

MUPET magazin

Ausgabe 5 | Juli 2015

Private Equity

**„Keiner macht mehr Reformen,
es wird nur noch gerettet“**

Prof. Dr. Dr. h. c. mult. Hans-Werner Sinn,
Präsident des ifo Instituts, im Interview

**Aktuelle Marktentwicklungen bei
M&A Transaktionen**

Transaktionsgestaltung

Gefahren für Fondsinvestoren

Wendepunkt für Darlehensfonds

Erste Praxiserfahrungen mit
der neuen Regulierung

Fondsrestrukturierungen

Ein neues Betätigungsfeld im Bereich Fund Secondaries

**Streubesitzveräußerungen und
Rückbeteiligungen mit Cash-Komponente**

Zwei neue Unfallschwerpunkte bei Deal-Strukturen

Das MUPETmagazin erscheint zum fünften Mal anlässlich der gleichnamigen 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 33 Partnern und insgesamt mehr als 100 Anwälten und Steuerberatern an den Standorten Berlin, Frankfurt am Main 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)

Liebe Leserinnen, liebe Leser,

auf der diesjährigen MUPET hing die Griechenlandkrise wie ein Damoklesschwert über den Beiträgen unserer Referenten. Sie stellten ihre Aussichten für Private Equity unter den Vorbehalt, dass es zu keinem Grexit kommen würde. Gerade der schien am ersten Konferenztag auf der gleichzeitig stattfindenden Krisensitzung der EU-Finanzminister in Luxemburg aber zum Greifen nahe.

Unser Key Note Speaker, Prof. Dr. Dr. h. c. mult. Hans-Werner Sinn, ging noch weiter: Nach seiner Auffassung ist ein Grexit erstrebenswert und das Ergebnis einer insgesamt verfehlten europäischen Finanzpolitik. Diese habe dazu geführt, dass es EU-Kommission, IWF und EZB wie dem Hauptdarsteller in einer griechischen Tragödie ergehe: Egal, in welche Richtung sie sich bewegen, ihre Situation ist so verfahren, dass sie das Unheil am Ende nicht werden abwenden können. Entweder müssen sie bei einem Grexit ihre Forderungen in Milliardenhöhe abschreiben oder sie verlängern ihre Transferpolitik und verlieren künftig noch mehr Geld. Damit sich das nicht wiederholt und nicht künftig noch mehr europäische Staaten die zur Wiederherstellung ihrer Wettbewerbsfähigkeit erforderlichen Reformen verweigern, fordert Prof. Sinn eine Reform der Europäischen Union hin zu einer wirtschaftlichen Konföderation nach schweizerischem oder US-amerikanischem Vorbild (mehr dazu im Interview mit Prof. Sinn auf Seite 6).

Unter dem Damoklesschwert lebt es sich im Übrigen verhältnismäßig gut. Diesen Eindruck gewann man von den Paneldiskussionen zu M&A-Transaktionen und Secondary Fund

Transactions. Zwar war im ersten Halbjahr 2015 die Verfügbarkeit von Primärtransaktionen weiterhin eher gering und der Deal Flow lag insgesamt etwas unter dem Vorjahr, für das zweite Halbjahr sind die Prognosen aber gut: Trotz hoher Kaufpreise erwarten die Marktteilnehmer gerade im Small- und Mid-Cap-Bereich eine Zunahme der Transaktionsaktivität (siehe Seite 11).

Immer mehr Aufmerksamkeit müssen Private Equity Professionals den gestiegenen regulatorischen Anforderungen schenken. Ein Schwerpunkt der MUPET lag daher auch dieses Jahr wieder auf den Erfahrungen im Umgang mit den Bestimmungen des KAGB und weiteren Compliance-Anforderungen für Manager von Private-Equity- und (neuerdings) auch Debt-Fonds.

Der Dauerbrenner in unserer Branche ist das Steuerrecht. Gleich mehrere Beiträge beschäftigten sich mit aktuellen Problemen u. a. bei der Transaktionsstrukturierung, der Rückbeteiligung von Managern, Verlustvorträgen, Streubesitz und mit der Betriebsstättenproblematik.

Mehr zu diesen Themen und anderen wichtigen Herausforderungen, die für Private Equity Professionals heute aktuell sind, finden Sie auf den folgenden Seiten.

Ich wünsche Ihnen eine interessante und informative Lektüre!



■ Inhalt

4

- 6 **„Keiner macht mehr Reformen, es wird nur noch gerettet“**
 Prof. Dr. Dr. h.c. mult. Hans-Werner Sinn,
 Präsident des ifo Instituts, im Interview

M&A

- 11 **Aktuelle Marktentwicklungen bei M&A-Transaktionen von Private-Equity-Investoren**
- 14 **Managementbeteiligung im Rahmen von IPOs als Private-Equity-Exit**
- 17 **Transaktionsgestaltung – Gefahren für Fondsinvestoren**
- 22 **Transaktionsfinanzierung durch Unitranchen – eine Bestandsaufnahme**
- 26 **Aktuelle Compliance-Anforderungen – Haftungsrisiken im Private-Equity-Bereich**
- 30 **Kartellrechtliche Risiken und Handlungsoptionen für Private Equity**
- 33 **Delisting von Portfoliogesellschaften – bald nur noch gegen Abfindung?**
- 37 **Ausschreibungen – Private-Equity-Investitionen in Infrastrukturprojekte**
- 40 **Verteidigung der GmbH-Gesellschafterstellung in der Insolvenz**

Private Funds

- 46 **Fondsrestrukturierungen – ein neues Betätigungsfeld im Bereich Fund Secondaries**
- 49 **Wendepunkt für Darlehensfonds – erste Praxiserfahrungen mit der neuen Regulierung**
- 53 **Aktuelles zu Fund Terms**
- 58 **Selected Tax Issues in the Context of Private Equity Funds**
- 62 **Crowdfunding und das Kleinanleger-schutzgesetz**
- 65 **Fonds-Compliance – steuerliche Erklärungspflichten**
- 69 **Produktgestaltung für Pensionskassen und Spezialfonds – Recht und Steuern**

■ „Keiner macht mehr Reformen, es wird nur noch gerettet“

6 Unten, von links:
Prof. Dr. Dr. h.c. mult.
Hans-Werner Sinn
(ifo Institut) und Dr. Frank
Thiäner (P+P)

Prof. Dr. Dr. h.c. mult. Hans-Werner Sinn, Präsident des ifo Instituts, über die reale Seite der Euro-Krise und die fehlgeschlagene Griechenland-Strategie der EU



Europa ist eine schöne Idee, Herr Professor Sinn, aber als Realität derzeit eher ernüchternd. Wie verleihen wir Europa neue Kraft und frischen Schwung?

Indem wir Europas Wettbewerbsfähigkeit stärken. Im Moment werden dafür vier Optionen diskutiert und teilweise bereits umgesetzt. Leider sind nicht alle zielführend.

Welche schadet denn mehr, als sie nützt?

Die Verwandlung der Europäischen Union in eine Transfer-Union. Das heißt, wir nehmen die fehlende Wettbewerbsfähigkeit hin und finanzieren sie durch. Wir verlängern die Kreditlaufzeiten für Staaten wie Griechenland und setzen die Zinsen auf null. Dann mutiert der Kredit allmählich zu einem Transfer. Auf diesem Weg sind wir bereits unterwegs. Es ist ein heikler Weg, denn billige Kredite – Entschuldigung: Transfers – lassen die Löhne steigen. Das schadet der Wirtschaft mehr, als es ihr hilft.

Was ist die zweite Option?

Deflation in den südeuropäischen EU-Staaten. Griechenland und Spanien haben diese Richtung durch recht rigide Sparprogramme bereits eingeschlagen. Aber der Weg ist nicht nur lang, sondern auch gefährlich. Was macht ein Grieche mit





seinem Bankkredit, wenn sein Einkommen um ein Drittel fällt? Auch wenn der Restaurant- oder Friseurbesuch ebenfalls ein Drittel billiger wird – der Kredit muss weiter bedient werden. Deshalb bin ich skeptisch, ob eine Deflationsstrategie funktionieren kann. Ich befürchte, sie führt zu Massenarbeitslosigkeit und Insolvenzen.

Die Alternative wäre, als dritte Option, die Inflation: Steigen in Deutschland die Preise zehn Jahre lang um jeweils 4%, während sie in Südeuropa konstant bleiben, wäre das Preisniveau hierzulande um die Hälfte höher als heute. Dann wäre zwar ein Drittel der Ersparnisse weg, aber Südeuropa wäre wieder wettbewerbsfähig und die Schuldner im Süden müssten nicht mehr so viel zurückzahlen – aus der Sicht des Südens ist diese Option eine sinnvolle Strategie. Aus Sicht der Europäischen Zentralbank offenbar auch. Deshalb wirft sie seit Monaten im Rahmen des QE-Programms so viel Geld auf den Markt: Es soll die Inflation anheizen. Das ist die ökonomische Rationalität hinter diesem Programm.

Ist der Grexit die vierte Option, wäre Europa ohne Griechenland wettbewerbsfähiger?

Der Grexit wäre die Rettung – aber nur für Griechenland. Wir können den Konkurs des Landes zwar durch neue Kredite weiter verschleppen, aber kommen wird er, spätestens beim Auslaufen des nächsten Rettungsplans. Also können wir den Konkurs auch jetzt zulassen. Das ist wahrscheinlich billiger, als dem alten Geld neues hinterherzuwerfen. Und Griechenland käme raus aus dem

Euro, könnte seine Währung abwerten und mit der Sanierung anfangen.

Das wäre das Gegenteil von dem, was gerade passiert: Die griechische Regierung verhandelt über neue Finanzspritzen ...

Wobei das Verhandeln wichtiger ist als das Ergebnis – aus einem ganz bestimmten Grund: Kapitalflucht. Kapitalflucht heißt, dass ausländische Notenbanken für griechische Auftraggeber Konten füllen, wofür sie eine Ausgleichsforderung gegen die griechische Notenbank erhalten. Die griechische Notenbank ist aber vermutlich pleite.

Der Grexit wäre die Rettung – aber nur für Griechenland

Sie hat nur Forderungen gegen das griechische Bankensystem, aber dem geht es kaum anders. Die Pleite der griechischen Notenbank muss spätestens dann anerkannt werden, wenn das Land in die Drachme zurückgekehrt ist, weil den Euro-Schulden der Notenbank dann Drachmenforderungen gegen die griechischen Banken gegenüberstehen. Die anderen Notenbanken bleiben deshalb auf ihren Forderungen gegen die griechische Notenbank sitzen, doch die Konten, die sie den griechischen Kapitalflüchtlingen gefüllt haben, und die Vermögensobjekte, die damit erworben werden, bleiben in griechischer Hand. Des-

Oben:
Prof. Dr. Dr. h.c. mult.
Hans-Werner Sinn
(ifo Institut)



wegen ist die Kapitalflucht nicht nur individuell eine Vermögenssicherungsstrategie, sondern auch für die gesamte griechische Volkswirtschaft. Daher nehmen sich die Griechen bei Verhandlungen derzeit alle Zeit der Welt: Warum sollen sie diesen Prozess unterbinden? Wenn es knallt, wollen sie möglichst viel Geld in Sicherheit gebracht haben.

Und wenn es nicht knallt?

Behalten sie eine ideale Verhandlungsposition, weil sie den anderen sagen: Falls es knallt, seid ihr das Geld los, dann könnt ihr eure Forderungen abschreiben.

Haben Sie keine Angst, andere Not leidende Länder könnten folgen und den Euro und die Europäische Union implodieren lassen?

Griechenland ist nicht mehr wettbewerbsfähig, weil Lebensstandard und Anspruchsniveau nicht der Produktivität entsprechen. Eigentlich müssten die Griechen ihre Produkte und Dienstleistungen billiger anbieten, als es die Löhne erlauben. Weil sie das nicht tun, preisen sie sich raus aus dem Markt. Dieses Problem lässt sich nicht durch Geldspritzen lösen.

Dieses entscheidende Faktum wird in den süd-europäischen Ländern ignoriert. Sollte Pablo Iglesias mit Podemos im Winter die Wahl gewinnen, werden sich auch die Spanier unter einen

Wir sollten den Rettungsschirm endlich schließen

Rettungsschirm flüchten wollen. Und als Nächstes kommen die Italiener und die Portugiesen. Keiner macht mehr Reformen, es wird nur noch gerettet! Und in zehn Jahren brechen ganze Staaten zusammen.

Rettungsschirme lösen das Problem also nicht, sondern verstärken es?

Richtig. Schauen wir uns die Rettungsschirme an, die über Griechenland gespannt wurden. Bisher sind mehr als EUR 330 Mrd. geflossen, in Summe



Eckpunkte der ...
nach Konkursen und Schuldenschnitten)
Drachme als gesetzliches Zahlungsmittel



sind das über 180 % des griechischen Bruttoinlandsprodukts, des BIP. Es gibt Leute, die sagen, wir müssten einen Marshallplan für Griechenland machen. Nun gut: Der Marshallplan hat in der Nachkriegszeit Deutschland jedes Jahr einen Kredit gegeben. In der Summe der Jahre waren das 5,2 % vom BIP. Die griechischen 182 % sind bereits jetzt mehr als 35 Marshallpläne! So viel zu denen, die sagen, Griechenland braucht einen Marshallplan.

Das BIP von Spanien, Italien und Portugal beträgt knapp EUR 3.000 Mrd. Wenn wir die 182 % Rettungskredit von Griechenland damit multiplizieren, sind wir bei EUR 5.000 Mrd. Das ist – freundlich gesagt – eine Nummer zu groß. Was wir mit Griechenland versuchen, wäre mit Spanien oder Italien völlig undenkbar.

Fruchtet der Versuch zumindest in Griechenland?

Nein, das Experiment ist fehlgeschlagen. Es nimmt den Ländern den Ansporn, ihre Probleme selbst zu lösen. Um es an einem Beispiel zu veranschaulichen: Die Arbeitslosenquote in Griechenland lag vor fünf Jahren bei 11 %. Dann kamen die fiskalischen „Hilfen“, und heute liegt die Quote bei 26 %. Wir sollten den Schirm endlich schließen und besser über einen geplanten Konkurs samt Austritt nachdenken.

