

MUPET Ausgabe 4 | Juli 2014 magazin

Private Equity



Wie nachhaltig ist der Aufschwung?

Über die aktuelle Marktentwicklung bei Private-Equity-Transaktionen

Die großen Herausforderungen kommen aus dem Steuerrecht

Die Folgen der aktuellen BFH-Rechtsprechung für Private Equity

AIFMD: Die Schonfrist ist vorbei

Erste Praxiserfahrungen mit der neuen Regulierung

Wer länger lebt, muss länger arbeiten

Interview mit Prof. Dr. Axel Börsch-Supan vom Max-Planck-Institut

Das MUPETmagazin erscheint anlässlich der gleichnamigen Fachtagung Munich Private Equity Training. Auf der MUPET berichten erfahrene 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 33 Partnern und insgesamt mehr als 100 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 auf dem Gebiet des Gesellschafts- und Kapitalmarktrechts sowie in der Vermögens- und Nachfolgeplanung für Familienunternehmen und vermögende Privatpersonen. P+P-Partner erscheinen regelmäßig in nationalen und internationalen Rankings als führende Experten in ihren jeweiligen Fachgebieten. 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



■ Editorial

Dr. Frank Thiäner (P+P Pöllath + Partners)

Liebe Leserinnen und Leser,

mit diesem MUPETmagazin möchten wir Ihnen einen Überblick über die Inhalte des diesjährigen Munich Private Equity Trainings geben.

Die diesjährige MUPET fand in einem sehr aktiven Transaktionsumfeld statt. War die Stimmung im letzten Sommer noch verhalten und der Ausblick ungewiss, konnten wir spätestens seit Ende des dritten Quartals 2013 eine deutliche Zunahme von Transaktionen verzeichnen. Dieser Aufschwung hat sich bis heute weiter belebt. Er steht allerdings im Schatten einer ebenso unbewältigten wie verdrängten Finanz- und Eurokrise, deren Ausmaß wegen der zunehmenden Verflechtung von staatlichen und privaten Finanzsystemen nur schwer greifbar ist (siehe dazu auch das Interview mit Prof. Dr. Dr. Udo Di Fabio auf Seite 8).

Die Besorgnis der Marktteilnehmer zeigt sich auch an der mangelnden Verfügbarkeit von Primärtransaktionen. Die Bereitschaft von Eigentümern, sich von ihren Unternehmen zu trennen, ist derzeit wegen fehlender günstiger und sicherer Anlagealternativen gering. Der Markt lebt daher im Moment vor allem von Sekundärtransaktionen. Da Fremdkapital (wieder) in ausreichendem Maße zur Verfügung steht und der Anlage- druck von Finanzinvestoren hoch ist, sind die Preise für attraktive Unternehmen in den letzten zwölf Monaten erheblich gestiegen.

Das gilt auch für sogenannte Fund Secondaries, also den Verkauf von ganzen Unterneh-

mensportfolien oder LP-Anteilen. Diese – in wirtschaftlicher, rechtlicher und steuerlicher Hinsicht häufig sehr anspruchsvollen – Transaktionen haben sich in den letzten Jahren zu einer eigenständigen Assetklasse entwickelt, die sich zunehmend ausdifferenziert (mehr dazu auf Seite 26). Ob sich dagegen die in letzter Zeit heftig diskutierten Activist-Shareholder-Fonds in Deutschland ebenso etablieren werden wie in den USA und auch hier zu einer bedeutenden Marktgröße avancieren, bleibt abzuwarten (siehe Seite 13).

Die Herausforderungen für Private-Equity-Professionals kommen in den nächsten Jahren vor allem aus dem Steuerrecht und aus den immer weiter steigenden regulatorischen Anforderungen. Als Stichworte seien an dieser Stelle neben AIFMD und KAGB nur der Foreign Accounts Tax Compliance Act (FATCA), das Investmentsteuergesetz, die Finanztransaktionssteuer und der Dauerbrenner Zinsschranke genannt.

Einzelheiten hierzu und zu zahlreichen anderen Themen, die für Private-Equity-Professionals heute wichtig sind, haben wir für Sie auf den folgenden Seiten zusammengefasst.

Ich wünsche Ihnen eine anregende Lektüre!



■ Inhalt

4

- 8 **„Die Staaten haben versagt“**
Prof. Dr. Dr. Udo Di Fabio im Interview

M&A

- 11 **Aktuelle Marktentwicklungen bei M&A-Transaktionen von Private-Equity-Investoren**
- 13 **Shareholder Activism in Deutschland und den USA**
- 16 **Bewertungsrelevante Streitigkeiten bei Transaktionen**
- 17 **Portfoliounternehmen in der Liquiditätskrise – Interessen und Handlungsoptionen**
- 19 **Lender-owned Companies**
- 21 **Foreign Private Equity in China**
- 22 **Der Crowd-IPO von Urbanara – ein Jahr danach**
- 23 **Systematic Reforms in the Shanghai Free Trade Zone**

Private Funds

- 26 **Fund Secondaries – komplexe Portfoliotransaktionen**
- 28 **Update zum US Foreign Account Tax Compliance Act (FATCA)**
- 30 **Asset Stripping Prohibitions under AIFMD**
- 32 **Sondermodelle der europäischen Fondsregulierung**
- 34 **Strukturierung von Investmentmandaten für deutsche regulierte Investoren**
- 35 **Erfahrungen mit BaFin-Anträgen unter dem KAGB**
- 37 **EU Fundraising Challenges**

Tax

- 42 **Aktuelle steuerliche Reizthemen – BEPS, Finanztransaktionssteuer und Sanierungen**
- 44 **Steuerthemen bei Immobilieninvestments 2014**
- 45 **Betriebsprüfung bei Private Equity – aktuelle Trends in Deutschland und Österreich**
- 46 **Rückführung von investiertem Kapital nach/aus Deutschland**
- 47 **Schlagzeilenträchtige BFH-Entscheidungen**
- 50 **„Wenn wir länger leben, müssen wir auch länger arbeiten“**
Prof. Dr. Axel Börsch-Supan im Interview
- 53 **Impressionen vom P+P-Sommerfest 2014**
- 56 **Impressum/MUPET-Vorschau 2015**



„Auf der MUPET werden aktuelle Entwicklungen im Bereich Private Equity von in- und ausländischen Spezialisten diskutiert und neue Maßstäbe gesetzt.“

Ein Teilnehmer

Literaturhaus
München

P+P

P+P Pöllath + Partners
Attorneys-at-Law • Tax Advisors

www.pplaw.com

■ „Die Staaten haben versagt“

8 Unten und S. 9 u. 10:
Prof. Dr. Dr. Udo Di Fabio

Finanz- und Eurokrise sorgten dafür, dass Udo Di Fabio sich 1999 bis 2011 als berichterstattender Richter des Zweiten Senats des Bundesverfassungsgerichts viel mit ökonomischen Fragestellungen befassen musste. Recht und Gesetz, so hat der 60-jährige Jurist festgestellt, kommen bei diesen häufig zu kurz.



MUPETmagazin: Herr Professor Di Fabio, welche Rolle kann das Bundesverfassungsgericht dabei spielen, die Finanzmärkte zu stabilisieren?

Udo Di Fabio: Noch vor zehn Jahren hätte ich Kompetenz für ökonomische Fragen in Abrede gestellt. Die Richter in Karlsruhe mussten sich diesen Problemen erst nähern. Das ist passiert. Heute bremsen Gerichte manchmal falsche Entwicklungen – einfach indem sie auf das geltende Recht hinweisen. Das wird nicht immer gern gesehen. Ein Beispiel: Der Schuldenstand Deutschlands hat sich bis vor Kurzem kontinuierlich erhöht, weit über die Vorgaben der Maastrichter Stabilitätskriterien hinaus. Wenn schon Deutschland diese verletzt, darf man Entsprechendes auch für andere EU-Staaten erwarten. Frankreich oder Italien diskutieren, ob diese Stabilitätskriterien überhaupt noch zeitgemäß sind oder nicht wenigstens relativiert werden müssten.

Was hat Maastricht mit stabilen Finanzmärkten zu tun?

Eine Menge. Die Weltfinanzkrise und die europäische Schuldenkrise haben gezeigt, dass staatliche





und private Finanzsysteme so verflochten sind, dass keine Seite sinnvoll handeln oder regulieren kann, ohne die andere Seite im Blick zu haben.

War das nicht schon immer so?

Nicht in diesem Umfang. Dass Staaten das gesamtwirtschaftliche Gleichgewicht austarieren, ist erst seit den 1960er-Jahren in unserem politischen Denken angekommen. Der Gedanke von Keynes, dass der Staat konjunkturell ausgleichend wirken soll, schien eine kluge Vorstellung – wurde aber nur als halbiertes Keynes umgesetzt. Bei Rezessionen haben die Staaten Schulden gemacht, und im Aufschwung auch. Dass die Schulden zurückgezahlt wurden, war nicht zwingend. Seien wir ehrlich: Die Finanzmärkte haben daran keinen Anstoß genommen, weil sie daran verdient haben. Diese Verschuldung hat in der Finanzkrise zu einem gärenden Misstrauen geführt. Wann und unter welchen Bedingungen zahlen die Staaten eigentlich ihre Schulden zurück? Stimmen überhaupt die Zahlen, die uns vorgelegt werden? Da wurde klar, wie stark die Vernetzung war, wenn man an Banken denkt, die Staatsanleihen hielten, die zuvor von den Staaten für risikolos erklärt worden waren.

Ist das Bundesverfassungsgericht als einzelner Akteur überfordert, daran etwas zu ändern?

Das Bundesverfassungsgericht bezieht deutlich Position. Es hat klar gemacht, dass wir die Schul-

den in Europa nicht vergemeinschaften dürfen – dass wir eine Trennung der Handlungssphären brauchen, damit das Prinzip der Eigenverantwortung nicht nur in der Welt der Wirtschaft, sondern auch in der Welt der Staaten gilt. Das ist der Grund, warum Eurobonds in Deutschland unpopulär sind und auch vom Verfassungsrecht her negativ gesehen werden. Die Europäischen Verträge schreiben das Prinzip der Eigenverantwortung vor.

Die Krisen haben gezeigt, wie stark staatliche und private Finanzsysteme verflochten sind

Die aber wird aufgeweicht, nicht nur durch Eurobonds, sondern auch durch das Agieren der Europäischen Zentralbank, der EZB.

Die EZB darf weder in die Staatenfinanzierung noch in die Wirtschaftspolitik eingreifen, nicht selbst hier Politik machen. In einer Krise neigt man dazu, solche Grenzen der Kompetenz zu überschreiten, um geldpolitisch Staaten zu stützen oder die Wirtschaft zu beleben. Die Politik ihrerseits ist auf der Suche nach neutralen





Instanzen und überträgt der EZB dann die Bankenaufsicht. Da ist die Vernetzung von Geldpolitik, privatem Finanzsektor und Staat gut zu erkennen. Die Staaten suchen nach einem unabhängigen Schiedsrichter, weil sie sich selbst die Selbstdisziplin nicht zutrauen. Aber je mehr die EZB in diese Rolle hineingezogen wird, desto stärker wird der politische Druck auf die EZB zunehmen. Das aber zieht langfristig ihre Unabhängigkeit in Zweifel.

Müssen die Staaten vor sich selbst geschützt werden?

Die Politik behauptet, bei der globalen Finanzkrise hätte der Markt versagt. Das mag sein, aber die

Staaten haben noch mehr versagt. Sie haben ihre Rolle als Garanten eines stabilen und auf Vertrauen gegründeten Finanzsystems nicht hinreichend gespielt. Einerseits Verträge zu vereinbaren und sie andererseits zu unterlaufen – da sehe ich einen gewissen Widerspruch.

Kann der aufgelöst werden?

Auf Dauer nur, wenn wir Verantwortungsräume trennen und Folgen besser zurechnen, also letztlich zu mehr Markt in der Finanzwirtschaft kommen. Wir müssen darauf hinwirken, dass die vernetzten staatlichen und privatwirtschaftlichen Stränge in der Finanzwirtschaft geordnet etwas besser voneinander getrennt werden.

Wie kann die Große Koalition in Berlin dabei helfen und unterstützend wirken?

Indem sie die Stabilitätskriterien einhält und den Fiskalpakt härtet. Ich erwarte von einer Großen Koalition, dass sie Kurs hält und ihn nicht lockert. Hier hat die Bundesregierung eine besondere Verantwortung, Europa zurück zum Recht zu führen. Darüber hinaus wären meine Erwartungen an die Große Koalition, dass sie nachhaltig die Grundlagen der Wettbewerbsfähigkeit stärkt und aufhört mit konsumtiven Ausgabenprogrammen wie der „Rente mit 63“. Was wir dagegen brauchen, ist die kluge Entfaltung von Marktkräften und sinnvolle Investitionen, etwa in Start-ups, in Bildung und in wissenschaftliche Forschung.



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

Dr. Matthias Bruse (P+P Pöllath + Partners)

Nach Auffassung der Panelisten haben die M&A-Aktivitäten der Private-Equity-Fonds in Deutschland im Vergleich zum Vorjahr leicht zugenommen. Allerdings fällt ihr Anteil am Gesamt-M&A-Volumen mit ca. 20 % geringer aus.

