenzen zwischen Käufer und Verkäufer ergeben sich, wenn überhaupt, beim Thema Leakage (nach dem Unternehmenskaufvertrag verbotene Mittelabflüsse aus dem Targetunternehmen). Die Anzahl solcher Schiedsverfahren spielt aber laut den Panelisten in der Praxis eine eher untergeordnete Rolle.

Vorsätzliche culpa in contrahendo (c.i.c.)

Klassische Unternehmenskaufverträge schließen zwar über die vertraglichen Regelungen hinausgehende Ansprüche der Parteien soweit gesetzlich zulässig aus. Nach § 276 Abs. 3 BGB greift ein solcher Ausschluss aber gerade nicht bei der vorsätzlichen c.i.c. (z.B. Arglist). Die Voraussetzungen der vorsätzlichen c.i.c. sind nicht nur dann erfüllt, wenn eine Vertragspartei die andere aktiv täuscht, sondern auch, wenn eine Partei ihre Aufklärungspflichten vorsätzlich nicht erfüllt. Eine Aufklärungspflicht des Verkäufers gegenüber dem Käufer kann sich beispielsweise aus einem besonderen Interesse des Käufers ergeben. Gerade weil die vorsätzliche c.i.c. das vertragliche Haftungsregime samt etwaiger Haftungsbegrenzungen (Caps) aushebeln kann, gehören entsprechende Forderungen mittlerweile zum Standardrepertoire in

Schiedsverfahren. Das Schiedsgericht hat angesichts der scharfen Rechtsfolgen die Voraussetzungen der vorsätzlichen c.i.c. im Einzelfall genau zu prüfen, um unbillige Ergebnisse zu vermeiden. Liegt eine vorsätzliche c.i.c. des Verkäufers vor, muss dieser dem Käufer die Differenz zwischen dem tatsächlichen und dem hypothetischen Kaufpreis, den der Käufer bezahlt hätte, wenn ihm der nicht offenbarte Sachverhalt bekannt gewesen wäre, erstatten (negatives Interesse). Anders als bei einer Garantieverletzung (letzte mündliche Verhandlung) ist der maßgebliche Zeitpunkt für die Schadensberechnung der Vertragsschluss.

Fazit

Viele der aktuellen Themenbereiche und Rechtsprobleme in der Post M&A Arbitration befassen sich nicht mit bestimmten Detailfragen, sondern betreffen ganz grundsätzliche Probleme der Rechtsgeschäftslehre, des Schuldrechts und des Schadensrechts. Auch wenn hier die Beantwortung so mancher Fragestellungen noch im Ungewissen liegt, ist es die Aufgabe künftiger Schiedsgerichte, Antworten und Lösungsansätze weiter zu entwickeln.

Über das Thema diskutierten Prof. Dr. Siegfried H. Elsing (Orrick, Herrington & Sutcliffe), Dr. Gerhard H. Wächter (Wächter Rechtsanwälte); Moderation: Dr. Matthias Bruse (P+P).



Insolvenz als Chance

Sicherung des Unternehmenskaufs durch vorinsolvenzliche Investmentstrategien

Dr. Marco Liebler (Gerloff Liebler Rechtsanwälte) und Katharina Gerdes (P+P)



ie Insolvenz eines Unternehmens ist oftmals auch eine gute Investmentgelegenheit. Die Chancen für den Zuschlag und auch der Einstiegspreis werden entscheidend davon beeinflusst, wie man sich zuvor strategisch positioniert. Ohne strategische Sonderposition steht der Investor im Wettbewerb

mit anderen Interessenten.

Sonderposition durch Forderungskauf

Durch den Erwerb einer Forderung von einem Gläubiger gegen die insolvente Gesellschaft kann Einfluss auf das Insolvenzverfahren genommen werden. Die Forderung stellt eine Insolvenzforderung gemäß § 38 InsO dar und ist durch die prognostizierte Quotenerwartung entwertet. Der Investor übernimmt mit der Forderung die Gläubigerposition im Verfahren und ist somit berechtigt, an allen Gläubigerversammlungen (GV) gemäß § 74 Abs. 1 Satz 2 InsO und den GV-Abstimmungen teilzunehmen. Da Beschlüsse der GV nach § 76 Abs. 2 InsO mit der Summenmehrheit der Forderungen der abstimmenden Gläubiger gefasst werden, ist je nach Höhe der erworbenen Forderung u.U. ein

entscheidender Einfluss auf die Abstimmungsergebnisse möglich. Zudem ist bei entsprechender Struktur und Höhe der Forderung auch ein Sitz im Gläubigerausschuss (GA) denkbar, der mit weiteren Informations- und Mitwirkungsrechten verbunden ist.

Gleichwohl sind der Verfolgung eigener Interessen Grenzen gesetzt. Beschlüsse der GV können gemäß §78 InsO aufgehoben werden, wenn sie dem gemeinsamen Interesse der Insolvenzgläubiger – der Gläubigerbefriedigung – widersprechen. Außerdem ist man bei persönlicher Betroffenheit von der Abstimmung in den GV und im GA ausgeschlossen, beispielsweise beim Verkauf des Unternehmens an sich oder an ein verbundenes Unternehmen.

Sonderposition durch Bindung von Schlüsselpartnern

Die Bindung von zentralen Vertragspartnern der Insolvenzschuldnerin, wie dem Vermieter einer betriebsnotwendigen Immobilie oder einem zentralen Leasinggeber, kann eine weitere Möglichkeit sein, sich eine Sonderposition zu verschaffen. Denn bei einem Asset Deal ist der Insolvenzverwalter auf die Zustimmung des Vertragspartners angewiesen,



um das zur Betriebsfortführung notwendige Vertragsverhältnis auf den Erwerber überzuleiten. Die Durchsetzung der Sonderinteressen kann alle Lösungsansätze blockieren. Spätestens dann, wenn die Blockade zu wirtschaftlichen Schäden bei dem Vertragspartner führt oder solche drohen, sind derartige Allianzen jedoch nicht sehr belastbar.

Sonderposition durch Sicherungsrechte

Schließlich bietet die Übernahme von Sicherungsrechten im Zusammenhang mit dem Erwerb von Darlehen oder anderen Forderungen im Vorfeld einer Insolvenz die Möglichkeit, sich eine Sonderposition zu verschaffen. Sicherungsrechte gewähren in der Insolvenz Aussonderungsrechte (§ 47 InsO) oder Absonderungsrechte (§§ 49 ff. InsO). Ein Aussonderungsrecht führt zu einem Herausgabeanspruch, während ein Absonderungsrecht zu einem Befriedigungsrecht an dem Sicherungsgut führt, wobei das Verwertungsrecht in den meisten Fällen beim Insolvenzverwalter liegt. Zudem sind bei der Absonderung die Kostenbeiträge gemäß §171 InsO (i.d.R. 9%) zugunsten der Insolvenzmasse zu berücksichtigen.

Besonders interessant wird der Forderungserwerb mit Sicherungsrechten in einer Konzernstruktur, bei der Tochtergesellschaften

Die Verwertungsbefugnis des Insolvenzverwalters gilt nur für die Insolvenzschuldnerin selbst

für das Darlehen der Konzernmutter Sicherungsrechte gewähren. Eine Sonderstellung wird insbesondere durch Sicherungsrechte wie Globalzession und Sicherungsübereignung von Warenlagern oder Anlagegütern begründet. Die Verwertungsbefugnis des Insolvenzverwalters nach § 165 f. InsO gilt nur für die Insolvenzschuldnerin selbst, sodass er auf die Sicherungsrechte in den Töchtern keinen Zugriff hat. Er ist somit nicht in der Lage, diese Töchter lastenfrei zugunsten der Insolvenzmasse zu verwerten, und der Investor kann die vollständige Über-

tragung der Geschäftsanteile auf sich gegen eine Massebeteiligung mit dem Insolvenzverwalter vereinbaren, ohne dass ein M&A-Prozess stattgefunden haben muss.

Nachteilig ist hierbei, dass die Übernahme ohne vertiefte Due-Diligence-Prüfung erfolgt. Für einen Investor ist der Forderungserwerb mit Sicherungsrechten daher nur sinnvoll, wenn er sich durch besondere Kenntnisse in der Lage sieht, im Worst Case

Verwertungsbeschränkungen ergeben sich aus Limitation-Language-Klauseln

die Sicherungsrechte selbst besser zu verwerten, und diese daher höher bewertet als der ursprüngliche Darlehensgeber. Sollten nach Forderungserwerb und vor einem Vollerwerb der Anteile unbekannte Risiken auftreten, z.B. wegen einer steuerlichen Organschaft, so kann sich der Investor immer noch dafür entscheiden, die Verwertung dem Insolvenzverwalter zu überlassen und daraus Befriedigung zu erhalten.

Des Weiteren ist zu beachten, dass die Kredit- und Sicherungsverträge typischerweise eine Limitation-Language-Klausel enthalten. Diese beschränkt die Verwertbarkeit der Sicherheiten bei den Tochtergesellschaften dadurch, dass die Tochtergesellschaften gemäß § 30 GmbHG im Rahmen der Kapitalerhaltung nichts an die Muttergesellschaft herausgeben dürfen, was das Stammkapital angreifen würde.

Häufig sind auch die Geschäftsanteile an den Töchtern verpfändet, was dem Pfandrechtsgläubiger ein Absonderungsrecht gewährt. Die herrschende Meinung lehnt für dieses besitzlose Pfandrecht ein Verwertungsrecht des Insolvenzverwalters ab, der Gläubiger muss die Geschäftsanteile also selbst verwerten. Die Verwertung ist zeitaufwendig und in Deutschland bisher nur selten gelungen, denn sie muss durch öffentliche Versteigerung gemäß § 1235 BGB erfolgen. Ein freihändiger Verkauf ist nach §1221 BGB nur bei einem Markt- oder Börsenwert möglich.

■ Frankfurter Insolvenzund M&A-Forum 2016



Mittwoch, 14. September 2016, ganztägig

Dieses Jahr u.a. mit folgenden Themen:

- Aktuelle Entwicklungen im Distressed-M&A-Markt
- Besonderheiten von Managementbeteiligungen in der Restrukturierung
- Fallstricke bei der Feststellung der Insolvenzantragspflicht - Berater vs. Insolvenzverwalter
- Gewährleistung beim Unternehmensverkauf aus der Insolvenz

Gesellschaftshaus Palmengarten Palmengartenstraße 11 | 60325 Frankfurt am Main

Wir würden uns sehr freuen, Sie und Ihre Kolleginnen und Kollegen beim FIMA Forum 2016 willkommen zu heißen.

Online-Anmeldung unter: www.pptraining.de/frankfurt

In Kooperation mit:

BUNDESVERBAND MERGERS&



ESG-Compliance

Neue Herausforderungen für Private-Equity-Fonds

Dr. Tim Kaufhold und Dr. Christoph Thiermann (beide P+P)

D

as folgende Zitat aus einer Presseerklärung ist nur eines von vielen Beispielen für die aktuelle Relevanz von ESG: "Mit Blick auf das Zwei-Grad-Ziel der Klimaverhandlungen in Paris und auf die ökonomischen Risiken kündigt Allianz Vorstandsvorsitzender Oliver Bäte an, keine Kohle-basierten

Geschäftsmodelle mehr zu finanzieren." Zahlreiche weitere Unternehmen und Institutionen haben angekündigt, ihre Investitionsentscheidungen auch von ESG-Aspekten abhängig zu machen.

ESG steht für "Environmental, Social and Governance". Es handelt sich also um nichtfinanzielle Aspekte, die einerseits die Nachhaltigkeit einer Investition fördern, andererseits aber auch Auswirkungen auf den Wert von Investitionsobjekten haben. Beispiele für den negativen Einfluss von Verstößen gegen ESG-Prinzipien auf den Unternehmenswert können nahezu täglich der Presse entnommen werden.

Dieser Bedeutung von ESG kann sich auch die Private-Equity-Branche nicht verschließen. Offensichtlich ist dies zunächst im Hinblick auf die Entscheidung für das Investment in einen Fonds: Immer mehr Investoren nehmen ESG-Aspekte in ihre Investitionsrichtlinien auf. Dieser Marktentwicklung folgend haben sich inzwischen zahlreiche Private-Equity-Fonds freiwillig verpflichtet, über gesetzliche Vorgaben zum Bereich ESG hinaus nicht gesetzlich kodifizierte ESG-Standards einzuhalten.

Verschiedene ESG-Standards sind bereits auf nationalstaatlicher Ebene und auf EU-Ebene gesetzlich normiert. Dies gilt insbesondere für den Bereich Umwelt- und Arbeitsschutz, aber auch für den Bereich Compliance (z.B. BImSchG, BBodSchG, ArbSchG, StGB, AktG). Daneben beinhalten verschiedene nichtgesetzliche Quellen – wie die United Nation Principles for Responsible Investments (UNPRI) und die Private Equity Growth Capital Councils Guidelines for Responsible Investment (PEGCC) – Vorgaben zur Umsetzung und Förderung von ESG-Standards oder zu deren konkretem Inhalt. Verbindlich für Private-Equity-Fonds werden diese Vorgaben durch Selbstverpflichtung. Doch auch wenn

ESG-Standards sind für jede Phase einer Investition relevant

keine Selbstverpflichtung eingegangen wird, ist die Beachtung von ESG-Mindeststandards zu empfehlen, etwa um im Rahmen eines späteren Exits nicht einen breiten Interessentenkreis auszuschließen. Dies gilt insbesondere auch für Investitionen und Portfoliounternehmen des Private-Equity-Fonds.

ESG-Standards sind für jede Phase einer Investition relevant. Erster konkreter Anknüpfungspunkt bei Transaktionen ist die Due Diligence. ESG-Themen mit unmittelbarem Einfluss auf die Bewertung von Zielunternehmen – z.B. Umweltaspekte – waren schon immer Bestandteil einer ordnungsgemäßen Due Diligence. Darüber hinaus gebietet es die Sorgfaltspflicht gegenüber den Investoren, auch solche ESG-Themen zu untersuchen, die auf den ersten Blick nicht bewertungsrelevant erscheinen. So kann hier die Überprüfung von Kontrollsystemen zur Verhinderung von ESG-Verstößen genannt werden, wobei der Umfang der Prüfung und ihre Detailtiefe frühzeitig mit den mit

der Due Diligence betrauten Beratern zu erörtern sind. Dies betrifft insbesondere über geltendes Recht hinausgehende ESG-Standards.

Die im Rahmen der Due Diligence überprüften und identifizierten ESG-Aspekte fließen schließlich in die Transaktionsdokumentation ein. Über die in jedem Unternehmenskaufvertrag relevanten ESG-Themen (z.B. Umweltfreistellungen, Garantien bezüglich öffentlich-rechtlicher Genehmigungen) hinausgehende ESG-Themen werden in das Gewährleistungs- und Verpflichtungssystem des Vertrages integriert. Neuerdings verlangen Erwerber u.a. zunehmend konkret auf ESG-Standards bezogene Garantien. In Gesellschaftervereinbarungen finden sich ESG-Standards insbesondere in den Regelungen zur Corporate Governance, zu den laufenden Berichtspflichten des Zielunternehmens sowie zum Recht zur Durchführung von Sonderuntersuchungen.

Der Private-Equity-Fonds muss die zum Zeitpunkt der Investition definierten ESG-Vorgaben für das Zielunternehmen also während des Investitionszyklus im Rahmen der aufgesetzten Corporate Governance laufend überwachen und überprüfen. Über das Reporting von Finanzkennzahlen hinaus hat das Zielunternehmen zumindest in regelmäßigen Abständen über Vorkommnisse im Bereich ESG, aber auch über den Status der Umsetzung der ESG-Kontrollsysteme zu berichten. Die Sorgfaltspflicht der Überwachungsorgane beinhaltet auch die regelmäßige Überprüfung dieser Systeme und deren Weiterentwicklung.

Zusammenfassend ist eine Entwicklung von der Corporate Governance zu einer umfangreichen ESG-Governance zu beobachten. Durch derartige erweiterte Compliance-Systeme werden alle Beteiligten für die spezifischen ESG-Anforderungen sensibilisiert, und Verstöße gegen gesetzliche und nichtgesetzliche ESG-Standards können verhindert werden. Letzteres wiederum hat einen unmittelbaren positiven Einfluss auf den Wert des Zielunternehmens und damit auf den Erfolg der Investition.

Dr. Christoph Thiermann (P+P)





Big Data – das neue Ol?

Datenschutz bei M&A-Transaktionen mit Private-Equity-Beteiligungen

Dr. Thomas Helbing (Rechtsanwaltskanzlei Helbing) und Tobias Jäger (P+P)



aten gelten als das neue Öl der Unternehmen. Es findet sich nahezu keine Branche mehr, in der nicht versucht wird, die Geschäftsmodelle durch das Sammeln und Auswerten von Daten zu optimieren. Der technologische Fortschritt schafft die Voraussetzungen dafür, dass immer mehr Daten

elektronisch verfügbar sind und mit hoher Geschwindigkeit ausgewertet werden können. Die riesigen Datenmengen der verschiedenen Quellen verschmelzen zu "Big Data". Unternehmen wie Apple, Google und Facebook, die mit ihrem Geschäftsmodell auf die wirtschaftliche Verwertung der gesammelten Daten setzen, haben mittlerweile die Schwer- und Rohstoffindustrie vom Thron der wertvollsten Unternehmen verdrängt.

Neue rechtliche Rahmenbedingungen

Für das Geschäft mit Daten gelten aber besondere rechtliche Rahmenbedingungen. Beim Sammeln und Nutzen von personenbezogenen Daten ist das Datenschutzrecht zu beachten. Die informationelle Selbstbestimmung des Einzelnen soll in einen Ausgleich mit den berechtigten Interessen der Datenverwerter gebracht werden.

Die rechtlichen Rahmenbedingungen sind juristisches Neuland – und bleiben es mit Blick auf jede neue technische Weiterentwick-

lung. Das Datenschutzrecht hinkt dem technischen Fortschritt ständig hinterher. Daten, insbesondere die von weltweit operierenden Unternehmen, sind zudem flüchtig. Der Transfer von Daten kennt im Zeitalter des Internets und der Cloud-Lösungen keine Landesgrenzen.

Am 14. April 2016 hat das EU-Parlament nach zähem vierjährigem Entstehungsprozess eine Datenschutzgrundverordnung verabschiedet, die, nach einer Umsetzungsfrist von zwei Jahren, ab 25. Mai 2018 als einheitliches Datenschutzrecht für ganz Europa gelten wird. Damit enden auch beim Datenschutz weitgehend nationale Insellösungen, ein neues Zeitalter für den Umgang mit personenbezogenen Daten beginnt. Darauf muss man sich auch im Rahmen von M&A-Transaktionen mit Private-Equity-Beteiligung schon jetzt einstellen: Wer heute Einwilligungen von Nutzern einholt, muss sicherstellen, dass diese auch im Jahr 2018 noch Bestand haben.

Daten als Assets – doch was sind sie wirklich wert?