Aber ein Euro-Austritt ist doch überhaupt nicht vorgesehen!

Mir haben zwei Verfassungsrichter gesagt, jeden Vertrag könne man kündigen, auch den Euro-Vertrag. Dazu muss man nicht extra Ausstiegs-

klauseln einbauen. Wenn die Griechen rauswollen, wird sie keiner halten. Wichtiger sind die Eckpunkte der Austrittsstrategie.

Worauf müssten die Griechen beim Exit achten?

Ganz wichtig: Sofort die Drachme einführen als gesetzliches Zahlungsmittel, praktisch übers Wochenende, um alle Schuld-, Miet-, Liefer- und Lohnkontrakte auf Drachme umzustellen. Die Zahlen bleiben dieselben, das Drachme-Zeichen kommt an die Stelle des Euro-Zeichens. Dann gibt es die Drachme als virtuelle Währung, sie wird gehandelt und hat einen Marktpreis, die Abwertung findet statt, und es kann alles sofort synchron abgewertet werden. Wir sollten die Griechen bei diesem Schritt nicht alleinlassen und

Oben und S. 10:
Prof. Dr. Dr. h.c. mult.
Hans-Werner Sinn
(ifo Institut)



10

ihnen helfen, etwa wenn es um sensible Importe wie medizinische Produkte oder Energie geht. Und wir sollten ihnen eine Rückkehroption anbieten. Wenn die Reformen angeschlagen haben und die Wirtschaft gesundet ist – sagen wir: ein Jahrzehnt später –, können sie gern zurückkehren in den Euro. Wir sollten niemandem das Gefühl vermitteln, er sei ausgestoßen.

Damit würde zwar Griechenland seine Wettbewerbsfähigkeit zurückgewinnen, aber wie sieht es mit den anderen Euro-Staaten aus?

Das Euro-System braucht neue Regeln. Wir brauchen eine große Schuldenkonferenz, um auch die Schulden anderer Länder auf ein erträgliches Maß zu reduzieren. Selbst wenn das Verluste für die Gläubiger bedeutet – dieser Wahrheit müssen wir ins Auge schauen. Das ist für mich die vierte

Perspektivisch sollten wir auf eine Europäische Konföderation hinarbeiten

Option: eine atmende Währungsunion, aus der man auch mal raus kann.

Perspektivisch sollten wir auf eine Europäische Konföderation hinarbeiten, aber mit dem Verständnis: Keiner haftet für den anderen. So wie in den USA: Wenn Kalifornien pleitegeht, kommt nicht die Regierung aus Washington und haut das Land raus, die Fed kauft kein einziges kalifornisches Staatspapier. In einer Europäischen Konföderation müssen die Gläubiger wissen, was sie tun, wenn sie Staatspapiere kaufen. Denn wenn ein Staat pleitegeht, kriegen sie ihr Geld nicht wieder. Deswegen passen sie von vornherein auf, nicht zu viel Geld zu geben. Das ist der Garant für Stabilität – und für eine neu gewonnene Wettbewerbsfähigkeit.

Herr Professor Sinn, vielen Dank für das Gespräch!



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

Dr. Matthias Bruse (P+P)

Nach Ansicht der Panelisten befindet sich der M&A-Markt europaweit gesehen immer noch in einer „Boomphase“, insbesondere mit Blick auf Investitionen im Vereinigten Königreich und in Südeuropa. Was den deutschen Transaktionsmarkt betrifft, sind die Diskussionsteilnehmer hingegen unterschiedlicher Auffassung: Während ein Teil des Panels einen deutlichen Rückgang von strategischen Investitionen und Private-Equity-Investitionen gegenüber dem Jahr 2014 beobachtet, berichten andere Teilnehmer von einem konstan-

Der europäische M&A-Markt befindet sich noch in einer Boomphase

ten Transaktionsgeschäft in den vergangenen Jahren. Einigkeit besteht jedoch dahingehend, dass in der ersten Jahreshälfte 2015 die Transaktionsdichte leicht unterhalb des Durchschnitts des vergangenen Jahres gelegen hat.

Dass das M&A-Geschäft 2015 eher schleppend angelaufen ist, sehen die Panelisten vor allem in der allgemeinen Verunsicherung des Marktes durch die Euro-Krise und in den teilweise hohen Preiserwartungen auf Verkäuferseite begründet. Es gäbe zwar grundsätzlich ausreichend Anlagekapital und auch großes Interesse von Investoren, jedoch sähen sich viele Verkäufer mit der Problematik konfrontiert, dass es zurzeit an



attraktiven Investitionsalternativen für ihren Verkaufserlös fehle.

Die Finanzierungslandschaft für Transaktionen hat sich nach Auffassung der Bankenvertreter im Panel seit der Insolvenz von Lehman Brothers im Jahr 2008 erholt und weiter stabilisiert, auch wenn Debt Funds und Unitranchen der traditionellen Bankenfinanzierung zunehmend Konkurrenz machen würden. Es habe gerade in den letzten sechs bis acht Wochen eine hohe Aktivität im Small-, Mid- und Large-Cap-Bereich gegeben. Allerdings habe das Leverage-Niveau trotz der positiven Entwicklung der letzten Jahre noch

Oben, von links:
Alexander Tumminelli
(UniCredit Group), Michael R.
Phillips (Castik Capital),
Alexander von Hachenburg
(Ferber & Co.), Dr. Matthias
Bruse (P+P), Dr. Peter Ham-
mermann (Equistone Part-
ners), Urs Koegel (Rothschild)



12 Unten, von links:
Alexander Tumminelli
(UniCredit Group), Michael R.
Phillips (Castik Capital),
Alexander von Hachenburg
(Ferber & Co.), Dr. Matthias
Bruse (P+P)

nicht wieder den Stand von 2006/2007 erreicht. Weiterhin sei positiv zu verzeichnen, dass die Kapitalgeber bei der Finanzierungsvergabe verstärkt auf die wirtschaftliche Leistungsfähigkeit (Performance) des Targets achten würden.

Keine neuen Trends gibt es nach Meinung der Diskussionsteilnehmer bei öffentlichen Transaktionen. Auch wenn diese im Einzelfall durchaus interessant und profitabel für einen Investor sein könnten, blieben sie bei Private-Equity-Transaktionen aber weiterhin eine Randerscheinung.

Die Einbeziehung des Managements spielt nach Einschätzung der Panelisten bei Private-



Equity-Transaktionen hingegen eine immer größere Rolle. Zum einen seien Managementbeteiligungsprogramme im Rahmen des Bieterverfahrens ein klarer Wettbewerbsvorteil für Private-Equity-Investoren gegenüber strategischen Investoren. Zum anderen seien solche Programme eine ausgezeichnete Methode, die fachliche Expertise der jeweiligen Unternehmensführung mit der strategischen Erfahrung und Kapitalstärke eines Private-Equity-Investors – insbesondere auch im Interesse des Targets – zu verbinden. Aufgrund erfolgreicher Beispiele einer solchen Zusammenarbeit in den zurückliegenden Jahren sei das Ansehen von Private-Equity-Investoren in den Führungsetagen deutscher Unternehmen zudem weiter gestiegen. Deshalb gebe es mittlerweile auch eine hohe Bereitschaft des Managements, in das eigene Unternehmen zu investieren.

Bei den Exitstrategien der Private-Equity-Investoren herrscht nach Aussage der Panelisten





**M&A
Lehrgang
2015
München**

P+P Training GmbH
www.pptraining.de

überwiegend „business as usual“. Nach wie vor sei der Verkauf für den Private-Equity-Investor das Mittel der Wahl für den Exit. Dabei greife man auf die gesamte Bandbreite der Ausstiegsmöglichkeiten zurück, wie z. B. Trade Sales, Secondaries und IPOs. Auch wenn es zunehmend Beispiele für erfolgreiche längerfristige Investments gebe, habe sich bislang überwiegend das klassische Modell bewährt.

Fazit der Diskussionsteilnehmer: Man geht davon aus, dass sich das M&A-Geschäft bei Private-Equity-Investoren in der zweiten Jahreshälfte deutlich verstärken und 2015 unter dem

Der Höhepunkt wird in den nächsten 12 bis 18 Monaten erwartet

Strich ein gutes Jahr für die Private-Equity-Branche werden wird. Allerdings erwarten die Panelisten auch, dass die gegenwärtige „Boomphase“ voraussichtlich in den nächsten 12 bis 18 Monaten ihren Höhepunkt erreicht haben wird und dann erhöhte Risiken für einen Abschwung bestehen.

Es diskutierten Dr. Matthias Bruse (P+P), Alexander von Hachenburg (Ferber & Co.), Dr. Peter Hammermann (Equistone Partners), Urs Koegel (Rothschild), Michael R. Phillips (Castik Capital), Alexander Tumminelli (UniCredit Group).



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 Münchner Kanzleiräumen von P+P Pöllath + Partners statt.



P+P Pöllath + Partners
Rechtsanwälte Steuerberater mbB
Hofstatt 1 | 80331 München

Online-Anmeldung unter: www.pptraining.de

Teilnahmegebühr EUR 500,- zzgl. MwSt. für den gesamten Lehrgang. Die Module können auch einzeln besucht werden zu je EUR 100,- zzgl. MwSt.

Modul 1
Ablauf von M&A-Transaktionen • Vorfeldvereinbarungen

Modul 2
Steuerplanung aus Verkäufer- und Käufersicht

Modul 3
Financial Due Diligence • Legal Due Diligence
Tax Due Diligence

Modul 4
Unternehmenskaufvertrag

Modul 5
Unternehmensbewertung und Kaufpreis

Modul 6
Akquisitionsfinanzierung • Kartellrecht

Modul 7
Minderheits- und Mehrheitsbeteiligungen

Modul 8
Managementbeteiligungen

Modul 9
Public M&A

Modul 10
Distressed M&A

■ Managementbeteiligung im Rahmen von IPOs als Private-Equity-Exit

Prof. Dr. Alexander Götz (Blättchen & Partner), Dr. Benedikt Hohaus und Dr. Barbara Koch-Schulte (beide P+P)

14

Mit der Erholung an den Aktienmärkten ist es nach einer langen Phase des Stillstands auch in Deutschland in den vergangenen zwei Jahren wieder zu einigen Börsengängen gekommen. Vor allem die Portfoliounternehmen von Private-Equity-Fonds haben die Gunst der Stunde genutzt. Vieles spricht dafür, dass sich solche Chancen – als Alternative zum Trade Sale – in den kommenden Monaten wieder bieten werden, sofern die Euro-Krise nicht dazwischenfunkt. So wurden seit 2011 38 Börsengänge im Prime Standard der Deutschen Börse durchgeführt, davon 15 mit Investoren hintergrund (39 %).

Managementbeteiligungsprogramm (MPP)

Häufig findet ein Börsengang unterhalb der Holding statt, in der Private-Equity-Fonds und Management investiert sind. Würde das MPP post IPO fortbestehen, so wären Vorstand und Private-Equity-Fonds über dasselbe Vehikel an der börsennotierten Gesellschaft beteiligt. Dies lässt einen Interessenkonflikt bei den Managern vermuten, die ausschließlich im Interesse des Unternehmens tätig werden sollen. Im Übrigen wäre ein fortgeführtes MPP im Börsenprospekt vollständig offenzulegen. Aus diesen Gründen werden die MPP-Strukturen üblicherweise zum Börsengang beendet und aufgelöst. Das Management tauscht die Beteiligung an einer Oberholding gegen Aktien an dem gelisteten Unternehmen ein.

Findet ein IPO nach einer kurzen Halteperiode des Private-Equity-Fonds statt, hat sich zum

IPO-Zeitpunkt gegebenenfalls noch nicht die volle Wertsteigerung erzielen lassen. Da nach dem Anteilstausch der Leverage aus der Struktur genommen wird, verliert das Management durch den Tausch unter Umständen Upside. Hinzu kommt, dass der IPO häufig mit einem sogenannten IPO-Discount von 10 % bis 15 % als Kaufanreiz durchgeführt wird, was den Effekt vergrößert. Unter Umständen müssen sich insofern der Private-Equity-Investor und das Management vor dem IPO über einen Ausgleich unterhalten.

Aus Sicht des Managements ist eine Beendigung des MPP zum IPO vorteilhaft, da der Leaver Scheme und alle weiteren Restriktionen aus dem MPP beendet werden.

Üblicherweise bleibt dann nur noch der Lock-up. Nach dessen Ablauf kann das Management frei über die Aktien verfügen.

Der „Tausch“ von Anteilen an der Oberholding in Aktien der börsennotierten Gesellschaft



löst, von wenigen Ausnahmen abgesehen, grundsätzlich Steuern aus. Insofern sollte das Management bei einem solchen Tausch eine Möglichkeit haben, Cash zu generieren, da es anderenfalls Steuern zu zahlen hat, ohne über die erforderlichen Barmittel zu verfügen (Dry Income).

Des Weiteren ist zu regeln, ob das Management pro rata zum Private-Equity-Fonds oder weniger umplatziert, d.h. Aktien beim IPO verkaufen darf. Dies hängt von der Marktsituation und von der Umplatzierungsquote des Private-Equity-Fonds ab. Umplatzierungsquoten unter 40% werden vom Markt auch meist für das Management akzeptiert. Gleichwohl ist die Quote des Managements häufig niedriger als die des Private-Equity-Fonds. Auf jeden Fall sollte das Management so viele Aktien umplatzen können, dass es aus dem Veräußerungserlös auch seine entsprechende Steuerlast tragen kann.

Für die beim IPO nicht verkauften Aktien unterzeichnen die Altaktionäre mit den IPO-Banken ein sogenanntes Lock-up Agreement, in dem sich die Altaktionäre für eine gewisse Zeit nach dem IPO dazu verpflichten, keine Aktien zu verkaufen. Im Schnitt betragen die Lock-up-Perioden für Private-Equity-Fonds 6 Monate und für das Management 12 Monate.