Was sind die Gründe? Einhellig wurde die Finanzierung von Transaktionen grundsätzlich als gesichert angesehen. Die Fondsgesellschaften verfügen über ausreichendes Eigenkapital, und Fremdfinanzierungskapazitäten stehen hinreichend zur Verfügung. Probleme gibt es jedoch insbesondere bei der Identifizierung von geeigneten Zielgesellschaften für Private-Equity-Investoren. Konzerne sind derzeit weniger oft eine geeignete Quelle für Private-Equity-Transaktionen (Primaries). Hier herrscht auch massiver Wettbewerb seitens der strategischen Investoren, die in

Der Fokus liegt auch in diesem Jahr auf den Secondaries

Zeiten voller Kassen bereit sind, strategische Kaufpreisprämien zu zahlen. Der Fokus der Private-Equity-Branche liegt, vor allem bei größeren Transaktionen, deshalb wie im vergangenen Jahr auf Secondaries. Die Diskussionsteilnehmer wiesen darauf hin, dass die Secondaries im Vergleich

zu den Primaries per se keine „schlechteren Transaktionen“ seien. Gerade bei diesen Transaktionen sind aber die Anforderungen an die Wertschöpfung durch den zweiten oder dritten Finanzinvestor weiter gestiegen. Der Fokus auf neue und kreative Strategien für Wachstum (z. B. durch organisches Wachstum oder durch Zukäufe) ist besonders wichtig, um signifikante Wertsteigerungen für die Portfoliogesellschaften zu erzielen.

Es diskutierten (v. l. n. r.)
 Stefan Jaecker (DC Advisory),
 Dr. Thomas Bühler (AFINUM),
 Dr. Matthias Bruse (P+P
 Pöllath + Partners), Dr. Nico
 Hansen (Apax Partners) und
 Gerd Bieding (Altium Capital).



Neben den institutionellen Investoren und den Finanzinvestoren sind mittelständische Unternehmer und Unternehmen nach wie vor eine gesuchte Quelle für geeignete Transaktionen. Unternehmer, die vor der Problematik stehen, ihre Nachfolge regeln zu müssen, scheinen gegenüber Private-Equity-Investoren sogar zunehmende Gesprächsbereitschaft zu signalisieren. Es sieht so aus, als sei die Heuschrecken-debatte so gut wie überstanden.

Eine neue Herausforderung ist die aktuelle Zinslandschaft. Die Niedrigzinspolitik der Zentralbanken in Verbindung mit boomenden Börsen-

kursen beeinflusst auch die Entwicklung der Preise bei privaten Transaktionen. So bewegen sich Private-Equity-Investoren in einem Verkäufermarkt mit u.a. erheblichen Bewertungsmulti-

Finanzierer stehen in den Startlöchern

plikatoren; dazu kommt die Sorge, dass sich das Marktumfeld und die Bewertungsumstände bei Änderung der Politik der Zentralbanken zu Lasten der Investoren ändern könnten.

Beobachtet wurde ferner, dass – zum Teil auch aus steuerlichen, rechtlichen und regulatorischen Gründen – die Transaktionen komplexer werden und im Rahmen der Prüfung geeigneter Zielgesellschaften und der vertraglichen Umsetzung von Transaktionen erhöhte Anforderungen an Investoren, Banken und deren Berater gestellt werden.

Fazit aller Panelisten: Die Kaufbereitschaft der Private-Equity-Investoren ist hoch, Banken oder Fremdfinanzierungsfonds sind bei geeigneten Zielgesellschaften zu substantiellen Kreditvergaben bereit. Wichtig ist nun, attraktive Zielgesellschaften zu identifizieren und angemessenere Preise durchzusetzen.



■ Shareholder Activism in Deutschland und den USA

Dr. Wolfgang Grobecker (P+P Pöllath + Partners)

Activist Shareholders sind in aller Munde. Sie haben mittlerweile erheblichen Einfluss auf Transaktionen. Doch Activist Shareholders werden diesseits und jenseits des Atlantiks noch immer unterschiedlich wahrgenommen. Während in den USA seit einigen Jahren ein insgesamt eher positives Bild vorherrscht, werden sie in Europa und insbesondere in Deutschland immer wieder mit „Berufsklägern“ verwechselt, die sich Lästigkeitswerte abkaufen lassen.

Activist Shareholders als Garanten für Diversity

Die positive Sichtweise bescheinigt Activist Shareholders eine Katalysatorfunktion, die (verborgene) Werte eines Unternehmens freisetzt. Des Weiteren werden sie als Einflussgruppe betrachtet, welche die Organe einer börsennotierten Gesellschaft dazu anhält, Aktionärsrechte und unternehmerischen Erfolg gleichberechtigt in Einklang zu bringen. Schließlich gelten Activist Shareholders mittlerweile als Garanten für Diversity und als Ansporn für das Management.

Nach der in Europa noch immer dominierenden negativen Sichtweise handelt es sich bei Activist Shareholders um Anteilsinhaber, die vorwiegend auf ihren kurzfristigen finanziellen Return



ausgerichtet sind. Zu diesem Zweck üben sie gezielt öffentlichkeitswirksam Druck auf die Organe der Gesellschaft aus und schrecken auch nicht davor zurück, Transaktionen zunächst zu blockieren, um sich ihre Anteile anschließend zu einem signifikanten Premium abkaufen zu lassen, das den übrigen Aktionären vorenthalten bleibe.

Die Gesetzgeber reagieren auf Shareholder Activism wie auch auf andere Rechtsphänomene: mit erhöhten Transparenzanforderungen. Ob sich dies als das geeignetste Mittel erweisen wird, um

Oben:
Dr. Wolfgang Grobecker



14 Unten, v.l.n.r.:
Arthur B. Crozier,
Dr. Wolfgang Grobecker,
Dr. Stephan Howaldt

(vermeintlichen) Fehlentwicklungen Einhalt zu gebieten, bleibt abzuwarten.

Dr. Stephan Howaldt wies in seinem Vortrag darauf hin, dass Shareholder Activism kein neues Phänomen ist. Übernahmen und Beteiligungen durch Activist Shareholders gibt es auch in Europa schon seit geraumer Zeit, etwa die von Friedrich Flick in den Zwanzigerjahren, Carlo Benedetti und Albert Frère in den Achtzigerjahren oder August von Finck, Martin Ebner und Guy Wyser-Pratte in den Neunzigerjahren des vergangenen Jahrhunderts. Auch hatten Activist Shareholders, wie Dr. Howaldt aufzeigte, während der vergangenen

Finanzkrisen erhebliche Rückschläge zu verkraften. Mittlerweile hat eine Spezialisierung stattgefunden: Eine Gruppe der Activist Shareholders investiert zunehmend in den Small- und Mid-Cap-Bereich, andere wagen sich an Blue-Chip-Unternehmen.

Die Anzahl institutioneller Investoren ist erheblich gestiegen

Arthur B. Crozier und Kenneth M. Silverman analysierten anhand von konkreten Transaktionen der vergangenen Jahre sowohl allgemeinen Trends als auch aktuelle Entwicklungen in der amerikanischen Activist-Shareholder-Szene. Arthur B. Crozier beleuchtete dabei insbesondere die Rolle der Proxy Advisors und Proxy Solicitors im Zusammenhang mit Activist-Shareholder-Beteiligungen in den USA. Während die Empfehlungen zur Stimmabgabe durch Proxy Advisors nicht nur in den Sondersituationen einer durch Activist Shareholders begleiteten Übernahme oder Beteiligung, sondern auch im Rahmen jährlicher Hauptversammlungen bedeutsam sind, werden Proxy Solicitors typischerweise eingeschaltet, um bei einer Transaktion im Namen von Investoren,



Hedge Fonds oder anderen Activist Shareholders eine Vielzahl von Aktionären der Zielgesellschaft anzusprechen und zu beraten.

Kenneth M. Silverman wies in seinem Vortrag auf die in den letzten 30 Jahren erheblich gestiegene Anzahl von institutionellen Aktionären in den USA hin, welche die besonderen Dienstleistungen der Proxy Solicitors, Proxy Advisors, Banken und spezialisierten Anwälte im Zusammenhang mit Activist-Shareholder-Investitionen in Anspruch nehmen. An der New York Stock Exchange werden mittlerweile bis zu 70 % des Aktienkapitals von institutionellen Investoren gehalten. Noch höher liegen die Werte an der NASDAQ; dort beträgt der Anteil der institutionellen Investoren am Aktienbesitz bis zu 75 %.

Da Hedge Fonds und andere Activist Shareholders über erhebliche finanzielle Ressourcen verfügen, wagen nicht mehr viele Unternehmen einen sogenannten „Proxy Contest“, in dessen Verlauf es zu einer Kampfabstimmung über den Vollzug einer Transaktion oder die grundsätzliche Unternehmenspolitik kommen kann. Angesichts der sich häufenden Belege für die unternehmenswertsteigernde Funktion von Activist Shareholder Campaigns hat sich die Einstellung vieler Unternehmen und ihrer Manager in den USA gegenüber Activist Shareholders grundsätzlich gewandelt. Kenneth M. Silverman beobachtet zunehmend ei-



Kenneth M. Silverman

nen konstruktiven Dialog, der immer häufiger zu einer Einigung im Hinblick auf die gegebene Sondersituation führe.

In der abschließenden Diskussion war man sich in der Einschätzung einig, dass sich die Entwicklungen, die seit einiger Zeit in den USA zu beobachten sind, auch in Europa fortsetzen dürften. Schwierigkeiten bereitet dabei in Europa aus Sicht von Investoren noch immer die Heterogenität der Rechtsordnungen. Allgemein wurde der Wunsch geäußert, dass sich auch in Europa Berater vertieft mit dem Themenkomplex Activist Shareholders auseinandersetzen und spezialisierte Beratungsmodelle anbieten.

Es diskutierten Arthur B. Crozier (Innisfree M&A),
Dr. Stephan Howaldt (Howaldt & Co.),
Kenneth M. Silverman (Olshan Frome Wolosky);



■ Bewertungsrelevante Streitigkeiten bei Transaktionen

**Dr. Eva Nase (P+P Pöllath + Partners) und
Dr. Wolfgang Russ (Ebner Stolz)**

16

Bewertungsrelevante Streitigkeiten bei Unternehmenskauftransaktionen mögen „alter Wein in neuen Schläuchen“ sein. Die Praxis zeigt aber, dass auch in diesem Bereich Uneinigheiten immer häufiger in immer intensiver geführte Streitige Verfahren, in der Regel Schiedsverfahren, münden. Bewertungsrelevante Streitigkeiten entstehen insbesondere im Rahmen von Kaufpreisanpassungsklauseln (Closing-Accounts-Methode, nicht beim Locked-Box-Approach) und Earn-out-Vereinbarungen sowie von Garantien. Auf der Zeitschiene einer Transaktion finden sie sich daher sowohl in der Pre-Closing-Phase als auch primär in der Post-Closing-Phase. Die Praxis der letzten Jahre zeigt aber auch, dass bewertungsrelevante Aspekte immer häufiger die Basis von Anfechtungen oder von Sittenwidrigkeitsargumenten sind.

Vereinbaren Verkäufer und Käufer eine Pre-Closing-Kaufpreisanpassung, so basiert der Kaufpreis auf einem Jahres- oder Zwischenabschluss auf den Zeitpunkt des Closings (= Closing Accounts). Er berücksichtigt demnach Entwicklungen nach dem Signing. Um Streitigkeiten zu vermeiden, sind die Parameter und Mechanismen der Closing Accounts im Vertrag detailliert festzusetzen (Bilanzierungsbasis, bilanzorientierte Parameter, wie z.B. Net Debt, mit/ohne Korrektur des Net Working Capital und/oder des CAPEX).

Eine Post-Closing-Kaufpreisanpassung steht unter den Bedingungen des ebenfalls im Einzelnen festzulegenden Earn-out-Mechanismus.

Im Rahmen von bewertungsrelevanten Garantiestreitigkeiten steht insbesondere die Bilanzgarantie im Vordergrund. Bilanzgarantien sind Garantien betreffend die Einhaltung der einschlägigen bilanzrechtlichen Vorschriften. Sie begründen eine Haftung für Pflichtwidrigkeit beim Erstellen, es sei denn, die vertragliche Vereinbarung geht darüber hinaus. Im Handelsrecht gilt weiterhin der normativ subjektive Fehlerbegriff (a.A. BFH 2013), der auf das Erkennenmüssen/-können zum Zeitpunkt der Bilanzerstellung abstellt. Die ausdrückliche Vereinbarung über Schadensersatz in Geld („wenn und soweit die Naturalrestitution nicht ausreicht“) ist bei einer Verletzung der Bilanzgarantie sehr wichtig, da eine Naturalrestitution in der Regel nicht weiterhilft.

Bei der Ausgestaltung des Vertrages sollte also weiterhin der sorgfältigen Qualifizierung und Quantifizierung der bewertungsrelevanten Aspekte höchste Priorität und Sensibilität zukommen. Je qualitativ besser die (Zusammen-)Arbeit der beteiligten Wirtschaftsprüfer und Anwälte bei der Erstellung des Vertrages ist, desto geringer ist das Risiko von bewertungsrelevanten Streitigkeiten mit unerwünschtem Ausgang.