Die in den Unternehmen vorhandenen und verarbeiteten Daten werden ein immer wesentlicheres Asset und damit zum wertsteigernden Faktor. Im Rahmen der Bewertung von Unternehmen muss deshalb auch die Werthaltigkeit der vorhandenen Daten ermittelt werden.

Der Wert der Daten hängt im Wesentlichen davon ab, in welcher Weise sie von der Zielgesellschaft verwendet werden dürfen. Folgendes ist zu klären: Ist das von dem Zielunternehmen betriebene Geschäftsmodell aufgrund der geltenden Datenschutzbestimmungen zulässig? Kann es überhaupt oder – mit entsprechenden Gewinneinbußen – nur eingeschränkt legal betrieben werden? Wenn ein Zielunternehmen mit entsprechender Weitsicht vorgegangen ist und z.B. von den Personen, auf die sich die Daten beziehen, wirksame Einwilligungserklärungen zu ihrer Verwendung eingeholt hat, kann das den Wert der vorhandenen Daten und damit den des Zielunternehmens erheblich erhöhen.

Verstöße gegen das Datenschutzrecht können empfindliche Strafen und Reputationsschäden nach sich ziehen

Auf die Verwendungsmöglichkeiten der Daten wird in der Due Diligence zukünftig größeres Augenmerk gelegt werden müssen. Im Rahmen der Due Diligence wird aber auch zu prüfen sein, ob das Zielunternehmen den datenschutzrechtlichen Vorgaben in der Vergangenheit entsprochen hat.

Hat ein Unternehmen gegen das Datenschutzrecht verstoßen, kann das, ähnlich wie bei einem wettbewerbsrechtlichen Vergehen (z.B. bei Preisabsprachen zwischen Wettbewerbern), empfindliche Strafen und Reputationsschäden nach sich ziehen. Außerdem können zusätzliche Investitionen notwendig sein, um die datenschutzrechtlichen Anforderungen zu erfüllen.

Erwerb von personenbezogenen Daten

Ist das Ziel der Unternehmenstransaktion auch der Erwerb von personenbezogenen Daten, so hat dies auch Auswirkungen auf die mögliche Deal-Struktur. Soll der Rechtsträger des Zielunternehmens die Daten auf den Erwerber mittels Asset Deal übertragen, so gilt dies als Datenübermittlung. Eine Übermittlung ist datenschutzrechtlich jedoch nur unter besonderen Voraussetzungen zulässig. Der einzelne Betroffene muss in die Übermittlung seiner Daten einwilligen oder es bedarf einer Rechtsvorschrift, die im konkreten Fall eine Übermittlung zulässt. An einer ausreichenden Einwilligung des Betroffenen oder einem entsprechenden gesetzlichen Erlaubnistatbestand fehlt es aber in den meisten Fällen. Ein Asset Deal ist deshalb mit Blick auf die Nutzbarkeit der personenbezogenen Daten häufig ungünstiger. In diesen Fällen kann der Erwerb als Share Deal Vorteile bringen. Denn hierbei werden die Daten nicht übermittelt, sondern verbleiben beim ursprünglichen Rechtsträger.

Doch selbst wenn die Daten mit dem Zielunternehmen im Rahmen eines Share Deal erworben werden können, kann der Erwerber mit den Daten des Zielunternehmens anschließend nicht machen, was er will. Die Daten bleiben mit dem Rechtsträger verbunden und können nur dort im Rahmen des datenschutzrechtlich Zulässigen verwendet werden. So können Daten, die zur Durchführung eines bestimmten Vertrages erhoben werden, später nicht per se für andere Zwecke genutzt werden.

Auch eine Übermittlung der Daten – etwa an die Konzernmutter oder eine Schwestergesellschaft, um Synergien innerhalb eines Konzerns zu heben – ist datenschutzrechtlich nicht ohne Weiteres möglich oder sogar ganz ausgeschlossen. Gerade wenn Mitarbeiterdaten konzernintern transferiert werden, vertreten die Aufsichtsbehörden in Deutschland eine strenge Auffassung.



Dr. Thomas Helbing (Rechtsanwaltskanzlei Helbing)

Datenschutz in der Transaktion

Bei der Vorbereitung und Durchführung einer Transaktion werden Daten im großen Umfang zwischen Verkäufer, Zielunternehmen und potentiellem Erwerber ausgetauscht. Auch hierbei ist das Datenschutzrecht zu beachten. Eine Übermittlung von personenbezogenen Kunden- oder Arbeitnehmerdaten ist nur unter sehr engen Voraussetzungen zulässig und darf im Zweifel nur in anonymisierter Form vorgenommen werden.

Aber selbst wenn diese Daten in datenschutzrechtlich zulässiger Weise dem potentiellen Erwerber zur Verfügung gestellt werden dür-

Schon das Hochladen der Daten in einen elektronischen Datenraum ist datenschutzrechtlich relevant

fen, kann ein Verstoß gegen das Datenschutzrecht von ganz anderer Seite drohen. Schon das Hochladen der Daten in einen elektronischen Datenraum ist datenschutzrechtlich relevant. Werden etwa Daten an einen IT-Dienstleister (z.B. einen Datenraumprovider) gegeben, der seinen Sitz außerhalb der EU hat, so müssen besondere Vorkehrungen getroffen werden, da die dortigen Datenschutzgesetze nicht mit den

in der EU geltenden vergleichbar sind. Grundsätzlich ist hier nötig, gesonderte Verträge (sog. EU-Standardverträge) mit den Dienstleistern zu schließen. Dies gilt auch für Transfers in die USA, da eine Übermittlung auf Basis von Safe-Harbor-Zertifizierungen seit dem EuGH-Urteil im Oktober 2015 nicht mehr möglich ist.

Mit besagtem EuGH-Urteil sind allerdings auch die EU-Standardverträge infrage gestellt, sodass der Datentransfer auch in andere Nicht-EU-Länder zunehmend mit einem Fragezeichen versehen werden muss. Unklar ist auch die Zukunft des als Privacy Shield bezeichneten Nachfolgers von Safe Harbor. Noch bevor dieses Abkommen überhaupt wirksam geworden ist, haben Aufsichtsbehörden bereits Zweifel an seiner Vereinbarkeit mit den EuGH-Anforderungen geäußert.

Datenschutz bei den Portfoliounternehmen

Die Absicherung des Datenschutzes ist eine permanente Aufgabe und somit auch nach einer Transaktion von den Portfoliounternehmen zu beachten. Datenschutz-Compliance gehört bei den Unternehmen zu den laufenden Organpflichten. Die EU-Datenschutzgrundverordnung verlangt ab Mai 2018 von den Unternehmen, sich so zu organisieren, dass sie die Datenschutzbestimmungen einhalten und dies auch nachweisen können. Die Geschäftsführer der Zielunternehmen sind also gehalten, entsprechende Maßnahmen zu ergreifen, mit denen die Beachtung des Datenschutzes im Unternehmen sichergestellt wird. Die Aufsichtsgremien haben die Geschäftsführung diesbezüglich zu überwachen.

Ein Verstoß gegen den Datenschutz kann von Aufsichtsbehörden geahndet und mit Strafen belegt werden. Führt ein verhängtes Bußgeld zu Schäden beim Unternehmen, so droht den einzelnen Mitgliedern der Geschäftsführung und der Aufsichtsgremien die persönliche Haftung, wenn sie ihre Organpflichten verletzt und den Datenschutz im Unternehmen nicht ausreichend gewährleistet haben.

Es ist eine zunehmende Strenge beim Vollzug der Datenschutzbestimmungen zu beobachten

Bislang haben sich die Aufsichtsbehörden mit der Verhängung von Bußgeldern wegen des Verstoßes gegen Datenschutzbestimmungen eher zurückgehalten. Es ist aber eine zunehmende Strenge beim Vollzug der Datenschutzbestimmungen zu beobachten.

So hat etwa das Bayerische Landesamt für Datenschutzaufsicht wegen eines Asset Deal, bei dem Kundendaten unter Verstoß gegen datenschutzrechtliche Vorschriften verkauft wurden, jüngst ein Bußgeld verhängt. Das Thema Datenschutz ist also auch im M&A-Bereich angekommen.

Noch sind die verhängten Bußgelder überschaubar. Dem Softwareunternehmen Adobe, dem Getränkehersteller Punica und dem Konzern Unilever sind Bußgelder zwischen EUR 8.000 und EUR 12.000 auferlegt worden, weil sie sich trotz des EuGH-Urteils bei ihren Datentransfers in die USA auf Safe Harbor gestützt haben.

Theoretisch sind nach derzeit noch geltendem Recht Bußgelder in Höhe von bis zu EUR 300.000 möglich, für jeden Verstoß. Sobald die Übergangsregelungen nach der Datenschutzgrundverordnung jedoch ausgelaufen sind, kommen deutlich empfindlichere Strafen von bis zu EUR 20.000.000 bzw. bis zu 4 % des globalen Jahresumsatzes des Unternehmens in Betracht. Der Datenschutz gewinnt also an Bedeutung und darf bei M&A-Transaktionen und beim Beteiligungsmanagement nicht vernachlässigt werden.



Der Lehrgang vermittelt die Grundlagen für eine erfolgreiche Durchführung von M&A-Transaktionen. Er richtet sich in erster Linie an Berufsträger mit bis zu drei Jahren Berufserfahrung aus allen Bereichen der M&A-Praxis (Private-Equity-Fonds, Unternehmen, Banken, Corporate-Finance-Berater). Teilnehmer, die bereits über Erfahrungen in M&A-Transaktionen verfügen, können ihre Kenntnisse in einzelnen Bereichen auffrischen und erweitern. Den Teilnehmern werden von erfahrenen M&A-Praktikern die tatsächlichen, rechtlichen und wirtschaftlichen Grundlagen von M&A-Transaktionen vermittelt.

Die Module finden jeweils donnerstags von 17 bis 20 Uhr in den Frankfurter Kanzleiräumen von P+P Pöllath + Partners statt.



P+P Pöllath + Partners Rechtsanwälte Steuerberater mbB An der Welle 3 | 60322 Frankfurt / Main

Anmeldung online unter: www.pptraining.de

Die Teilnahmegebühr beträgt EUR 750.- zzgl. MwSt. für den gesamten Lehrgang. Die Module können auch einzeln besucht werden zu je EUR 100,- zzgl. MwSt.

Modul 1 Ablauf van M&A Transaktionen - Verfoldwarein	15.09.2016
Ablauf von M&A-Transaktionen • Vorfeldvereinbarungen	
Modul 2 Steuerplanung aus Verkäufer- und Käufersicht	22.09.2016
Modul 3 Legal und Tax Due Diligence	29.09.2016
Modul 4 Unternehmenskaufvertrag	06.10.2016
Modul 5 Unternehmensbewertung und Kaufpreis	13.10.2016
Modul 6 Akquisitionsfinanzierung • Kartellrecht	20.10.2016
Modul 7 Distressed M&A	27.10.2016
Modul 8 Minderheits- und Mehrheitsbeteiligungen	03.11.2016
Modul 9 Managementbeteiligungen	10.11.2016
Modul 10 Private Equity	17.11.2016



Risikoverteilung bei Kartellvorbehalten

Daniel Wiedmann (P+P)

S

teht eine Transaktion unter dem Vorbehalt der kartellrechtlichen Freigabe, so liegt das Kartellrisiko letztlich beim Verkäufer. Denn wird die Transaktion nicht freigegeben, scheitert der Verkauf. Durch innovative vertragliche Gestaltungsmöglichkeiten lässt sich das Kartellrisiko verteilen oder ganz dem

Käufer auferlegen. Beispiele für solche Risikoverteilungsmechanismen sind Divestiture-Klauseln, Take-or-Pay-Klauseln und Break-up Fees.

Auch bei Transaktionen unter Beteiligung von Private-Equity-Investoren können Kartellrisiken bestehen. Dies belegen zahlreiche Fälle aus der Praxis. Typische Beispiele sind Akquisitionen von Private-Equity-Investoren mit einem bestimmten Sektorfokus oder

Build-up-Strategien und vor allem Verkäufe an strategische Investoren. Die Europäische Kommission und das Bundeskartellamt untersagen eine Transaktion, wenn sie zu einer wesentlichen Wettbewerbsbehinderung führt. Grund hierfür kann z.B. sein, dass ein horizontaler Zusammenschluss eine Marktbeherrschung oder ein vertikaler Zusammenschluss eine Marktabschottung ermöglicht.

Unter Umständen lassen sich ernsthafte Bedenken der Kartellbehörden jedoch durch Zusagen oder eine Modifikation des Vorhabens ausräumen. Ein Beispiel für eine solche Zusage ist die Veräußerung eines Unternehmensteils (Divestiture), etwa zur Verringerung der Marktanteilsaddition, die andernfalls zur Annahme einer marktbeherrschenden Stellung führen würde. Werden hierdurch die Bedenken

der Behörde ausgeräumt, erfolgt die Freigabe unter der Bedingung, dass der Zusage nachgekommen wird. Eine entsprechende Divestiture-Klausel will genau formuliert sein. Welche Partei trägt das Risiko von Auflagen? Sind jegliche Auflagen zu akzeptieren – also unter Umständen auch eine Veräußerung der "Kronjuwelen" des Unternehmens (sog. Hell-or-High-Water-Klausel) – oder nur Auflagen in einem begrenzten Umfang? Vermittelnd kann z.B. der Käufer verpflichtet werden, nur solche Auflagen zu akzeptieren, die sein Geschäft nicht über einen bestimmten Schwellenwert hinaus beeinträchtigen. Die von der jeweiligen Partei zu akzeptierenden Auflagen können auch ganz konkret beschrieben werden (etwa dass genau bestimmte Produktionsanlagen zu veräußern sind). Unter Umständen birgt eine solche Präzisierung jedoch das Risiko, dass die Kartellbehörden dann gerade hier wettbewerbliche Probleme vermuten.

In den USA und auch in Deutschland finden zunehmend Regelungen Anwendung, die Käufer zur Zahlung einer Vertragsstrafe (Break-up Fee) verpflichten, falls die erforderlichen Freigaben nicht oder nicht bis zu einem bestimmten Zeitpunkt (Long Stop Date) erteilt

Wird die Transaktion untersagt, kann das Zielunternehmen an einen Dritten veräußert werden

wurden. Mit Zahlung der Vertragsstrafe werden in der Regel zugleich sämtliche Ansprüche des Verkäufers abgegolten, die diesem aus dem Scheitern der Transaktion entstehen.

Besonders verkäuferfreundlich sind sogenannte Take-or-Pay-Klauseln, die den Käufer unabhängig von der Freigabe, d.h. eventuell auch bei einer Untersagung, zur Zahlung des Kaufpreises verpflichten. Wurde die Transaktion nicht bis zu einem bestimmten Zeitpunkt freigegeben, kann der Verkäufer das Zielunternehmen zunächst an einen Treuhänder übertragen. Wird die Transaktion untersagt, kann das Zielunternehmen an einen Dritten veräußert werden. Der Käufer erhält dann den Erlös aus dieser Veräußerung. Derartige Transaktions-

In der Praxis richtet sich die Risikoverteilung vor allem nach der Verhandlungsposition der Parteien

strukturen sollten besonders sorgsam gestaltet werden, um Verstöße gegen das kartellrechtliche Vollzugsverbot zu vermeiden.

Schließlich kann der Unternehmenskaufvertrag eine Partei verpflichten, gegen eine Untersagung gerichtlich vorzugehen oder sogar ein Ministererlaubnisverfahren anzustrengen. Derartige Verpflichtungen sind allerdings nicht zuletzt aufgrund der langen Dauer solcher Verfahren selten

In der Praxis richtet sich die Risikoverteilung vor allem nach der Verhandlungsposition der Parteien. Als Daumenregel kann gelten, dass ein Käufer zumutbare Auflagen im Normalfall akzeptiert. Ein Verkäufer mit einer starken Verhandlungsposition, z.B. in einem Bieterverfahren, wird versuchen, dem Käufer das Auflagenrisiko vollständig aufzuerlegen oder sich mit einer Break-up Fee (zusätzlich) abzusichern. Sind sich Käufer und Verkäufer über die Risikoverteilung uneinig, kann eine Präzisierung bzw. Eingrenzung des Untersagungsrisikos helfen: Die Parteien können noch vor Unterzeichnung der Transaktion die Kartellbehörden informell konsultieren und auf Basis eines Anmeldungsentwurfs eine erste Einschätzung des Untersagungsrisikos und der gegebenenfalls erforderlichen Zusagen erhalten. Eine solche Einschätzung ist nicht bindend, zumal die Behörden nach Anmeldung zumeist die Reaktionen der Marktteilnehmer eruieren wollen. Sie bietet in der Regel allerdings eine hilfreiche Grundlage für die Einschätzung des kartellrechtlichen Risikos und einer vertretbaren Risikoverteilung.







Auf dem Weg zur Kapitalmarktunion

EU-rechtliche Entwicklungen und ihre Auswirkungen auf geschlossene Fonds

Joel El-Qalqili (P+P)



m Fokus der Podiumsdiskussion auf der diesjährigen MUPET standen mit der EU-rechtlichen Regulierung die zwei wesentlichen Ziele der Kapitalmarktunion: die verbesserte Kapitalausstatung kleiner und mittlerer Unternehmen (KMU) sowie eine höhere Attraktivität von Investitionen

in geschlossene Fonds für institutionelle Anleger auf nationaler wie europäischer Ebene.

"Investment Plan Europe"

Martin Koch, Policy Officer in der Generaldirektion für Finanzstabilität, Finanzdienstleistungen und Kapitalmarktunion (FISMA) der Kommission, präsentierte das Projekt der europäischen Kapitalmarktunion als Element des übergeordneten "Investment Plan Europe" (sog. Juncker-Plan). Die Kapitalmarktunion zielt auf die Schaffung eines stärker integrierten europäischen Kapitalmarkts innerhalb von fünf bis sechs Jahren, um so alternative Finanzierungswege zu eröffnen und die Zahl langfristiger Infrastruktur- und KMU-Finanzierungen sowie grenzüberschreitender Investitionen zu erhöhen. In den folgenden sechs Bereichen sind weitere Maßnahmen auf europäischer Ebene geplant:

Innovation, Start-ups and SME, Public Markets, Infrastructure Markets and Sustainability, Bank Lending, Investment, Integration and Stability.

Beispiele für konkrete Maßnahmen sind ein Verordnungsvorschlag der Kommission zur Belebung des Verbriefungsmarkts im Bereich der KMU-Finanzierung durch geringere Kapitalanforderungen für investierende Banken bei sogenannten STS-Verbriefungen ("simple, transparent, standardised") sowie ihr Verordnungsvorschlag zur Vereinfachung des Prospektrechts. Nationale Regulierungen im Bereich Crowdfunding – einem sehr dynamischen Markt – verfolgt die Kommission sehr aufmerksam, eine europäische Regelung hält Martin Koch momentan jedoch für verfrüht.