Aufgrund der geschilderten Probleme (Leverage-Verlust und Besteuerung von Dry Income) wird trotz Beendigung des MPP ein Umtausch teilweise auch erst nach Ablauf einer potentiellen Lock-up-Frist vorgenommen.



Vorstandsvergütung

Seit der Einführung des Vorstandsvergütungsangemessenheitsgesetzes im Jahr 2009 ist die Ausgestaltung der Vorstandsvergütung nicht nur Ergebnis einer wirtschaftlichen Diskussion zwischen den Parteien, sondern ein formaler Prozess, häufig unter Einschaltung eines externen Vergütungsberaters. Die Vorstandsvergütung muss im Vergleich zu anderen Unternehmen (horizontaler Vergleich) und im Vergleich zur generellen Vergütungspraxis im Unternehmen (vertikaler Ver-

Oben, von links und S. 16:
Dr. Benedikt Hohaus, Dr.
Barbara Koch-Schulte (beide
P+P), Prof. Dr. Alexander
Götz (Blättchen & Partner)



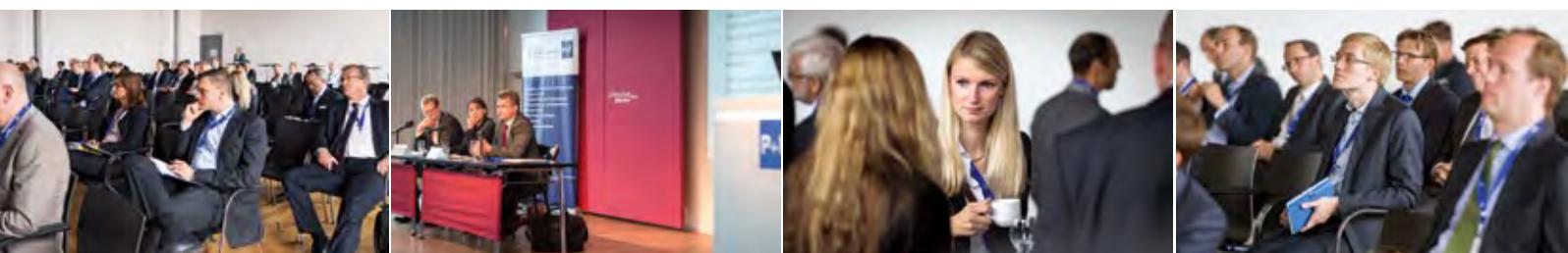
gleich) angemessen sein. Jedes Aufsichtsratsmitglied haftet persönlich für eine nicht gesetzeskonforme Vorstandsvergütung. Daneben muss die Vergütungsstruktur so ausgestaltet sein, dass die langfristig variablen Vergütungselemente bei der variablen Gesamtvergütung überwiegen. Langfristigkeit wird regelmäßig ab einer Laufzeit von 3 Jahren unterstellt. Hintergrund dieser Forderung ist die Ausrichtung der Vorstände an einer langfristigen Unternehmensentwicklung. Daneben sind die Kapitalmarktanforderungen zu be-

achten. Beispielsweise beträgt der Anteil der Fixvergütung bei MDAX- und DAX-Unternehmen lediglich 30 % bis 40 % der Gesamtvergütung. Dies erfordert meist eine massive Veränderung der bestehenden Dienstverträge.

Im Kapitalmarkt ist der Trend zu sogenannten Ownership-Programmen zu beobachten, d. h., dem Private-Equity-Prinzip folgend sollen die Manager eigenes Geld in Aktien des Unternehmens investieren. Dieser Punkt kann bei von Private-Equity-Fonds getriebenen Börsengängen aufgegriffen werden, da die Manager ohnehin Aktien halten. Eine Art Fortsetzung des MPP-Prinzips in die Börsenwelt hinein kann mit einem Matching-Stock-Programm erreicht werden.

Im Kapitalmarkt ist der Trend zu sogenannten Ownership-Programmen zu beobachten

Hierzu muss der Manager Aktien des Unternehmens auf ein Sperrdepot legen. Solange die Aktien dort verbleiben, erhält der Manager jedes Jahr eine bestimmte Anzahl von Optionen pro Aktie auf dem Sperrdepot zugeteilt. Damit hat der Manager „skin in the game“ und ein Upsidepotential, wenn er Wertsteigerung für die Eigentümer generiert.



■ Transaktionsgestaltung – Gefahren für Fondsinvestoren

Dr. Michael Best und Otto Haberstock (beide P+P)

Die mit der Strukturierung der Akquisition beauftragten Berater beschränken ihre Tätigkeit regelmäßig auf die Ebenen unterhalb der Fondsgesellschaft. Dies schon deshalb, weil ihnen die spezifischen Strukturmerkmale des Fonds bzw. die steuerlichen Besonderheiten/Einschränkungen einzelner Investoren nicht bekannt sind und hiermit verbundene Strukturierungsaufgaben in der Regel auch nicht Teil der Beauftragung sind. Dies kann aber dazu führen, dass wichtige Aspekte zur steuerlichen Behandlung des Fonds bzw. der Investoren nicht ausreichend bedacht werden. Die nachfolgend dargestellten Fallbeispiele sollen dies verdeutlichen und an die mit der Strukturierung beauftragten Personen bzw. an den General Partner (GP) der Fondsgesellschaft appellieren, im Rahmen der Akquisition auch derartige Strukturaspekte zu berücksichtigen.

Dies gilt insbesondere vor dem Hintergrund der zunehmend internationalen Investorenbasis und der zwischenzeitlich üblichen Side Letters, die mit den Investoren abgeschlossen werden und aus denen sich umfangreiche (Sorgfalts-) Pflichten des Fonds hinsichtlich der steuerlichen Strukturierung einer Akquisition ergeben können.

Vermeidung einer gewerblichen Infizierung der Fondsgesellschaft

Üblicherweise qualifizieren Private-Equity-Fonds als vermögensverwaltend, d.h., sie erzielen Einkünfte aus Kapitalvermögen. Würden die Einkünfte des Fonds hingegen als gewerblich eingestuft,

so hätte dies (insbesondere bei inländischen Fondsgesellschaften) erhebliche steuerliche Auswirkungen sowohl für die Besteuerung des Fonds (Gewerbsteuer) als auch für die inländischen (erhöhte Steuersätze) und ausländischen Investoren (Steuerpflicht in Deutschland).

Zu einer gewerblichen „Infektion“ der Fondsgesellschaft kann es z. B. durch Investition in ein Portfoliounternehmen in der Rechtsform einer Personengesellschaft kommen (z. B. mittelständisches deutsches Unternehmen oder Joint-Venture-Gesellschaft in der Rechtsform

17

Unten, von links:
Otto Haberstock, Dr. Michael Best (beide P+P)



einer GmbH & Co. KG). Besondere Vorsicht ist geboten bei ausländischen „hybriden“ Gesellschaftsformen wie der LLC bzw. der LLP. Hier ist im Einzelfall zu prüfen, ob die jeweilige Gesellschaft nach deutschem Recht als Personengesellschaft oder als Kapitalgesellschaft zu behandeln ist. Notfalls muss eine Kapitalgesellschaft zwischengeschaltet werden.

Schließlich muss vermieden werden, dass die Tätigkeit des Private-Equity-Fonds selbst als gewerblich eingestuft wird. Im Rahmen der Akquisitionsstrukturierung sind in diesem Zu-

sammenhang insbesondere folgende Aspekte von Bedeutung:

- Nach Auffassung der Finanzbehörden spricht die Ausreichung einer Garantie des Private-Equity-Fonds zugunsten einer Tochtergesellschaft für eine gewerbliche Tätigkeit. Dies ist unseres Erachtens zumindest zweifelhaft. Jedoch hat sich die Private-Equity-Branche mittlerweile darauf eingestellt und behilft sich mit Eigenkapitalzusagen des Fonds an die jeweilige Tochtergesellschaft (sog. Equity Commitment Letter), die diese in die Lage versetzen, ihren Verpflichtungen gegenüber Dritten nachzukommen.
- Ein weiterer regelmäßig wichtiger Punkt im Rahmen der Akquisitionsstrukturierung ist die Frage, ob – und wenn ja, in welcher Weise – Personen, die den Private-Equity-Fonds nahe stehen, als Direktoren bei den Gesellschaften der Akquisitionsstruktur eingesetzt werden können. Dabei geht es um die Frage, ob der Private-Equity-Fonds in die operative Tätigkeit der Portfoliogesellschaft involviert ist und damit deren gewerbliche Tätigkeit auf den Fonds „abfärbt“. Auch hier vertritt die Finanzbehörde eine sehr restriktive Auffassung (50%-zu-50%-Regel, d. h., eine Beteiligung von mindestens 50 % an dem Unternehmen sowie eine Besetzung von mindestens 50 % von Aufsichtsratsfunktionen sollen für eine operative Involvierung sprechen). Diese

Unten:
Dr. Michael Best (P+P)





„Vermutungsregel“ halten wir bereits dem Grunde nach für verfehlt. Unabhängig davon kann ihr aber dadurch Rechnung getragen werden, dass die Einflussmöglichkeiten, die den jeweiligen Aufsichtsgremien zugestanden werden, auf typische Zustimmungsvorbehalte eines Gesellschafters beschränkt werden. Nur eine darüber hinausgehende operative Involvierung könnte eine gewerbliche Tätigkeit vermuten lassen.

Steuerfreie Rückführung von Kapital aus dem Ausland

Erhält ein Private-Equity-Fonds (mit einem deutschen Anleger) von einer ausländischen Portfoliokapitalgesellschaft Eigenkapital zurück, das zuvor bei dieser Gesellschaft einbezahlt worden

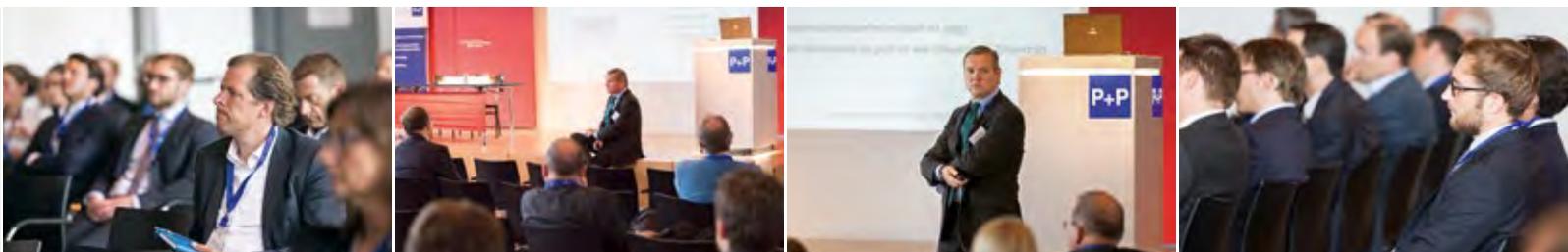
war, so führt dies nach der aktuellen Rechtslage grundsätzlich zu steuerpflichtigen Dividenden. Nach der (unseres Erachtens verfehlten) Auffassung der Finanzbehörden soll dies sogar dann gelten, wenn Stammkapital zurückgezahlt wird. Wohl wissend, dass damit gegen europäisches Recht verstoßen wird, hat der Gesetzgeber für europäische Kapitalgesellschaften vorgesehen, dass diese durch entsprechende (zeitlich befristete) Anträge die Rückzahlung von zuvor eingezahltem Eigenkapital nachweisen können. Regelmäßig wird dabei aber die „Messlatte“ durch die Finanzbehörden extrem hoch angelegt.

Im Rahmen der Akquisitionsstrukturierung sollte deshalb die Beteiligungsstruktur so gestaltet werden, dass später ein Exit im Wege des Anteilsverkaufs oder zumindest ein Rückkauf von Anteilen durch die Portfoliogesellschaft möglich ist.

Vermeidung einer Besteuerung ausländischer Investoren in Deutschland

Investiert ein Private-Equity-Fonds in eine deutsche Kapitalgesellschaft, so unterliegt ein ausländischer Investor des Fonds der (beschränkten) deutschen Steuerpflicht, wenn er mit mindestens 1% (durchgerechnet) an der deutschen Kapitalgesellschaft beteiligt ist und das deutsche Besteuerungsrecht nicht durch ein Doppelbesteuerungsabkommen eingeschränkt wird.

Oftmals wird der ausländische Investor deshalb bereits bei der Fondsstrukturierung im Wege einer Kapitalgesellschaft investieren, die



durch ein Doppelbesteuerungsabkommen entsprechend geschützt ist. Dabei ist darauf zu achten, dass die ausländische Kapitalgesellschaft über ausreichend Substanz verfügt. Alternativ kann im Rahmen der Akquisitionsstrukturierung die Investition in die deutsche GmbH z.B. über eine Luxemburger Kapitalgesellschaft erfolgen. Dabei ist allerdings zu beachten, dass dann Ausschüttungen aus der deutschen GmbH Kapitalertragsteuer auslösen. Diese Struktur bietet sich deshalb vorwiegend dann an, wenn der spätere Exit im Wege eines Anteilsverkaufs (Verkaufs der Anteile der GmbH) beabsichtigt ist.

Hinzurechnungsbesteuerung nach dem Außensteuergesetz

Für deutsche Investoren besteht bei Investitionen in ausländische Kapitalgesellschaften das Risiko, dass die von diesen Gesellschaften erzielten Gewinne unabhängig von einer Ausschüttung der deutschen Besteuerung unterliegen, wenn diese Erträge nach den Maßstäben des Außensteuergesetzes niedrig besteuert und passiv sind.

Im Rahmen der Akquisitionsstrukturierung ist dabei insbesondere auf Kapitalerträge aus Darlehensgewährungen zu achten, sowie auf Veräußerungsgewinne, die eine solche Hinzurechnungsbesteuerung auslösen können und durch entsprechende Gestaltungen vermeidbar sind (z. B. Back-to-back-Finanzierung).