■ Portfoliounternehmen in der Liquiditätskrise – Interessen und Handlungsoptionen

Dr. Christian Bärenz (GÖRG Rechtsanwälte) und Katharina Reuther (P+P Pöllath + Partners)

Für das Management steht in der Unternehmenskrise die Vermeidung der persönlichen Haftung im Vordergrund. Für den Sponsor und die Bank geht es in erster Linie um eine Verlustreduzierung. Eine zentrale „Weichenstellung“ resultiert aus der Frage, ob das (Portfolio-)Unternehmen neue liquide Mittel benötigt. Bejahendenfalls muss sich erweisen, wer diese Liquidität unter welchen Bedingungen zur Verfügung stellt.

Die Entscheidung, ob der Sponsor frisches Geld gibt, hängt (bei hier unterstellter Leistungsfähigkeit) davon ab, ob eine Unternehmensrestrukturierung erfolgversprechend

Stellt der Sponsor kein Fresh Money, kann die Bank übernehmen

scheint. Als Gegenleistung kann der Sponsor regelmäßig einen Sanierungsbeitrag der Bank verlangen, der von einer Verlängerung der Linien über eine Verbesserung der Zinskonditionen bis hin zum Haircut reichen kann. Der Umfang der Gegenleistung hängt maßgeblich von der Sicherheitssituation der Bank und der daraus abgeleiteten Recovery Rate im (gedachten) Insolvenz-szenario ab.



Katharina Reuther

Stellt der Sponsor kein Fresh Money zur Verfügung, wird die Bank unter Umständen (z. B. niedrige Recovery in der Insolvenz) bereit sein, dieses dem Unternehmen zur Verfügung zu stellen. Im Gegenzug verlangt die Bank in der Regel die Übertragung der Gesellschaftsanteile auf einen Treuhänder, um so größere Kontrolle über den Restrukturierungsprozess bzw. einen Ver-



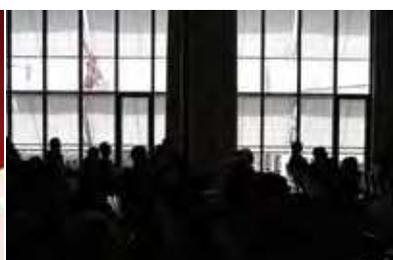
18 Unten:
Dr. Christian Bärenz

kaufsprozess zu erhalten. Gelingt die Restrukturierung und kann die Bank refinanziert werden, werden die Gesellschaftsanteile an den Sponsor zurückübertragen. Andernfalls wird das Unternehmen durch Verkauf verwertet: Bei ökonomischer Betrachtung wird die Bank nach Abzug der Kosten aus dem Verkaufserlös befriedigt. Ein eventuell überschüssiger Betrag aus dem Verkaufserlös steht dem Sponsor zu.

Kann die Insolvenz nicht vermieden werden, ist auch im Insolvenzverfahren noch eine Eigenanierung möglich. Unter bestimmten Voraussetzungen kann z. B. ein Schutzschirmverfahren beantragt werden. Das Management (und ggf. mittelbar der Sponsor) bleibt hier im „Driver's Seat“ und kann einen Insolvenzplan vorbereiten, der Maßnahmen für eine Eigenanierung implementiert. Möglich sind z. B. Maßnahmen zur bilanziellen (Haircut, Debt-to-Equity-Swap), strukturellen (Kapitalmaßnahmen, Umwandlungen) und operativen (Kündigung von langfristigen Verträgen, Anpassung der Mitarbeiterstruktur) Sanierung. Dem Sponsor muss jedoch bewusst sein, dass die Insolvenz das Risiko des Verlusts seiner

Auch im Insolvenzverfahren ist eine Eigenanierung noch möglich

Beteiligung birgt, da im Insolvenzplan auch in die Anteils- und Mitgliedschaftsrechte des Sponsors eingegriffen werden kann. Der Erhalt der Beteiligung wird regelmäßig von weiteren finanziellen Beiträgen des Sponsors abhängen. Eine enge Abstimmung mit den wesentlichen Gläubigern ist für eine erfolgreiche Eigenanierung unerlässlich.



■ Lender-owned Companies

Prof. Dr. Alexander Götz (Blättchen & Partner) und Dr. Benedikt Hohaus (P+P Pöllath + Partners)

Im Gefolge der Finanzkrise mussten zahlreiche Private-Equity-Investoren Portfoliounternehmen an die Kreditgeber abgeben, da die Covenant-Brüche nicht mehr geheilt werden konnten und mögliche Nachschüsse der Finanzinvestoren nicht ausreichten. Beispiele hierfür sind Monier, BAVARIA Yachtbau, Stabilus, APCOA, A.T.U. und Rodenstock. Ein solches Unternehmen – Monier – nimmt aktuell Anlauf zu einem Börsengang.

An der Podiumsdiskussion nahmen mit Dr. Christian Holtmann, CEO von Klöckner Pentaplast, und Frank Posnanski, CFO von Tele Columbus, zwei Manager von prominenten Beispielsfällen teil, die aus ihrem Erfahrungsschatz über die Restrukturierung ihrer Unternehmen und Problemfelder aus Sicht des Managements berichten



sowie Handlungsempfehlungen abgeben konnten. Stefan Kroner von Alvarez & Marsal erläuterte in seinem Einleitungsreferat aus der Perspektive des Chief Restructuring Officer (CRO) die

Die Corporate Governance in einer Lender-owned-Situation ist nicht trivial

aktuelle Marktsituation und Tendenzen in der Restrukturierung sowie die Handlungsalternativen aus Sicht der Finanzinvestoren. Wesentliche Ergebnisse der von Prof. Alexander Götz, Blättchen & Partner, geleiteten Diskussion sind:

- Das Management muss die Führung in einer Restrukturierung übernehmen und nach Analyse der unterschiedlichen Interessen für eine Gruppenbildung sorgen, die Entscheidungen ermöglicht. Dabei muss sich das Management vor allem insolvenzrechtlich beraten lassen, um Haftungsrisiken zu vermeiden.
- Die Zusammenarbeit mit dem CRO wurde positiv beurteilt, obwohl es in anderen Fällen sicherlich Konfliktsituationen gibt.
- Die Corporate Governance in einer Lender-owned-Situation ist nicht trivial, da teilweise

Oben, v.l.n.r.:
Dr. Benedikt Hohaus,
Prof. Dr. Alexander Götz





20 V.l.n.r.: Dr. Christian Holtmann, Dr. Benedikt Hohaus, Prof. Dr. Alexander Götz, Frank Posnanski, Stefan Kroner

Rechts, v.l.n.r.: Frank Posnanski, Stefan Kroner

über 100 Gesellschafter (ehemalige Banken) koordiniert werden müssen. Im Tagesgeschäft wird das meist über eine Board-Lösung erreicht. Allerdings können strategische oder strukturelle Entscheidungen Probleme generieren, insbesondere dann, wenn in den Poolverträgen hohe Mehrheitserfordernisse oder gar eine Vollzustimmung vorgeschrieben ist. Im letzten Fall bleibt nur der Weg über einen Gerichtsbeschluss nach englischem Recht, so beispielsweise bei Telecolumbus.

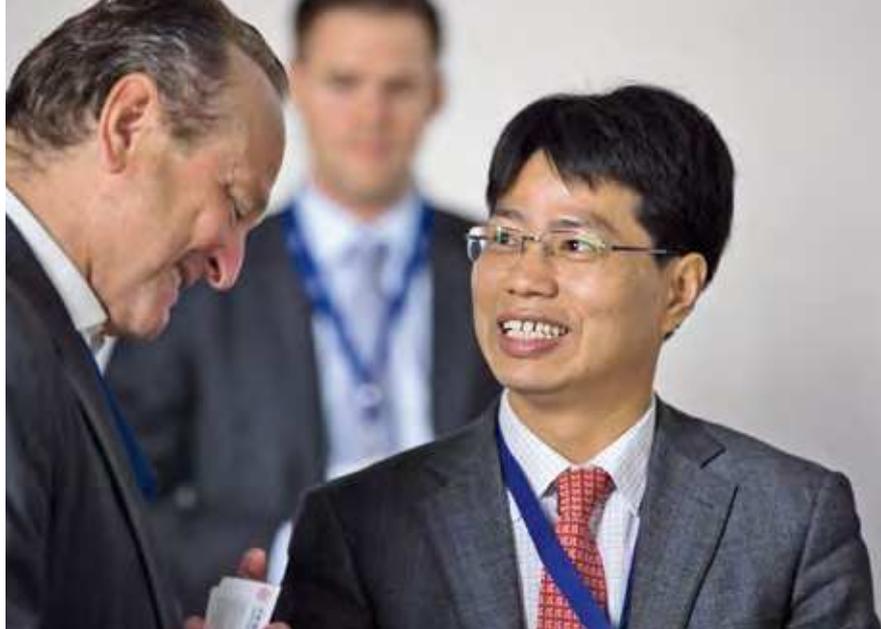
Ein weiterer Problemkreis wurde von Dr. Benedikt Hohaus, P+P Pöllath + Partners, dargelegt. Wenn der Finanzinvestor seine Beteiligung verliert, geht regelmäßig auch die Managementbeteiligung unter. Üblicherweise investieren die Topmanager signifikante Beträge im Zuge einer Private-Equity-Transaktion in das eigene Unternehmen. Häufig wird auch die zweite Managementebene beteiligt. In einer solchen Situation müssen die übernehmenden Kreditgeber versuchen, das Management wieder zu motivieren. Dies geschieht entweder durch eine neue Beteiligung mit sehr geringen Investitionssummen, was bei geringem Equity Value auch möglich ist, oder, falls dies aus steuerlichen Gründen nicht möglich ist, über ein Bonusprogramm, das sich an den Exiterlösen orientiert.

Podiumsdiskussion mit Dr. Benedikt Hohaus (P+P Pöllath + Partners), Dr. Christian Holtmann (CEO Klöckner Pentaplast), Frank Posnanski (CFO Tele Columbus), Stefan Kroner (Alvarez & Marsal); Moderation: Prof. Dr. Alexander Götz (Blättchen & Partner).



■ Foreign Private Equity in China

Dr. Yueqi Tan (Zhong Yin Law Firm)



It is widely acknowledged that China is a hot land for private equity. Generally, private equity investment into China is carried out mainly within two frameworks currently: offshore USD-denominated funds (USD funds), and onshore RMB-denominated funds (RMB funds). USD funds are subject to China's FDI restrictions and foreign currency control regimes. Therefore, international investors have become more interested in RMB funds as vehicles for doing private equity business in China.

In general, there are two types of RMB funds: purely domestic RMB funds and foreign-invested RMB funds. The current regulatory framework provides for the following three types of foreign-invested RMB funds:

Wholly Foreign Owned Enterprises

As the name suggests, foreign investors establish a foreign-invested enterprise (FIE) and use the onshore entities to invest in a RMB fund. However, it was challenged by Circular 142 which prohibits FIEs with no investment business scope from conducting private equity investment with its registered capital.

Foreign-Invested Venture Capital Enterprises

Circular 142 permits FIVCEs to use their registered capital for equity investment purpose, but

requires that each investment project be approved by SAFE.

Foreign-Invested Limited Partnerships

For an investment FILP, it is not yet clear whether SAFE would set any conditions on foreign exchange conversion. Nevertheless, major municipalities are developing the Qualified Foreign Limited Partner (QFLP) pilot scheme. Qianhai is the first area in Shenzhen to pilot QFLP pilot program. The investments from the qualified foreign investors will no longer need SAFE approval for foreign exchange conversion provided that the investments do not exceed the quota approved by SAFE.

Purely Domestic RMB Funds

The Shanghai QFLP pilot program provides the following for purely domestic RMB funds: the amount of capital contributed in foreign currency which does not exceed 5% of the total fund raised will not affect the original status of the equity investment enterprise in which the QFLP invests.

Main Exit Options

IPO is still the major exit channel for private equity investments in China, while quitting the market by M&A may be more attractive to some investors. Making an exit through the 'new third board' is another option for foreign private equity investors.

Dr. Yueqi Tan



■ Der Crowd-IPO von Urbanara – ein Jahr danach

Dr. Georg Greitemann (P+P Pöllath + Partners)

22

Das Crowdinvesting gewinnt bei der Finanzierung von Start-ups zunehmend an Bedeutung. Der Anteil der Crowdfinanzierungen am gesamten deutschen Venture-Capital-Finanzierungsmarkt ist zwar noch relativ klein (unter 5 %), aber er wächst deutlich überproportional. Der Markt wird von zwei Plattformen (Seedmatch und Companisto) beherrscht, deren Finanzierungen als Nachrangdarlehen strukturiert sind (Crowdlending). Einen anderen Weg geht die Bergfürst-Plattform (www.bergfuerst.com). Hier werden echte Aktien an Start-up-Firmen ausgegeben und gehandelt, daher der Name Crowd-Equity oder Crowd-IPO. 2013 hat Bergfürst mit dem Crowd-IPO des Berliner Start-ups Urbanara das bislang größte Crowdinvestment in Deutschland begleitet. Urbanara (www.urbanara.com) ist ein führender Online-Anbieter für Inneneinrichtung und Heimtextilien.