Europäische Langfristige Investmentfonds (ELTIF)

Die Europäische Kommission sieht für ELTIF ein bedeutendes Marktpotential und beobachtet die weitere Entwicklung in diesem Bereich. Noch sind diese langfristig investierenden, auch Privatanlegern offenstehenden Anlagevehikel nicht besonders verbreitet. Zu bedenken ist in diesem Zusammenhang, dass ELTIF nur für vollregulierte Fondsmanager in Betracht kommen; die Mehrheit der deutschen

2016 PRIVATE EQUITY
PRIVATE FUNDS

Fondsmanager ist bisher aber nicht vollreguliert, sondern lediglich registriert. Außerdem führt die Einbeziehung von Privatanlegern zu zusätzlichen Komplikationen, etwa dem Erfordernis, eine Verwahr-

Ein Abwarten der Kommission birgt stets das Risiko der Entstehung "nationaler Flickenteppiche"

stelle zu bestellen. Eine Lösung dieses Problems könnte die Einführung einer Art Spezial-ELTIF ausschließlich für professionelle und semiprofessionelle Anleger sein.

EuVECA

Zur Europäischen Venture-Capital-Verordnung (EuVECA-VO) wird die Kommission noch im Juli einen Verordnungsvorschlag u.a. zur Reduzierung der Kosten einer EuVECA-Registrierung veröffentlichen. Wie Dr. Rodin bemerkte, ist das EuVECA-Regime insbesondere für den europäischen Vertrieb "kleiner", d.h. bloß registrierter AIFM sinnvoll, der "Ideenreichtum der nationalen Aufsichtsbehörden" bereite allerdings zuweilen Probleme. Nach Einschätzung von Uwe Wewel birgt ein Abwarten der Kommission stets das Risiko der Entstehung "nationaler Flickenteppiche", die sich später kaum mehr zusammenführen ließen. Dr. Wandel begrüßte das Bestreben der Kommission, Schwachstellen der Regulierung zu beheben; die hohe Frequenz solcher Maßnahmen könne aber leicht neue Baustellen eröffnen. Da sich Verordnungen ständig weiterentwickelten, ist die Kommission hier, wie Martin Koch unterstrich, ganz auf die von ihr durchgeführten Konsultationen angewiesen; deren Ergebnisse würden sehr genau studiert, und er warb bei den anwesenden Marktteilnehmern dafür, sich an diesem Prozess zu beteiligen.

Kreditfonds – höchste Zeit für eine europäische Regelung?

Nach Einschätzung von Dr. Rodin hat die Einordnung der Darlehensvergabe durch Fonds als Teil der kollektiven Vermögensverwaltung einen "Sprung in der Schüssel" der bisherigen Rechtslage behoben, der zufolge eine solche Darlehensvergabe nur mit Bankerlaubnis zulässig war. Wie Uwe Wewel betonte, ist es höchste Zeit für eine europäische Regelung zu Kreditfonds, andernfalls droht auch in diesem Bereich ein Flickenteppich nationaler Regelungen. Schon sind neben Deutschland, wie Dr. Wandel darlegte, bereits verschiedene andere Mitgliedstaaten – z.B. Irland, Italien, Luxemburg und Frankreich – legislativ tätig geworden oder beabsichtigten dies jedenfalls.

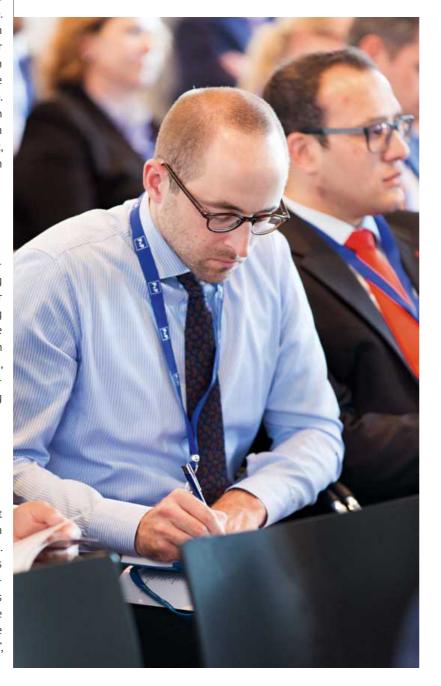
Banken empfinden sich als "überreguliert"

Inwiefern die Mindestanforderungen an das Risikomanagement (MaRisk) auf Kreditfonds anwendbar seien, diese Frage wird, wie von Teilnehmerseite zu hören war, von Mandanten immer häufiger gestellt. Dabei könne eine Anwendung der Bankenregulierung auf Kreditfonds durch die Hintertür kaum gewollt sein. Dies sei auch nicht sachgerecht, da Banken mit Einlagen wirtschafteten, während Kreditfonds das Geld institutioneller Anleger verwalteten, die nicht in gleichem Maße schutzbedürftig seien. Vertreter der Banken beurteilten dies, wie Uwe Wewel berichtete, oft anders, sie empfinden sich als "überreguliert", während Fonds einer geringeren Regulierung unterlägen.

Harmonisierung der Vertriebsvorschriften für Drittstaatenszenarien dringend geboten

Die verschiedenen nationalen Vertriebsvorschriften (d.h. außerhalb des Europäischen Passes) sind kompliziert und müssen dringend vereinfacht werden, dies betrifft auch die Frage des "Pre-Marketing" (d.h. die Frage nach der Grenze zwischen Handlungen, die Vertrieb darstellen, und solchen, die noch nicht als Vertrieb anzusehen sind). Eine Vereinheitlichung durch harmonisierte Regelungen ist aber, wie Dr. Wandel erläuterte, sehr schwierig, hier seien grundlegende konzeptionelle Fragen betroffen und Lösungen eher im Wege der praktischen Zusammenarbeit zwischen den Behörden auf der Ebene von ESMA zu suchen. Eine Vereinheitlichung der nationalen Vorschriften für den Fondsvertrieb ist, so die Einschätzung von Dr. Rodin, dringend geboten – in manchen Vertriebsszenarien stünden Drittstaaten-AIFM besser da als "kleine", d.h. registrierte, deutsche AIFM.

Über das Thema diskutierten Martin Koch (Europäische Kommission), Dr. Esther Wandel (Berlin) und Uwe Wewel (Berlin); Moderation: Dr. Andreas Rodin (P+P).



Der Sekundärmarkt

Einsatz von Leverage bei Fund Secondaries

Tarek Mardini und Amos Veith (beide P+P)



everage – süßes Gift oder normaler Bestandteil eines komplexer und reifer werdenden Marktsegments? Vor dieser Frage standen die Panelisten des diesjährigen, zum fünften Mal auf der MUPET stattfindenden Panels zu Fund Secondaries.

Wie der Rückblick auf den Sekundärmarkt für Fondsbeteiligungen zeigt, wurden die Player auf dem Sekundärmarkt in den letzten Jahren sehr verwöhnt. Ein Rekord jagte den nächsten, sei es beim Fundraising für neue Sekundärdachfonds oder beim Dealvolumen. Das Jahr 2015 machte hier keine Ausnahme, wobei sich das Transaktionsvolumen nur leicht erhöhte und auf dem Stand des Vorjahres stabilisierte. Das Transaktionsvolumen bei Fund Secondaries erreichte 2015 ca. USD 30 bis 40 Mrd. (je nach Einbeziehung verschiedener Fondskategorien und sog. Secondary Directs). Zugleich bestätigten die Panelisten mit ihrer Einschätzung Umfragen, wonach 73 % der Marktteilnehmer für 2016 erstmals seit mehreren Jahren kein neues Rekordjahr erwarten. Basierend auf den Erfahrungen der ersten Monate wird für 2016 ein leichter Rückgang beim Transaktionsvolumen erwartet, auch wenn bereits neue Rekorde beim Fundraising für neue Sekundärfonds erzielt wurden (Lexington, Ardian).

Auch beim Pricing ist eine leichte Trendumkehr erkennbar. Es ist immer noch ein Verkäufermarkt, aber die Käufer haben an Boden gewonnen. So wiesen die für Fondsbeteiligungen gezahlten Preise einen etwas größeren Discount zum Net Asset Value (NAV) auf. 2015 wurden im Durchschnitt ca. 91 % des NAV bezahlt (2014 94 %). Die Abschläge schwanken je nach Fondskategorie: Während es bei großen Buy-out-Fonds kaum Abschläge gibt, sind bei Venture-Capital-Fonds Abschläge von 10 % bis 20 % üblich. Treiber des Geschäfts waren insbesondere Verkäufe aus Gründen des Portfoliomanagements sowie Abverkäufe von Rest-Fondsportfolien von Dachfonds am Ende der Laufzeit (Tail-End-Fonds).

Es wurden verstärkt komplexe Transaktionen abgewickelt. Darin spiegelt sich wider, was bereits das MUPET-Panel 2014 beschäftigte: Die Suche nach Überrendite führt auf dem Weg der Komplexität zum Ziel. Dazu zählen Fondsrestrukturierungen (Fund Restructurings) unter Beteiligung eines Sekundärinvestors – diese wiederum waren

Thema der Podiumsdiskussion auf der MUPET 2015. Die Zahl der Marktteilnehmer, die eine solche Transaktion begleitet haben, stieg leicht von 60% im Jahr 2014 auf 66% im Jahr 2015. Eine weitere komplexe Dealstruktur sind sogenannte Stapled Transactions. Dabei erklärt sich ein Sekundärkäufer bereit, Investoren Anteile an einem Altfonds abzukaufen (meist in einer Art Tender Offer), und verpflichtet sich zugleich, sich an einem neuen Fonds des gleichen Fondsmanagers zu beteiligen. Dies wird meist nicht von den Verkäufern, sondern vom Fondsmanager des Zielfonds initiiert, um seinen Altgesellschaftern eine Liquiditätslösung anzubieten und zugleich einen Ankerinvestor für den neuen Fonds zu gewinnen. Die Zahl der Marktteilnehmer, die zwei oder mehr Stapled Transactions durchgeführt haben, stieg von 9% 2014 auf 24% 2015. So waren sich die Teilnehmer des Panels einig, dass, um einen Mehrwert zu erwirtschaften, auch in Zukunft die Suche nach Komplexität weitergehen wird.

Umfragen zufolge hat sich der Einsatz von Leverage 2015 verstärkt

Die wachsende Reife und Komplexität des Sekundärmarktes zeigt auch die Entwicklung des Einsatzes von Leverage, also der Finanzierung mit Fremdkapital unter Nutzung von Hebeleffekten. Dies hatte zuletzt die Schlagzeilen zum Sekundärmarkt beherrscht und war daher Schwerpunktthema des Panels. Verschiedenen Umfragen zufolge hat sich der Einsatz von Leverage 2015 verstärkt. Bei einer Umfrage von Setter Capital gab rund die Hälfte der Befragten an, der Einsatz von Debt bei Sekundärtransaktionen habe 2015 gegenüber dem Vorjahr erheblich zugenommen; nach Einschätzung der anderen Hälfte bewegt sich der Einsatz von Leverage gleichbleibend auf dem Niveau von 2014; lediglich 1% der Befragten beobachtete einen geringeren Einsatz von Hebelinstrumenten. Auf die Frage des Private Equity Analyst, ob der jeweilige Investor selbst Fremdkapital für Sekundärtransaktionen einsetzt, erhöhte sich die Zahl der positiven Antworten von 9 % im Jahr 2014 auf 21% im Jahr 2015. Anlass genug, den Einsatz von Fremdfinanzierung (Use of Leverage) bei Sekundärtransaktionen näher zu beleuchten.



Leverage kann in verschiedenen Formen und zu unterschiedlichen Zwecken verwendet werden. Neben dem Cash-Management steht die Erzielung eines wirtschaftlichen Hebeleffekts im Vordergrund. Dazu kann der Käufer für die Zahlung eines Kaufpreises zunächst eine Kreditlinie anstelle eines Kapitalabrufs bei seinen Investoren "anzapfen" (Capital Call Line) und diese dann erst zu einem späteren Zeitpunkt durch einen Kapitalabruf zurückführen. Daraus können sich erhebliche positive Effekte auf die interne Zinsfußberechnung (Internal Rate of Return) ergeben. Dies gilt umso mehr, wenn aufgrund der Struktur des erworbenen Fondsportfolios Zinsen und Rückzahlungen der Kreditlinie sogar durch Ausschüttungen aus dem erworbenen Fondsportfolio möglich werden. Eine weitere, einfache Form von Leverage ist die (Teil-) Stundung des Kaufpreises durch den Verkäufer (sog. Deferred Payment). Leverage kann auch in Form einer echten Akquisitionsfinanzierung aufgenommen werden. Dabei stammt die Fremdfinanzierung entweder vom Verkäufer selbst (Vendor Financing, z.B., wenn der Verkäufer eine Bank ist) oder von einem Dritten (etwa einem Kreditinstitut oder einem sonstigen Spezialfinanzierer). Üblicherweise erfolgt die Besicherung der Fremdfinanzierung durch Bestellung von Sicherheitsrechten an dem zu erwerbenden Fondsportfolio ohne Rückgriff auf das sonstige Vermögen des Erwerbers (Non-Recourse-Finanzierung). Dies ist üblich, wenn bis zu 35 % oder 40 % des Kaufpreises fremdfinanziert sind. Sollte der Anteil der Fremdfinanzierung höher sein (was allerdings bei Sekundärtransaktionen bislang eher unüblich ist), käme eine zusätzliche Besicherung durch Rückgriff auf das sonstige Vermögen des Käufers in Betracht (z.B. durch Abtretung des Rechts, Kapital bei den Investoren des Sekundärfonds abzurufen). Derartige Formen der Akquisitionsfinanzierung sind nicht nur bei dem Erwerb eines neuen Fondsportfolios möglich, sondern auch nachträglich zur Refinanzierung eines Bestandsportfolios denkbar. Daneben kann es auch Mischformen und Kombinationen der verschiedenen Leverage-Instrumente geben.

Zudem ist auf internationaler Ebene inzwischen zu beobachten, dass sich das Spektrum der Kapitalstruktur bei Sekundärtransaktionen zunehmend erweitert. So gibt es Spezialfinanzierer, die hybride Mezzanine-artige Finanzierungsformen (Nachrangdarlehen und Preferred Equity) zur Verfügung stellen, die nachrangig gegenüber der klassischen Bankenfinanzierung sind. Allerdings erreicht die Komplexität der Finanzierungsinstrumente bei Fund Secondaries noch nicht das Niveau von Unternehmenskäufen.

Der Einsatz von Leverage beinhaltet eine Reihe praktischer Herausforderungen. In wirtschaftlicher Hinsicht können sich bei fallenden Märkten und größeren Marktkorrekturen Risiken ergeben, insbesondere wenn der gezahlte Kaufpreis zu hoch ist. In rechtlicher Hinsicht ist mit dem Kreditgeber eine weitere Partei in der Dokumentation der Transaktion sowie beim Zeitplan von Verhandlungen zu berücksichti-

Leverage sollte zum Instrumentarium eines erfahrenen Sekundärkäufers gehören

gen. Sofern eine Besicherung durch Verpfändung des Fondsportfolios beabsichtigt wird, bedarf es nach der Fondsdokumentation typischerweise der Zustimmung des jeweiligen Fondsmanagers. Dies wird meist im Rahmen der Due Diligence näher geprüft. Die genannten Risiken sind für Käufer beherrschbar, insbesondere wenn sie auf erfahrene Berater zurückgreifen.

Am Ende der Diskussion herrschte Einigkeit darüber, dass Leverage kein süßes Gift ist, sondern zum Instrumentarium eines erfahrenen Sekundärkäufers gehören sollte: Richtig eingesetzt kann Leverage aus guten Transaktionen bessere Deals machen!

Über das Thema diskutierten Richard Wilmes (Golding Capital), Bruno Bertrand-Delfau (Proskauer Rose) und Gregg Kantor (Investec); Moderation: Amos Veith (P+P), Tarek Mardini (P+P)



 \mathbf{A}^{A}



Legal and Practical Issues under the AIFMD

Andreas Demmel, Andrew Brizell
(both Aztec Group), and Dr. Sebastian Käpplinger (P+P)



he European investment funds landscape has dramatically changed since the EU-wide implementation of the Alternative Investment Fund Managers Directive (AIFMD). Even though the AIFMD has now been in force for about three years, there are still numerous legal and practical issues that are unsolved.

AIFMD Reporting

The AIFMD requires each Alternative Investment Fund Manager (AIFM) to regularly report to the competent authorities of its home Member State a comprehensive set of information on the AIFM and on its investment funds (AIF). The information an AIFM must report depends on whether the AIFM is fully regulated (full set of information necessary) or whether the AIFM is a so-called sub-threshold AIFM (starkly reduced set of information). A sub-threshold AIFM is in general an AIFM that manages a maximum of EUR 500 million of assets or, where leveraged, a maximum of EUR 100 million of assets.

The information required in the reports is specified by an over 20 pages long annex template of the Level II Regulation to the AIFMD. The required information encompasses in the region of 300 data fields, including the following: general information on the AIF (name etc.),

investment strategy, key risks and concentrations, main instruments and exposures, risk profile (market, counterparty, liquidity, and stress testing). With regard to private equity structures, the reporting template includes about 20 data fields with information on the typical deal size, typical position size, and any dominant influence the AIF might have.

The contents and the format of the AIFMD reporting are heavily standardized by templates and instructions prepared by the European Securities and Markets Authority (ESMA). In order to be able to assess and process the information, ESMA and accordingly the German regulator BaFin require a submission of the data in machine readable XML format.

The frequency of the reporting varies from quarterly to annually, depending on, among other things, the assets under management and the use of leverage. The reports must be submitted within one

Managers have to use the preliminary information

month after the applicable reporting period (i.e. the end of January for annual reports). This can cause difficulties as the information required for the reports is at such point only available on a preliminary basis.



Dr. Sebastian Käpplinger (P+P), Andreas Demmel (Aztec Group), Andrew Brizell (Aztec Group)

Managers then have to use the preliminary information and have to make a subsequent amendment filing if the information changes (e.g. due to different numbers after the audit of the financial statements).

Annual Reports

The AIFMD has another "hot topic" contained in the requirements to submit annual reports for the AIFs. These requirements apply to fully regulated AIFMs and to third-country managers with regard to their AIFs marketed in the European Union, but not to sub-threshold AIFMs.

The basic information required in the annual report is not much different from the applicable accounting standards. The accounting information in the annual reports must be prepared in accordance with the accounting standards applicable to the AIF. Accordingly, the

The annual report must contain the total amount of remuneration paid by the AIFM to its staff

annual report consists of a balance sheet, a profit-and-loss statement, and an activities report.

The "hot topic" is rather that the annual report must contain the total amount of remuneration for the financial year, split into fixed and variable remuneration, paid by the AIFM to its staff, and number of beneficiaries, and, where relevant, carried interest paid by the AIF. In addition, the annual report must contain the aggregate amount of remuneration broken down by senior management and members of

staff of the AIFM whose actions have a material impact on the risk profile of the AIF.