Vermeidung von Dry Income

Regelmäßig wird bei einer Akquisitionsfinanzierung ein Mix aus Eigenkapital und Gesellschafterdarlehen gewählt. Nach internationalen Standards werden im Rahmen der Gesellschafterdarlehen in der Regel Vereinbarungen über einen Zinseszins getroffen (sog. Compounding). Bei Darlehensverträgen nach deutschem Recht ist dies allerdings nur eingeschränkt möglich. Für deutsche Privatpersonen bedeutet ein solches Compounding das Risiko eines steuerlichen Zuflusses am Ende der jeweiligen Zinsperiode und damit die Entstehung einer Steuerlast ohne Auszahlung von Erträgen. Um dies zu vermeiden, sollte ein gestaffelter Zinssatz vereinbart wer-





den. Dies löst allerdings noch nicht das Problem des Dry Income für Investoren in der Rechtsform einer Kapitalgesellschaft, da bei diesen die Zinsforderung aktiviert und damit laufend realisiert wird. Um dies zu vermeiden, wäre zu überlegen, statt des Gesellschafterdarlehens eine andere Eigenkapitalklasse (z. B. sog. Preference Shares) zu wählen, die mit der gleichen Ökonomie strukturiert werden kann.

Art der Überlassung von Kapital an die Portfolio-gesellschaften

Bei Gesellschafterdarlehen durch den Private-Equity-Fonds werden häufig die steuerlichen Effekte bei den Investoren (Steuerpflicht der Zinserträge) zu wenig bedacht. Ob ein Gesellschafterdarlehen steuerlich vorteilhaft ist, hängt von mehreren Faktoren (Abzugsfähigkeit der Zinsen, Höhe der Steuern auf die Zinserträge im Vergleich zu Dividendenerträgen) ab. Erforderlich ist also eine Einzelfallbetrachtung. Als Faustregel kann jedoch dienen, dass ein Gesellschafterdarlehen in der Regel nur bzw. nur insoweit steuerlich sinnvoll ist, als alternative Dividendenausschüttungen nicht steuerfrei vorgenommen werden können oder aber der positive Steuereffekt aus dem Zinsabzug mindestens so groß ist wie die Steuerzahlung auf den Zinsertrag.

In diesem Zusammenhang ist zu beachten, dass bei ausländischen Finanzierungsinstrumenten (z. B. PEC/CPEC oder Preference Shares/

Redeemable Shares) die Beurteilung, ob es sich hierbei um Eigenkapital oder Fremdkapital handelt, nach deutschen rechtlichen Grundsätzen vorzunehmen ist. Anderenfalls droht eine Re-

Oben:
Otto Haberstock (P+P)

Auch die Effekte für die dahinterstehenden Investoren gilt es zu berücksichtigen

qualifizierung mit entsprechenden steuerlichen Konsequenzen. Hierbei sind insbesondere folgende Parameter von Bedeutung: Laufzeit, Subordination, Gewinnbezugsrecht, Stimmrechte sowie Kündigungsmöglichkeit durch Gesellschaft (spricht für Fremdkapital) oder Gesellschafter (spricht für Eigenkapital).

Schlussbemerkung

Die Fallbeispiele zeigen, dass eine sorgfältige Akquisitionsstrukturierung stets auch ihre (steuerlichen) Effekte für den Private-Equity-Fonds bzw. die dahinterstehenden Investoren berücksichtigen muss. Dies gilt heute umso mehr, da regelmäßig Investoren aus verschiedenen Ländern beteiligt sind und aufgrund von abgeschlossenen Side Letters vom GP des Fonds erhöhte Sorgfaltspflichten bei der Strukturierung zu beachten sind.



■ Transaktionsfinanzierung durch Unitranchen – eine Bestandsaufnahme

Dr. Klaus Petersen (BlueBay Asset Management), Dr. Jens Linde und Michael Schuhmacher (beide P+P)



Oben, von links:
Dr. Jens Linde (P+P),
Dr. Klaus Petersen (BlueBay
Asset Management),
Michael Schuhmacher (P+P)

Unitranchen wurden in den vergangenen Jahren als neuer „Trend in der europäischen Unternehmensfinanzierung“ und als „Alternative zur traditionellen Bankenfinanzierung“ angekündigt. Der Begriff „Unitranche“ ist kein Rechtsbegriff. Er ist vielmehr ein Marketing- und Produktbegriff. Man versteht darunter die langfristige Zurverfügungstellung von Fremdkapital in einer Tranche, durch die sowohl vorrangiges als auch nachrangiges Fremdkapital abgedeckt wird. Unitranchen werden auf Grundlage einer einheitlichen Finan-

zierungsdokumentation und zu einem gemittelten Zinssatz durch einen oder mehrere Kreditfonds ausgereicht.

Derzeit sind rund 95 solcher Kreditfonds in Europa aktiv. Europaweit gab es im Jahr 2014 etwa 60 Unitranche-Finanzierungen. Davon werden 13 Finanzierungen dem deutschen Markt zugeordnet. Deutschland ist damit, nach Großbritannien und Frankreich, der drittgrößte Unitranche-Markt in Europa.

Ein weiterer Anstieg ist zu erwarten, auch weil die BaFin die direkte Kreditvergabe durch Kreditfonds unter bestimmten Voraussetzungen jüngst ausdrücklich erlaubt hat (vgl. hierzu auch den Beitrag auf Seite 49).

Es ist also an der Zeit, um einige der abgeschlossenen Unitranche-Finanzierungen dahingehend zu untersuchen, ob sich die in diese Finanzierungsform gesetzten Erwartungen erfüllt haben.

Hohe Erwartungen an Unitranche-Finanzierungen

Die an Unitranche-Finanzierungen gestellten Erwartungen waren hoch. Es wurde davon ausgegangen, dass sich Unitranchen als echte Alternative zur Bankenfinanzierung etablieren.

Zum einen wurde dies mit den strengeren Eigenkapitalanforderungen für Banken begründet. Die Zurückhaltung der Banken bei der Kreditvergabe wurde als Chance zum Markteintritt für Unitranche-Anbieter gesehen.

Zum anderen sah man Unitranche-Finanzierungen aufgrund geringerer Transaktionskosten,



höherer Transaktionssicherheit und -geschwindigkeit, flexiblerer Tilgungs- und Finanzkennzahlenstrukturen sowie der Möglichkeit, höhere Verschuldungsgrade zu vereinbaren, gegenüber Bankenfinanzierungen im Vorteil.

Dabei wurden die Nachteile gegenüber Bankenfinanzierungen nicht außer Acht gelassen. Dazu zählen die höheren Finanzierungskosten und die Nichtverfügbarkeit klassischer Bankendienstleistungen.

Die Erwartungen haben sich größtenteils erfüllt

Unitranche-Anbieter finanzieren vornehmlich mittelgroße Unternehmensakquisitionen. Zudem sind sie bei Refinanzierungen und Rekapitalisierungen aktiv. Die Finanzierungssummen liegen zwischen EUR 20 Mio. und EUR 150 Mio. Höhere Finanzierungssummen bildeten bisher die Ausnahme.

Die Erwartungen in Bezug auf eine (wesentlich) höhere Transaktionssicherheit und -geschwindigkeit sowie geringere Transaktionskosten haben sich etwas relativiert.

Ohne Zweifel bestehen Sicherheits-, Geschwindigkeits- und Kostenvorteile gegenüber klassischen Senior-Mezzanine-Finanzierungen. Anstatt Bankenclubs oder Konsortien stehen den Kreditnehmern meist nur ein oder zwei Unitranche-Anbieter gegenüber. Auf den Syndizierungsmarkt muss keine Rücksicht genommen werden. Dies beschleunigt die Abstimmungs- und Entscheidungsprozesse und erhöht die Flexibilität.

Die Erwartung, mit der Unitranche-Finanzierung eine Finanzierung „aus einer (einzigen) Hand“ – mit einer auf das Wesentliche

Auch Unitranche-Anbieter schließen sich zu kleinen Konsortien zusammen

beschränkten Finanzierungsdokumentation – zu erhalten, hat sich allerdings nur in wenigen Fällen erfüllt.

Auch Unitranche-Anbieter schließen sich ab bestimmten Finanzierungssummen zu kleinen Konsortien zusammen. Zudem bedienen sie sich zum Teil externer Dienstleister. Diese werden mit der Verwaltung der Kredite und Sicherheiten beauftragt. Dies erweitert den Kreis der Parteien,



mindert die Sicherheit und Geschwindigkeit von Transaktionen und erhöht die Kosten.

Die Anzahl der Parteien sowie Umfang und Komplexität der Finanzierungsdokumentation nehmen auch dann zu, wenn eine Bank in die Unitranche-Finanzierung eingebunden werden muss.

Bisher durften Kreditfonds aus aufsichtsrechtlichen Gründen keine Betriebsmittelkredite zur Verfügung stellen. Deshalb fungieren in vielen Unitranche-Finanzierungen Banken als Betriebsmittelkreditgeber. Diese Kredite stellen Banken nur auf vorrangiger Basis (Super Senior) zur Verfügung. Dies macht den Abschluss von Interkreditorenvereinbarungen erforderlich. Die

Viele Erwartungen an Unitranche-Finanzierungen haben sich erfüllt

Verhandlungen der Interkreditorenvereinbarungen gestalten sich mangels einheitlicher Markt- und Dokumentationsstandards schwierig. Sie verlangsamen die Transaktionen.

Mittlerweile haben sich die neuralgischen Punkte bei der Verhandlung der Interkreditorenvereinbarungen herauskristallisiert, was die Verhandlungen beschleunigen wird. Es ist daher zu erwarten, dass sich die ursprünglich gehegten

Erwartungen bezüglich Transaktionssicherheit, Transaktionsgeschwindigkeit und Transaktionskosten in zunehmendem Maße erfüllen werden.

Laufzeiten und Tilgungsstrukturen

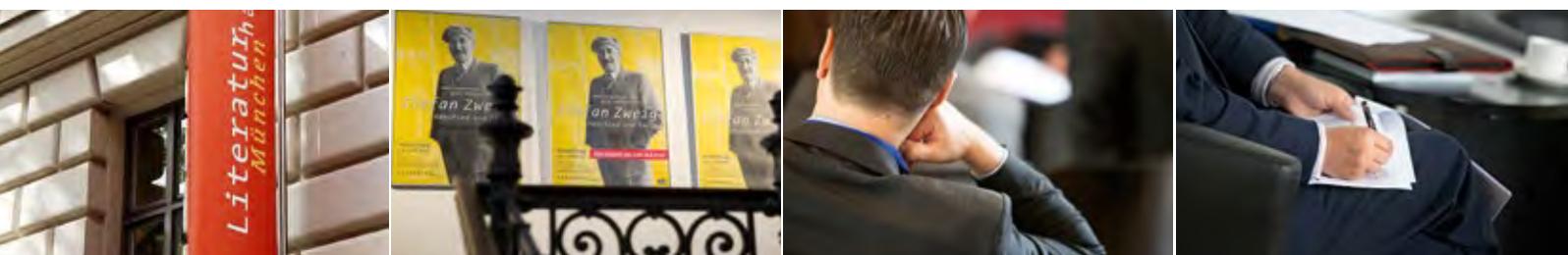
Unitranchen haben Laufzeiten zwischen 5 und 8 Jahren. Sie sind in einem Betrag am Ende der Laufzeit zurückzuzahlen.

Erwartungsgemäß flexibel zeigen sich Unitranche-Anbieter hinsichtlich der Verwendung etwaiger Cashflow-Überschüsse. Sie sind eher bereit, die Verwendung dieser Überschüsse für die Finanzierung weiteren Wachstums und zusätzlicher Akquisitionen zu erlauben.

Zeitlich begrenzte Rückzahlungsverbote (sog. Non-call Periods), wie bei Mezzanine-Krediten üblich, finden sich bei Unitranche-Finanzierungen seltener als erwartet. Dagegen enthalten Unitranche-Finanzierungen regelmäßig die Verpflichtung zur Zahlung einer Gebühr bei (zu) frühzeitiger Rückzahlung (sog. Prepayment Fee). Diese Gebühr ist regelmäßig bei Rückzahlungen innerhalb von 12 bis 24 Monaten nach Zurverfügungstellung der Finanzierungsmittel zu leisten. Sie beträgt in den untersuchten Unitranche-Finanzierungen zwischen 1,00 % und 3,00 %.

Finanzkennzahlen

Im Hinblick auf die Finanzkennzahlen haben sich die Erwartungen bezüglich flexiblerer Finanzkennzahlstrukturen und Covenant-lite-Aspekte ebenfalls erfüllt.





Wie Banken nutzen Unitranche-Anbieter die vier üblichen Finanzkennzahlen Verschuldungsgrad, Schuldendienstdeckungsgrad, Zinsdeckungsgrad und Capital Expenditure. Dabei beschränken sie sich aber meist auf zwei oder drei der genannten Finanzkennzahlen.

Die Verschuldungsgrade bewegen sich bei den untersuchten Unitranche-Finanzierungen zwischen 4,5x und 5,5x EBITDA. Sie liegen damit oberhalb der derzeit bei Bankenfinanzierungen vereinbarten Verschuldungsgrade von 3,5x bis 4,0x EBITDA.

Zudem werden Finanzkennzahlen höhere Schwankungsbreiten (Headrooms) eingeräumt.

Finanzierungskosten

Wie erwartet, fallen die Finanzierungskosten bei

Unitranche-Finanzierungen höher als bei traditionellen Bankenfinanzierungen aus.

Verzinst werden Unitranche-Finanzierungen auf der Basis von EURIBOR bzw. LIBOR zuzüglich einer Marge. Diese liegt zwischen 5,5 % und 8 %. Margengitter wurden in der Regel nicht vereinbart. Dafür werden häufig Mindestzinssätze (Floors) zwischen 0,00 % und 1,25 % und Minimum Returns festgesetzt, die dem Kreditgeber eine Mindestrendite sichern.