Die Bilanz des ersten Jahres an der Bergfürst-Börse ist überwiegend positiv: Urbanara hat auf diese Weise viel Geld eingesammelt (EUR 3 Mio.), deutlich mehr als die größte Transaktion auf einer Crowdlending-Plattform (ca. EUR 1,2 Mio.) und erst recht als das durchschnittliche Volumen der dortigen Finanzierungen (ca. EUR 400.000). Als First Mover hat Urbanara zudem eine Menge kostenlose Publizität und somit Werbung für sein Geschäft in führenden deutschen Medien und im Internet erhalten. Der Börsenkurs

liegt nach wie vor über dem Ausgabekurs. Allerdings hat der Börsengang – nicht überraschend – aufgrund seiner Komplexität (z. B. Prospekt) mehr gekostet als eine private Venture-Capital-Finanzierung, hier lagen auch die rechtlichen Herausforderungen. Zudem ist Urbanara bislang leider das einzige Unternehmen geblieben, das den Sprung an die Bergfürst-Börse gewagt hat.

Im Laufe des Jahres wird sich zeigen, wie sich die Prokon-Pleite sowie vermehrte Insolvenzen im Crowdlending-Segment auf die Regulierung des Crowdinvestments auswirken. Die Politik will im Nachgang zur Prokon-Pleite den grauen Kapitalmarkt strenger regulieren, insbesondere durch eine Ausweitung der Prospektpflicht. Jedoch soll das – bislang überwiegend

Die Bilanz des ersten Jahres ist positiv

positiv beurteilte – Crowdinvesting nicht behindert werden. Diese beiden Ziele sind nur schwer miteinander vereinbar. Noch ist unklar, ob die strengere Regulierung auch den Crowdinvestments-Markt umfassen wird. Es ist damit zu rechnen, dass zumindest größere Crowdinvestments künftig strenger reguliert werden. Das Beispiel Urbanara zeigt: Dies erfordert einen gewissen Aufwand, ist aber machbar.



■ Systematic Reforms in the Shanghai Free Trade Zone

David Yu (Llinks Law Offices)

On September 22, 2013 the Chinese government approved the establishment of Shanghai Free Trade Zone (SFTZ). The plan was personally endorsed by Premier Li Keqiang who wanted to make the zone a snapshot of how China can upgrade its economic and political structure. Currently, the SFTZ has a total area of 28.78km², covering the four existing special trade zones in Pudong district.

A snapshot of how China can change

The SFTZ is aiming at the reform of investment supervision, including overseas investment supervision, disclosure of annual report, 'Negative List' mode and one stop application.

The SFTZ also reforms the trade supervision system based on international norms. The biggest feature of Free Trade Zone is the special custom supervisory system called 'Domestic but out of Customs', which means 'Open the A line (Free Trade Zone and boarder line) and control the B line (Free Trade Zone and Non Free Trade Zone)'.

Moreover, the SFTZ reforms comprehensive supervision, by reforming the managerial institutions, changing the government's administration mode, and transitioning the government's man-



David Yu

agement mode from 'review for approval' to 'supervision during or after the process'. Now it's much easier for foreign investors to set up enterprises in SFTZ.

Finally, the SFTZ implements reforms in its financial system to expand the financial opening-up and to advance the pilot zone to higher levels for international competition. The reform is focusing the development trade and investment facilitation, with the pre-requisite that risks are controllable. Example cases in SFTZ show that the outbound investments from SFTZ are significantly simplified.

Another big progress in the SFTZ are the six sectors open for investment: financial services, shipping, commercial services, professional services, cultural services and social services. The opening-up suspends or removes 23 access restrictions, allowing foreign enterprises to wholly or partially deal in new areas such as sales, production of gaming consoles and value-added telecommunications business.

SFTZ and Shenzhen Qianhai are both special economic zones in China. SFTZ aims to further open up the Chinese economy and is expected to be implemented nationally if successful, and Shenzhen Qianhai focuses on modern services and financial industry, aiming to promote the Guangdong-Hong Kong-Macau economic circle.



A photograph showing three men in dark suits and ties seated at a long table. They are positioned in front of a large window, which provides bright, natural light. Each man has a gooseneck microphone in front of him. On the table, there are several white papers and documents. The man on the right is looking down at a document. The man in the middle is looking towards the left. The man on the left is partially obscured. In the foreground, the back of a red upholstered chair is visible, partially obscuring the lower part of the table and the men's legs. The overall scene suggests a formal meeting or a panel discussion.

„Secondary Fund Transactions sind mittlerweile eine eigene Assetklasse, wirtschaftlich, rechtlich und steuerlich aber äußerst komplex.“

Tarek Mardini (P+P Pöllath + Partners)

P+P

■ Fund Secondaries – komplexe Portfoliotransaktionen

Amos Veith und Tarek Mardini
(P+P Pöllath + Partners)

26

„More“ – mit diesem einen Wort lässt sich das vergangene Jahr im Bereich Fund Secondaries zusammenfassen: mehr Nachfrage, mehr Kapital, mehr Käufer und Verkäufer, mehr Transaktionen.

Fund Secondaries, also Sekundärtransaktionen von Beteiligungen an Private-Equity-Fonds, sind inzwischen eine etablierte, eigene Assetklasse im Private-Equity-Universum – das war unisono die Meinung der Diskussionsrunde zum Thema „Fund Secondaries – Complex Portfolio Transactions“. Die Zeiten der Hochphase der Finanzkrise, in denen Verkäufer verschämt, aber händeringend nach Liquidität und damit Käufern suchten, sind lange vorbei: „It’s OK to sell!“

Die zum dritten Mal stattfindende Diskussion zu Secondaries hat mittlerweile Tradition. Die Teilnehmer ließen das vergangene Jahr Revue passieren. Nach zwei Rekordjahren 2011 und 2012 mit einem Transaktionsvolumen von jeweils rund USD 25 Mrd. wurde das Volumen 2013 noch einmal leicht gesteigert. Neben den etablierten Sekundärfonds, die auf ein sehr erfolgreiches Fundraisingjahr zurückblicken können, kamen neue „nichttraditionelle“ Käufer hinzu. So wurde konstatiert, dass zunehmend auch Versicherungen und Family Offices als Käufer auftreten.

Auf der Verkäuferseite werden Sekundärtransaktionen inzwischen oft zum aktiven Portfoliomangement eingesetzt. Beispielsweise möch-

ten einige Anleger die Zahl der Fondsmanager, in deren Fonds sie investiert sind, reduzieren. Wenn man nicht mehr in einen Nachfolgefonds eines Managers investieren will, dann kann es sinnvoll sein, sich früh im Wege eines Secondary zu trennen – auch für den Fondsmanager, der einen neuen Investor gewinnt.

Die Assets, also die zum Verkauf stehenden Fondsbeteiligungen, werden „bunter“: In geografischer Hinsicht kommen neben US- und EU-Fonds auch zunehmend Fonds anderer Regionen auf den Markt (z. B. Asien, Australien). Zuletzt war eine Reihe sogenannter „Tail-End Funds“, d. h. Fonds am Ende der Laufzeit mit wenigen verbleibenden Portfoliobeteiligungen, Gegenstand von Sekundärtransaktionen.

Die Preise für Fondsbeteiligungen, die am Net Asset Value des jeweiligen Fonds gemessen werden, sind im letzten halben Jahr gestiegen. Es gab gerade bei Buy-out-Fonds oftmals nur noch einstellige Kaufpreisabschläge (Discounts) – und in einigen Fällen mussten Käufer ein lange nicht mehr gehörtes Wort vernehmen: „Premium“!

Im Mittelpunkt der diesjährigen Diskussion standen komplexe Portfoliotransaktionen. Die zugrunde liegenden Dealstrukturen sind vielfältig: Restrukturierung eines Fonds unter Beteiligung eines neuen Managements, Ausgliederung eines Managementteams aus einer Bank





(Spin-out), Joint-Venture-artige Transaktionen, Syndizierungen. Allen gemeinsam ist, neben dem Verkauf eines Fondsportfolios, ein Zuwachs an Komplexität – sei es in wirtschaftlicher oder rechtlicher Hinsicht.

Sekundärtransaktionen sind inzwischen etabliert

Auf Verkäuferseite ist insbesondere regulatorischer Druck Ursache für Verkäufe großer Fondsportfolien (bei Banken: Volcker Rule, Basel III). Komplexe Dealstrukturen, wie z. B. fondsartige Joint-Venture-Strukturen, können dabei für Verkäufer eine Möglichkeit darstellen, innerhalb bestimmter aufsichtsrechtlicher Grenzen weiterhin an einem Fondsportfolio beteiligt zu bleiben – auch wenn der Großteil verkauft wird.

So haben z. B. eine Reihe von Banken Fondsportfolien verkauft und zugleich einen Spin-out der bankinternen Managementteams vorgenommen. Diese Deals sind so strukturiert, dass die Bank an einem neu errichteten Dachfondsvehikel weiter eine kleine Beteiligung hält und auch Anteile an der neuen Managementgesellschaft, die diesen Fonds verwaltet, erwerben kann. Der Dachfonds erwirbt die Fondsbeteiligungen von der Bank. Hauptinvestoren des Dachfonds sind Sekundärkäufer. Die verkaufende Bank kann da-

mit über die verbleibende Beteiligung am Dachfonds von einer möglichen Wertsteigerung des Portfolios profitieren (Earn-out). Derartige Dealstrukturen mit verschiedenen Beteiligten sind rechtlich komplex. Potenzielle Interessenkonflikte sind zu minimieren. Grenzüberschreitende Strukturen müssen flexibel genug sein, um den unterschiedlichen aufsichtsrechtlichen Anforderungen (auch nach Inkrafttreten der AIFM-Richtlinie) zu genügen.

Auch der zunehmende Einsatz von Leverage, sei es durch eine bloße Kaufpreisstundung, Verkäuferdarlehen oder Fremdfinanzierung durch Banken, erhöht den Komplexitätsgrad.

Die Teilnehmer waren sich einig, dass angesichts der steigenden Preise und des vielen Kapitals, das für Sekundärtransaktionen zur Verfügung steht, die Herausforderung für Käufer darin besteht, Ineffizienzen auf dem Sekundärmarkt zu erkennen und für sich zu nutzen. Bei Verkäufen einzelner Fondsbeteiligungen oder kleiner Portfolien in Bieterverfahren sind kaum noch „Schnäppchen“ zu machen. Hingegen bieten komplexe Portfoliotransaktionen erfahrenen Käufern die Möglichkeit, einen Mehrwert zu generieren, da nur wenige Bieter die fachlichen, personellen und finanziellen Ressourcen haben, um die organisatorischen, rechtlichen und wirtschaftlichen Anforderungen dieser Deals zu meistern.

Über das Thema diskutierten 27 (v. l. n. r.) Heiko Bensch (Talanx Asset Management), Mathieu Dréan (Triago), Amos Veith und Tarek Mardini (P+P Pöllath + Partners), Daniel Quinn (O'Melveny & Myers), Peter Wilson (HarbourVest Partners).



■ Update zum US Foreign Account Tax Compliance Act (FATCA)

Ronald Buge (P+P Pöllath + Partners)



Ronald Buge

FATCA entwickelt sich bei der MUPET zu einem „Dauerbrenner“. Zu Anfang von vielen belächelt oder auch mit Kopfschütteln wahrgenommen, hat das Thema stark an Bedeutung gewonnen. Die erste Stufe von FATCA tritt – nach vielen Verschiebungen – am 1. Juli 2014 in Kraft. Das sogenannte FATCA-Abkommen zwischen Deutschland und den USA ist ratifiziert worden und die Verordnung zur Umsetzung dieses Abkommens in innerstaatliches Recht befindet sich auf der Zielgeraden.

Insofern war es eine besondere Freude, mit Ministerialrat Ernst Czakert vom Bundesministerium der Finanzen (BMF) jemanden als Gast auf dem Podium zu haben, der das Thema FATCA bereits seit mehreren Jahren auf ministerieller Ebene federführend betreut. Ernst Czakert konnte auch

MR Ernst Czakert vom BMF: „FATCA wird zum Standard werden“

einen Ausblick auf die weitere Entwicklung geben. Er betonte, dass FATCA – zunächst eine rein unilaterale Maßnahme der USA – sich zukünftig zum internationalen Standard beim Informationsaustausch in Steuersachen entwickeln werde. FATCA ist somit eine Vorlage, die auch gegenüber anderen Ländern verwendet werden wird.

Ansonsten standen vorwiegend praktische Fragen der Umsetzung von FATCA im Vordergrund. Die wesentlichen Punkte sind:

- Deutsche Fondsmanager werden in jedem Fall ihre Investoren auf die in dem FATCA-Abkommen näher dargestellten US-Indizien zu überprüfen haben. Dies gilt – mit abgeschwächten Anforderungen – sowohl für Investoren von bestehenden Fonds als auch – mit höheren Anforderungen – für zukünftige Produkte. Mel-



depflichten unter der innerstaatlichen FATCA-Verordnung treffen dann allerdings nur diejenigen Fonds, die auch tatsächlich US-Investoren haben.