Although overall, the requirement to include remuneration disclosures (including disclosure of overall carry amounts extracted by carry limited partners) is not strictly speaking new, the difficulty for AIFMs going forward will be how to deal with placing staff in significant management functions within the AIFM when they are themselves entitled to carry as this can trigger quite a specific disclosure depending on the individual or individuals involved. Strategies are evolving to deal with this situation but in practice there is no clear guidance available as to what is in fact appropriate.

Valuation

The AIFMD introduces rules and procedures for valuing the assets of an AIF. Such rules make sense from the investors' perspective as well as from the overall perspective of the AIFMD, in encouraging the monitoring of systemic risks in the financial markets. Unsurprisingly, the assets must be valued "fairly and appropriately". For that purpose, the AIFMD requires that the AIFM sets up rules and procedures. The AIFM must also have a valuation function, i.e. either an independent external valuer with sufficient qualifications or the AIFM itself if the internal function is sufficiently separated.

The AIFMD valuation rules do not apply to sub-threshold AIFMs. However, sub-threshold AIFMs have their own valuation issue. An AIFM may only stay sub-threshold as long as its assets under management do not exceed EUR 500 million or, in case of leveraged AIFs, EUR 100 million. Depending on whether the AIFM can value at cost or at fair value, such threshold is reached more slowly (or indeed not at all) or significantly

faster. According to the German regulator BaFin, German GAAP (HGB) shall apply in order to determine the threshold. This rather uniform standard is likely intended by BaFin to minimize subjective views on the valuations. Other jurisdictions have adopted different approaches leading to jurisdictional arbitrage in the application of this provision which is of course contrary to the purpose of AIFMD. The valuation with regard to the EUR 500 million or EUR 100 million threshold is fortunately less of an issue for commitment based funds. ESMA recently clarified that undrawn capital commitments are not assets under management and therefore do not count against the thresholds.

Depositary Requirement

The AIFMD introduced from the UCITS Directive the requirement to appoint a depositary for in-scope AIFMs/AIFs. The depositary requirement is, at least partly, a response to the Madoff scandal. Accordingly, the basic functions of a depositary are cash-flow monitoring, safe-keeping of assets (including ownership verification), and general oversight (e.g with regard to subscription or distributions).

The depositary requirements apply to fully regulated AIFMs, but not to sub-threshold AIFMs. The requirement has also become relevant to third-country managers who want to market their AIFs in the European Union. Some EU Member States (such as Germany and

The AIFMD significantly changed the marketing regime for AIFs marketed to institutional investors

Denmark) require the appointment of a depositary with the aforementioned functions in order to market an AIF to professional investors.

Although the majority of the depositary requirements in an alternative assets context are straightforward in their application, the big issue remains the treatment of "financial instruments" (MiFID definition); the associated liability regime, how they must be held and what they are. Little guidance has been produced on this issue and the strict liability regime layers unnecessary additional cost into the holding of these assets. The imposition of a depositary for professional investor backed AIFs is arguably misconceived and it would be helpful if some of these issues were addressed in the eagerly awaited AIFMD II.

Marketing under the AIFMD

The AIFMD significantly changed the marketing regime for AIFs marketed to institutional investors. Even though there have been marketing rules for retail funds pre-AIFMD, the AIFMD introduced specific rules for marketing AIFs to institutional and professional investors. There are, at the moment, basically three marketing regimes available: an EU marketing passport for fully regulated EU AIFMs, the national private placement rules with regard to EU sub-threshold AIFMs, and the AIFMD marketing regime for third-country managers.

The hardest hit by the new marketing regime has been in our experience on EU sub-threshold managers and third-country managers wanting to market their AIFs in the European Union. EU sub-threshold managers must check the marketing requirements in each EU country before marketing a fund there. Whereas some EU countries allow such cross-border marketing (such as the UK, Luxembourg, and in general also Germany), others do not allow the cross-border marketing of EU sub-threshold managed AIFs (such as Austria or Denmark). Third-coun-

try managers must apply in each EU country for a so-called Art. 42 AIFMD marketing license. Such license is often a lengthy and costly process. Turn-around time at BaFin is in practice between one and two months with regulatory fees of EUR 6,582 one-time and EUR 1.088 annually.

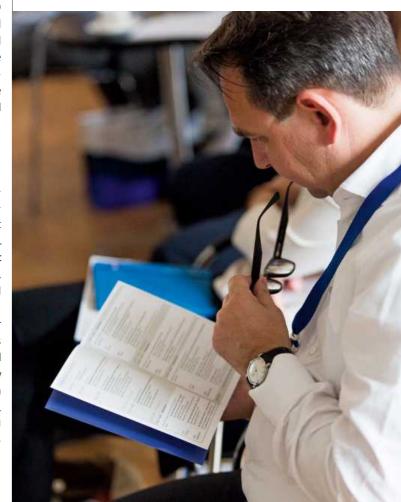
As a consequence of the stricter marketing, the concepts of pre-marketing and reverse solicitation have become more prominent. However, none of the concepts are very clear and managers relying on them often do so in a gray area due to the lack of practical guidance from the regulators.

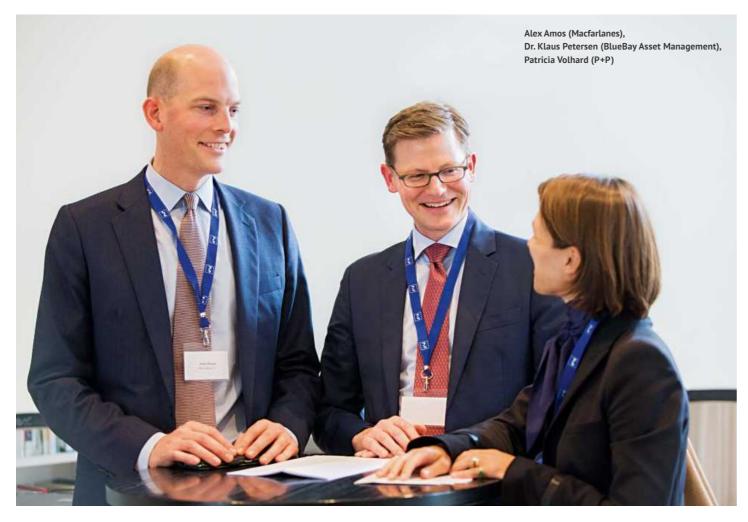
Summary

Overall, although AIFMD is a relatively straightforward piece of legislation, building on the pre-existing UCITS requirements for retail funds, it is generally accepted as being poorly drafted and there is significant uncertainty about the construction of a number of its terms which has led to significant jurisdiction arbitrage in its application.

The majority of the practical issues (which principally centered around the reporting regime) are now being resolved as AIFMs complete their first and subsequent reporting processes, but questions still arise concerning remuneration disclosures, marketing approaches and the scope of the marketing provisions, the application of the depositary regime (in particular to financial instruments) and other more technical issues (such as the application of the leverage provisions).

The introduction of AIFMD heralded the start of pan-European regulation for alternative asset invested funds and since its transposition a wide range of further EU-based regulation (Solvency II, IORPD, EMIR, and so on) framed by reference to the definitions of AIFM and AIF has been passed. It is not yet certain whether AIFMD II will help or hinder the application of AIFMD, but it is clear that further change and therefore uncertainty lies ahead for the alternative assets fund industry.





Terms and Structure of Debt Funds

Patricia Volhard (P+P)

he regulatory environment for debt funds has substantially changed in certain EU member states over the last twelve months. For example in Germany, where lending has been considered a banking activity for many years now. Lending by German and other European funds and their managers has now

been accepted as an investment activity and hence eligible for an exemption for funds and their managers from license requirements under the German Banking Act.

However, in addition to such banking law aspects, it needs to be considered whether the relevant investment laws governing the rules for funds and their managers permit loan funds and if so, under what circumstances. In Germany the investment act (KAGB) provides for certain restrictions and requirements for German funds engaging in loan originating activities. Only closed ended funds with only professional and semi-professional investors may originate loans. Among others, leverage is limited and the managers of such funds must have appropriate risk management procedures in place.

Other European countries are more liberal when it comes to regulating debt funds. In the UK and Luxembourg for example there are little restrictions and requirements imposed on funds that engage in lending activities. As a result Luxembourg and the UK are more frequently used as locations for debt funds.

A harmonized (but reasonable) EU framework would be useful

In light of this diversified situation, the European Commission has initiated steps in view of implementing a harmonized EU regulatory framework for debt funds to achieve a little playing field for all debt funds within Europe.

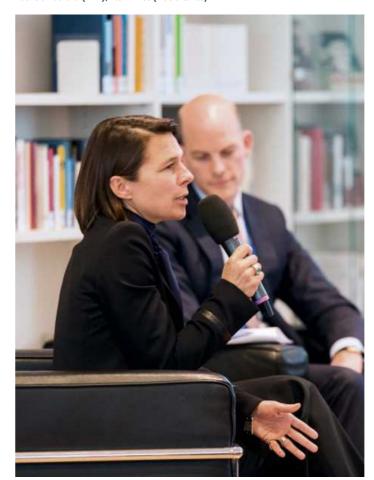
Regulatory Needs of German Investors

Certain German investors (German pension funds) are subject to the so called German Insurance Ordinance. Under such ordinance the investor can only invest in alternative investment funds if they have their seat in the EEA and the manager is also based in the EEA and fully AIFMD compliant.

Typical Debt Funds Structures and their Locations

In light of the above, Luxembourg and the UK are often chosen as locations for debt funds because they have a rather flexible investment law which does not particularly restrict debt funds or their managers while being at the same time EU and having implemented AIFMD.

Patricia Volhard (P+P), Alex Amos (Macfarlanes)





Under the new German rules a Luxembourg fund which is managed by a fully AIFM compliant EU AIFM could originate loans to borrowers in Germany without meeting further requirements and without triggering banking license requirements.

One question which remains open in that respect is whether special purpose vehicles which are often used by the fund to make the investment and which in fact originates and holds the loan will also benefit from such exemption under German law. The question is open but under review by the competent authorities.

Debt funds can be very different in their investment approach

Overall the panel agreed that a harmonized (but reasonable) EU framework would be useful so that the EU AIFM that complies with the requirements in one country can rely upon being exempt and not subject to additional obstacles or requirements in another EU country when investing in such country.

Terms of Debt Funds

After having discussed the structures and the regulatory environment the panel finished the discussion with some thoughts on typical legal terms of debt funds. One important aspect became obvious: debt funds can be very different in their investment approach and depending on the investment approach the economics and other terms such as performance linked fees, duration of the investment period, re-investments and fee set-offs can vary substantially. Where the fund invests in individually negotiated loans with interests but also equity kicker return models the economic terms will typically be more similar to those of a private equity fund as opposed to funds investing in fixed income bonds. The investment period is typically much shorter than in a private equity fund context and the range of fees charged by the AIFM can be broader (for example also including loan administration fees).

Panel: Dr. Klaus Petersen (BlueBay Asset Management), Alex Amos (Macfarlanes), and Patricia Volhard (P+P).



Im Zeitalter von Solvency II

Neue Regeln für Beteiligungen an Private-Equity-Fonds

Uwe Bärenz und Dr. Jens Steinmüller (beide P+P)

eteiligungen an Private-Equity-Fonds und anderen geschlossenen alternativen Investmentfonds wie Private-Debt- oder Infrastrukturfonds sind für das Assetmanagement deutscher institutioneller Investoren im anhaltenden Niedrigzinsumfeld wegen der überdurchschnittlichen Ertragschancen und

langfristig prognostizierten Cashflows alternativer Investments nach wie vor ein wichtiges Thema. Dabei hat auch das Jahr 2016 wieder erhebliche Änderungen für diesen Bereich gebracht. Vor allem im Versicherungsaufsichtsrecht ist mit Solvency II zum 1. Januar 2016

eines der größten europäischen Regulierungspakete in Kraft getreten. Die Implementierung der neuen Regeln wird Versicherer und Anbieter von Fondsprodukten ebenso wie ihre Dienstleister noch eine Zeitlang beschäftigen.

Fondsbeteiligungen beeinflussen Kapitalanforderungen

Solvency II enthält u.a. Bestimmungen zu den für Versicherungsunternehmen geltenden Kapitalanforderungen, insbesondere zur sogenann-

ten Solvabilitätskapitalanforderung für Versicherungen im Zusammenhang mit ihren Kapitalanlagen (Solvency Capital Requirement). Aus dieser Kennzahl leitet sich der Eigenmittelbedarf ab, der mit einem von einem Versicherungsunternehmen eingegangenen Risiko einhergeht. Zu den relevanten Risiken gehören auch solche aus Beteiligungen an Private-Equity-Fonds.

Look-Through-Ansatz

Für Beteiligungen an Fonds gilt grundsätzlich ein Look-Through-Ansatz, der dazu dienen soll, die wesentlichen Risiken einer Kapitalanlage zu erfassen. Die Durchschau erfolgt bei Fonds und bestimmten anderen Anlagen, wenn die eigentlichen Marktrisiken einer Anlage sich aus dem

Bei bestimmten Assetklassen kann es sinnvoll sein, Investments über alternative Investmentfonds zu tätigen

mittelbaren Halten eines anderen Vermögensgegenstandes ergeben und nicht bereits aus dem Umstand, dass sich ein Versicherer an einem bestimmten Fonds beteiligt. Der Grad der Transparenz gerade mehrstöckiger Fondsstrukturen kann dabei erhebliche Auswirkungen auf die Zuweisung sogenannter Stressfaktoren und somit auf den durch ein Investment bedingten Eigenmittelbedarf haben. Je nach Datenlage kann auf jeden tatsächlich gehaltenen Vermögensgegenstand, auf die sich aus der Anlagestrategie ergebenden Höchstgrenzen oder auf die Beteiligung an einem Fonds als Ganzes abzustellen sein.

"Typ-1-AIF"

In struktureller Hinsicht kann es bei bestimmten Assetklassen sinnvoll sein, Investments über alternative Investmentfonds zu tätigen. Hintergrund ist die Möglichkeit, unter bestimmten Voraussetzungen über nicht hebelfinanzierte AIF gehaltene Eigenkapitalinstrumente oder sogar ganze Fondsbeteiligungen einheitlich als sogenannte Typ-1-Aktien mit einem Stressfaktor von 39 % zu behandeln. Das gilt auch für Private-Equity-Positionen, für die als sogenannte Typ-2-Aktien sonst der Stressfaktor 49 % gilt. Inwieweit ein Fonds als nicht hebelfinanziert anzusehen ist, bedarf allerdings einer genauen Prüfung. Dies gilt insbesondere bei mehrstufigen Strukturen, wenn auf einzelnen Ebenen Hebelfinanzierungen zum Einsatz kommen.

Qualifizierte Infrastrukturprojekte

Erleichterungen gibt es auch für bestimmte Infrastrukturinvestments. Hier sind für bestimmte Projektfinanzierungen reduzierte Stressfaktoren im Aktien- bzw. Spread-Risiko-Untermodul vorgesehen. Im Eigenkapitalbereich gilt insoweit ein einheitlicher Stressfaktor von 30 %. Nach Aussage der europäischen Aufsichtsbehörde für das Versicherungswesen und die betriebliche Altersversorgung (EIOPA) ist diese Privilegierung im Rahmen des Look-Through-Ansatzes im Grundsatz auch auf Fondsanlagen anwendbar. Allerdings ist die hierfür erforderliche Einordnung als "qualifizierte Infrastruktur" an zahlreiche Voraussetzungen geknüpft, die sich teils auf die Projekt-, teils auf die Investorenebene beziehen. Eine Erfüllung der Anforderungen erfordert sowohl vertragliche Vorkehrungen als auch eine Berücksichtigung der besonderen Merkmale im regelmäßigen Reporting.

Erleichterungen für Infrastructure Corporates?

Besondere Stressfaktoren für "qualifizierte Infrastruktur" sind bisher nur im Bereich der Projektfinanzierungen vorgesehen. Allerdings ist die EIOPA im Oktober 2015 beauftragt worden, eine Empfehlung für mögliche Sonderregeln für Beteiligungen an Infrastructure Corporates (Infrastrukturunternehmen) auszuarbeiten.

Prudent Person Principle

Die erst im März 2015 novellierte Anlageverordnung ist mit dem Inkrafttreten von Solvency II Anfang 2016 zunächst außer Kraft getreten. Allerdings bleiben die alten Regeln für bestimmte Investorengruppen weiterhin bestehen. So gilt der bisherige regelbasierte Ansatz fortgesetzt nicht nur für kleine Versicherungsunternehmen sowie Pensionsund Sterbekassen, sondern auch für die der landesrechtlichen Regulierung unterstehenden Versorgungswerke und Zusatzversorgungskassen. Darüber hinaus haben Solvency-II-Investoren wie auch Pensionskassen seit dem 1. Januar 2016 den Grundsatz der unternehmerischen Vorsicht zu beachten. Dieser umschreibt zwar in erster Linie einen auf einem hohen Maß an Eigenverantwortung basierenden Verhaltensmaßstab, der letztlich die Entwicklung und Beachtung interner Richtlinien durch die Investoren erfordert. Die Anlageverordnung ist aber im Rahmen der Überleitung zu Solvency II nach wie vor relevant – selbst in jenen Fällen, in denen sie nicht mehr unmittelbar anwendbar ist.



\$ 55



Regulierungen

Aktuelle Entwicklungen bei der Investmentsteuerreform, geschlossenen AIF und der Umsatzsteuerbefreiung für die Verwaltung von Investmentvermögen

Ronald Buge und Dr. Peter Bujotzek (beide P+P)

В

ereits seit mehreren Jahren steht eine grundlegende Reform des Investmentsteuerrechts auf der Agenda der Finanzverwaltung. Von Anfang an verfolgte die Finanzverwaltung dabei das Ziel seiner Loslösung vom Aufsichtsrecht und der Etablierung eines in Tatbestand und Rechtsfolgen eigenständi-

gen Investmentsteuerrechts. Der Handlungsdruck verstärkte sich durch den Erlass der AIFM-Richtlinie. Eine erste bloße Anpassung an die geänderten aufsichtsrechtlichen Rahmenbedingungen erfolgte Ende

Das Investmentsteuergesetz erfasst zukünftig im Wesentlichen nur noch körperschaftlich organisierte Investmentvehikel

2013 mit dem AIFM-Steueranpassungsgesetz. Die derzeit regierende große Koalition nahm eine grundlegende Reform der Investmentbesteuerung als politisches Ziel in ihren Koalitionsvertrag auf. In diesem Zusammenhang sollte auch eine Lösung für die Problematik der Steuerbefreiung von Veräußerungsgewinnen (§ 8 b KStG) bei sogenannten Streubesitzbeteiligungen gefunden werden.

Das Bundesfinanzministerium legte im Juli 2015 einen ersten Diskussionsentwurf für ein Investmentsteuerreformgesetz vor. Bereits im Dezember 2015 folgte der Referentenentwurf, und im Februar 2016 beschloss die Bundesregierung, die Investmentsteuerreform in das Gesetzgebungsverfahren einzubringen. Am 9. Juni 2016 beschloss der Bundestag das Gesetz zur Reform der Investmentbesteuerung. Das Gesetzgebungsverfahren ist damit zwar noch nicht abgeschlossen, weil das Gesetz noch der Zustimmung des Bundesrates bedarf, die bis zur MUPET noch nicht vorlag. Allgemein wird jedoch davon ausgegangen, dass der Bundesrat dem Gesetz zustimmt.