Unitranche-Finanzierungen als Alternative zur Bankenfinanzierung

Viele der an Unitranche-Finanzierungen gestellten Erwartungen haben sich erfüllt. Unitranche-Finanzierungen sind tatsächlich eine Alternative zur traditionellen Bankenfinanzierung.

Dabei haben sich allerdings auch Partnerschaften zwischen Unitranche-Anbietern und Banken entwickelt. Banken können mit ihren traditionellen Dienstleistungen wie z. B. revolvingierenden Betriebsmittelkreditlinien und Absicherungsgeschäften (Hedging) einen Mehrwert schaffen. Zudem können sie als Agent oder Sicherheitstreuhänder agieren.

Es bleibt abzuwarten, ob die Zahl der Unitranche-Finanzierungen und die Finanzierungssummen im neuen regulatorischen Umfeld weiter steigen. Insbesondere für die Finanzierung kleinerer und mittlerer Unternehmen werden Unitranche-Finanzierungen als Alternative zur Bankenfinanzierung dringend benötigt.

Von links:

Dr. Jens Linde (P+P),
Dr. Klaus Petersen (BlueBay
Asset Management),
Michael Schuhmacher (P+P)



■ Aktuelle Compliance-Anforderungen – Haftungsrisiken im Private-Equity-Bereich

Dr. Bernd Graßl und Dr. Wolfgang Grobecker (beide P+P)

26 Unten:
Dr. Wolfgang Grobecker (P+P)

Das Thema Compliance ist angesichts mehrerer aufsehenerregender Prozesse gegen ehemalige Topmanager in aller Munde. Das gilt auch für die Private-Equity-Branche. Große Unruhe verursachte insbesondere die Entscheidung der EU-Kommission im April 2014 gegen das sogenannte Hochspannungskabel-Kartell. Unter anderem wurde die Investmentgesellschaft Goldman Sachs als einstiger Gesellschafter eines kartellbeteiligten Unternehmens mit Bußgeld belegt. Investoren müssen also befürchten, für Kartell-

verstöße in ihren Portfoliogesellschaften im Wege der Durchgriffshaftung in Anspruch genommen zu werden. Dies gilt zumindest dann, wenn der Investor – wie in der Praxis häufig der Fall – auf die Portfoliogesellschaft Einfluss nehmen kann. Dabei kommt es nicht darauf an, ob der Investor oder seine Manager konkrete Kenntnis von den Compliance-Verstößen haben. Auch ein späterer Weiterverkauf der Beteiligung wirkt nicht per se haftungsbefreiend.

Hieran schließt sich die Frage an, ob und inwieweit Private-Equity-Gesellschaften bei einer etwaigen Durchgriffshaftung für Compliance-Verstöße in Portfoliogesellschaften ihre Manager in Regress nehmen und etwaige Bußgelder und Schadensersatzansprüche auf diese abwälzen können. Diese Frage ist bislang nicht entschieden. Ein weiterer für den Private-Equity-Bereich relevanter Punkt ist die Frage nach der Compliance-Verantwortlichkeit von Managern, die vom Investor in das Kontrollorgan, etwa den Aufsichtsrat, einer Portfoliogesellschaft entsandt wurden. Wie sie zu beantworten ist, hängt davon ab, welche allgemeinen Compliance-Anforderungen für die Organmitglieder von Kapitalgesellschaften gelten.

Lackmustest für Compliance-Pflichten des Landgerichts München I (Siemens-Neubürger-Urteil)
Einen maßgeblichen Prüfstein für die Compliance-Praxis stellt ein Urteil des Landgerichts München I vom Dezember 2013 dar, in dem es um die



Pflichten eines Vorstandsmitglieds der Siemens AG bei der Implementierung einer Compliance-Organisation und der Verfolgung etwaiger Compliance-Verstöße ging. Es ist zu erwarten, dass das Urteil die Compliance-Praxis bis auf Weiteres rechtsformunabhängig prägen wird. In dem zugrunde liegenden Sachverhalt existierten seit den 1980er Jahren bei der Siemens AG Scheinberaterverträge und „schwarze Kassen“, aus denen Korruptionszahlungen geleistet wurden. Das Landgericht München I entschied, dass der beklagte Vorstand auf Schadensersatz in Höhe von EUR 15 Mio. haftete, weil er seinen Compliance-Pflichten nicht genügt habe.

Ausgangspunkt der Entscheidung war die Feststellung des Gerichts, dass ein Vorstandsmitglied seine Organpflichten nicht nur dann verletzt, wenn es selbst Gesetzesverletzungen begeht oder anordnet, sondern auch dann, wenn das Vorstandsmitglied es unterlässt, für eine

Compliance-Strukturen müssen auch Verdachtsmomente erkennen

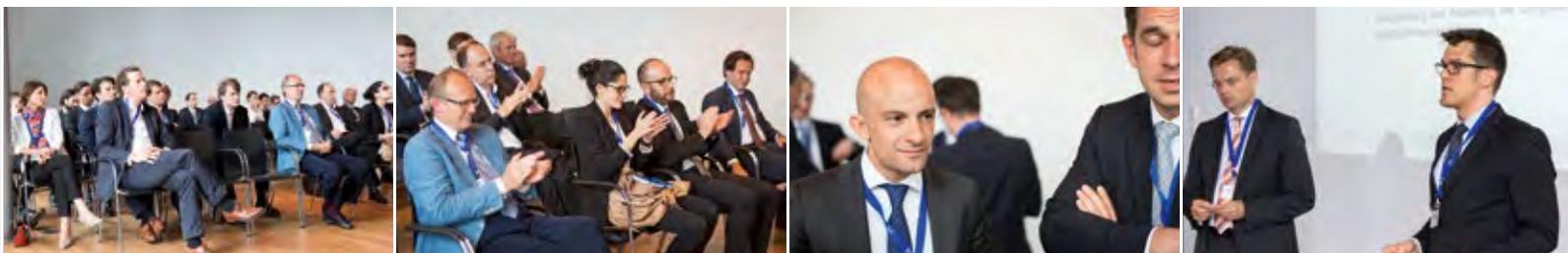
Organisation und deren Beaufsichtigung zu sorgen, durch die Gesetzesverletzungen durch Arbeitnehmer des Unternehmens verhindert werden. Hieraus ergibt sich, dass der Vorstand nur dann pflichtgemäß handelt, wenn er eine



wirkungsvolle Compliance-Organisation einrichtet. Diese hat die Art, Größe und Organisation des Unternehmens, die in Betracht kommenden nationalen und ausländischen Vorschriften, die Risikoklasse der unternehmerischen Aktivität sowie Verdachtsfälle für Compliance-Verstöße in der Vergangenheit zu berücksichtigen.

„Aufdecken, Abstellen, Ahnden“ als Leitmaxime für ein gesetzeskonformes Compliance-Management-System

Die Compliance-Struktur muss geeignet sein, Gesetzesverletzungen oder Verdachtsmomente zu erkennen. Weiter muss die Struktur so angelegt sein, dass der Vorstand bei Bekanntwerden von Gesetzesverletzungen oder von Verdachtsmomenten Maßnahmen zur Aufklärung und Un-



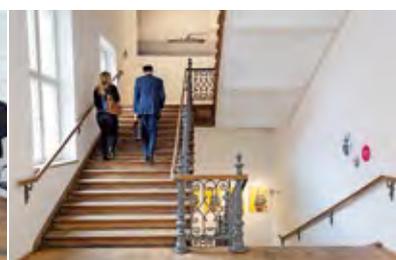
28 Unten, von links:
Dr. Wolfgang Grobecker,
Dr. Bernd Graßl (beide P+P)

tersuchung effektiv einleiten, Verstöße abstellen und die betroffenen Mitarbeiter sanktionieren kann („Aufdecken, Abstellen, Ahnden“). Seiner Kontrollpflicht kommt der Vorstand aber erst dann vollständig nach, wenn er sich durch regelmäßige und anlassbezogene Prüfungen davon überzeugt, dass die Compliance-Organisation wirksam und nachhaltig umgesetzt ist.

Das Gericht hat zudem festgestellt, dass es sich bei den genannten Pflichten um Leitungsaufgaben des Gesamtvorstands handle und damit um

einen Teil der Gesamtverantwortung eines jeden einzelnen Vorstandsmitglieds. Eine horizontale Delegation auf Ebene des Vorstands (Ressortzuständigkeit) sei zwar in Form einer Verschiebung der primären Pflichterfüllung zulässig, nicht hingegen in Form einer Verschiebung der Pflichtenverantwortung. Das ressortzuständige Vorstandsmitglied muss die vom Gesamtvorstand beschlossene Konzeption der Compliance-Struktur umsetzen und ihre Effektivität überwachen. Die übrigen Vorstandsmitglieder bleiben allerdings verpflichtet, darauf zu achten, dass das ressortzuständige Vorstandsmitglied seinen Aufgaben pflichtgemäß nachkommt; bei Verdachtsmomenten oder Ungereimtheiten müssen sie eingreifen.

Im Hinblick auf die vertikale Delegation von Pflichten auf nachgeordnete Ebenen durch den Aufbau einer Compliance-Organisation stellt das Gericht klare Anforderungen an die Organisations-, Auswahl-, Einweisungs- und Kontrollpflichten. Die Regelungen und die praktische Handhabung müssen sicherstellen, dass Rechtsverstöße aufgedeckt sowie durch zeitnahes Eingreifen und Ergreifen von Maßnahmen abgestellt und geahndet werden. Durch die vertikale Delegation entstehen daher Kontroll- und, bei vermuteten oder festgestellten Wirksamkeitsdefiziten, Anpassungspflichten des bestehenden Compliance-Systems. Diese treffen wiederum in erster Linie das ressortzuständige Vorstandsmitglied; allerdings bleibt auch insoweit der Gesamtvorstand zur Überwachung verpflichtet.



Compliance-Verstöße können Schadensersatzpflichten nach sich ziehen

Das Fehlen oder die mangelhafte Einrichtung eines Compliance-Systems sowie dessen unzureichende Überwachung stellen jeweils eine Pflichtverletzung dar, die auch bei nur leichter Fahrlässigkeit Schadensersatzansprüche der Gesellschaft gegen jedes einzelne Vorstandsmitglied begründen kann. Dies gilt unabhängig vom Zeitpunkt des Eintritts als Vorstandsmitglied und unabhängig von der Kenntnis von den schadenauslösenden Gesetzesverletzungen. Der Haftungsan-

Den Aufsichtsrat trifft zumindest eine residuale Compliance-Verantwortlichkeit: Zum einen hat er die Pflicht, die Wahrnehmung der Compliance-Aufgaben durch den Vorstand zu überwachen. Zum anderen ist er nach der Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs (ARAG/Garmenbeck) grundsätzlich dazu verpflichtet, Ersatzansprüche gegen Vorstandsmitglieder – die etwa aus Compliance-Verstößen resultieren können – zu verfolgen.

Investoren sollten eine umfassende Compliance Due Diligence durchführen

spruch umfasst sämtliche Schäden, die auf dem Pflichtverstoß beruhen, insbesondere auch Kosten zur internen Aufklärung und zur Verteidigung gegenüber Behörden, sofern sie aus der Sicht des geschädigten Unternehmens erforderlich und zweckmäßig sind.

Der vom Landgericht München I festgelegte Pflichtenmaßstab dürfte für den Geschäftsführer einer GmbH entsprechend gelten. Auch für den Aufsichtsrat einer AG oder GmbH sind die beschriebenen Anforderungen von Bedeutung.

Auswirkungen der Neubürger-Entscheidung auf die Private-Equity-Praxis

Die Leitlinien des Landgerichts München I sind auch für die Geschäftsleiter und Kontrollorgane von Private-Equity-Investoren und deren Portfoliogesellschaften uneingeschränkt relevant. Besonderes Augenmerk sollten Investoren auf die Haftungsprävention im Vorfeld eines Beteiligungserwerbs legen. Namentlich empfiehlt es sich, eine umfassende Compliance Due Diligence durchzuführen und im Kaufvertrag eine entsprechende Haftungsfreistellung zu vereinbaren. Auf ein effizientes Compliance-Management-System im Sinne der Neubürger-Entscheidung sollte dennoch nicht verzichtet werden. Dazu gehören insbesondere eine fortlaufende Compliance-Risikoanalyse, eine effektive Compliance-Organisation, ein effizientes Upstream Reporting und regelmäßige Compliance Audits bei Portfoliogesellschaften. Die weitere Entwicklung bleibt abzuwarten.



■ Kartellrechtliche Risiken und Handlungsoptionen für Private Equity

Dr. Georg Greitemann und Daniel Wiedmann (beide P+P)

30 Rechts:
Dr. Georg Greitemann (P+P)

Beim Unternehmenskauf besteht kartellrechtliche Ansteckungsgefahr. Ist ein neu erworbenes Unternehmen an einem Kartell beteiligt, drohen Bußgelder und Wertverlust. Nach einer neuen Entscheidungspraxis der EU-Kommission steht unter Umständen auch der Private-Equity-Investor selbst mit in der Haftung. Kontrolliert er das Unternehmen, kann das Bußgeld auch gegen ihn vollstreckt werden. Hingegen haftet nach deutschem Recht nur das tatbeteiligte Unternehmen. Allerdings werden die Ge-

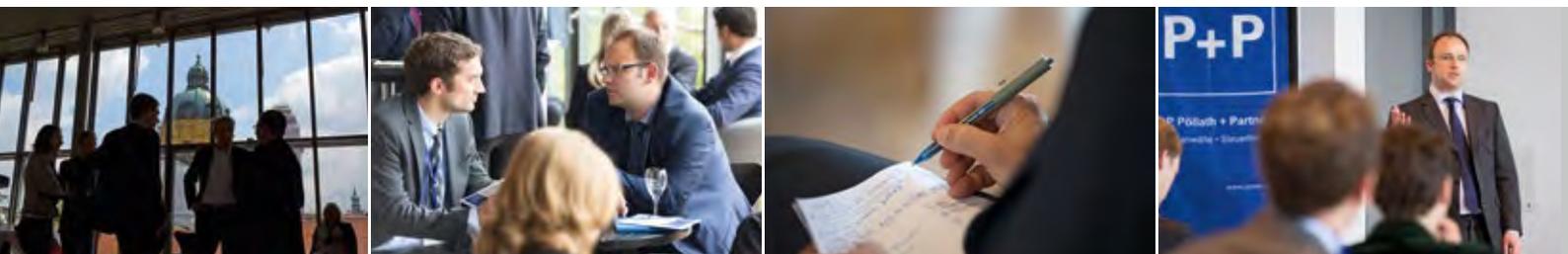
Laut EU-Kommission kann auch der Private-Equity-Investor in Haftung stehen

samtumsätze des Investors bei der Bußgeldbemessung zugerechnet, was in der Regel zu einem höheren Bußgeld führt. Die Haftung kann jedoch entfallen, wenn das tatbeteiligte Unternehmen umstrukturiert wird. Eine risiko-adäquate Due Diligence beim Unternehmenskauf und eine Compliance-Organisation helfen nicht nur, Risiken zu vermeiden. Sie sind auch Nachweis dafür, dass der Private-Equity-Investor die den Fondsinvestoren geschuldete Sorgfalt hat walten lassen. Zudem erleichtern sie mögliche Regressansprüche an das tatbeteiligte Unternehmen. Schließlich kann ein Post-Acquisition



Antitrust Audit dazu beitragen, Kartellverstöße aufzudecken und als Kronzeugen von einem Bußgelderlass zu profitieren.