- Die in der Vergangenheit häufig geäußerte Auffassung, ein Fonds müsse einfach nur US-Investoren ausschließen, um von FATCA nicht betroffen zu sein, ist somit unzutreffend. Die Identifizierung von Investoren ist in jedem Fall erforderlich. Ernst Czakert wies überdies darauf hin, dass nach dem FATCA-Abkommen ein Diskriminierungsverbot besteht. US-Investoren dürfte daher allein aus diesem Grund nicht die Beteiligung an einem Fonds versagt werden bzw. sie dürften aus einem bestehenden Fonds nicht ausgeschlossen werden.
- Schließlich ist in den USA eine Registrierung für FATCA-Zwecke erforderlich: Es muss eine sogenannte Global Intermediary Identifier Number (GIIN) beantragt werden. Diese ist nicht nur für Fonds mit US-Investoren bedeutsam, sondern für jeden Fonds, der in den USA investiert, selbst wenn er keine US-Investoren hat. Denn ab dem 1. Januar 2015 wird die GIIN von den US-Zahlstellen geprüft. Wer zu diesem Zeitpunkt nicht ordnungsgemäß registriert ist, muss damit rechnen, dass von den US-Zahlstellen die FATCA-Strafsteuer in Höhe von 30% der jeweiligen Zahlung einbehalten wird.

FATCA ist also ein Thema, dem sich Fondsmanager stellen müssen. Es war allerdings von Ernst Czakert auch die wichtige Information zu hören, dass das BMF bei der weiteren Umsetzung von FATCA den Dialog mit den beteiligten Unternehmen sucht, um praxisgerechte Lösungen zu entwickeln.

MR Ernst Czakert



■ Asset Stripping Prohibitions under AIFMD

Tim Lewis (Travers Smith), Patricia Volhard and Joel El-Qalqili (P+P Pöllath + Partners)

30 Unten: Tim Lewis

The AIFMD provides for specific restrictions with respect to investments in certain unlisted EU portfolio companies (unless such companies qualify as SME under EU law). Those provisions known as anti asset stripping rules are designed to protect companies and stockholders and will raise a number of questions in practice.

Scope

The anti asset stripping rules generally apply to acquisitions in EEA based portfolio companies (unless they are small and medium sized within

the meaning of Commission Recommendation 2003/361/EC) made by Alternative Investment Funds (AIF) managed by EEA-Alternative Investment Fund Managers (EEA-AIFM). AIF marketed within Europe by a non-EEA-AIFM after July 21, 2013 also fall within the scope if such non-EU AIFM has registered for marketing in any EU Member State. Sub-threshold AIFMs who do not opt in to full application of the AIFMD are outside the scope.

Requirements

Once the anti asset stripping rules are applicable, the AIFM must comply with various requirements. For example, the AIFM is required to notify the competent authorities should its proportion of voting rights of the portfolio company reach, exceed or fall below certain thresholds. Other requirements are triggered by the acquisition of control over the portfolio company: For example, the AIFM is subject to additional notification and disclosure efforts towards BaFin, the portfolio company (its employees) and its shareholders. 'Control' means that the fund directly or indirectly acquires more than 50% of the voting rights either alone or in cooperation with another AIF. Furthermore, during the first 24 months following control distributions are limited. For example, the AIFM is not allowed to facilitate, support, or



instruct any distribution, capital reduction share redemption and/or acquisition of own shares by the portfolio company or to vote in favor of aforementioned measures (and is required to use best efforts to prevent such measures), if 1. on the date of the intended distribution or acquisition of own shares the net assets as set out in the

Interpretations differ in various Member States

portfolio company's annual accounts are, or following such a distribution would become, lower than the amount of subscribed capital plus those reserves which may be not under the law or the statutes; or 2. the intended distributions would exceed the amount of profits at the end of the last financial year plus any profits brought forward and sums drawn from reserves available for this purpose, less any losses brought forward and sums placed to reserve.

Look Through

The AIFMD rules may be interpreted differently in various Member States. Among the question which is discussed and not answered consistently is the question of look through: to what extent would the distribution limitations apply to EU subsidiaries of an EU or non-EU portfolio com-



pany, to what extent do subsidiaries have to comply with the disclosure requirements?

Patricia Volhard

What Law Applies?

In principle it is the law and competent authority of the AIFM managing the AIF which obtains control that would be applicable (subject to stricter provisions in the country of the portfolio company). In case of a non-EU AIFM it would be the law of each country in which such AIFM registered for marketing.



■ Sondermodelle der europäischen Fondsregulierung

Dr. Fabian Euhus, Andrea Schoeneberg und Dr. Philip Schwarz van Berk (P+P Pöllath + Partners)

32 Unten, v.l.n.r.:

Andrea Schoeneberg,
Dr. Fabian Euhus

Die europäische AIFM-Richtlinie unterwirft grundsätzlich alle Manager alternativer Investmentfonds einer Vollregulierung. Eine bloße Registrierungspflicht besteht für sogenannte kleine Manager mit einem Verwaltungsvermögen von weniger als EUR 500 Mio. (bzw. EUR 100 Mio. bei Einsatz von Leverage auf Fondsebene).

Diese allgemeine Regulierung wird von weiteren Regimen ergänzt: Die Verordnung über Europäische Risikokapitalfonds (EuVECA-VO) und

die Verordnung über Europäische Fonds für soziales Unternehmertum (EuSEF-VO), beide in Kraft seit dem 22. Juli 2013, sollen die europäischen Rahmenbedingungen für Venture-Capital-Fonds und Social Entrepreneurship verbessern. Mit dem Vorschlag für eine Verordnung über Europäische langfristige Investmentfonds (ELTIF-VO) soll ein einheitlicher Regulierungsrahmen für langfristige Investments, insbesondere in Infrastrukturunternehmen und nichtbörsennotierte Unternehmen, geschaffen werden.

Die Praxistauglichkeit dieser Regime bleibt abzuwarten: Aktuell sind europaweit nur fünf EuVECA-Manager und ein EuSEF-Manager registriert.

EuVECA und EuSEF

Die Registrierung nach EuVECA-VO/EuSEF-VO steht nur kleinen Managern offen. Vorteile sind insbesondere die Möglichkeit zum europaweiten Vertrieb der Anteile (EU-Vertriebspass), die geringere Mindestzeichnungssumme für sogenannte semiprofessionelle Anleger sowie das Fehlen einer Verwahrstellenpflicht. Für das Fundraising kann zudem das EuVECA- bzw. EuSEF-Label vorteilhaft sein.

Die EuVECA-VO und die EuSEF-VO entsprechen sich weitgehend. Der Hauptunterschied besteht in den zulässigen Zielunternehmen: Qualifi-



zierte Portfoliogesellschaften nach EuVECA sind kleine und mittelständische Unternehmen (KMU), unabhängig davon, wie lange das Unternehmen bereits besteht. Investitionen in die Finanzwirtschaft sind nicht zulässig. Qualifizierte Portfolio-

Die Praxistauglichkeit bleibt noch abzuwarten

gesellschaften nach EuSEF-VO sind Unternehmen, deren vorrangiges Ziel in der Erzielung einer messbaren, positiven sozialen Wirkung besteht und bei denen Gewinnausschüttungen nur eingeschränkt zulässig sind.

In der Praxis noch offen ist, welche Anforderungen an sonstige vom gleichen Manager verwaltete Fonds (Altfonds, andere Produktlinien) gestellt werden.

ELTIF

Der Vorschlag der ELTIF-VO sieht keine erleichterte Zulassung des Managers vor, sondern setzt eine volle AIFM-Erlaubnis voraus. Ob von ELTIF in der Praxis ein Nutzen ausgeht, ist bislang nicht absehbar. Ein wesentlicher Vorteil könnte die Möglichkeit eines EU-weiten Vertriebs auch an semi-professionelle Anleger bzw. Kleinanleger sein, wobei gerade dieser Aspekt noch diskutiert wird.



Dr. Philip Schwarz van Berk



■ Strukturierung von Investmentmandaten für deutsche regulierte Investoren

Uwe Bärenz (P+P Pöllath + Partners)

34

Die Einbindung alternativer Kapitalanlagen in das Assetmanagement deutscher institutioneller Investoren hat in den letzten Jahren zunehmend an Bedeutung gewonnen. Investitionen in Private Equity, Mezzanine, Infrastruktur und Private Debt stehen dabei regelmäßig im Vordergrund. Viele Investoren haben sich die Anlageklassen zunächst über Beteiligungen an spezialisierten Dachfonds erschlossen. Mit wachsendem Vertrauen in die Anlageklassen rückt die Anbindung spezialisierter Manager für die unmittelbare Anlage in direkt investierende Zielfonds sowie Co- und Direktinvestments zunehmend für eine breitere Gruppe institutioneller Investoren in den Fokus. Bei der Organisation der Kapitalanlagen zu diesem Zweck werden Strukturen benötigt, die den besonderen Anforderungen der Investoren Rechnung tragen.

Das Anforderungsprofil deutscher Investoren reicht von den steuerlichen Bedürfnissen (Abschirmung oder Transparenz) über die versicherungsaufsichtsrechtliche Eignung (Sicherungsvermögensfähigkeit) bis hin zur investmentrechtlichen Erwerbbarkeit (Spezialfondsfähigkeit). Daneben sind Aspekte wie Haftungsbegrenzung, Sicherung der rechtlichen Kontrolle über die Vertragsverhältnisse sowie ein angemessener Verwaltungsaufwand von zentraler Bedeutung.

Die Ausgestaltung des Investmentmandats wird zudem von der Struktur und Regulierung des Portfoliomanagers (EU-Manager mit oder ohne AIFM-Erlaubnis; Drittstaaten-Manager), der Anzahl der Investoren (ein oder mehrere Anleger) sowie der Art der Portfolioanlagen (ausschließlich AIF-Anteile vs. andere Instrumente/Wertpapiere) bestimmt.

Darüber hinaus begründet die Einbindung eines vom Investor genutzten eigenen Spezial-AIF in die Mandatsstruktur weitere Anforderungen an die Eigenschaften der zu erwerbenden Portfolioanlagen. Durch die Einführung eines eigenständigen Katalogs erwerbbarer Portfolioanlagen für Spezial-AIF zu steuerlichen Zwecken durch das Steuer-Anpassungsgesetz (Investmentsteuergesetz) kommt die Gestaltung einer Managed-Account-Struktur als Investitionsgesellschaft (z.B. Luxemburger SIF) regelmäßig nur über die steuerliche Öffnungsquote (max. 10%) in Betracht, es sei denn, die Anteile an der Investitionsgesellschaft werden so ausgestaltet, dass sie die Anforderungen an ein Wertpapier (vgl. § 193 Abs. 1 Nr. 7 KAGB) erfüllen. Alternativ kann erwogen werden, eine Verbriefungszweckgesellschaft einzubinden, um dem Spezial-AIF des Investors den Erwerb zulässiger Wertpapiere zu ermöglichen.



■ Erfahrungen mit BaFin-Anträgen unter dem KAGB

Jin-Hyuk Jang und Dr. Sebastian Käpplinger
(P+P Pöllath + Partners)

Mit Inkrafttreten des Kapitalanlagegesetzbuchs (KAGB) am 22. Juli 2014 unterfallen nunmehr die bislang nicht regulierten Fonds sowie deren Verwaltungsgesellschaften des sogenannten Grauen Kapitalmarkts der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin).

Erlaubnis- bzw. Registrierungspflicht der Kapitalverwaltungsgesellschaft

Zum einen unterliegt fortan jede deutsche Verwaltungsgesellschaft (Kapitalverwaltungsgesellschaft) alternativ einer Erlaubnis- oder Registrierungspflicht. Ob die Kapitalverwaltungsgesellschaft eine Erlaubnis oder eine Registrie-

Jegliche Vertriebsaktivität bedarf einer vorherigen Anzeige bei der BaFin

rung bei der BaFin zu beantragen hat, hängt davon ab, ob sie bestimmte Schwellenwerte überschreitet (EUR 500 Mio. bzw. EUR 100 Mio. Assets under Management) und welche Arten von Fonds sie verwaltet (Spezial-AIF oder Publikums-Investmentvermögen). Bei selbstverwalteten deutschen Fonds trifft diese Pflicht den Fonds selbst.



Anzeige des beabsichtigten Vertriebs

Zum anderen bedarf jegliche Vertriebsaktivität der Verwaltungsgesellschaft hinsichtlich der von ihr verwalteten Fonds in Deutschland einer vorherigen Anzeige bei der BaFin. Der Vertrieb darf nur nach vorheriger Zustimmung der BaFin beginnen. Abhängig von den Adressaten der Vertriebsaktivitäten (Privatanleger oder professionelle und semiprofessionelle Anleger) sowie der Herkunft der Verwaltungsgesellschaft und des zu vertreibenden Fonds (Deutschland, ande-

Oben, v.l.n.r.: Dr. Sebastian Käpplinger, Jin-Hyuk Jang





Jin-Hyuk Jang

rer EWR-Vertragsstaat oder Drittstaat) variieren die Anforderungen an die Vertriebsanzeige.

Keine gefestigte Verwaltungspraxis

Die bisherige Erfahrung mit der BaFin hat gezeigt, dass hinsichtlich zu stellender Anträge unter dem KAGB noch keine gefestigte Verwaltungspraxis existiert und sowohl Umfang als auch Inhalt der Prüfung stark von dem Sachbearbeiter bzw. dem Referat abhängen. Dies ist zum

einen der Tatsache geschuldet, dass das KAGB in vielen Fällen aufgrund unbestimmter Rechtsbegriffe einen großen Auslegungsspielraum zulässt und nicht zu allen Aspekten einheitliche und konkretisierende Vorgaben durch die Europäische Kommission und die Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA) erfolgt sind. Zum anderen kann nach einem solch kurzen Zeitraum noch keine einheitliche Verwaltungspraxis erwartet werden.