Neues System der Investmentbesteuerung

Mit dem Investmentsteuerreformgesetz wird ein grundlegend neues System der Investmentbesteuerung geschaffen. Das Investmentsteuergesetz erfasst zukünftig im Wesentlichen nur noch körperschaftlich organisierte Investmentvehikel. Diese unterliegen dann einer beschränkten Steuerpflicht mit bestimmten Einkünften aus Quellen im Inland. Auf Anlegerebene ist eine stark pauschalierende Besteuerung geplant. Daneben soll es für sogenannte Spezial-Investmentfonds ein besonderes Besteuerungssystem geben, das weitgehend der derzeit geltenden Besteuerung für Investmentfonds (§ 1 Abs. 1 b InvStG) entspricht.

Das Panel konzentrierte sich auf die Diskussion des neu eingeführten intransparenten Besteuerungssystems für Investmentfonds und erörterte daneben Fragen der Umsatzsteuer auf Leistungen zur Verwaltung von Investmentvermögen, die ebenfalls im Rahmen der Investmentsteuerreform neu geregelt werden.

Das Gesetz soll am 1. Januar 2018 in Kraft treten. Die relativ lange Übergangszeit dient dazu, dass sich die Investmentvermögen auf die neue Rechtslage einstellen können. Dr. Mann wies in diesem Zusammenhang darauf hin, dass einzelne Aspekte des neuen Investmentsteuerechts im Rahmen von sogenannten "Reparaturgesetzen" noch vor dessen Inkrafttreten geändert werden können.

Anwendungsbereich des neuen Investmentsteuergesetzes

Der Anwendungsbereich des neuen Rechts umfasst in erster Linie Investmentvermögen im Sinne des Kapitalanlagegesetzbuches mit Ausnahme von Personengesellschaften (mit ganz wenigen Rückausnahmen), ferner Sondervermögen und vergleichbare ausländische Rechtsformen. Damit wurde eine bislang offene Frage gesetzlich geklärt.

Besteuerung auf Fondsebene

Hintergrund der beschränkten Steuerpflicht auf Fondsebene ist eine einheitliche Besteuerung in- und ausländischer Investmentfonds aus europarechtlichen Gründen.

DBA-Berechtigung

Für inländische Investmentfonds stellt sich allerdings die Frage, ob für Zwecke der Doppelbesteuerungsabkommen (DBA) noch eine ansässigkeitsbegründende Steuerpflicht vorliegt. Falls nicht, könnten inländische Investmentfonds im Ausland keine Quellensteuererstattung mehr beanspruchen. In der Diskussion vertrat Dr. Mann die Auffassung, dass einiges für eine Ansässigkeit spräche. In dieser Frage bedürfe es allerdings noch einer bundeseinheitlichen Abstimmung, insbesondere auch im Hinblick auf die Erteilung von Ansässigkeitsbescheinigungen für Investmentfonds. Einigkeit bestand darin, dass viele der derzeit in Kraft befindlichen DBA und die Verhandlungsgrundlage für deutsche DBA an die neue Rechtslage angepasst werden müssen.

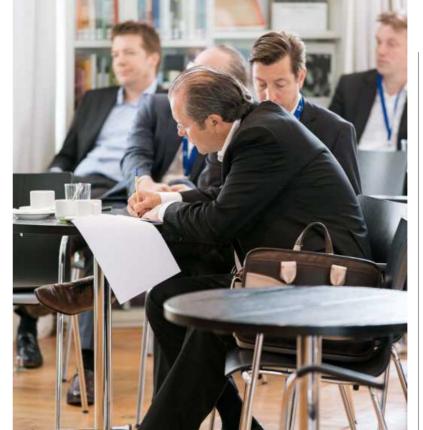
Veräußerungsgewinne und Steuerbefreiung gemäß § 8 b KStG

Positiv wurde in der Diskussion hervorgehoben, dass bei privat vermögensverwaltenden Investmentfonds die Besteuerung der Gewinne aus der Veräußerung von Anteilen an Kapitalgesellschaften entgegen den ersten Entwürfen keinen Eingang in das endgültige Gesetz gefunden hat. Bei einem gewerblichen Investmentfonds sind diese Gewinne hingegen dem Grunde nach in voller Höhe steuerpflichtig, sofern sie in einer inländischen Betriebsstätte eines Investmentfonds anfallen; § 8 b KStG ist insoweit unanwendbar.

Der Ausschluss von §8b KStG auf Fondsebene ist auch nach Einschätzung von Dr. Mann im derzeitigen steuerlichen Umfeld nicht sachgerecht.

Ronald Buge (P+P), Dr. Alexander Mann (Hessische Finanzverwaltung), Arnold Ramackers (Richter am Finanzgericht a.D.), Dr. Peter Bujotzek (P+P)





Neues Besteuerungssystem auf Anlegerebene

Auf Anlegerebene wurde ein vollkommen neues Besteuerungssystem eingeführt. Hiernach haben Anleger Ausschüttungen, eine sogenannte Vorabpauschale sowie etwaige Gewinne oder Verluste aus der Veräußerung oder Rückgabe von Investmentfondsanteilen zu versteuern. Mit der Vorabpauschale sollen vor allem thesaurierte Gewinne des Investmentfonds steuerlich erfasst werden.

Die vom Gesetzgeber genannten Kriterien werfen mehr Fragen auf, als sie beantworten

Teilfreistellungen

Diese Investmenterträge sollen im Grundsatz ungemildert der Besteuerung unterliegen. Allerdings sieht das Gesetz für bestimmte Fondstypen Teilfreistellungen vor, mit denen pauschalierend bestimmte steuerliche Vorbelastungen berücksichtigt werden sollen. Zu betonen ist die sogenannte Aktienteilfreistellung für Aktienfonds, die bei natürlichen Personen mit Investmentanteilen im Privatvermögen 30 %, bei natürlichen Personen mit Investmentanteilen im Betriebsvermögen 60 % und bei Körperschaften 80 % beträgt. Dr. Mann wies darauf hin, dass sich diese Prozentsätze ändern könnten, insbesondere im Fall der Einführung einer Steuerpflicht auf Veräußerungsgewinne auf Streubesitz.

Bei der Diskussion um den Begriff des Aktienfonds wurde zunächst positiv hervorgehoben, dass der damit in Zusammenhang stehende Begriff der Kapitalbeteiligung – anders als in den ersten Entwürfen – nunmehr auch nichtbörsennotierte Anteile an Kapitalgesellschaften umfasst. Strittig war allerdings, ob dies auch für mittelbar über Personengesellschaften gehaltene Anteile gilt. Dr. Mann verwies insoweit auf die Verwaltungsauffassung zu erwerbbaren Vermögensgegenständen bei Investmentfonds nach derzeitigem Recht. Danach findet lediglich bei vermögensverwaltenden (nach seiner Auffassung auch bei gewerblich geprägten) Personengesellschaften eine Durch-

schau statt. Bei Mitunternehmerschaften liegt hingegen keine Kapitalbeteiligung mehr vor. Dagegen wurde eingewendet, dass es hierbei um eine typisierende Berücksichtigung der steuerlichen Vorbelastung geht und diese auch bei Beteiligungen über Mitunternehmerschaften gegeben ist.

Kapitalrückzahlungen

Ein weiteres wichtiges Thema waren Kapitalrückzahlungen durch Investmentfonds während der Laufzeit. In der Diskussion stellte sich heraus, dass im neuen Recht eine Regelung fehlt, mit der Anleger am Laufzeitende des Fonds ihre Anschaffungskosten steuerlich geltend machen können, obwohl eine entsprechende Regelung im derzeit geltenden Recht existiert (vgl. § 19 Abs. 3 Satz 2 InvStG). Dr. Mann zufolge wurde dieser Punkt offenbar übersehen, er könnte Gegenstand eines möglichen "Reparaturgesetzes" werden.

Umsatzsteuer

Im Rahmen des Investmentsteuerreformgesetzes ist eine Änderung der Umsatzsteuerbefreiung für die Verwaltung von Investmentvermögen geplant.

Den Hintergrund der Diskussion bildet das Urteil des Gerichtshofs der Europäischen Union (EuGH) vom 9. Dezember 2015 (Rs. C-595/13), das die seit Langem gegen die derzeitige Rechtslage bestehenden europarechtlichen Bedenken bestätigt. Der EuGH hat in diesem Urteil entschieden, dass nicht nur Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW), sondern letztlich sämtliche Investmentvermögen, die europarechtlich harmonisiert sind, als "Sondervermögen" im Sinne der Mehrwertsteuer-Systemrichtlinie angesehen werden müssen.

Das Investmentsteuerreformgesetz enthält nunmehr eine vollkommen neue Formulierung, die als Reaktion auf dieses EuGH-Urteil zu werten ist. Steuerfrei sollen danach Leistungen zur Verwaltung von OGAW und diesen vergleichbaren alternativen Investmentfonds (AIF) sein. Die amtliche Gesetzesbegründung zählt mehrere Kriterien für diese Vergleichbarkeit auf.

In der Diskussion zeigte sich, dass es mehr als zweifelhaft ist, ob die Vorgaben des EuGH mit dieser Gesetzesänderung zutreffend umgesetzt wurden. Denn ausweislich der Ausführungen des EuGH müssen AIF von der Umsatzsteuerbefreiung erfasst werden, und zwar nicht wenn, sondern weil sie europarechtlich harmonisiert sind. Die vom Gesetzgeber genannten Kriterien werfen zudem mehr Fragen auf, als sie beantworten. Nur schwer nachzuvollziehen ist schließlich, dass die Neuregelung erst zum 1. Januar 2018 in Kraft treten soll.

Fazit

Insgesamt zeigte die Diskussion, dass die Investmentsteuerreform auf einem guten Weg ist. Besonders positiv ist hervorzuheben, dass die Finanzverwaltung im Vorfeld der Investmentsteuerreform den Dialog mit den betroffenen Unternehmen gesucht hat und vielfach auf Anregungen aus der Branche eingegangen ist. Es bleibt zu wünschen, dass auch für die noch verbleibenden Fragen in einem offenen fachlichen Dialog zwischen Branchenvertretern und der Finanzverwaltung eine sachgerechte Lösung gefunden wird.

Über das Thema diskutierten Dr. Alexander Mann (Hessische Finanzverwaltung und Vertreter des Landes Hessen an der Bund-Länder-Arbeitsgruppe zu Erarbeitung des Investmentsteuerreformgesetzes) und Arnold Ramackers (Richter am Finanzgericht a.D. und über mehrere Jahre abgeordnet zum Bundesministerium der Finanzen); Moderation: Ronald Buge und Dr. Peter Bujotzek (beide P+P).



EuVECA

Ein Update für Manager von Venture-Capital-Fonds

Dr. Philip Schwarz van Berk und Dr. Christian Hillebrand (beide P+P)

eit Einführung der EuVECA-VO im Jahr 2013 hat sich erst eine kleine Zahl deutscher Manager von Venture-Capital-Fonds (VC-Fonds) als EuVECA-Manager registrieren lassen. Die große Mehrheit arbeitet (noch) mit einer Registrierung als kleine Kapitalverwaltungsgesellschaft nach § 2 Abs. 4

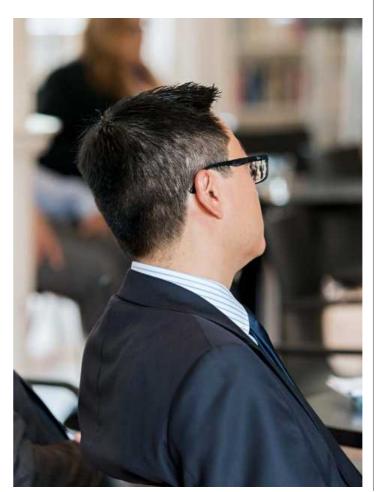
KAGB. Dabei weist, wie die folgende Darstellung zeigt, die EuVECA-Registrierung einige wesentliche Vorteile auf.

EuVECA-Manager können mittels des Europäischen Passes in sämtlichen EU-Mitgliedstaaten die von ihnen verwalteten EuVECA-Fonds vertreiben. Dies überwindet jedenfalls für das Gebiet der EU die für kleine AIFM geltende Vertriebsbeschränkung, die den Vertrieb nur in Deutschland oder in Übereinstimmung mit den Vorschriften jedes einzelnen Ziellandes zulässt. Zudem stehen EuVECA-Fonds allen Investoren mit ausreichenden Kenntnissen und einer – vergleichsweise geringen – Mindestkapitaleinlage von EUR 100.000 offen. Nicht zu-

letzt kann auch die Marke EuVECA für den Vertrieb von VC-Fonds von Vorteil sein. Dem steht der Nachteil eines aufwendigen und teuren Registrierungsverfahrens gegenüber.

Die EuVECA-VO enthält keine Frist für das Registrierungsverfahren durch die nationalen Aufsichtsbehörden (in Deutschland die BaFin). Bearbeitungszeiten von derzeit mindestens drei Monaten sind die Folge. Dabei ist nach Auffassung der BaFin neben der EuVECA-Registrierung auch eine nationale Registrierung erforderlich (sog. Doppelregistrierung), die mit zwei Registrierungs- und zwei Kostenbescheiden verbunden ist. Einzureichen sind Führungszeugnisse, Gewerbezentralregisterauszüge und lückenlose, monatsgenaue Lebensläufe der Geschäftsleiter der Managementgesellschaft. Hinzu kommen ein Geschäftsplan, eine Interessenkonflikts-Policy und ein Code of Conduct der Managementgesellschaft. Daneben muss der Nachweis erbracht werden, dass die Gesellschaft über ausreichende Eigenmittel sowie über eine ausreichende personelle Ausstattung verfügt. Letzteres bedeutet, dass mindestens drei Vollzeitäquivalente bei ihr tätig und Risikomanagement und Portfolioverwaltung personell getrennt sein müssen.

Der von einem EuVECA-Manager verwaltete Fonds muss die Anlagebeschränkungen der EuVECA-VO beachten. So müssen vor allem mindestens 70 % der Kapitaleinlagen in qualifizierte Portfoliounternehmen investiert werden. Qualifizierte Portfoliounternehmen sind im Grundsatz alle kleinen und mittleren Unternehmen, und zwar auch außerhalb der EU. Diese Anlagebeschränkungen sind für VC-Fonds meist gut erfüllbar. Investoren müssen eine Mindestkapitaleinlage von EUR 100.000 zeichnen und schriftlich bestätigen, dass sie sich der Risiken eines solchen Investments bewusst sind. Der EuVECA-Manager muss jedem Investor zudem eine zusammenfassende Darstellung der Anlagestrategie, eine Übersicht über die Kosten und weitere nach der EuVECA-VO erforderliche Angaben vorlegen. Die BaFin prüft im Detail





die Unterlagen des künftigen EuVECA-Managers und des jeweiligen Risikokapitalfonds. Mit Abschluss des Verfahrens entsteht eine Registrierungsgebühr, die sich meist zwischen EUR 10.000 und EUR 15.000 bewegt; dazu kommen Gebühren für die Doppelregistrierung in Höhe von typischerweise EUR 2.500.

EuVECA-Manager unterliegen laufenden Compliance-Pflichten, denen sie in der Regel jährlich nachkommen müssen: Spätestens sechs Monate nach Ende des Geschäftsjahres hat der EuVECA-Manager der BaFin einen Jahresbericht einschließlich geprüfter Jahresabschlüsse vorzulegen. Daneben sind jährlich eine Rechnungsprüfung und eine Bewertung der Vermögenswerte des Fonds durchzuführen. Hinzu kommen Berichtspflichten gegenüber der BaFin. Die Compliance-Pflichten von EuVECA-Managern unterscheiden sich damit kaum von denen eines kleinen AIFM nach § 2 Abs. 4 KAGB.

Der grenzüberschreitende Vertrieb von EuVECA-Fonds ist eine der großen Stärken der EuVECA-Registrierung. Ein Vertrieb mittels des sogenannten Europäischen Passes in sämtlichen Mitgliedstaaten der EU ist durch Benachrichtigung der BaFin möglich. Die BaFin informiert dann die zuständigen Behörden der anderen Mitgliedstaaten.

Die materiellen Anforderungen des Registrierungsverfahrens und der Compliance sind beherrschbar

Wenngleich die EuVECA-VO ausdrücklich vorschreibt, dass die Mitgliedstaaten für den grenzüberschreitenden Vertrieb keine zusätzlichen Anforderungen stellen dürfen, verlangen einige Mitgliedstaaten (z.B. Malta, Dänemark und Italien) hierfür einmalige oder jährliche Gebühren.

Soweit ein Manager sich gegen eine EuVECA-Registrierung und für eine Registrierung als kleine Kapitalverwaltungsgesellschaft nach § 2 Abs. 4 KAGB entschieden hat, muss er für den grenzüberschreitenden Vertrieb die jeweiligen Vertriebsvorschriften des Zielstaates beachten. Während einige Staaten einen solchen Vertrieb strikt untersagen (z.B. Frankreich und Dänemark), ist ein Vertrieb in einigen Staaten nach vorheriger Notifizierung der dortigen Aufsichtsbehörden mit Einschränkungen möglich (z.B. in Großbritannien, Luxemburg und Belgien).

Die Vorteile einer EuVECA-Registrierung wiegen in vielen Fällen die Nachteile mehr als auf. Die materiellen Anforderungen des Registrierungsverfahrens und der Compliance sind beherrschbar. Der europäische Gesetzgeber hat EuVECA als europaweiten Qualitätsstandard für VC-Fonds geschaffen – diese gute Idee sollte nicht durch ein überlanges und teures Registrierungsverfahren gefährdet werden.



Vertragsbedingungen

Aktuelle Entwicklungen bei Private-Equity-Fonds

Tarek Mardini und Amos Veith (beide P+P)



ie Zusammenfassung des Rückblicks auf die letzten Entwicklungen bei Vertragsbedingungen bei Private-Equity-Fonds könnte einem Bollywoodfilm entsprungen sein: "Same same, but different". Vieles von dem, was die letzten zwölf Monate gebracht haben, hatte sich in Ansätzen schon beim letztjäh-

rigen MUPET-Panel zu Funds Terms abgezeichnet. Umso mehr lohnt ein genauer Blick auf die kleinen Unterschiede und Trends, die die Entwicklung zuletzt geprägt haben.