Im Jahr 2014 haben die EU-Kommission und die niederländische Wettbewerbsbehörde Bußgelder in Millionenhöhe gegen Finanzinvestoren verhängt, deren Unternehmensbeteiligungen an Kartellen beteiligt waren. Die Entscheidungen wurden von Pressemitteilungen flankiert, welche die kartellrechtliche Verantwortlichkeit von In-



vestoren für das Fehlverhalten der von ihnen kontrollierten Unternehmen betonten. Inhaltlich wird hiermit das bereits für Unternehmensgruppen geltende Prinzip der „wirtschaftlichen Einheit“ auch auf Finanzinvestoren angewandt. Im

Im EU-Kartellrecht gilt ein funktionaler Unternehmensbegriff

EU-Kartellrecht gilt ein funktionaler (rechtsform-unabhängiger) Unternehmensbegriff. Das Unternehmen ist die eine wirtschaftliche Tätigkeit ausübende Einheit, die auch aus mehreren juristischen Personen bestehen kann. Ein Unternehmen ist Teil einer wirtschaftlichen Einheit, wenn es sein Marktverhalten nicht autonom bestimmt, sondern Weisungen der Muttergesellschaft unterliegt. In der Praxis kann hierfür bereits negative Kontrolle ausreichen, z. B. aufgrund von wichtigen Vetorechten. Die Muttergesellschaft muss die Kontrolle auch tatsächlich ausüben. Hierfür kann schon eine Vertretung der Muttergesellschaft in den Organen der Tochter reichen. Bei einem Hands-on-Management werden diese Voraussetzungen in der Regel erfüllt sein.

Als Konsequenz haftet der Investor gesamtschuldnerisch mit dem tatbeteiligten Unternehmen. Die Auswahl der Vollstreckungsschuldner durch die EU-Kommission erfolgt dabei nach

Zweckmäßigkeitsgesichtspunkten. Die Haftung des Investors ist allerdings beschränkt auf den Zeitraum, in dem der Investor das Unternehmen tatsächlich kontrolliert hat. Wird ein an einem Kartell beteiligtes Unternehmen veräußert, haftet der Veräußerer für den Zeitraum bis zur Veräußerung und der Erwerber ab Erwerb. Eine weitere Konsequenz betrifft die Bußgeldbemessung. Insbesondere bemisst sich die 10%-Kappungsgrenze nicht am Umsatz des tatbeteiligten Unternehmens, sondern an den gesamten dem Investor zurechenbaren Umsätzen.

Unten:
Daniel Wiedmann (P+P)



Wird der Investor in Haftung genommen, so kann er eventuell Regressansprüche gegen das tatbeteiligte Unternehmen geltend machen. Der Innenausgleich zwischen dem Investor und dem tatbeteiligten Unternehmen bemisst sich in Deutschland nach § 426 BGB. Hier sind die individuellen Verursachungs- und Verschuldensbeiträge zu berücksichtigen. Hat der Investor seine Aufsichtspflichten wahrgenommen, z. B. durch Compliance-Vorkehrungen, kann dies im Innenverhältnis haftungsmindernd wirken.

Risikoadäquate Compliance-Maßnahmen können Kartellrisiken reduzieren

Nach deutschem Recht haftet hingegen nur das tatbeteiligte Unternehmen. Bei der Bußgeldbemessung werden die Gesamtumsätze des Investors mitberücksichtigt. Wird das tatbeteiligte Unternehmen umstrukturiert, kann – anders als nach EU-Recht – die Haftung entfallen. Nach Ansicht des Bundeskartellamts kann allerdings ausnahmsweise eine Haftung der Muttergesellschaft wegen Aufsichtspflichtverletzung (§ 130 OWiG) in Betracht kommen. Diese scheidet allerdings in der Regel aus, wenn geeignete Compliance-Vorkehrungen getroffen wurden.

Gegenüber den Fondsinvestoren haftet der Private-Equity-Investor in der Regel für grobe

Fahrlässigkeit. Drängen sich Kartellrisiken auf, kann der Sorgfaltspflicht durch eine risikoadäquate Due Diligence beim Unternehmenskauf und Compliance-Maßnahmen Rechnung getragen werden.

Zur Identifizierung von Risiken kann zunächst eine High-Level-Risikobewertung dienen, die gegebenenfalls risikoadäquat vertieft werden kann. Anhaltspunkte sind z. B. vergangene Bußgeldentscheidungen, laufende Ermittlungen oder eine zu Kartellen neigende Marktstruktur. Bei einer Bußgeldentscheidung in der Vergangenheit sollten anschließend etwa mögliche Regressansprüche des Verkäufers und Schadensersatzansprüche Dritter gegen das Zielunternehmen geprüft werden. Die identifizierten Risiken sollten, soweit möglich, im Unternehmenskaufvertrag behandelt werden, z. B. in Form spezifischer Freistellungen. Allerdings werden weitgehende Freistellungen von Kartellrisiken selten verhandelbar sein.

Je nach Risikobewertung kann nach Vollzug möglichen Kartellverstößen mittels eines Antitrust Audit nachgegangen werden. Werden Verstöße aufgedeckt, lässt sich durch Inanspruchnahme der Kronzeugenregelung ein Bußgeld vermeiden oder reduzieren. Hierbei ist Eile geboten, da ein Bußgelderlass nur für den ersten Anspruchsteller in Betracht kommt. Für die Zukunft können Kartellrisiken durch risikoadäquate Compliance-Maßnahmen reduziert werden.



■ Delisting von Portfoliogesellschaften – bald nur noch gegen Abfindung?

Dr. Eva Nase und Philipp Opitz (beide P+P)

Wohl selten hatte eine Entscheidung des Bundesgerichtshofs (BGH) so einschneidende Auswirkungen auf die deutsche Börsenlandschaft wie der FRoSTA-Beschluss im Oktober 2013 (BGH v. 8.10.2013 – II ZB 26/12), in dessen Folge eine wahre „Delisting-Welle“ Dutzende Unternehmen von der Börse spült.

Aufgabe der Macrotron-Rechtsprechung durch die FRoSTA-Entscheidung

Der Rückzug einer Aktiengesellschaft aus dem regulierten Markt durch Antrag des Emittenten auf Widerruf der Zulassung („reguläres“ Delisting) war über ca. 10 Jahre von der Macrotron-Rechtsprechung des BGH bestimmt. Die darin aufgestellten gesellschaftsrechtlichen Voraussetzungen – (i) ein zustimmender Beschluss der Hauptversammlung und (ii) ein im Spruchverfahren überprüfbares Angebot an die außenstehenden Aktionäre, deren Aktien zum vollen Wert zu kaufen – ließen manchen Emittenten vor einem regulären Delisting zurückschrecken. Dies, obwohl die Vorteilhaftigkeit einer Notierung im regulierten Markt gerade für kleinere Gesellschaften laufend kritisch zu hinterfragen ist, bedarf es doch eines erheblichen Aufwands, um die Pflichten zu erfüllen, die an die Zulassung der Aktien zum Handel im regulierten Markt geknüpft sind (u. a. Regelpublizität, Ad-hoc-Publizität, Beteiligungstransparenz sowie verschärfte aktienrechtliche Vorgaben für Hauptversammlung und Aufsichtsrat).

Die *gesellschaftsrechtlichen* Anforderungen an ein Delisting gemäß der Macrotron-Rechtsprechung hat der BGH durch den Beschluss in Sachen FRoSTA AG wieder aufgehoben und allein auf den bestehenden *kapitalmarktrechtlichen* Anlegerschutz gemäß § 39 Abs. 2 BörsG verwiesen. Danach ist die Geschäftsführung einer Börse berechtigt, die Zulassung von Wertpapieren zum Handel im regulierten Markt auf Antrag des Emittenten zu widerrufen, sofern der Schutz der Anleger nicht entgegensteht, § 39 Abs. 2 S. 2 BörsG. Die Stellung eines solchen Antrags liegt als reine

33

Unten und S. 34:
Dr. Eva Nase (P+P)





34 Rechts:
Philipp Opitz (P+P)

Geschäftsführungsmaßnahme im Verantwortungsbereich des Vorstands der Gesellschaft; je nach Zustimmungsvorbehalten in Satzung oder Geschäftsordnung ergänzt um einen Aufsichtsratsbeschluss.

Da das Gesetz den jeweiligen Börsenordnungen die Konkretisierung der einfach-gesetzlichen Vorgabe des Anlegerschutzes überantwortet (§ 39 Abs. 2 S. 5 BörsG), kommt es hier zu einem Regulierungswettbewerb zwischen den regionalen Börsen.

Die Anlegerschutzkonzepte der regionalen Börsen gewinnen an Bedeutung

Die Mehrzahl der Börsen wahrt den Anlegerschutz mit einer bloßen Fristenlösung. Danach

Zwischen den regionalen Börsen kommt es zu Regulierungswettbewerb

soll es zum Schutz der Anleger genügen, wenn ihnen nach Bekanntgabe einer positiven Widerrufentscheidung durch die Börse bis zum Wirksamwerden des Widerrufs hinreichend Zeit verbleibt, ihre Aktien über den regulierten Markt zu veräußern (im Fall der Frankfurter Wertpapierbörse beispielsweise ein Zeitraum von sechs Monaten, vgl. § 46 Abs. 1 S. 2 Nr. 2, Abs. 2 S. 3 BörsO Frankfurter Wertpapierbörse).



Im Gegensatz dazu hält die Börse Düsseldorf bewusst an einem Schutzkonzept in Anlehnung an die Macrotron-Rechtsprechung fest. Der Widerruf erfordert im Falle eines vollständigen Delistings weiterhin einen Beschluss der Hauptversammlung sowie ein § 31 WpÜG entsprechendes Kaufangebot (§ 56 Abs. 4 BörsO Börse





Düsseldorf). Handelt es sich jedoch um einen Rückzug aus dem regulierten Markt bei gleichzeitiger Einbeziehung der Aktien in das Qualitätssegment des Freiverkehrs (sog. Downlisting), belässt es auch die Börse Düsseldorf bei einer bloßen Fristenlösung. Die Börsen Hamburg und Hannover folgen diesem Beispiel insoweit, als

Die Frage ist, wie lange abfindungsfreie Delistings noch möglich bleiben

sie ebenfalls ein Kaufangebot verlangen (§ 42 Abs. 2 lit. b BörsO Börse Hamburg, § 42 Abs. 2 lit. b BörsO Börse Hannover).

Wiederum anders ist das Konzept der Börsen München und Berlin, die Kaufangebot und Hauptversammlungsbeschluss zwar nicht zwingend fordern, ihnen allerdings eine fristverkürzende Wirkung zubilligen (vgl. § 51 Abs. 2 Nr. 3, Abs. 3 BörsO Börse München, § 51 Abs. 2 BörsO Börse Berlin).

Rechtsschutzmöglichkeit der Anleger aktuell fraglich

Ungeklärt ist dabei, ob einem Anleger Rechtsschutzmöglichkeiten gegen die Entscheidung der Börse, die Zulassung von Aktien zum Handel im

regulierten Markt zu widerrufen, offenstehen. Zwar legte der BGH seiner FRoSTA-Entscheidung die Prämisse zugrunde, dass die betroffenen Aktionäre gegen die Widerrufsentscheidung im Verwaltungsrechtsweg, also mit Widerspruch und Anfechtungsklage, vorgehen könnten. Allerdings hatte das Verwaltungsgericht Frankfurt a. M. (Beschluss v. 25. März 2013, 2 L 1073/13) zuvor einen Eilantrag zur Sicherung eines Widerspruchs eines Aktionärs mangels drittschützender Wirkung von § 39 Abs. 2 BörsG als unzulässig verworfen. Die Norm schütze vielmehr nur die Anleger in ihrer Gesamtheit. Unter anderem gestützt auf diese Entscheidung haben jüngst auch einige Börsen den Drittschutz von Anlegern im Verfahren über den Widerruf der Zulassung verneint. Es bleibt abzuwarten, wie die Verwaltungsgerichte zukünftig entscheiden.

Unabhängig davon nutzt die Praxis den durch die FRoSTA-Entscheidung entstandenen Spielraum. Im Jahr 2014 erfolgten mehr als 20 Delistings aus dem regulierten Markt, daneben eine bedeutende Zahl von Rückzügen aus dem qualifizierten und einfachen Freiverkehr. Weitere Delistings sind angekündigt. Die Frage ist allerdings, wie lange abfindungsfreie Delistings noch möglich bleiben.

Gesetzliche Neuregelung im Rahmen der Aktienrechtsnovelle 2014?