BaFin kooperativ und lösungsorientiert

Die BaFin zeigt sich jedoch bei der Prüfung von Anträgen unter dem KAGB kooperativ und

Im europäischen Vergleich ist die BaFin sehr streng

lösungsorientiert. Aufgrund der (teilweise kurzen) Prüfungsfrist hat auch die BaFin ein Interesse an einem (auch telefonischen) Austausch „auf dem kurzen Dienstweg“. Dennoch wendet die BaFin einen im Vergleich zu anderen europäischen Aufsichtsbehörden sehr strengen Prüfungsmaßstab an. Zudem scheint die BaFin zu vielen Punkten eine eher konservative und nicht besonders marktfreundliche Ansicht zu vertreten.



■ EU Fundraising Challenges

Dr. Andreas Rodin, Patricia Volhard and Joel El-Qalqili (P+P Pöllath + Partners)

The Alternative Investment Fund Managers Directive (AIFMD) introduces important changes for fund managers inside and outside the EU—changes that will have an impact on the general fundraising environment in Europe. Until recently, many private equity fund sponsors have been

As of July 22, 2014 completely new rules will come into play

able to rely on grandfathering and transitional rules under the AIFMD. As of July 22, 2014 completely new rules will come into play. Moreover, the AIFMD is used as a standard for purposes of other regulation (e.g. investor regulation) which further increases the impact of the directive.

Fundraising in Europe

European fund managers who have obtained an authorization as an 'AIFMD-compliant' manager will be able to market their funds (relatively) freely to professional investors (insurance companies, banks, pension funds, high net-worth financial professionals, etc.) in Europe based upon the EU passport. On the other hand, many EU fund managers make use of the light registration regime for sub-threshold managers (i.e. man-

agers managing only closed ended (unleveraged) funds of a size below EUR 500 million). Sub-threshold managers do not get the benefit of a passport, and they need to comply with the national placement rules. Many EU Member States have adapted their private placement regimes during the course of the AIFM implementation, with the result that each Member State has different rules as to whether and under what

Unten, v.l.n.r.:
Anja Cavigilli,
Philipp Patschkowski,
Patricia Volhard,
Penny Walker





38 Patricia Volhard

S. 39 oben: Anja Cavigilli,
Philipp Patschkowski

S. 39 unten: Penny Walker

circumstances they permit sub-threshold managers to market their funds. Countries like Germany, Luxembourg and UK permit such sub-threshold managers to market to professional investors, subject to certain registration requirements. Some other countries are more difficult.

Non-EU fund managers are generally permitted to market in most EU Member States subject to meeting certain notification/registration requirements prior to marketing. In all Member States, the AIFMD minimum disclosure requirements must be complied with (e.g. certain disclosure requirements in the annual report, certain information to be included in the PPM, and—in case of obtaining control of an unlisted EU portfolio company—reporting to regulators, portfolio companies and its employees). In addition, where the fund acquires control in an unlisted EU portfolio company the manager is subject to the anti asset stripping rules. Certain countries are introducing further requirements—like the depositary requirement in Germany and Denmark, for example. Once the passport for third-country fund managers is introduced—which will be the end of 2015 at the earliest—certain countries like Germany will abolish their general placement regimes and only permit passport-marketing by non-EU fund managers (i.e. that fully comply with the AIFM requirements).

However, in most countries the passport regime will continue to apply in parallel to the general registration rules set out above until at least the end of 2018.

But even if the non-EU fund managers do not intend to fundraise in Europe, they may still be affected in that they could fall within the scope by using EU co-investment vehicles when making investments in Europe. In some countries such co-investment vehicles may be treated as AIFs which would trigger AIFMD requirements.

Marketing in Switzerland is subject to the rules of the Swiss Collective Investment Schemes Act (CISA) pursuant to which all non-Swiss funds distributed to qualified investors (i.e. public entities, pension funds, private corporations, all with a professional treasury department, and HNWI who declare to be qualified investors) require 1. the appointment of a representative in Switzerland, 2. the appointment of a paying agent in Switzerland, and 3. certain Swiss specific information in their prospectus. However, any marketing activity which is exclusively addressed to supervised financial intermediaries such as banks, securities dealers, fund management companies, asset managers of collective investment schemes, central banks and insurance companies is not considered as marketing and therefore, is not subject to the CISA.





Investor Regulation

In addition to the direct consequences set out, the AIFMD regulation may also have a substantial impact on other areas of law. Recently in Germany it was proposed to introduce regulation pursuant to which German insurance companies and pension funds could effectively only invest in private equity funds managed by a fully AIFMD-compliant manager in the EEA, or a manager based in an OECD country that has an equivalent authorization. However, it is unclear what 'equivalent' means for such purpose. It remains to be seen whether this draft will be enacted as proposed.

Conclusions

It seems that in certain countries the AIFMD becomes the new standard for regulators and legislators. In such countries, like Germany, private equity fund managers—many of whom until now have been able to escape the most difficult rules—are forced into fully complying with AIFMD in order to be able to invest and fundraise effectively.

Es diskutierten Anja Cavigilli (CH Advisors), Philipp Patschkowski (Collier Capital), Dr. Andreas Rodin und Patricia Volhard (P+P Pöllath + Partners), Penny Walker (Campbell Lutyens).





A person in a dark suit is seen from behind, looking out a large window. The view outside shows a red-tiled roof with a chimney and a blue sky with light clouds. The text is centered in the upper half of the image.

„Die großen Herausforderungen kommen aus dem Steuerrecht.“

Dr. Thomas Töben (P+P Pöllath + Partners)

■ Aktuelle steuerliche Reizthemen – BEPS, Finanztransaktionssteuer und Sanierungen

Dr. Pia Dorfmueller und Dr. Hardy Fischer (P+P Pöllath + Partners)

42

BEPS – Auswirkungen auf Private Equity

Täglich wird berichtet, einige der multinationalen Unternehmen würden nicht ihren fairen Steueranteil bezahlen und wiesen Steuerquoten auf das im Ausland generierte Einkommen von 3–5 % aus. Nach Veröffentlichung des OECD-Reports „Addressing Base Erosion and Profit Shifting (BEPS)“ am 11. Februar 2013 und der Vorlage des Aktionsplans mit potentiellen Maßnahmen am 19. Juli 2013 wird derzeit in Arbeitsgruppen an 15 identifizierten Handlungsfeldern gearbeitet. Für Private Equity sind wohl folgende Punkte beson-

ders relevant: 1. hybride Gestaltungen (z. B. Finanzierungsinstrumente und Gesellschaften), 2. Hinzurechnungsbesteuerung, 3. Versagung des Zinsabzugs und 4. Abkommensmissbrauch. Da das deutsche Steuerrecht bereits über die Zins-schranke und über die Hinzurechnungsbesteuerung verfügt und jüngst eine Vorschrift gegen hybride Finanzierungen eingeführt wurde (das 95 %ige Schachtelprivileg kommt bei der Körperschaftsteuer nicht mehr zur Anwendung; Sonder-vorschrift für die Gewerbesteuer), erscheinen die Überlegungen zum Abkommensmissbrauch kritisch. Danach soll ein Abkommen zur Vermeidung einer Doppelbesteuerung gar nur zur Anwendung kommen, wenn die Anforderungen eines sogenannten Main Purpose Test erfüllt sind. Es wurde vorgeschlagen, dass der Active Business Test nur dann positiv ist, wenn ein „active conduct of trade or business (other than making or managing investments for own account!)“ vorliegt. Diese negative Abgrenzung würde bei Private-Equity-Investments kritisch sein und könnte zu einer Definitivsteuerbelas-tung führen.

Finanztransaktionssteuer (FTT)

Großbritannien ist mit der Klage gegen den Rats-beschluss zur Autorisierung der verstärkten Zusammenarbeit im Bereich einer EU-FTT vor dem

Dr. Pia Dorfmueller





Gerichtshof der Europäischen Union (C-209/13) am 30. April 2014 gescheitert. Am 6. Mai 2014 erklärten 10 EU-FTT-Teilnehmerstaaten gemeinsam, dass die Steuer schrittweise in Kraft treten soll. Der erste Schritt umfasst ab dem Jahr 2016

Überlegungen zum Abkommensmissbrauch erscheinen kritisch

den Handel mit Aktien und einigen Derivaten. Einzelheiten sollen bis Ende 2014 abgestimmt sein. In einem zweiten Schritt soll die FTT auf weitere Finanzinstrumente ausgedehnt werden.

Ertragsteuer

Zur Ertragsteuer hat jüngst der Bundesfinanzhof (BFH) drei wichtige Entscheidungen gefällt:

Im Beschluss vom 18. Dezember 2013 (I B 85/13) meldete der BFH ernste Zweifel an der Verfassungsmäßigkeit der Zinsschranke an, da diese das objektive Nettoprinzip möglicherweise ungerechtfertigt durchbreche. Eine Entscheidung

des Bundesverfassungsgerichts steht aus und Bescheide sollten in jedem Fall offen gehalten werden.

Im Urteil vom 18. Dezember 2013 (I R 25/12) sprach sich der BFH gegen einen Rückgriff auf die allgemeine Missbrauchsvorschrift des § 42 AO aus, wenn spezielle Missbrauchsvorschriften im jeweiligen Sachzusammenhang existieren, aber deren Voraussetzungen nicht erfüllt sind. Dadurch wird Argumentationsspielraum für Betriebsprüfungen geschaffen.

Nach dem Urteil des BFH vom 5. Februar 2014 (I R 34/12) ist weiter offen, ob im Liquidierungsfall (Gesellschafter-)Verbindlichkeiten einer Kapitalgesellschaft in Liquidation, die kein Vermögen mehr hat, steuerlich noch berücksichtigt werden können oder ob sie mangels Erfüllungsaussicht steuererhöhend außer Ansatz zu lassen sind (fiktiver Verzichtsgewinn). Alternative Gestaltungsmöglichkeiten (z. B. Cash-Round-Trip, Billigkeitserlass) sind ebenfalls mit steuerlichen Risiken verbunden bzw. bei Objektgesellschaften unanwendbar. Eine Prüfung der Maßnahmen im Einzelfall ist unverzichtbar.

Dr. Hardy Fischer



■ Steuerthemen bei Immobilieninvestments 2014

Sören Reckwardt (P+P Pöllath + Partners)



Sören Reckwardt

Grunderwerbsteuer

Der Grunderwerbsteuer-Erhöpfungswettbewerb der Bundesländer setzt sich fort und als Nächstes wird Hessen nach Presseberichten bereits zum 1. August 2014 den Steuersatz von 5 % auf 6 % erhöhen. Daneben wirft der RETT-Blocker-Erlass vom 9. Oktober 2013 diverse Fragen auf.

sung zur Umsatzsteuerschuldnerschaft bei Bau-trägerleistungen. Es komme für die Steuerschuld des Leistungsempfängers allein darauf an, ob er die an ihn erbrachte Bauleistung seinerseits zur Erbringung einer Bauleistung verwendet; Parteiverständigungen sind nicht mehr möglich. Typische Bau-träger sind damit nicht mehr Steuerschuldner und es können sich aufgrund des Urteils erhebliche Erstattungsansprüche von Bau-trägern, insbesondere im Wohnbaubereich, ergeben. Der Gesetzgeber beabsichtigt, das Urteil zu korrigieren und wird § 13 b UStG entsprechend ändern.

Gewerbsteuer

Mit Urteil vom 26. Juni 2013 (7 K 10056/09) versagte das Finanzgericht Niedersachsen die erweiterte Gewerbesteuerkürzung für die Vermietung eines Einkaufszentrums. Die Vermieterin erbrachte selbst zwar keine gewerblichen Zusatzleistungen, ihr seien aber entsprechende Tätigkeiten anderer Gesellschaften zuzurechnen, mit denen sie eine einheitliche unternehmerische Organisation gebildet habe. Der Fall ist nunmehr beim Bundesfinanzhof (BFH) anhängig und das Urteil des BFH könnte weitreichende Auswirkungen auf die marktüblichen Strukturen für Shoppingcenter haben.

Der BFH entschied außerdem, dass ein Bauunternehmer Umsätze wegen Uneinbringlichkeit in Höhe an ihn nicht gezahlter Sicherheits-einbehalte korrigieren kann, da ihm die Vorfinanzierung der Umsatzsteuer nicht zumutbar sei. Dieses Urteil könnte weitreichende Folgen auch im Bereich des Ratenkaufs bzw. Leasings haben. Schließlich hat der BFH mit Urteil vom 22. August 2013 (V R 19/09) nach Vorgaben des Gerichtshofs der Europäischen Union festgestellt, dass bei der Aufteilung von Vorsteuern auf gemischt genutzte Flächen die Anwendung des Flächenschlüssels nicht gegen Unionsrecht verstößt, wenn Umsätze der Vorsteuerberichtigung unterliegen (z. B. Baukosten und CAPEX). Ein Umsatzschlüssel ist dann weiterhin nur nachrangig anzuwenden.