Betrachtet man die gegenwärtige Situation beim Fundraising, so wird schnell klar, dass die wirtschaftlichen Zahlen positiv sind – und das trotz des schwierigen Umfeldes, das politisch, steuerlich, regulatorisch und wirtschaftlich viele Fondsmanager um den Schlaf bringt. Politisch haben sich die Unsicherheiten des vergangenen Jahres weiter verschärft. Die Themenliste ist lang und reicht von der EU- und Eurokrise mit dem kürzlich beschlossenen Brexit über den anhaltenden Konflikt mit Russland bis hin zur Flüchtlingskrise. Das Thema Steuern

Wichtige regulatorische Fragen für Manager und Investoren sind weiterhin ungeklärt

gleicht einer Dauerbaustelle: BEPS, FATCA/CRS, Investmentsteuerreformgesetz, Umsatzbesteuerung der Management Fee und weltweiter Druck auf die Carried-Interest-Besteuerung. Wichtige regulatorische Fragen für Manager und Investoren sind weiterhin ungeklärt. Neben

laufenden Gesetzesänderungen und -plänen (EU-Kapitalmarktunion, AIFM-Richtlinie Level II, Market Abuse Regulation, MiFID II) hält auch das Thema Enforcement, also die Durchsetzung bestehender Gesetze durch die Aufsichtsbehörden, die Fondsmanager in Atem. Zuletzt sahen sich besonders US-amerikanische Fondsmanager verschärften

Das viele Geld beschleunigte das Fundraising und führte zu Überzeichnungen

Kontrollen der Securities and Exchange Commission (SEC) ausgesetzt. Der praktisch einzige Lichtblick ist die regulatorische Erleichterung für Kreditfonds. Das wirtschaftliche Umfeld mit großer Marktvolatilität an den Börsen, niedrigen Rohstoffpreisen, Niedrigzins und dem Quantitative Easing der Zentralbanken sowie die Herabstufung der Bewertung von nicht börsennotierten "Unicorns" in den USA taten ein Übriges, um die Lage einzutrüben.

Im Gegensatz dazu sind die Zahlen zum Fundraising erfreulich. Anleger in Private-Equity-Fonds haben hohe Erwartungen an die Rendite der Asset-Klasse. Mehr als 40 % erwarten ein Plus von 4,1 Prozentpunkten gegenüber den öffentlichen Kapitalmärkten. Hohe Erwartungen, die jedoch nicht enttäuscht wurden. In den Jahren 2014/2015 gab es die höchsten Nettoauszahlungen (d.h. mehr Ausschüttungen als Kapitalabrufe bei Fondsanlegern) seit der Finanzkrise. Die durchschnittliche Haltedauer verkürzte sich 2015 auf 5,5 Jahre (2014: 5,9 Jahre). Mehr als 30 % der Anleger gaben an, ihre Erwartungen an die

Asset-Klasse Private Equity seien übertroffen worden. Daher wollen mehr als 35 % der Anleger ihre Beteiligungen an Private-Equity-Fonds erhöhen. Zudem liegen 45 % der Anleger bislang noch unterhalb ihrer Zielallokation für Private Equity. Das viele Geld beschleunigte das Fundraising und führte zu Überzeichnungen. Das weltweite Fundraisingvolumen lag 2015 leicht über dem bereits hohen Vorjahresniveau. Die durchschnittliche Fondsgröße stieg auf USD 578 Mio., ein neues Rekordhoch. In Europa hielten sich die Werte des Vorjahres. Einzig in Deutschland waren die Zahlen schwächer als 2014.

Wie schon im letzten Jahr ging die Schere zwischen den "haves" und "have nots" der Fondsmanager weiter auseinander. Den erfolgreichen Managern mit gutem Track Record, etabliertem Namen, klar definierter Anlagestrategie und geregelter Nachfolgeplanung fällt es leicht, in kurzer Zeit Anlegergelder einzusammeln. So sammelten

Im Bereich der Fondsvehikel gab es in mehreren Ländern Gesetzesinitiativen

10% aller Fonds 60% des weltweiten Kapitals ein. Zugleich spüren die weniger erfolgreichen Manager die abnehmende Loyalität der Investoren und die zunehmende Bedeutung zugkräftiger Brands. Aus Investorensicht nahm die Unterscheidbarkeit der Fonds eher ab (insbesondere im Bereich der großen Buy-out-Firmen).

Zu den Big-Picture-Trends im Fundraising gehört der weiterhin große Appetit der Investoren nach Co-Investments. Im Bereich der Fondsvehikel gab es in mehreren Ländern Gesetzesinitiativen. In Luxemburg wird die Einführung des Reserved Alternative Investment Fund für die zweite Jahreshälfte 2016 erwartet. In Frankreich waren

Es lässt sich ein Trend zu komplexeren Fondsstrukturen erkennen

bislang vor allem vertragliche Sondervermögen (FCPR, FPCI) relevant. Mit der société de libre partenariat wird nun ein Pendant zur deutschen Kommanditgesellschaft erwartet. In England steht die seit Langem überfällige Reform der Limited Partnership an. Es lässt sich ein Trend zu komplexeren Fondsstrukturen erkennen. Master-Feeder-Strukturen sind die Regel geworden. Dabei kommt dem Vertrieb auch bei der Fondsstrukturierung inzwischen erhebliche Bedeutung zu. Denn nur eine Struktur, die in ein schlüssiges Vertriebskonzept eingebettet ist, ermöglicht ein erfolgreiches Fundraising. Durch komplexere Fondsstrukturen sind aber auch die Gründungskosten gestiegen. Eine neue Entwicklung sind Core-Private-Equity-Fonds nach dem Vorbild Berkshire Hathaway. Diese haben eine längere Investitionsperiode und Laufzeit sowie eine niedrigere Renditeerwartung als traditionelle Private-Equity-Fonds und wurden bislang nur von Mega-Buy-out-Firmen aufgelegt. Ob es sich dabei um eine Modeerscheinung oder eine dauerhafte Entwicklung handelt, bleibt abzuwarten.

Seit der Veröffentlichung der Panama Papers hat ein Umdenken beim Einsatz von Offshore-Vehikeln eingesetzt. Eine Beteiligung an einer steuerneutralen Cayman Islands Limited Partnership mag steuerlich nichts anderes sein als eine Beteiligung an einer ebenso

Amos Veith (P+P), Tarek Mardini (P+P)



steuerneutralen deutschen Kommanditgesellschaft. Doch manch institutioneller Anleger fürchtet Reputationsverluste, sollte sein Name mit sogenannten Steueroasen in Verbindung gebracht werden. Es wird sich zeigen, ob dies zu einem Umschichten von Offshore- zu Onshore-Fonds führen wird.

Bei den Economics hält der Investorendruck auch auf erfolgreiche Manager weiter an. Der Interessengleichlauf von Management und Anlegern (Alignment of Interests) wird vor allem durch die eigene Kapitalbeteiligung des Managements sichergestellt ("skin in the game"). Traditionell üblich ist nach wie vor ein Anteil von 1% des Fondsvolumens. Zunehmend finden sich bei etablierten Fonds mit größerem Team auch Beteiligungen von 2% und mehr.

Die Erwartungen von Investoren an die Transparenz der Fonds sind gewachsen. Anleger fordern häufiger Offenlegung von Budgets und detaillierte Kostenübersichten. Die Offenlegung von Kosten und Fees wird auch von der US-Aufsichtsbehörde SEC gefordert. Bei den sonstigen Fees (Transaktions-, Beratungs- und anderen Vergütungen, die Fondsmanager von Portfoliogesellschaften und Dritten erhalten) wird von Investorenseite eine Vollanrechnung auf die Management Fee erwartet, die inzwischen auch Marktstandard ist. Nur vereinzelt finden sich noch Teilanrechnungen.

Der Trend zu Wahlrechten setzt sich fort. Den Investoren wird zunehmend, auch wenn dies immer noch Einzelfälle sind, die Wahl zwischen alternativen Modellen für Management Fee und Carried Interest (die kapitaldisproportionale Gewinnbeteiligung des Fondsmanagements) eingeräumt. Die Alternativen sind dabei so ausgestaltet, dass eine niedrigere Management Fee mit einem höheren Carried Interest und eventuell dem Wegfall der Hurdle Rate verbunden ist. Derartige Modelle sind nur für etablierte Manager geeignet, die ihre Fixkosten nicht zwingend durch die Management Fee abdecken müssen. Auch sollten buchungstechnische und steuerliche Komplikationen beachtet werden. Die zunehmende Individualisierung zeigt sich auch an häufigeren Verhandlungen einzelner Modalitäten der Management Fee (etwa Beginn oder Zeitpunkt und Umfang der Reduzierung nach der Anlageperiode). Hier müssen Manager weiterhin mit Anfragen der Anleger nach Early Bird Discounts und Loyalty Discounts sowie Abschlägen wegen hoher Zeichnungshöhen rechnen.

Die Whole-of-Fund-Berechnungsmethode für den Carried Interest hat sich inzwischen international durchgesetzt. Ihr Anteil liegt weltweit jetzt bei rund 80 %. In den USA war dies noch vor weni-

Das Thema ESG gewinnt im Rahmen der Operations und der Fondsdokumentation weiter an Bedeutung

gen Jahren anders, die dort historisch überwiegende Deal-by-Deal-Berechnung hatte 2011 noch einen Anteil von 49 %. Ein Quantensprung für die sich sonst eher langsam bewegenden Fund Terms.

Zugleich hat sich die Diskussion zur Besicherung des General Partner Clawback entspannt, da eine Überzahlung bei Deal-by-Deal-Berechnung seltener ist. Bei den Sicherungsmitteln sind Personal Guarantees der Carry-Bezieher üblicher als Sperrkonten. Die Carry Rate liegt bei den meisten Fonds bei 20 %. Einzelne Fonds sehen einen Super-Carry (25 % oder 30 %) bei Erreichen bestimmter Schwellenwerte (etwa 2,5x Net Money Multiple) vor. Dies zeigt, dass die Investoren bei allem Druck auf die Fixkosten bereit sind, Spitzenperformance zu honorieren. Die Hurdle Rate liegt weiterhin meist bei 8 %. Angesichts



des Niedrigzinsumfelds können Manager zunehmend geringere Raten durchsetzen: 2010/2011 lagen noch 65 % aller Fonds bei 8 %, 2014/2015 nur noch 56 %. Die Zahl der Fonds mit einer Hurdle Rate von 6 % bzw. 7 % hat sich leicht erhöht.

Im Bereich der Fund Governance ist eine Professionalisierung der Investoren zu verzeichnen. Vielen Investoren dienen die ILPA Principles weiter als Orientierung. Daneben bemüht sich die ILPA (Institutional Limited Partners Association) um eine Standardisierung. So gibt es verschiedene Empfehlungen (ILPA Templates) zu Kapitalabrufen, Ausschüttungsmitteilungen und zum Berichtswesen. Anfang 2016 kam ein neues Fee Reporting Template hinzu. Bislang haben sich diese Standardisierungen noch nicht am Markt durchsetzen können. Im Juni 2016 hat die ILPA eine ambitionierte Initiative zur Standardisierung von Non-Economic Terms in Fondsverträgen gestartet. Der Schwerpunkt der Governance-Verhandlungen liegt weiter auf den Key-Person-Klauseln, die – abhängig von der Teamgröße – verstärkt gestufte und ausdifferenzierte Regelungen aufweisen.

Das Thema ESG (Environmental, Social and Governance) gewinnt im Rahmen der Operations und der Fondsdokumentation weiter an Bedeutung. Zentral ist die Frage, wie ESG-Programme auf der Ebene von Fonds und Portfoliogesellschaften umgesetzt werden. Der Umfang von Side Letter und Zeichnungsunterlagen wächst weiter. Verhandlungen nehmen viel Zeit in Anspruch, sodass Fondsmanager zunehmend Wahlrechte im Rahmen der Meistbegünstigungsklausel einschränken und die Auswahl vom jeweiligen Zeichnungsbetrag des Investors abhängig machen.

Trotz zuletzt überzeichneter Fonds können die Manager in vielen Punkten nicht die Vertragsbedingungen der Boomzeit vor der Finanzkrise erreichen. Stattdessen sind ausdifferenziertere Key-Person-Regelungen verbunden mit wenigen Experimenten zu Wahlrechten und Super-Carry zu beobachten. Der Trend zu "Evolution statt Revolution" hält weiter an – oder, wie man in Bollywood sagt: "Same same, but different"!





Aktuelle Brennpunkte bei Real-Estate-Transaktionen

Dr. Hardy Fischer (P+P)



uch im Jahr 2016 sind wieder diverse steuerliche Themen bei Immobilientransaktionen aktuell. Dieser Beitrag fasst nachfolgend die wichtigsten zusammen.

Grunderwerbsteuer

Wie ein in diesem Jahr veröffentlichter Spiegel-Artikel (Ausgabe vom 21.05.2016) nahelegt, bestehen aktuell Bestrebungen der Politik, eine umfassende Reform der Grunderwerbsteuer anzustoßen. Im

Mittelpunkt der vorgeschlagenen Gesetzesänderungen soll die grunderwerbsteuerliche Erfassung von Share Deals stehen. Anlass dieser drastischen Neuregelung ist die als ungerechtfertigt empfundene – im Spiegel-Artikel auch als "legaler Trick" bezeichnete – Privilegierung der grunderwerbsteuerfreien Veräußerung von Anteilen an immobilienhaltenden Gesellschaften bis zu einer Höhe von 95 %.

Die Konzernklausel nach §6a GrEStG wirft seit ihrem Inkrafttreten im Jahr 2010 eine Vielzahl klärungsbedürftiger Probleme auf. Nunmehr hat der Bundesfinanzhof (BFH) das Bundesfinanzministerium (BFM) dazu aufgefordert, mehreren anhängigen Verfahren (Az.: II R 36/14, II R 50/13, II R 62/14, II R 63/14) beizutreten und zu der Streitfrage, ob es sich bei der grunderwerbsteuerlichen Vergünstigung um eine unzulässige europarechtswidrige Beihilfe handelt, Stellung zu beziehen. Die weitere Entwicklung bleibt abzuwarten.

Umsatzsteuer

Die Option zur Umsatzsteuer im Asset Deal bleibt nach neuester Rechtsprechung Gegenstand von Streitigkeiten. Der BFH bezweifelt in seiner Entscheidung vom 21. Oktober 2015 (XI R 40/13), dass eine Option in einem Kaufvertragsnachtrag zulässig sein soll. Es bleibt zu hoffen, dass die Finanzverwaltung ihre insofern weniger strenge Sichtweise aufrechterhält

Bislang war der explizite Umfang der Umsatzsteuerbefreiung von Verwaltungsleistungen im Zusammenhang mit Immobilienportfolios äußerst fraglich. In seinem mit Spannung erwarteten Fiscale-Eenheid-Urteil vom 9. Dezember 2015 (Rs. C-595/13) hat der Gerichtshof der Europäischen Union (EuGH) etwas Licht ins Dunkel gebracht und

Über die Voraussetzungen, unter denen eine Personengesellschaft als Organgesellschaft zulässig ist, herrscht im Detail noch Streit

entschieden, dass jedenfalls die einem Dritten übertragene tatsächliche Bewirtschaftung der Immobilien nicht von der Umsatzsteuerbefreiung erfasst wird. Dabei handelt es sich vornehmlich um gegenüber der Gesellschaft erbrachte Leistungen in Form des Property- und Facilitymanagements. Weiterhin unsicher bleibt jedoch die umsatzsteuerliche Beurteilung der Leistungserbringung durch einen Assetmanager.

Entgegen seiner bisherigen Rechtsprechung hat der V. Senat des BFH in seiner Entscheidung vom 2. Dezember 2015 (Az.: V R 25/13) anerkannt, dass auch Personengesellschaften umsatzsteuerliche Organgesellschaften sein können. Der BFH folgte damit den Vorgaben des EuGH (Urteil vom 16.07.2015, Rs. C-108/14, C-109/14), der die deutsche Regelung zur umsatzsteuerlichen Organschaft i.S.v. § 2 Abs. 2 Nr. 2 Satz 1 UStG – nach deren Wortlaut als Organgesellschaften ausschließlich juristische Personen in Betracht kommen – mangels Rechtsformneutralität für europarechtswidrig erklärte. Über die Voraussetzungen, unter denen eine Personengesellschaft als Organgesellschaft zulässig ist, herrscht im Detail noch Streit. Eine Konkretisierung durch ein BMF-Schreiben oder eine Gesetzesänderung steht weiterhin aus.

Gewerbesteuer

Die erweiterte Gewerbesteuerkürzung bleibt ein Dauerbrenner in der finanzgerichtlichen Rechtsprechung. Im Augenblick sind zahlreiche Verfahren zu unterschiedlichen Rechtsfragen beim BFH anhängig. Besonderes Augenmerk liegt dabei auf der Revision eines Urteils des Finanzgerichts Niedersachsen vom 26. Juni 2013 (Az.: 7 K 10056/09). Der BFH (Az.: IV R 34/13) muss darüber befinden, welche Nebenleistungen der Vermieter gegenüber seinem Mieter in kürzungsunschädlicher Weise erbringen kann. Folgt man der Vorinstanz, so können auf Betriebsgesellschaften ausgelagerte Sonderleistungen (z.B. die Vermietung von Betriebsvorrichtungen) durch Anerkennung einer einheitlichen wirtschaftlichen Organisation dem Vermieter zurechenbar sein. Dies hätte wegen der zu versagenden erweiterten Gewerbesteuerkürzung erhebliche Auswirkungen auf solche Dual-Lease-Strukturen.

Internationales

Für den Wegzug von Immobilienkapitalgesellschaften ist noch nicht hinreichend geklärt, ob der grenzüberschreitende Formwechsel oder die Verlegung des Verwaltungssitzes ins Ausland unter gewerbesteuerlichen Gesichtspunkten zu einer Entstrickung führt. Schließlich verfügt die wegziehende Gesellschaft zukünftig nicht mehr über eine deutsche Betriebsstätte. Da es dem Gewerbesteuergesetz an einem eigenstän-

Ein in der Praxis immer häufiger anzutreffender Fall betrifft den Zuzug von immobilienhaltenden ausländischen Kapitalgesellschaften

digen Entstrickungstatbestand fehlt, ist die gesetzliche Ausgangslage jedoch eindeutig. Die Finanzverwaltung scheint dies aber nicht immer zu akzeptieren.

Ein in der Praxis immer häufiger anzutreffender Fall betrifft den Zuzug von immobilienhaltenden ausländischen Kapitalgesellschaften. Hier stellt sich insbesondere das Problem der handelsbilanziellen Beurteilung. Dies gilt vorwiegend dann, wenn die Immobilie im Ausland mit den Wiederbeschaffungskosten angesetzt wurde. Nach deutschem Recht sind Wirtschaftsgüter indes zwingend mit ihren Anschaffungsund Herstellungskosten fortzuführen. Dieser Widerspruch ist bei Zuzug entsprechend aufzulösen.





Verschärfung der Rechtslage

Änderungen bei der Besteuerung von Betriebsstätten

Prof. Dr. Klaus-Dieter Drüen (Ludwig-Maximilians-Universität München) und Dr. Michael Best unter Mitwirkung von Isabella Klepsch (beide P+P)



m 5. Oktober 2015 hat die OECD die Ergebnisse des sogenannten BEPS-Projekts veröffentlicht. Bei diesem Projekt handelt es sich um ein international abgestimmtes Vorgehen gegen schädlichen Steuerwettbewerb und gegen aggressive Steuergestaltungen international tätiger Unternehmen. Auf

der Grundlage eines Aktionsplans mit 15 Maßnahmen hat die OECD konkrete und umsetzbare Empfehlungen erarbeitet.