So mehren sich die Stimmen, die angesichts der Kursverluste, die in den Delisting-Fällen der Post-





FRoSTA-Ära unmittelbar nach Ankündigung des Delistings zu beobachten waren, einen Ausbau des Anlegerschutzes fordern. Der Gesetzgeber hat diese Anregungen aufgegriffen und prüft zurzeit eine gesetzliche Neuregelung des Delistings im Rahmen der Aktienrechtsnovelle 2014 (BT-Drucks. 18/4349, S. 42 f.). Im Mai 2015 haben hierzu bereits Beratungen im Rechtsausschuss des Bundestages stattgefunden.

Erforderlich ist ein schlüssiges Konzept, welches die Interessen aller Beteiligten – des Unternehmens, seines Mehrheits- oder Ankeraktionärs und der Minderheitsaktionäre – berücksichtigt. Die vom Gesetzgeber zu beachtenden rechtspolitischen Stellschrauben betreffen dabei in erster Linie folgende fragliche Punkte: (i) einen Abfindungsanspruch der von einem Delisting betroffenen Aktionäre, (ii) eine etwaige Hauptversammlungszuständigkeit, (iii) eine Erstreckung des Anlegerschutzes auch auf Fälle eines bloßen Downlistings aus dem regulierten Markt in den qualifizierten Freiverkehr sowie (iv) die Gewährleistung angemessenen Rechtsschutzes.

Da die Diskussion um die rechtspolitische Neuausrichtung des Delistings noch andauert, ist eine zeitnahe gesetzliche Regelung im Rahmen der im Übrigen verabschiedungsreifen Aktienrechtsnovelle 2014 eher unwahrscheinlich. Nach den Stellungnahmen der vom Rechtsausschuss des Bundestages gehörten Experten zeichnen sich in einzelnen Fragen gleichwohl Tendenzen

ab. So besteht weitgehend Konsens, dass ein Delisting zukünftig nur gegen Barabfindung gewährt werden sollte. Hinsichtlich der Bemessung der Abfindung stehen allerdings noch unterschiedliche Regelungsmodelle zur Debatte. Leicht praktikabel wäre insbesondere eine Abfindung auf Basis des durchschnittlichen gewichteten Drei-Monats-Börsenkurses vor Ankündigung der

Unternehmen sollten das sich bald schließende „window of opportunity“ nutzen

Delisting-Entscheidung. Die Entscheidung der Hauptversammlung über ein Delisting wird hingegen ganz überwiegend als ebenso kostspieliger wie überflüssiger Formalakt abgelehnt. Gegen einen erforderlichen Hauptversammlungsbeschluss spricht auch, dass dies bei Erstreckung der Regelung auf ausländische Gesellschaften, die in Deutschland gelistet sind, einen Eingriff in das ausländische Gesellschaftsstatut bedeuten würde.

Unternehmen, die ein Delisting ins Auge gefasst haben, sollten in jedem Fall den weiteren Gesetzgebungsprozess genauestens verfolgen und gegebenenfalls das sich bald schließende „window of opportunity“ für ein abfindungsfreies Delisting nutzen.



■ Ausschreibungen – Private-Equity-Investitionen in Infrastrukturprojekte

Toralf Baumann (Scholtka & Partner) und Jens Hörmann (P+P)

Am 12. Februar 2015 ist die Freiflächenausschreibungsverordnung (FFAV) in Kraft getreten. Danach werden Förderberechtigungen für Photovoltaik-Freiflächenanlagen durch die Bundesnetzagentur (BNetzA) ausgeschrieben, wobei das einzige Zuschlagskriterium der Gebotswert ist, der dem anzulegenden Wert für die Bestimmung der Marktprämie gemäß dem EEG 2014 entspricht. Mit den in der FFAV vorgesehenen Pilotausschreibungen sollen erste Erfahrungen mit der Ermittlung der finanziellen Förderhöhe für erneuerbare Energien über Ausschreibungen gewonnen werden.



Die Vorgaben sind somit nicht nur für den Ausbau der Stromerzeugung aus Photovoltaik von Bedeutung, sondern sollen möglichst eine „Blau-pause“ für einen Systemwechsel bei der finanziellen Förderung der Stromerzeugung aus erneuerbaren Energien bieten.

Links:
Jens Hörmann (P+P)

37

Das Ausschreibungsverfahren

Nach der FFAV schreibt die BNetzA die finanzielle Förderung jeweils zum 1. April, 1. August und 1. Dezember eines Kalenderjahres aus, wobei die Ausschreibung acht bis sechs Wochen vor dem jeweiligen Gebotstermin bekannt zu machen ist. Die Ausschreibungsvolumina sind auf einen Zubau von Freiflächenanlagen von durchschnittlich 400 Megawatt pro Kalenderjahr ausgerichtet. Die Gebote müssen jeweils einen Umfang von einer installierten Leistung zwischen mindestens 100 Kilowatt und maximal 10 Megawatt haben.

Ausschlaggebend für den Zuschlag ist der jeweils gebotene Wert. Ein Gebot erfolgt grundsätzlich standortbezogen. Dem Gebot muss die Kopie eines Aufstellungs- oder Änderungsbeschlusses für einen Bebauungsplan, eines Offenlegungsbeschlusses oder eines bereits beschlossenen Bebauungsplans beigefügt sein. Weitere Voraussetzung für die Teilnahme an der Ausschreibung ist die Stellung einer finanziellen Erstsicherheit, die bei der BNetzA zu hinterlegen ist. Sie beträgt EUR 4,00 je Kilowatt multipliziert mit der Gebotsmenge. Liegt dem Gebot ein Offenlegungsbeschluss oder ein bereits beschlosse-



ner Bebauungsplans bei, reduziert sich die Erstsicherheit um die Hälfte.

Im Falle einer Zuschlagserteilung kann der Bieter die Ausstellung einer Förderberechtigung bei der BNetzA beantragen. Dann wird der anzulegende Wert bestimmt, der grundsätzlich dem jeweiligen Zuschlagswert entspricht. Sofern die Ausstellung nicht spätestens 24 Monate nach der Bekanntgabe beantragt wird, wird die bezuschlagte Gebotsmenge von der BNetzA entwertet. Wird die Ausstellung erst nach Ablauf des 18. Kalendermonats beantragt, verringert sich

In der ersten Ausschreibungsrunde war das Volumen überzeichnet

der anzulegende Wert um 0,3 Cent je Kilowattstunde. Der Verordnungsgeber geht also von einer Projektrealisierungszeit von 18 Kalendermonaten aus.

Spätestens am 10. Werktag nach Bekanntgabe der Zuschlagserteilung ist an die BNetzA eine Zweitsicherheit in Höhe von EUR 50,00 je Kilowattstunde multipliziert mit der bezuschlagten Gebotsmenge zu leisten. Mit dieser Zweitsicherung wird bezweckt, eine Forderung der Übertragungsnetzbetreiber aus einer möglicherweise durch den Bieter zu zahlenden Pönale abzuschließen. Die Pönale wird fällig, wenn innerhalb der

24-Monats-Frist für den Antrag auf Ausstellung einer Förderberechtigung mehr als 5 % der Gebotsmenge eines bezuschlagten Gebots entwertet worden sind. Daneben besteht für den Bieter aber die Möglichkeit, die jeweilige Menge bezuschlagter Gebote ganz oder teilweise an die BNetzA zurückzugeben. Geschieht dies innerhalb von 9 Monaten nach der Zuschlagsentscheidung, halbiert sich die Pönale auf die Hälfte.

Die Förderhöhe bemisst sich in der ersten Ausschreibung nach dem jeweiligen Gebot des Bieters in Cent pro Kilowattstunde („pay-as-bid“). In den nächsten beiden Ausschreibungen wird das Einheitspreisverfahren („uniform-pricing“) erprobt. Zuschläge für bestimmte Projekte können vom Bieter nicht auf andere Personen rechtsgeschäftlich übertragen werden. Nicht ausgeschlossen wird hingegen die rechtsgeschäftliche Übertragung einer Freiflächenanlage nebst dem Förderanspruch selbst.

Erste Erfahrungen

In der ersten Ausschreibungsrunde wurden 170 Gebote mit einem Volumen von 715 Megawatt abgegeben. Von diesen Geboten mussten aufgrund von Formfehlern 37 Gebote ausgeschlossen werden. Trotzdem war das Ausschreibungsvolumen von 150 Megawatt rund vierfach überzeichnet. Es wurden 25 Gebote mit einem Volumen von insgesamt 157 Megawatt bezuschlagt. Der niedrigste Gebotswert betrug 8,48 Cent je Kilowattstunde, während der höchst-





te erfolgreiche Gebotswert bei 9,43 Cent je Kilowattstunde lag. Im Durchschnitt betrug die Förderhöhe aller bezuschlagten Gebote 9,17 Cent je Kilowattstunde. Die Förderhöhe liegt damit deutlich unter dem Höchstwert der Ausschreibungsrunde von 11,29 Cent je Kilowattstunde.

Vertragliche Gestaltung

Als Bieter kommen natürliche und juristische Personen sowie Bietergemeinschaften in Betracht. Als Bieter können sich Entwicklungsgesellschaften und Investoren zusammenschließen, beispielsweise auch als Gesellschafter in einer bietenden Gesellschaft. Dann stellt sich die Frage der vertraglichen Regelungen zwischen dem Investor und der Entwicklungsgesellschaft. Dabei bietet sich an, dass der Investor und die Entwicklungsgesellschaft bereits vor der Teilnahme an dem Ausschreibungsverfahren einen Vorvertrag abschließen. Aufgrund des finanziellen Entwicklungsaufwandes, aber auch wegen der mit dem Ausschreibungsverfahren zusammenhängenden und zu besichernden Pönalen besteht ein Interesse daran, zumindest bestimmte Elemente des Vorvertrages rechtlich verbindlich auszugestalten. Regelungsbedarf besteht vor allem im Hinblick auf folgende Punkte:

- Die Teilnahme am Ausschreibungsverfahren. In der Praxis bereitet der Entwickler die Ausschreibung vor. Der Investor ist über den Verfahrensablauf in Kenntnis zu halten. Ände-

rungen bzw. die Rücknahme des Angebotes bedürfen seiner Zustimmung.

- Die erforderliche Bestellung der Erst- und Zweitsicherheit und einer entsprechenden Risikoallokation zwischen den Parteien.
- Den wesentlichen Inhalt und Zeitpunkt der abzuschließenden Verträge. Eine Besonderheit dabei ist, dass die Höhe der finanziellen Förderung zum Zeitpunkt des Abschlusses des Vorvertrages noch nicht feststeht. Insofern sind gegebenenfalls variable Preismodelle zu entwickeln. Abzuschließende Verträge sind klassischerweise (i) der Kaufvertrag, mit dem gegebenenfalls die Anteile an der bietenden Projektgesellschaft an den Investor veräußert werden, (ii) der Vertrag zur Entwicklung und Erstellung der notwendigen technischen Anlagen, einschließlich des Anlagenkaufvertrages, (iii) der Wartungs- bzw. Managementvertrag sowie (iv) die Verträge über den Netzanschluss und die Direktvermarktung.
- Die Art und Weise der durch den Investor durchzuführenden Due Diligence und die Berücksichtigung der entsprechenden Ergebnisse.
- Die Kostentragung.

Aus Sicht des Investors kann noch angezeigt sein, dass der Entwickler ihm garantiert, dass im Hinblick auf die Teilnahme an dem Ausschreibungsverfahren kein Ausschlussgrund vorliegt.

Oben:
Toralf Baumann (Scholtka
& Partner)



■ Verteidigung der GmbH-Gesellschafterstellung in der Insolvenz

Dr. Jan Markus Plathner (Brinkmann & Partner) und Katharina Reuther (P+P)

40 Unten:
Katharina Reuther (P+P)

In der Praxis machen sich die Gesellschafter in der Regel erst in der Insolvenz ihres Unternehmens bzw. kurz vor der Insolvenz Gedanken darüber, ob und wie sie ihre Gesellschafterstellung in der Insolvenz verteidigen können. Zu diesen Zeitpunkten besteht allerdings kaum noch Raum für insolvenzfeste Schutzmaßnahmen, d.h. Maßnahmen, die nach Insolvenzeröffnung nicht mittels einer Anfechtung durch den Insolvenzverwalter wieder rückgängig gemacht werden

können. Daher ist es ratsam, bereits vor der Unternehmensgründung bzw. dem Investment über die Positionierung der Gesellschafter und mögliche Strategien zum Schutz der Gesellschafterstellung im Insolvenzzenario nachzudenken und geeignete Maßnahmen zu ergreifen, um damit auch die Sanierung im Verfahren zu unterstützen.

Im Insolvenzverfahren ist der Insolvenzverwalter verpflichtet, das Vermögen des Schuldners bestmöglich im Sinne der Gläubiger zu verwerten. Die Interessen der Gesellschafter hat der Insolvenzverwalter erst zu berücksichtigen, wenn sichergestellt ist, dass die Ansprüche der Gläubiger aus der Insolvenzmasse in voller Höhe befriedigt werden können.

Ziel von Schutzmaßnahmen zugunsten eines Gesellschafters ist es daher, ihm die größtmögliche Einflussnahme auf das Insolvenzverfahren zu ermöglichen. Ein Patentrezept hierfür gibt

Betriebsaufspaltungen eignen sich häufig als Präventivmaßnahme

es nicht. Die Handlungsmöglichkeiten müssen im Einzelfall individuell ermittelt werden.