Umsatzsteuer

Mit Urteil vom 22. August 2013 (V R 37/10) verwarf der BFH die bisherige Verwaltungsauffas-



■ Betriebsprüfung bei Private Equity – aktuelle Trends in Deutschland und Österreich

Peter F. Peschke (P+P Pöllath + Partners)

Anzahl und Intensität der Betriebsprüfungen (BP) im Bereich Private Equity in Deutschland haben in den letzten Jahren deutlich zugenommen. Die Finanzverwaltung hat sich durch interne Umstrukturierungsprozesse stark spezialisiert und enormes Know-how aufgebaut. Daher überrascht es nicht, dass bei Beratern mit Fokus auf Private Equity oft die gleichen BP-Themen angesprochen werden. Auf der MUPET wurden häufige Fragestellungen in die folgenden Themengebiete unterteilt:

Verfahrensrecht

Die Finanzverwaltung verstärkt ihre Anstrengungen, deutsche Steuererklärungen für sämtliche ausländische Private-Equity-Fonds zu erhalten, die mehr als einen deutschen Beteiligten haben. Die gesetzliche Grundlage hierfür liefern die §§ 179, 180 AO. Probleme bei der BP ergeben sich hier insbesondere in Bezug auf die Feststellungsebene der gewerblichen Ergebnisse für betrieblich Beteiligte und deren Reichweite.

Ausländische Beteiligungen

Zunächst wurde auf die Probleme mit der Eigenkapitalrückgewähr aus ausländischen Gesellschaften hingewiesen. Vor allem die Situation mit Gesellschaften aus Drittstaaten ist gänzlich unklar. Ferner wurden steuerliche Fragen zur Abgrenzung von Eigen- und Fremdkapital erörtert.

Management Fee

Bei der steuerlichen Behandlung der Management Fee hat sich in den letzten Jahren eine gewisse Praxis der Finanzverwaltung ergeben, das sogenannte „Bayerische Modell“. Dabei kommt es zu einer Aktivierung einer Jahres-Management-Fee über die Investitionsperiode. Nicht vollständig geklärt hingegen ist z. B. die Behandlung von Management Fees in Fällen vollständiger und echter Gewinnabhängigkeit und Gesellschafterstellung auch hinsichtlich ertragsteuerlicher Abgrenzungen.

Carried Interest

Aufgegriffen durch die BP werden derzeit Fälle disproportionaler Gewinnverteilung. Dabei steht nicht mehr die Empfängerseite im Vordergrund, sondern die Behandlung des Carried Interest auf Investorensseite als Werbungskosten oder Betriebsausgaben.

Gegenstand der Diskussion waren darüber hinaus weitere ungeklärte Themen wie Claw Back und Wegzug bzw. Zuzug von Private-Equity-Managern.

Über das Thema diskutierten Dr. Christoph Ludwig (Kanzlei BLL), Peter F. Peschke (P+P Pöllath + Partners), Dr. Clemens Philipp Schindler (WOLF THEISS), Hubert Voshagen (ALR Treuhand).



Peter F. Peschke



■ Rückführung von investiertem Kapital nach/aus Deutschland

Dr. Michael Best (P+P Pöllath + Partners)

46

Steuerliche Fallstricke, wenn investiertes Kapital (zusammen mit einem realisiertem Gewinn) aus dem Ausland nach Deutschland (Fallgruppe A) oder aus Deutschland ins Ausland (Fallgruppe B) zurückgeholt wird:

Bei Fallgruppe A ist die Situation relativ unproblematisch, wenn eine ausländische Holding eine deutsche Beteiligung veräußert. Doch ist zu beachten, dass der Ort der Geschäftsleitung der ausländischen Holding nicht in Deutschland liegt und die ausländische Holding über Substanz verfügt. Andernfalls droht eine (erhöhte) deutsche Besteuerung. Wurde der Gewinn hingegen in Deutschland realisiert und muss über die Grenze ausgeschüttet werden, stellt der § 50 d Abs. 3 EStG in der Regel eine unüberwindbare Hürde dar, d. h., es besteht ein hohes Risiko, dass deutsche Kapitalertragsteuer (26,375 %) erhoben wird. Denkbare „Gegenmaßnahmen“ sind, den ausländischen Gesellschafter als geschäftsleitende Holding zu strukturieren oder die Verschmelzung über die Grenze. Ein Sonderfall sind Immobilieninvestitionen in Deutschland, bei denen regelmäßig eine ausländische Kapitalgesellschaft die Immobilien hält. Auch hier ist auf den Ort der Geschäftsleitung bzw. die Substanz der im Ausland ansässigen Gesellschaften zu achten.

Bei Fallgruppe B ist die Situation wiederum relativ unproblematisch, wenn eine deutsche

Holding Anteile an einer ausländischen Beteiligung veräußert. Allerdings muss neuerdings die Vorschrift des § 19 InvStG beachtet werden: Ist die ausländische Holding als Kapital-Investmentgesellschaft zu qualifizieren, geht die Steuerbefreiung nach § 8 b Abs. 2 KStG möglicherweise verloren. Heikel ist der Fall, wenn die ausländische Gesellschaft ihr Kapital und ihren Gewinn über die Grenze an die deutsche Holding ausschüttet. Die Steuerfreiheit für Gewinnausschüttungen nach § 8 b Abs. 1 KStG setzt Mindestbeteiligungsquoten (und aktive Tätigkeit) voraus. Ausländische Kapitalertragsteuer ist in diesem Fall nicht anrechenbar. Das eigentliche Problem liegt aber bei der Rückzahlung von zuvor eingezahltem Eigenkapital, soweit dies nicht als Nominalkapital eingezahlt wurde. Gemäß § 27 Abs. 8 KStG führt die Rückzahlung grundsätzlich zu steuerpflichtigen Dividenden. Lediglich für das EU-Ausland ist nach dem Wortlaut des Gesetzes eine zeitlich befristete und an einen Antrag gebundene Behandlung als Eigenkapital möglich. Die Finanzbehörden behandeln derartige Anträge äußerst restriktiv und überfordern die Nachweise über die früheren Kapitaleinzahlungen. Lösungsansätze könnten der Rückkauf der Anteile durch die ausländische Gesellschaft sowie ein Verkauf der Anteile an der ausländischen Gesellschaft sein.



■ Schlagzeilenträchtige BFH-Entscheidungen

Dr. Thomas Töben (P+P Pöllath + Partners)

Cum-Ex – ein Ende in Sicht?

Am 16. April 2014 versagte der Bundesfinanzhof (BFH) die zweifache Anrechnung einer nur einmal gezahlten Kapitalertragsteuer auf Dividenden. Dem Urteil lag eine in der Öffentlichkeit als „Cum-Ex“ bekannte Transaktion zugrunde. Dabei geht es um den Kauf/Verkauf von Aktien kurz vor und nach dem Dividendenstichtag. Wurden solche Transaktionen zunächst nur zwischen Banken abgewickelt, kamen später vermögende Privatpersonen, darunter zahlreiche Prominente, dazu. Unter Nutzung einer vermeintlichen Gesetzeslücke verfolgen diese Transaktionen das Ziel, eine

Cum-Ex-Geschäfte werden die Gerichte noch weitere Jahre beschäftigen

nur einmal abgeführte Kapitalertragsteuer auf Dividenden zweimal, u. U. sogar mehrfach, erstattet zu bekommen. Berichtet wird in diesem Zusammenhang von befürchteten Steuerausfällen in Höhe von bis zu EUR 12 Mrd. Während Ministerialrat Dr. Thomas Eisgruber anmerkte, dass alle bekannten Fälle seitens der Finanzver-



waltung aufgegriffen und verfolgt werden, bemerkte Dr. Michael Schwenke, dass der vom BFH entschiedene Fall nur einen kleinen Teilbereich der überaus komplexen Cum-Ex-Strukturen betraf. Es ist daher nach wie vor offen, ob vom Streitfall abweichende Strukturen anders zu beurteilen sind. Es ist zu erwarten, dass die umstrittenen Cum-Ex-Geschäfte auch in den kommenden Jahren die Gerichte beschäftigen und weiterhin für viel Aufmerksamkeit sorgen werden. Zahlreiche Klagen sind anhängig, nicht nur bei Steuergerichten, auch Schadensersatzklagen

V.l.n.r.: Dr. Thomas Töben,
Dr. Michael Schwenke





48 MR Dr. Thomas Eisgruber

gegen Banken und andere. Die strafrechtliche Relevanz solcher Transaktionen ist bisher nicht geklärt und angesichts fragwürdiger Gesetzesbegründung, die ausdrücklich auf solche Lücken verweist, umstritten.

Ferienimmobilie auf Mallorca: Wo hört der Spaß auf?

Das BFH-Urteil vom 12. Juni 2013 erlangte mehr Aufmerksamkeit, als es der Erste BFH-Senat vermutlich erwartet hatte. Eine Familie aus Nordrhein-Westfalen erwarb mit dem Ziel der Minderung spanischer Steuern ein Ferienhaus auf Mallorca im Wert von rd. EUR 1,4 Mio. mittelbar über eine spanische Kapitalgesellschaft, deren Anteile die Familie hielt. Eine Fremdvermietung erfolgte nicht. Miete zahlte auch die Familie nicht. Das Finanzamt sah darin eine steuerpflichtige Vorteilszuwendung der Kapitalgesellschaft an die Familie. Das sei eine verdeckte Gewinnausschüttung, die in Deutschland als Einkunft aus Kapitalvermögen steuerpflichtig sei. Während das Finanzgericht meinte, eine (spanische) Gesellschaft, die keine Gewinne erzielt, nicht einmal Gewinnerzielungsabsicht habe, könne keine Überschüsse erzielen und deshalb auch nichts ausschütten, auch nicht verdeckt, war der BFH anderer Auffassung und gab dem Finanzamt recht. Für die Familie war das teuer: In Deutsch-

land steuerpflichtige verdeckte Gewinnausschüttungen von bis zu knapp EUR 80.000 pro Jahr stehen im Raum. Die Familie, die wegen anderer Einkünfte aus Kapitalvermögen eine Selbstanzeige erstattete, sieht sich neben der erheblichen Steuerlast über viele Jahre nun auch noch dem Risiko ausgesetzt, dass die Selbstanzeige nicht wirksam erfolgt ist, weil nicht alle Einkünfte aus Kapitalvermögen angezeigt wurden. Ein in vieler Hinsicht „teurer“ Ferienaufenthalt!

Ernstliche Zweifel an der Verfassungsmäßigkeit der Zinsschranke

Für noch mehr Aufsehen sorgte der BFH-Beschluss vom 18. Dezember 2013 zu einem Zinsschrankenfall. Nach Auffassung des BFH ist ernstlich zweifelhaft, ob die mit Wirkung von 2008 an geltende Zinsschranke in ihrer Gesamtheit mit dem Grundgesetz vereinbar ist. Der Beschluss reicht weit über den Einzelfall hinaus. Man wird davon ausgehen müssen, dass gegenwärtig alle anhängigen Zinsschrankenverfahren ausgesetzt werden. Mit Spannung wird deshalb die BFH-Entscheidung zu einem anhängigen Hauptsacheverfahren erwartet. Dabei stellt sich die Frage, ob der BFH in diesem Verfahren das Bundesverfassungsgericht anruft, um die Zinsschranke auf ihre Verfassungsmäßigkeit hin zu überprüfen, oder ob er gewissermaßen „zurückru-



dert“ und eine Verfassungsmäßigkeit entgegen dem BFH-Beschluss bejaht. Eine verzwickte Situation, die den Staat viel Geld kosten kann. Die in der Presse genannten knapp EUR 1 Mrd. dürften zu gering sein.

Nur beschränkte Verlustvortragsverrechnung verfassungsgemäß?

Einige Wochen vor der MUPET 2014 legte der BFH die sogenannte Mindestgewinnbesteuerungsvorschrift dem Bundesverfassungsgericht zur Prüfung vor. Die Veröffentlichung dieses Vorlagebeschlusses steht noch aus. Er hat Breitenwirkung. Es gibt viele Steuerpflichtige, die ihre Verlustvorträge heute nur begrenzt mit künftigen Gewinnen verrechnen können. Laufende Verfahren sind offen zu halten. Ein etwaiges Zinsrisiko ist einzukalkulieren. Selbst wenn die Mindestgewinnbesteuerung jedoch verfassungsmäßig sein sollte, bleibt nach wie vor die Frage offen, ob es in sogenannten „Definitivsituationen“ ungeachtet der Verlustvortragsbeschränkung eine volle Verlustberechnung geben muss. Solche Definitivsituationen sind vor allem die Liquidation von Unternehmen, bei der am Ende nur noch Schulden zurückbleiben, die tatsächlich oder faktisch entfallen und zu sogenannten Verzichtsgewinnen führen können. Weitere Sachverhalte sind zeitlich begrenzt bestehende Projektgesellschaften und

vor allem Sanierungsfälle. Jedenfalls in Insolvenzfällen soll nach Auffassung des BFH die Verlustvortragsbeschränkung nicht gelten.

Über das Thema diskutierten Dr. Michael Schwenke (Richter am BFH), Ministerialrat Dr. Thomas Eisgruber (Bayerisches Staatsministerium der Finanzen), Dr. Thomas Töben (P+P Pöllath + Partners).