Für Private-Equity-Strukturen ist dabei insbesondere die Maßnahme 7, die eine Anpassung des Betriebsstättenbegriffs vorsieht, von Bedeutung. Sowohl für ausländische Private-Equity-Fonds als auch für ausländische Akquisitionsgesellschaften ist darauf zu achten, dass keine inländische (gewerbliche) Betriebsstätte entsteht. Die von der OECD vorgeschlagenen Änderungen könnten hier zu einer Verschärfung der Rechtslage führen.

Ein Staat darf Erträge aus unternehmerischen Aktivitäten ausländischer Steuerpflichtiger nur besteuern, wenn sich das wirtschaftliche Engagement in diesem Staat so verfestigt hat, dass eine Betriebsstätte in diesem Staat besteht.

Üblicherweise unterstützen inländische Beraterteams die im Ausland ansässigen Fondsgesellschaften bei Erwerb und Veräußerung von Unternehmensbeteiligungen. Hier stellt sich die Frage, ob und gegebe-

nenfalls unter welchen Umständen diese Unterstützung zu einer inländischen Betriebsstätte als Vertreter des ausländischen Fonds führen kann.

Nach dem Vorschlag der OECD soll eine Vertreterbetriebsstätte schon dann begründet werden, wenn eine Person, die nicht unabhängiger Vertreter ist, Verträge abschließt oder essentielle Elemente der Verträge verhandelt hat, die das vertretene Unternehmen binden, sodass der Vertretene ohne wesentliche Änderungen sich auf die vom Vertreter ausgehandelten Bedingungen einlässt.

Abhängigkeit entsteht dabei bereits (schon) dann, wenn der im Inland Handelnde ausschließlich oder fast ausschließlich für ein Unternehmen tätig wird, mit dem er eng verbunden ist (dem er nahesteht). Verbundenheit soll bei beherrschendem Einfluss (auch eines gemeinsamen Dritten) oder bei unmittelbarer oder mittelbarer 50%-Beteiligung vorliegen. Ausschließlich oder fast ausschließlich tätig sein soll, wer mehr als 90% seiner Gesamtumsätze für das vertretene Unternehmen erbringt.

Das Zusammenspiel von "Aushandeln von Verträgen" und "abhängiger Vertreter" könnte das Risiko der Betriebsstättenbegründung erhöhen. Verhandelt beispielsweise ein deutsches Beraterteam Verträge "unterschriftsreif" und wird dieses Team "ausschließlich" gegenüber einem nahestehenden Fonds tätig, könnte der Berater als abhängiger Vertreter zu qualifizieren sein und insoweit eine Vertreterbetriebsstätte



Dr. Michael Best (P+P), Prof. Dr. Klaus-Dieter Drüen (Ludwig-Maximilians-Universität München)

für das vertretene Unternehmen (den Fonds) begründen. Noch mehr als früher wird also darauf zu achten sein, dass der inländische Berater die Verhandlungen nur im Rahmen der Anweisungen des Fonds führt und dieser laufend in die Vertragsverhandlungen einbezogen wird.

Die von der OECD vorgeschlagenen Verschärfungen sind nur eine Handlungsempfehlung und haben keinen rechtsverbindlichen Charakter. Auch die Europäische Kommission hat in ihrer Anti-BEPS-Richtlinie keine konkreten Vorgaben zum Betriebsstättenbegriff aufgenommen.

Dementsprechend finden sich im ersten Entwurf des deutschen Gesetzgebers zur Übernahme von BEPS-Maßnahmen noch keine Änderungen zum Betriebsstättenbegriff. Zumindest mittelfristig muss jedoch davon ausgegangen werden, dass es hier zu Änderungen kommen wird.

Gewinnzurechnung zur Betriebsstätte

Erhöht sich aufgrund der genannten Verschärfung des Betriebsstättenbegriffs das Risiko zur Begründung einer Betriebsstätte, ist eine zentrale Folgefrage die der Gewinnzurechnung zwischen Stammhaus und Betriebsstätte.

Hierzu haben sich in den letzten Jahren erhebliche Änderungen ergeben. Ausgangspunkt war dabei der sogenannte Authorised OECD Approach (AOA) der OECD, ein Ergebnis der Betriebsstättenberichte aus den Jahren 2008 und 2010, wonach eine Betriebsstätte für Zwecke der Gewinnabgrenzung als selbstständiges und rechtlich unabhängiges Unternehmen behandelt wird.

Die Umsetzung des AOA erfolgte auf Abkommensebene stufenweise durch Änderung der OECD-Musterkommentierung (2008 und 2010) sowie von Art. 7 Abs. 2 des OECD-Musterabkommens (2010). National wurde der von der OECD postulierte AOA mit dem Amtshilferichtlinie-Umsetzungsgesetz (AmtshilfeRLUmsG) vom 26. Juni 2013 in § 1 Abs. 5 AStG übernommen.

Erste Stufe der Gewinnabgrenzung zwischen Stammhaus und Betriebsstätte ist danach die Durchführung einer Funktions- und Risikoanalyse in Bezug auf die Geschäftstätigkeit der Betriebsstätte. Auf

Mühsame kleinteilige Diskussionen mit den Finanzbehörden sind vorprogrammiert

dieser Grundlage gilt es festzustellen, welche Personalfunktionen und – davon ausgehend – welche Vermögenswerte, Chancen und Risiken, welches Eigenkapital und welche Geschäftsbeziehungen der Betriebsstätte zuzuordnen sind. In einem zweiten Schritt sind die zum übrigen Unternehmen unterhaltenen anzunehmenden schuldrechtlichen Beziehungen zu identifizieren und Verrechnungspreise auf Basis des Fremdvergleichsgrundsatzes für diese zu ermitteln.

Einzelheiten der Anwendung des AOA wurden durch die sogenannte Betriebsstättengewinnaufteilungsverordnung (BsGaV) geregelt. Mit der Veröffentlichung des Entwurfs der Verwaltungsgrundsätze Betriebsstättengewinnaufteilung (VWG BsGa-E) vom 18. März 2016 hat die Finanzverwaltung nunmehr ihre Auslegung der Grundsätze zur Gewinnabgrenzung veröffentlicht. Auf 152 Seiten und in 464 Textziffern nimmt das Bundesministerium der Finanzen (BMF) Stellung zur Anwendung der gesetzlichen Neuregelung des §1 AStG – insbesondere zu auslegungsbedürftigen Einzelfallregelungen der BsGaV.

Höchst problematisch erscheint dabei insbesondere die Interpretation der Finanzverwaltung hinsichtlich des sachlichen Anwendungsbereiches von § 1 Abs. 5 Satz 8 AStG, d.h. hinsichtlich der Frage, wann bestehende Doppelbesteuerungsabkommen (DBA) Vorrang haben. Nach Ansicht der Finanzverwaltung sollen die Regelungen des DBA stets zurücktreten, wenn es sich bei dem anderen Staat um einen OECD-Staat handelt, unabhängig davon, ob dort die Grundsätze des AOA umgesetzt worden sind. Nicht nur, dass dies dem Gesetzeswortlaut kaum zu entnehmen ist, dieses Vorgehen wird notgedrungen auch zu einer Vielzahl von Situationen mit Doppelbesteuerung führen, die dann nur noch im Wege von (aussichtslosen) Verständigungsverfahren gelöst werden könnten. Hier kann man nur an die Vernunft der Finanzverwaltung appellieren.

Allgemein ist darauf hinzuweisen, dass die neu eingeführten Grundsätze zur Gewinnabgrenzung bei Betriebsstätten einen enormen administrativen Aufwand mit sich bringen. Bereits mittelständische Unternehmen werden hier überfordert sein, und mühsame kleinteilige Diskussionen mit den Finanzbehörden sind vorprogrammiert.

Zuordnung von Unternehmensbeteiligungen zu einer Betriebsstätte

Liegt eine inländische (gewerbliche Betriebsstätte) vor, so dürfte dies für Private-Equity-Strukturen erst dann kritisch sein, wenn dieser Betriebsstätte auch Unternehmensbeteiligungen zuordbar sind, deren Erträge (Dividenden und Veräußerungsgewinne) im Inland steuerpflichtig werden könnten.

Für diese Zuordnung von Beteiligungen stellt die finanzgerichtliche Rechtsprechung bislang auf die "tatsächliche Zugehörigkeit" der Beteiligung zur Betriebsstätte ab. Begründet wird dieser Ansatz damit, dass nur Erträge aus Wirtschaftsgütern, die von der Betriebsstätte genutzt werden und zu ihrem Ergebnis beigetragen haben, die Zuweisung des Besteuerungsrechts rechtfertigen können. Nach ständiger Rechtsprechung des Bundesfinanzhofs (BFH) setzt jene "tatsächliche Zugehörigkeit" dabei voraus, dass die Beteiligung und die Betriebsstätte in einem funktionalen Zusammenhang stehen bzw. die Beteiligung wirtschaftlich mit der Tätigkeit der Betriebsstätte verbunden ist. Ein derartiger funktionaler Zusammenhang zwischen

Bloße Hilfstätigkeiten einer Betriebsstätte reichen nicht aus, um ihr Beteiligungen funktional zuzuordnen

Beteiligung und Betriebsstättentätigkeit sei insbesondere dann gegeben, wenn die Beteiligungserträge vom Unternehmen genutzt werden und zu dessen Ergebnis beigetragen haben. Zudem reichen bloße Hilfstätigkeiten einer Betriebsstätte nicht aus, um ihr Beteiligungen funktional zuzuordnen.

Die Finanzverwaltung vertrat vor Einführung des AOA die Auffassung, dass Beteiligungen grundsätzlich dem Stammhaus zuzuordnen sind. Die Zuordnung zur Betriebsstätte sei nur möglich, wenn die Beteiligung einer in der Betriebsstätte ausgeübten Tätigkeit diene (sog. Zentralfunktion des Stammhauses).

Der Ansatz der OECD hinsichtlich der Zuordnung von Beteiligungen richtet sich dagegen grundsätzlich nach dem sogenannten "wirtschaftlichen Eigentum" (Economic Ownership). Beteiligungen sollen demjenigen Unternehmensteil zugerechnet werden, der die Chancen und Risiken aus der Beteiligung trägt.

Nach Umsetzung des AOA in innerstaatliches Recht ist somit für die Zuordnung von Wirtschaftsgütern zu einer Betriebsstätte nach § 1 Abs. 5 AStG in Verbindung mit § 1 Abs. 2 Nr. 2 BsGaV zunächst die von der Betriebsstätte ausgeübte Personalfunktion (welche Tätigkeit wird durch Personal in der Betriebsstätte ausgeübt?) maßgebend. Im Speziellen richtet sich die Zuordnung von Beteiligungen dann nach § 7 BsGaV. Danach ist das entscheidende Zuordnungskriterium die Nutzung der Beteiligung durch die Betriebsstätte. Da die eigentliche Nutzung im Sinne eines unmittelbaren Gebrauchs einer Beteiligung in der Regel nicht feststeht, ergibt sich nach § 7 Abs. 1 Satz 2 BsGaV die Nutzung aus einem funktionalen Zusammenhang der Beteiligung zur Geschäftstätigkeit der Betriebsstätte. Was dabei unter einem funktionalen Zu-

sammenhang genau zu verstehen ist, definiert die BsGaV nicht. Allerdings wird mehrfach betont, dass eine reine Verwaltung einer Beteiligung kein hinreichendes Zuordnungskriterium ist.

In Private-Equity-Strukturen stehen nach dem Erwerb aber gerade das Halten und das Verwalten der Beteiligung im Vordergrund. Selbst wenn also eine inländische (gewerbliche) Betriebsstätte vorliegt, stellt sich die Frage, ob dieser die Beteiligung zugeordnet werden kann. Unseres Erachtens könnte man dies, wenn überhaupt, nur dann in Betracht ziehen, wenn man davon ausgeht, dass die Betriebsstätte einen aktiven Wertpapierhandel betreibt. Dies sollte in der Regel nicht der Fall sein.





Betriebsprüfungen bei Private Equity Fonds

Eine Übersicht zu aktuellen Prüfungsschwerpunkten

Dr. Christoph Ludwig (BLL Braun Leberfinger Ludwig Unger), Hubert Voshagen (ALR Treuhand) und Peter F. Peschke (P+P)



ie Zahl der Betriebsprüfungen im Bereich Private Equity ist in Deutschland weiterhin hoch. Sämtliche Private-Equity-Fonds, die dazu gehörigen Beratungsgesellschaften und Private-Equity-Manager werden grundsätzlich lückenlos geprüft.

Der MUPET-Workshop zu aktuellen Entwicklungen in diesem Bereich fasste häufige Fragestellungen in vier Themengebiete zusammen, die im Folgenden nochmals kurz erläutert werden.

Allgemeine Fragestellungen

Vermögensverwaltung versus Gewerblichkeit

Die Münchener Finanzverwaltung prüft derzeit bei Private-Equity-Fonds schwerpunktmäßig, ob die Kriterien des BMF-Schreibens vom 16. Dezember 2003 für die private Vermögensverwaltung einge-

halten werden. So wird insbesondere der operative Einfluss auf die Geschäftsführung der Portfoliounternehmen untersucht und seitens der Finanzverwaltung hinterfragt bzw. angezweifelt.

Erfordernis einer einheitlichen und gesonderten Gewinnfeststellung – das Verhalten der Finanzbehörden

Die Finanzverwaltung verstärkt ihre Anstrengungen, deutsche Steuererklärungen für sämtliche ausländischen Private-Equity-Fonds zu erhalten, die mehr als einen deutschen Beteiligten haben. Die gesetzliche Grundlage hierfür liefern die §§ 179, 180 AO. Der klassische Private-Equity-Fonds ist zumeist eine Zebragesellschaft, d.h. grundsätzlich eine vermögensverwaltende Personengesellschaft, deren Gesellschafter sowohl betrieblich beteiligte Investoren als auch privat beteiligte Investoren sind. Hiermit sind vielfältige verfahrensrechtliche Besonderheiten verknüpft. Auffällig ist die Vorgehensweise

der Verwaltung in den letzten Monaten. So werden, falls die verfahrensrechtlichen Vorschriften der Abgabenordnung nicht eingehalten werden, teilweise Strafanzeigen sowohl gegen die Geschäftsführer der ausländischen Fondsgesellschaften als auch gegen die verantwortlichen Geschäftsführer einzelner deutscher Investorengruppen gestellt.

Private Equity als Steuerstundungsmodell i.S.d. § 15 b EStG

Die Betriebsprüfung München unterstellt aktuell gewerblichen Private-Equity-Fonds, ein Steuerstundungsmodell i.S.d. § 15 b EStG zu sein – mit der Rechtsfolge, dass Verluste nicht mit anderen Einkünften, sondern nur mit späteren Gewinnen aus dieser Beteiligung verrechenbar sein sollen.

Ausländische Beteiligungen

In diesem Zusammenhang wurden hauptsächlich zwei Themenkomplexe diskutiert. Zum einen wurde die problematische Situation der Eigenkapitalrückgewähr aus ausländischen Gesellschaften – insbesondere aus Drittstaatengesellschaften – erörtert. Hierzu sind zwei Verfahren beim Bundesfinanzhof anhängig, die sich für eine steuerneutrale Einla-

Fraglich ist, ob im Fall von Private Equity auf die durchgerechnete Beteiligungsquote oder auf die Quote des Fonds abzustellen ist

genrückgewähr ausgesprochen haben (Vorinstanzen FG Nürnberg und FG Münster). Dennoch weigert sich die Betriebsprüfung München, die Steuerneutralität anzuerkennen, und deklariert sämtliche Zahlungen aus Drittstaatengesellschaften als Dividende. Im Verlauf der Diskussion wurde ferner darauf hingewiesen, dass bei Liquidation und Löschung einer ausländischen Gesellschaft kurz nach Liquidationsausschüttung auf die wirksame Antragstellung zu achten ist.

Zum anderen wurden Abschreibungen auf Gesellschafterdarlehen thematisiert, bei denen ein Gesellschafter zu mehr als 25 % an der Darlehensnehmerin beteiligt ist. Fraglich ist, ob im Fall von Private Equity auf die durchgerechnete Beteiligungsquote oder auf die Quote des Fonds abzustellen ist. Dies stellt besonders bei gewerblichen Fonds einen Angriffspunkt für die Finanzverwaltung dar, die auf die Quote des Fonds abstellt.

Management Fee

Ein Dauerbrenner bei Betriebsprüfungen ist die steuerliche Behandlung der Management Fee bei den Investoren. In den letzten Jahren hat sich hier eine gewisse Praxis der Finanzverwaltung entwickelt, das sogenannte Bayerische Modell. Dabei kommt es zur Aktivierung einer Jahresmanagementfee über die Investitionsperiode. Fraglich ist, ob dieses Modell nach dem Urteil des FG Hamburg vom 8. Dezember 2015 weiterhin aufrechterhalten wird oder ob die Finanzverwaltung ihre Auffassung ändert.

Ein weiterer Diskussionspunkt war die Behandlung der Management Fee in Fällen vollständiger und echter Gewinnabhängigkeit und Gesellschafterstellung. Neben der umsatzsteuerlichen Problematik standen vor allem ertragsteuerliche Fragestellungen wie die Anwendbarkeit der Regelungen des § 8 b KStG im Mittelpunkt der Diskussion.

Carried Interest

Die Betriebsprüfung greift derzeit alle Fälle disproportionaler Gewinnverteilung auf. Dabei steht nicht mehr die Empfängerseite im Vordergrund (die steuerliche Behandlung des Carried Interest beim Empfänger ist durch die Einführung des § 18 Abs. 1 Nr. 4 EStG abschließend geregelt), sondern die Behandlung des Carried Interest auf Investorenseite als Werbungskosten oder Betriebsausgaben. Diese Nichtanerkennung einer zivilrechtlich vereinbarten Gewinnabrede unter fremden Dritten würde zu einer Doppelbesteuerung führen. Der vor zwei Jahren bereits vorgestellte Fall befindet sich aktuell immer noch im Rechtsbehelfsverfahren. Ein Ergebnis ist derzeit noch nicht absehbar.





Erbschaftsteuerreform 2016

"Nicht alles bleibt beim Alten"

Dr. Christoph Philipp und Dr. Stephan Viskorf (beide P+P)



ie Einigung der Koalition vom 20. Juni 2016 läutet das vorläufige Ende eines Reformprozesses ein, der mehr als 18 Monate dauerte. Die als "minimal-invasiver" Eingriff angekündigte Reform lässt Vieles bei der Begünstigung von Betriebsvermögen weitgehend beim Alten, geht jedoch in

einigen Änderungen über die Maßgaben des BVerfG hinaus.

Nahezu unverändert: Verschonungsmodelle

Nach wie vor stehen dem Steuerpflichtigen bei der Übertragung von Betriebsvermögen zwei Verschonungsmodelle zur Verfügung. Zum einen die Regelverschonung, bei der 85 % des Werts des Betriebsvermögens außer Ansatz bleiben und der Erwerber zur Vermeidung einer Nachversteuerung das erworbene Betriebsvermögen fünf Jahre weiterführen (Behaltensfrist) und mindestens 80 % der Lohnsumme (Arbeitsplätze) des Betriebs erhalten muss (Lohnsummenregelung). Zum anderen kann der Steuerpflichtige die Verschonungsoption wählen, bei der 100 % des Werts des Betriebsvermögens freigestellt werden. Allerdings beträgt die Behaltensfrist in diesem Fall sieben Jahre und die Quote der zu erhaltenen Lohnsumme 100 %.

Zukünftig muss bereits beim Erwerb eines Betriebs mit sechs Mitarbeitern auf die Lohnsumme geachtet werden

Anders als bisher ist die Wahl der einen oder der anderen Option nicht davon abhängig, dass das Betriebsvermögen nur zu einer gewissen Quote aus nicht begünstigtem Vermögen (Verwaltungsvermögen) besteht. Der Steuerpflichtige kann zukünftig vielmehr frei zwischen beiden Modellen wählen.

Zudem ergibt sich für Kleinbetriebe eine Verschärfung. Während die Lohnsummenklausel bisher bei Betrieben mit weniger als 20 Mitarbeiter von vornherein nicht anwendbar war, muss zukünftig bereits beim Erwerb eines Betriebs mit sechs Mitarbeitern auf die Lohnsumme

geachtet werden. Allerdings muss der Erwerber bei Inanspruchnahme der Regelverschonung und nicht mehr als zehn Beschäftigten nur 50% der Lohnsumme und bei fünfzehn Beschäftigten nur 60% der Lohnsumme erhalten. Bei Inanspruchnahme der Optionsverschonung erhöht sich die Quote auf rd. 71% bzw. 81%.

Wie bisher: Begünstigungsfähiges Vermögen

Ebenfalls unverändert bleibt die Bestimmung des begünstigungsfähigen Vermögens. Dieses wird weiterhin anhand sehr formaler Kriterien bestimmt werden. Dabei bleiben sämtliche steuerlichen Betriebsvermögen (demnach auch weiterhin die gewerblich geprägte GmbH & Co. KG) sowie qualifizierte Beteiligungen an Kapitalgesellschaften (Beteiligung von mehr als 25 % – allein oder mit anderen im Rahmen einer Poolvereinbarung) weiterhin begünstigungsfähig. Klarstellend enthält die heute veröffentlichte Einigung den Hinweis, dass entgegen den ersten Gesetzesentwürfen Drittlandsbeteiligungen nicht von vorn herein als begünstigungsfähig ausscheiden.

Neu: Verwaltungsvermögen steuerpflichtig

Ob eine erbschaftsteuerliche Verschonung in Betracht kommt, wird ebenfalls nach wie vor auf der zweiten Stufe ermittelt. Aus dem steuerlichen Betriebsvermögen muss das sog. Verwaltungsvermögen ausgesondert werden. Doch anders als bisher besteht zukünftig eine grundsätzliche Steuerpflicht für Vermögensgegenstände des Verwaltungsvermögens. Diese unterliegen vollumfänglich der regulären Besteuerung, soweit der Wert des Verwaltungsvermögens 10 % des gesamten Unternehmensvermögens (sog. "Schmutzklausel") überschreitet. Beträgt das Verwaltungsvermögen im Extremfall sogar 90 % des Werts des gesamten Unternehmens, ist auch für die verbleibenden 10 % des begünstigten Vermögens jede Begünstigung aus Gründen der Missbrauchsvermeidung ausgeschlossen.

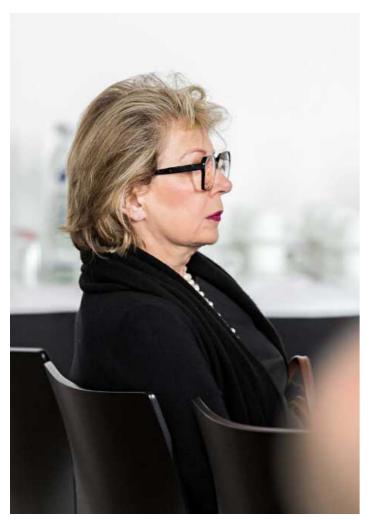
Junge/s Verwaltungsvermögen / Finanzmittel stets steuerpflichtig

Vollständig von jeder Begünstigung ausgenommen, ist wie bisher das "junge Verwaltungsvermögen", das in einem Zeitraum von zwei Jahren

vor der maßgeblichen Übertragung in das Betriebsvermögen eingelegt wurde. Zukünftig sollen auch sog. "junge Finanzmittel" von vornherein nicht begünstigt sein. Darunter ist der Saldo aus Einlagen und Entnahmen von Barvermögen und sonstige Forderungen zu verstehen, die innerhalb eines Zeitraums von zwei Jahren vor der maßgeblichen Übertragung dem Betrieb zugeführt werden. Der Gesetzgeber will dadurch verhindern, dass Steuerpflichtige die zulässigen Quoten für Finanzmittel ausreizt und optimiert.

Neu: Konsolidierte Ermittlung des Verwaltungsvermögens

Mit der grundsätzlichen Steuerpflicht für Verwaltungsvermögen setzt der Gesetzgeber eine der wesentlichen Forderungen des BVerfG. Diese Neuerung hat zudem eine entscheidende Änderung der Ermittlung des Verwaltungsvermögens zur Folge. Bisher wurde das Verwaltungsvermögen für jede Gesellschaft separat ermittelt. In vielen Fällen konnte dies von vornherein unterbleiben, da das Verwaltungsvermögen nur dann relevant wurde, wenn sein Wert 50 % des Werts der jeweiligen Gesellschaft übertraf. Bei operativen Gesellschaften war dies nahezu ausgeschlossen. Zukünftig wird hingegen das Verwaltungsvermögen auf Konzernebene zusammengefasst und zusammengezählt. Damit ist eine Nutzung von mehrstufigen Gesellschaftsstrukturen (Kaskadenstrukturen) - wie vom BVerfG gefordert - zukünftig nicht mehr möglich. Die Auswirkungen können erheblich sein. Während früher beispielsweise Minderheitsbeteiligungen von weniger als 25 % und einzelne fremdvermietete Immobilien über die verschiedenen Gesellschaftsstufen stets vollumfänglich begünstigt waren und die Verwaltungsvermögensquote der zu übertragenden Gesellschaft in der Regel nicht belasteten, wird zukünftig jeder Vermögensgegenstand



des Verwaltungsvermögens von Bedeutung sein. Dies erhöht den Bewertungsaufwand (Einzelbewertung jedes Vermögensgegenstandes des Verwaltungsvermögens) und die Streitanfälligkeit des Gesetzes.

Nur geringfügige Änderung: Katalog des Verwaltungsvermögens

Die Vermögensgegenstände des Verwaltungsvermögens werden anhand eines nahezu unveränderten Katalogs ermittelt. Hierzu zählen im Wesentlichen fremdvermietete Immobilien, Kapitalgesellschaftsbeteiligungen von weniger als 25 % sowie Kunst und Edelmetalle. Barbestände und andere Forderungen gehören nur zum Verwaltungsvermögen, soweit ihr Wert abzüglich sämtlicher Rückstellungen und Verbindlichkeiten 15 % (bisher 20 %) des gesamten Unternehmenswerts überschreitet (sog. Finanzmitteltest). Während beim Finanz-

Der Bundesrat hat den Vermittlungsausschuss angerufen

mitteltest Schulden des Betriebs unbegrenzt vom Bestand an Barvermögen und sonstigen Forderungen abgezogen werden, gilt dies für Verwaltungsvermögen nur quotal im Verhältnis des Werts des Verwaltungsvermögens zum gesamten Unternehmenswert.

Neu hinzugaetreten sind Rückausnahmen von der Qualifikation als Verwaltungsvermögen für Immobilien, die zwar fremdvermietet sind, die aber zum Zwecke des Absatzes eigener Produkten überlassen werden (z.B. bei Brauereigaststätten und Tankstellen). Ferner wird klargestellt, dass das Deckungsvermögen für die betriebliche Altersversorgung nicht zum Verwaltungsvermögen zählt. Eine weitere Rückausnahme bilden fremdvermietete Immobilien, die im Rahmen eines sog. Wohnungsunternehmens gehalten werden. Hierrunter fallen in der Regel im steuerlichen Betriebsvermögen gehaltene Immobilien, wenn die Anzahl der Wohnungen 300 überschreitet.

Weitergehende Erleichterung im Erbfall: Investition/zinslose Stundung

Überschreitet der Wert des Verwaltungsvermögens 10 % des Unternehmenswerts, so besteht zumindest in Erbfällen zukünftig die Möglichkeit, innerhalb eines Jahres nach Erbfall das Verwaltungsvermögen zu veräußern und in begünstigtes Betriebsvermögen zu investieren, um eine Besteuerung des Verwaltungsvermögens zu vermeiden.

Zudem hat der Erbe die Möglichkeit, die auf das begünstigte Vermögen anfallende Steuer vorbehaltlos und zinslos für die Dauer von zehn Jahren nach dem Erbfall stunden zu lassen. Auch hierin dürfte eine erhebliche Begünstigung liegen, die sich mit steigender Inflation noch stärker auswirken wird.

Verschärfung für Großvermögen: Abschmelzmodell ...

Anders als bisher kann die Verschonung jedoch nicht mehr unabhängig vom Wert des erworbenen Betriebsvermögens in Anspruch genommen werden. Damit kommt das Einigungspapier den Forderungen des BVerfG nach, den Umfang der Verschonung bei Großvermögen zu begrenzen. Nach dem sog. Abschmelzmodell reduziert sich der Umfang der Verschonung um jeweils 1% je EUR 750.000 Unternehmenswert, soweit der Wert des Betriebsvermögens insgesamt EUR 26 Mio. übersteigt. Dies hat zur Folge, dass eine Verschonung bei Erwerben vonrd. EUR 90 Mio. nicht mehr in Betracht kommt. Letztlich lädt



Dr. Stephan Viskorf (P+P), Dr. Christoph Philipp (P+P)

die Regelung zur Aufteilung von Erwerben ein, um die Grenze von EUR 26 Mio. pro Erwerb zu unterschreiten. Dabei ist allerdings zu berücksichtigen, dass der Wert von Erwerben innerhalb von zehn Jahren zusammengerechnet wird. Bemerkenswert ist auch, dass ein Antrag auf Anwendung des Abschmelzmodells die nachfolgend dargestellte Anwendung der Verschonungsbedarfsprüfung ausschließt.

... oder Verschonungsbedarfsprüfung

Das BVerfG hatte jedoch keine generelle Abschaffung der Verschonung von Großvermögen gefordert. Vielmehr vertrat es die Auffassung, dass eine Verschonung von Großvermögen nur dann gerechtfertigt sei, wenn anhand einer gesonderten Prüfung der Leistungsfähigkeit ermittelt werde, dass die anfallende Steuer nur aus dem oder durch Veräußerung des begünstigten Betriebsvermögens beglichen werden könnte. Diesen richterlichen Forderungen trägt das Gesetz durch Einführung der sog. Verschonungsbedarfsprüfung Rechnung. Dabei stellt das Einigungspapier auf die Person des Erwerbers ab und ermittelt dessen Vermögen. Von seinem Vermögen muss der Erwerber bis zu 50% für die Begleichung der auf das erworbene Betriebsvermögen anfallenden Steuer aufwenden. Nur soweit diese 50% nicht ausreichen, kommt auf Antrag ein Erlass der Erbschaftsteuer in Betracht.

Nicht einsetzen muss der Erwerber das bereits bei ihm vorhandene begünstigte Betriebsvermögen. Demgegenüber muss der Erwerber auch 50 % von jeglichen Schenkungen und Erbschaften einsetzen, die er in einem Zeitraum von zehn Jahren nach der Inanspruchnahme des Steuererlasses nach der Verschonungsbedarfsprüfung erhält. Die Quote von 50 % scheint deutlich zu hoch und rein politisch motiviert zu sein. Muss der Erwerber beispielweise steuerlich verhaftete Vermögensgegenstände veräußern, um die geforderte Steuer zu entrichten, erhöht sich die Quote schnell auf 80 % und mehr. In Ausnahmefällen kann die Quote 100 % übersteigen, so dass der Erwerber z.B. bei nach-

träglichen Schenkungen finanziell schlechter steht als vor Empfang der Schenkung.

Sonderverschonung für Familienunternehmen

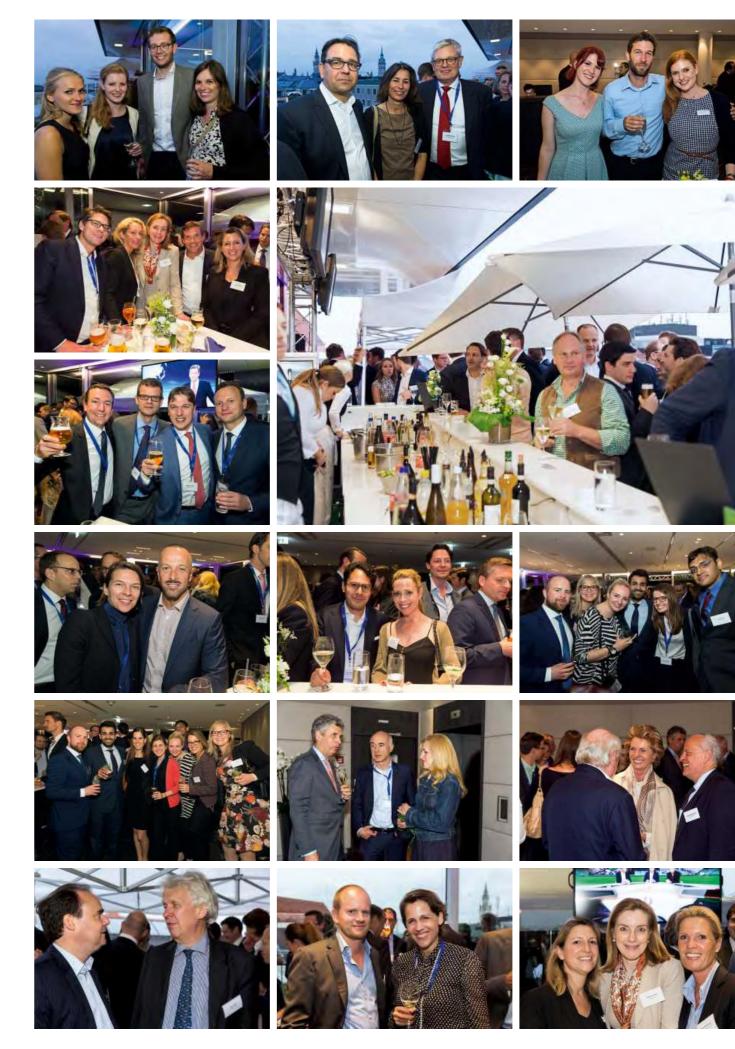
Bemerkenswert ist schließlich die Schaffung eines Vorababschlags für Familienunternehmen, deren Gesellschaftsverträge typische Klauseln für diese aufweisen. Darunter versteht das Einigungspapier zunächst eine Verfügungsbeschränkung, wonach eine zustimmungsfreie Übertragung nur an Mitgesellschafter oder an Abkömmlinge möglich ist. Darüber hinaus muss der Gesellschaftsvertrag eine Ausschüttungsbzw. Entnahmebegrenzung vorsehen, wonach ein Teil der Gewinne thesauriert wird. Schließlich wird eine Beschränkung der Abfindung für ausscheidende Gesellschafter gefordert. Der Umfang der letzteren Beschränkung ist auch entscheidend für den Umfang des Vorababschlags. Wird als Abfindung ein Wert von höchstens 70 % des Verkehrswerts zu Grunde gelegt, wird der volle Abschlag von 30 % gewährt. Wird ein höherer Anteil des Verkehrswerts als Abfindung gewährt, vermindert sich der Abschlag entsprechend. Die neue Sonderverschonung ist für Familienunternehmen eine große Erleichterung. Sie ist allerdings nur anwendbar, wenn die gesellschaftsvertraglichen Regelungen zwei Jahre vor der maßgeblichen Übertragung bereits aufgenommen waren und 20 Jahre danach nicht aufgehoben werden. Daher ist Familienunternehmen dringend zu empfehlen, die eigenen Gesellschaftsverträge zu prüfen und entsprechende Klauseln – soweit noch nicht enthalten - zeitnah aufzunehmen.

Inkrafttreten

Der Bundesrat hat am 8. Juli 2016 den Vermittlungsausschuss angerufen. Ein Zeitplan für die Sitzungen war zum Redaktionsschluss dieses Magazins noch nicht bekannt.































Impressum

HERAUSGEBER P+P Training GmbH info@pptraining.de

www.pptraining.de

V. i. S. d. P.: Dr. Frank Thiäner

Namentlich gekennzeichnete Beiträge geben die Meinung der Autoren wieder.

PROJEKTLEITUNG/CVD/INTERVIEW Sophie Büning Communications GmbH www.bueningcommunications.de

FOTOS Gregg Thorne Robert Doppelbauer

GESTALTUNG Schmid/Widmaier, München

LEKTORAT Dr. Inga Meincke Dr. Bernd Kronenberg

LITHOGRAFIE Reproline Mediateam

DRUCK Meissnerdruck

SAVE THE DATE MUPET 2017: DONNERSTAG UND FREITAG, DEN 13. UND 14. JULI 2017

MAX PLANCK FÖRDERSTIFTUNG





www.up-micro-loans.de



www.maxplanckfoerderstiftung.org



Echt nobel – bereits 33x ausgezeichnet.

Fördern Sie mit der Max-Planck-Förderstiftung die Nobelpreisträger von morgen und investieren Sie in die besten Köpfe und Ideen der Zukunft.

www.china-stiftung.de

Kontakt: Johanna Pöllath • Färbergraben 18 • 80331 München • +49 (89) 24 240 – 651 • johanna.poellath@pplaw.com

P+P Training GmbH Färbergraben 18 80331 München

info@pptraining.de www.pptraining.de

H U M A N R I G H T S W A T C H

HUMAN RIGHTS WATCH UNRECHT BRAUCHT ZEUGEN









HUMAN RIGHTS WATCH ist eine unabhängige Nichtregierungsorganisation, die sich weltweit zum Schutz und zur Verteidigung der Menschenrechte einsetzt. Durch unabhängige Recherchen decken wir Menschenrechtsverletzungen auf und ziehen die Täter zur Rechenschaft.

Um unsere Unabhängigkeit zu wahren, nehmen wir keine Regierungsgelder an und finanzieren uns ausschließlich über private Spenden. Stehen Sie an unserer Seite für eine gerechtere Welt!

SPENDENKONTO

Commerzbank-Frankfurt/Main IBAN: DE84 5004 0000 0602 9292 00 BIC: COBADEFF

Human Rights Watch e.V.

Neue Promenade 5 · 10178 Berlin T. +49 (0) 30 259 306 0 · berlin@hrw.org