Unten, v.l.n.r.:
MR Dr. Thomas Eisgruber,
Dr. Thomas Töben,
Dr. Michael Schwenke



■ „Wenn wir länger leben, müssen wir auch länger arbeiten“

Kaum jemand beschäftigt sich mit den Folgen des demografischen Wandels so intensiv wie Axel Börsch-Supan. Der 59-Jährige leitet das Munich Center for the Economics of Aging (MEA) am Max-Planck-Institut für Sozialrecht und Sozialpolitik. Dort erforscht der Wirtschaftswissenschaftler, wie sich das Altern der Bevölkerung auf die Rentensysteme auswirkt, wie es um die Gesundheit und Produktivität der Älteren steht. Sein Fazit: Die meisten Erwerbstätigen sind fit und willens, länger zu arbeiten als bis zum 65. Lebensjahr – länger als bis 63 sowieso.

MUPETmagazin: Herr Professor Börsch-Supan, wie sinnvoll ist die „Rente mit 63“?

Axel Börsch-Supan: Inhaltlich führt diese Entscheidung in die falsche Richtung, finanziell werden wir sie nicht durchhalten können. Spätestens 2018 müssen dafür die Rentenbeiträge angehoben werden. Das wissen alle, die dieses Gesetz verabschiedet haben.

Ist die „Rente mit 63“ also ein Gesetz wider besseres Wissen?

Wenn wir länger leben, müssen wir halt auch länger arbeiten. Das sagt einem schon der gesunde Menschenverstand. Doch die Bundesregierung hat Angst, von den Wählern abgestraft zu werden, wenn sie strukturelle Reformen anpackt. Dabei zeigt die Historie, dass grundlegende Reformen durchaus erfolgreich umgesetzt werden können – die Agenda 2010 und der Erfolg der Riester-Rente beweisen das. Man kann etwas ändern!

Aber man muss sich trauen.

Genau. Die Idee, von der „Rente mit 63“ profitiere ein Stahlkocher, der 45 Jahre Stahl gekocht hat, ist abwegig. Im Gegenteil profitieren von ihr die Privilegierten. Sie haben im Durchschnitt lediglich 38 Jahre gearbeitet, der Rest sind Ausbildung und ähnliche rentenrechtliche Zeiten. Sie sind gesünder und leistungsfähiger als diejenigen, die nicht in den Genuss der Rente mit 63 kommen. Und sie verdienen auch mehr.

Warum sollen sie nicht trotzdem die wohlverdiente Rente genießen?

Wegen der Demografie: Immer weniger Junge sollen für die Renten von immer mehr Alten aufkommen. Diese Entwicklung kann unser gesamtes Wirtschaftssystem bedrohen. Aber: Dagegen lässt sich einiges machen.

Was denn?

Die demografische Entwicklung hat drei Ursachen, mit denen komplett unterschiedlich umge-



gangen werden muss. Problem Nr. 1: der Pillenknick. Die Generation der Babyboomer geht demnächst in Rente. Sie bezieht nicht nur Rente, sie arbeitet dann nicht mehr und zahlt also nicht mehr in die Rente ein. Die Lösung: selbst vorsorgen. Das „Problem“ Nr. 2 ist, dass wir immer älter werden – wir beziehen also immer länger Rente. Die Lösung: länger arbeiten. Problem Nr. 3: Die Zahl der Kinder wird nicht entscheidend steigen, egal was die Politik unternimmt, um das zu ändern. Die Lösung: alle Kinder besser ausbilden.

Wir müssen also bis zum Umfallen schufteln, nur damit das System nicht zusammenklappt?

Nein. Im Allgemeinen sind 65-Jährige weder kaputt noch verschlissen. Aber es gibt Ausnahmen. Sie sollten früher in Rente gehen können. Für die meisten stimmt das jedoch nicht. Unsere

Wir können das demografische Problem in den Griff bekommen – wenn wir nur wollen

Forschungen zeigen: Innerhalb einer Generation wächst die durchschnittliche Lebenserwartung um mehr als sieben Jahre. Es kommt noch etwas



Prof. Dr. Axel Börsch-Supan

dazu: Die Zahl der Jahre, die Menschen ohne größere gesundheitliche Beeinträchtigungen leben, nimmt ebenfalls zu. Längeres Leben heißt also nicht längeres Siechtum. Wir müssen nur diesen Zugewinn an gesunder Lebenszeit vernünftig ausnutzen und eben nicht so dumm sein, die Rentenzeit zu verlängern und die Lebensarbeitszeit zu verkürzen.

Das wird die Babyboomer nicht freuen, die sich auf die nahe Rente freuen und denen Sie empfehlen, noch ein paar Jahre dranzuhängen.

Den Babyboomern sind die Früchte des Wirtschaftswunders in den Schoß gefallen. Den meisten von ihnen kann man zumuten, ein wenig länger zu arbeiten oder selbst vorzusorgen.

Sie glauben also nicht daran, dass künftig mehr Kinder in Deutschland spielen werden?





Nein. Nichts von dem, was die Politik versucht hat, hat wirklich verfangen. Die Politik sollte ihre Energie besser darauf verwenden, die wenigen Köpfe besser auszubilden. Dann verdienen sie später so viel, dass sie auch eine gute Rente erhalten.

Wie wollen Sie „die Politik“ überzeugen?

Mit Aufklärung. Es grassieren eine Menge Fehlvorstellungen, nicht nur bei Politikern. Um zwei Beispiele zu nennen: „Die Alten nehmen den Jungen die Arbeit weg“ – das stimmt nicht, das lässt sich leicht belegen. Noch schlimmer: „Frühverrentung schafft Jobs für Junge.“ Das ist ein Mythos! Europaweit zeigen die Statistiken: Wo früher verrentet wird, ist die Jugendarbeitslosigkeit besonders hoch. Ist ja auch logisch: Frühe Rente kostet zusätzliche Steuern und Sozialabgaben, das macht Arbeit teurer, also werden weniger Menschen eingestellt. Insofern produziert Frührente Arbeitslosigkeit, anstatt sie zu verringern.

Kommt Ihre Aufklärungsarbeit an?

Die weit verbreiteten Fehlvorstellungen spielen immer noch eine wichtige Rolle. Sonst wäre die „Rente mit 63“ nie passiert. Da müssen wir nachhaken: Was stimmt, und was sind Mythen? Und die müssen wir entlarven. Die nüchternen Zahlen zeigen: Wir können das demografische Problem in den Griff bekommen – wenn wir nur wollen.



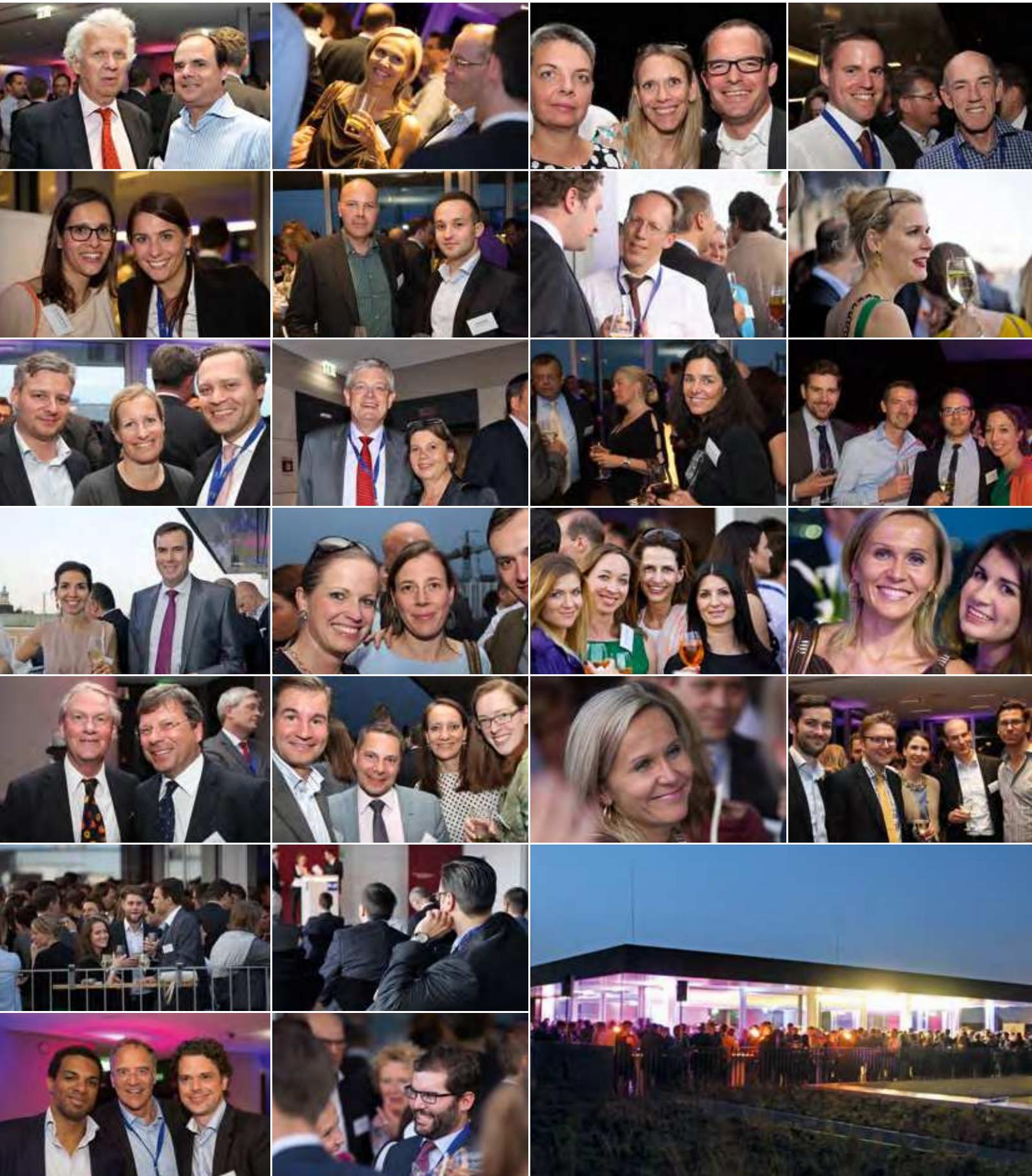
■ Impressionen vom P+P-Sommerfest 2014











■ 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)/INTERVIEWS
Sophie Büning Communications GmbH
www.bueningcommunications.de

FOTOS
Werner Heiber, Tino Kiachidis, Gregg Thorne

GESTALTUNG
Schmid+Widmaier Design

LEKTORAT
Dr. Inga Meincke

LITHOGRAFIE
Reproline Mediateam

DRUCK
Meissnerdruck



**SAVE THE DATE
MUPET 2015:
Donnerstag und
Freitag, den 18. und
19. Juni 2015**



Spitzenforschung im internationalen Wettbewerb braucht neben öffentlicher Grundfinanzierung die Freiheit und die Ideen privater Förderer.

Förderschwerpunkte: Ausbildung herausragender Nachwuchswissenschaftler, Gewinnung von Spitzenforschern, Stärkung internationaler Kooperationen.

Angebot an Förderer: professionelle Stiftungsberatung, erfolgreiche Vermögensverwaltung, individuelle Betreuung von Fördererfamilien und Nachlässen, Verbindung zu den schlauesten Köpfen und bester Zugang u. a. zu Medizinern und Juristen.

Interesse an Geistes- und Naturwissenschaften an über 80 Max-Planck-Instituten?

kt@maxplanckfoerderstiftung.org
www.maxplanckfoerderstiftung.org

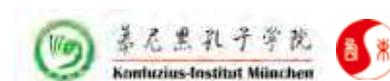


Hilfe zur Selbsthilfe: für über 50 000 Menschen in Europa, Asien, Afrika, Lateinamerika. Mit Saatgut, Kleinstkrediten, Kartoffellagern, Schulen, Kranken- und Entbindungsstationen, Brunnen, Schutz der Menschenrechte, allem, was hilft, das Leben selbst zu meistern.

Stets mit Partnern vor Ort, bekannten (terre des hommes, Welthungerhilfe, Cap Anamur, Grünhelme u. a.) und unbekannt, die Leute und Land gut kennen. Und die auch in Afghanistan, in der Ukraine oder in Syrien bleiben. Wie Ihre Hilfe.

Interesse an Mikrokrediten, Bildungsprojekten und nachhaltiger Hilfe?

johanna.poellath@pplaw.com
www.up-micro-loans.de



Ex oriente: Sprach- und Kulturförderung für den Austausch mit China und Deutschlands östlichen Nachbarn von der Ukraine bis Japan und Korea. Die Stiftung ist Träger des Konfuzius-Instituts München.

Das Sprach- und Kulturinstitut bietet Chinesischkurse für alle Zielgruppen und Niveaustufen. Qualifizierte Lehrkräfte mit Muttersprache Chinesisch unterrichten in Einzel- oder Gruppenunterricht Erwachsene und Kinder sowie Wirtschaftschinesisch für Firmen. Das Institut ist Prüfungszentrum für die international anerkannte Sprachprüfung HSK. Hinzu kommen Kulturveranstaltungen und Förderprogramme für Schüleraustausch und Stipendien.

Interesse an Sprache, Austausch und Kultur?

info@konfuzius-muenchen.de
www.konfuzius-muenchen.de
www.china-Stiftung.de

Unterstützt von

P+P Pöllath + Partners
 Rechtsanwälte | Steuerberater



P+P Training GmbH
Färbergraben 18
80331 München

info@pptraining.de
www.pptraining.de