Der Schutz der Gesellschafterstellung in der Insolvenz kann beispielsweise durch eine Betriebsaufspaltung erreicht werden. Hier wird durch die Trennung wesentlicher Assets – wie





beispielsweise International-Property-Rechte, Betriebsgrundstücke, Kundenverträge – vom operativen Geschäft die Verwertung des Geschäftsbetriebs als Ganzes erschwert. Gleichzeitig erhöhen sich die Chancen der Gesellschafter, mit einem eigenen Erwerbsangebot zum Zuge zu kommen und dadurch eine Sanierung im Verfahren zu fördern. Die Assets und das operative Geschäft werden zu diesem Zweck auf verschiedene Gesellschaften aufgeteilt. Der Verkauf eines

Pharmaunternehmens etwa ohne die für die Produktion erforderlichen Patente und ohne Aussicht, diese zu lizenzieren, dürfte ausgeschlossen sein. Zusätzlich sollten die Finanzierungskreise der einzelnen Gesellschaften weitestgehend getrennt gehalten werden, um im Insolvenzfall einen Dominoeffekt zu verhindern. Selbstverständlich muss der Gesellschafter bereit sein, den Wert der Assets noch einmal zu bezahlen, um seine Eigentümerstellung zu behaupten. Das Angebot muss in diesem Fall mindestens den tatsächlichen Wert der Assets widerspiegeln.

Daneben kann die Gesellschafterstellung durch eine frühzeitige und gezielte Planung der Insolvenz mit dem Ziel der Unternehmenssanierung – die Sanierungsfähigkeit des Unternehmens vorausgesetzt – geschützt werden. Hier kommt vor allem das Schutzschirmverfahren in Eigenverwaltung in Betracht. Diese Alternative ist nur gangbar, soweit das Unternehmen noch zahlungsfähig ist. Das Schutzschirmverfahren gewährt den Gesellschaftern vor Eröffnung des Insolvenzverfahrens bis zu drei Monate Zeit, um einen Insolvenzplan zu erarbeiten, der den Fahrplan für die Sanierung des Unternehmens aufzeigt. Bei einem ausgewogenen Planvorschlag muss der Eigenverwalter nicht zwingend einen M&A-Prozess durchführen, soweit die Voraussetzungen einer Sanierung ohne „Dual-Track“ gegeben sind. So kann das Risiko, dass die Gesellschafter ihre Gesellschafterstellung in der Insolvenz verlieren, zwar nicht gänzlich ausge-

Links:
Dr. Jan Markus Plathner
(Brinkmann & Partner)



42 Rechts:
Katharina Reuther (P+P),
Dr. Jan Markus Plathner
(Brinkmann & Partner)

geschlossen, aber doch wesentlich vermindert werden. Auch hier gilt, dass die Gesellschafter bereit sein müssen, einen eigenen Beitrag zur Sanierung des Unternehmens zu leisten. Werden die Gläubiger durch den Planvorschlag unverhältnismäßig belastet, lehnen sie ihn ab.

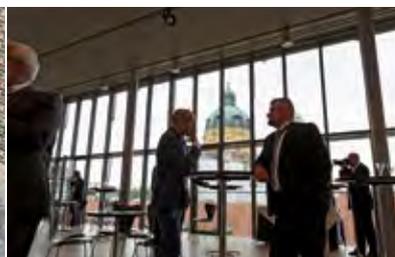
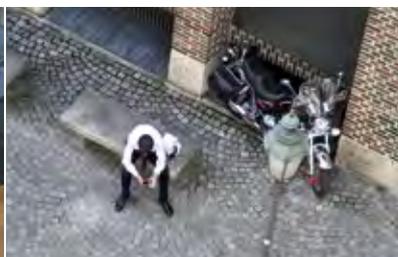
Im Übrigen sollten Gesellschafter vor der Kulisse einer möglichen Insolvenz Folgendes berücksichtigen:

Ein Insolvenzantrag kann bereits wegen drohender Zahlungsunfähigkeit gestellt werden. Das Management hat hier ein Antragsrecht, aber keine Antragspflicht. Die Rechtsprechung geht davon aus, dass das Management vor Antragstellung die Zustimmung der Gesellschafter einholen muss. Tut es dies nicht und entsteht den Gesellschaftern hierdurch ein Schaden, so sind die direkten Zugriffsmöglichkeiten der Gesellschafter

Eine frühzeitige Planung der Insolvenz schützt die Gesellschafterstellung

auf das Management jedoch begrenzt. Es empfiehlt sich daher, eine schadensersatzbewährte Unterlassungsvereinbarung mit dem Management zu treffen.

Des Weiteren sollten die Gesellschafter auch bei der Finanzierung des Unternehmens aus Gesellschaftermitteln das Insolvenzrisiko berücksichtigen.



sichtigen. Forderungen aus Gesellschafterdarlehen sind im Insolvenzfall grundsätzlich nachrangig nach den Forderungen der sonstigen Insolvenzgläubiger zu befriedigen. Vorsicht ist

Finanzierungsstrukturen müssen rechtzeitig durchdacht werden

auch beim Stehenlassen von Gewinnen in der Gesellschaft geboten. Diese werden im Insolvenzfall wie Gesellschafterdarlehen behandelt und sind im Fall der Ausschüttung und erfolgreichen Anfechtung durch den Insolvenzverwalter an die Insolvenzmasse zurückzugewähren. Der gesetzliche Nachrang von Forderungen aus Gesellschafterdarlehen ist jedoch ausgeschlossen, wenn die Beteiligung über eine sogenannte Un-



ternehmensbeteiligungsgesellschaft erfolgt. Die Unternehmensbeteiligungsgesellschaft muss behördlich anerkannt werden und ein Stammkapital von mindestens EUR 1 Mio. haben. Bezogen auf die Beteiligung an anderen Unternehmen unterliegt sie Beschränkungen in Bezug auf die Anschaffungskosten, die Beteiligungshöhe und die Haltedauer.

■ Frankfurter Insolvenz- und M&A-Forum 2015

P+P

Donnerstag, 17. September 2015, ganztägig

Gesellschaftshaus Palmengarten
Palmengartenstraße 11 | 60325 Frankfurt am Main

Dieses Jahr u.a. mit folgenden Themen:

- Die neuesten Entwicklungen im Distressed M&A-Markt
- Besonderheiten von Investorenprozessen im Rahmen der Eigenverwaltung
- Steuerliche Probleme beim Verkauf des schuldnerischen Betriebs durch den Insolvenzverwalter (Verkauf des Tafelsilbers unter Buchwert)
- Auswirkungen von Unitranche & Co. in Restrukturierung und Insolvenz

Wir würden uns sehr freuen, Sie und Ihre Kolleginnen und Kollegen beim **FIMA Forum 2015** willkommen zu heißen.

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

In Kooperation mit: **BUNDESVERBAND
MERGERS &
ACQUISITIONS E.V.**



„Der Weg zu höherer Rendite führt
nur über komplexere Transaktionen.“

Statement eines Panelteilnehmers auf der MUPET 2015



Stefan
Zweig
Abend
mit Karten



■ Fondsrestrukturierungen – ein neues Betätigungsfeld im Bereich Fund Secondaries

Tarek Mardini und Amos Veith (beide P+P)

46 Auf dem Podium, von links: Christiaan de Lint (Headway Capital Partners), James P. McConnell (Landmark Partners), Amos Veith und Tarek Mardini (beide P+P), Bernhard K. Engelien (Greenhill Cogent), Francesco Rigamonti (DB Private Equity)

Komplexität – der Weg zu höherer Rendite führt nur über komplexere Transaktionen. Dies war die einhellige Auffassung aller Beteiligten des zum vierten Mal auf der MUPET stattfindenden Panels zu Fund Secondaries.

Auch im zurückliegenden Jahr ist das Volumen von Fund Secondaries, also der Sekundärmarkt für Fondsbeteiligungen, erneut gewachsen. Die Schätzungen zum Marktvolumen reichen von USD 30 Mrd. bis USD 35 Mrd. Als ein Grund für das Wachstum wurde die zunehmende Reife des Marktes genannt. Auf Notverkäufe in der Finanzkrise bzw. Verkäufe aus regulatori-

schen Gründen (Stichwort: Volcker Rule bei Banken) folgten freiwillige Verkäufe aus Gründen des Portfoliomanagements. Daneben fanden auch einige Abverkäufe von Rest-Fondsportfolios von Dachfonds am Ende der Laufzeit statt (Tail-End-Fonds).

Als wachstumsfördernd erweisen sich auch die Verkaufspreise. Sie waren zuletzt bei steigenden Net Asset Values der Zielfonds auf hohem Niveau stabil. Schon im letzten Jahr wurden neben einstelligen Discounts bei Buy-out-Fonds auch vereinzelt Premiums geboten. Auf diesem Preisniveau waren viele Investoren bereit, sich von ihren Fondsbeteiligungen zu trennen. Zugleich ist viel „Dry Powder“ im Markt, da große Sekundärdachfonds aufgelegt wurden. In der Diskussion wurde deutlich, dass steigende Preise und erhöhter Wettbewerb durch opportunistische, nichttraditionelle Käufer die potentielle Rendite gefährden. Zugleich betonten die Teilnehmer, dass Discounts zum Kaufzeitpunkt immer nur eine Momentaufnahme darstellten und letztlich die Qualität der gekauften Assets entscheidend sei. Einige Marktteilnehmer versuchen, sinkende Rendite durch Einsatz von Leverage zu vermeiden.

Aussichtsreichster Weg zu einer höheren Rendite ist die Suche nach komplexen Transaktionen, bei denen Preisfindung und Umsetzung besondere Kenntnisse, erhöhten Personaleinsatz und Erfahrung erfordern. Darüber verfügen meist nur etablierte Secondary Players in ausreichendem Maße.



Mit dem Thema Komplexität knüpfte das Panel an die letztjährige Veranstaltung zu Fund Secondaries an, auf der komplexe Portfoliotransaktionen diskutiert wurden. Schwerpunkt des diesjährigen Panels „Fund Secondaries: Liquidity Solutions for Fund Restructurings“ war eine andere Form von komplexen Transaktionen: Restrukturierungen von Fonds unter Beteiligung von Sekundärinvestoren. Nach einer Umfrage von Collier Capital haben seit der Finanzkrise mehr als 80% der Investoren mindestens einen Vorschlag zu einer Fondsrestrukturierung erhalten. Viele Vorschläge werden am Ende nicht umgesetzt. Dennoch wurde deutlich, dass sich mit Fondsrestrukturierungen ein neues Betätigungsfeld für Sekundärinvestoren eröffnet.

Anlass und Ausgestaltung von Fondsrestrukturierungen können sehr unterschiedlich sein. Bei einigen Fonds stellt sich die Frage, wie

sich entweder daran zu beteiligen oder auszustiegen und sich (mit Abschlag) auszahlen zu lassen. Bei einigen Gestaltungen wird ein neues Fondsvehikel errichtet, das die Assets des alten Fonds erwirbt und dem die Roll-over-Investoren neben dem Sekundärinvestor beitreten (Roll-over Solution). In anderen Fällen tritt der Sekundärinvestor dem alten Fonds unter Verwässerung der

Als wachstumsfördernd erweisen sich die Verkaufspreise

das Restportfolio am Laufzeitende abgewickelt werden soll. Wenn noch Wachstumspotential gesehen wird und Kapitalbedarf besteht, kommt eine Restrukturierung in Form einer Rekapitalisierung durch einen neuen Sekundärinvestor in Betracht. Den Altinvestoren wird angeboten,





Oben, von links:
Christiaan de Lint (Headway
Capital Partners), James P.
McConnell (Landmark Part-
ners), Amos Veith und Tarek
Mardini (beide P+P),
Bernhard K. Engeli (Green-
hill Cogent)

Gewinnbezugsrechte der Altinvestoren bei (Whole
Fund Solution).

Die Motivation für eine Fondsrestrukturie-
rung muss im Einzelfall genau geprüft werden.
Vorsicht ist geboten: Wenn ein Fondsmanagement
bislang nicht in der Lage war, ein Portfolio im
Rahmen der Laufzeit abzuwickeln, muss gefragt
werden, warum dies nach einer Restrukturierung
gelingen soll (Stichwort: Zombie Funds). Aller-
dings wurde hervorgehoben, dass zunehmend
auch erfolgreiche Fondsmanager ihren Investoren
eine zeitnahe Liquiditätstlösung anbieten wollen.

In wirtschaftlicher Hinsicht erwächst die
Komplexität dieser Deals aus drei Punkten: dem
angemessenen Preis für das Restportfolio, dem
vorrangigen Gewinnbezugsrecht sowie der Ausge-
staltung der neuen wirtschaftlichen Incentive-

Erfahrene Intermediäre und Berater müssen den Prozess eng begleiten

zung des Managements („Neustart“). In rechtlicher
Hinsicht sind die Vorgaben der Fondsverträge zu
prüfen und gegebenenfalls zu ändern, um eine
Restrukturierung zu ermöglichen. Für das Modell
Private Equity, das sonst den Interessengleichlauf
von Investoren und Management betont, ergibt
sich dabei eine Reihe von ungewohnten Fragen
zum Umgang mit möglichen Interessenkonflikten
zwischen Management, Sekundärinvestoren,
Roll-over-Investoren und ausscheidenden Investo-
ren. Das Panel war sich einig, dass erfahrene
Intermediäre und Berater den Prozess einer
Fondsrestrukturierung eng begleiten müssen,
damit das Projekt ein Erfolg wird.

Über das Thema diskutierten Bernhard K. Engeli (Greenhill
Cogent), Christiaan de Lint (Headway Capital Partners), James P.
McConnell (Landmark Partners), Francesco Rigamonti (DB
Private Equity); Moderation: Amos Veith und Tarek Mardini
(beide P+P).



■ Wendepunkt für Darlehensfonds – erste Praxiserfahrungen mit der neuen Regulierung

Dr. Björn Holste (Prime Capital), Patricia Volhard (P+P) und MR Uwe Wewel

Die neuesten Entwicklungen bestätigen ein grundlegendes Umdenken der Finanzaufsicht in der Behandlung von Darlehensfonds in Deutschland. Darlehensfonds sind Fonds, die über Fremdkapitalinstrumente in Unternehmen, Projektgesellschaften und Immobiliengesellschaften investieren; sie stellen ihren Zielinvestments Darlehen zur Verfügung.

Bisher war es Investmentfonds in Deutschland nur in sehr begrenztem Umfang möglich, in Darlehen zu investieren. Die gewerbliche Ausgabe von Darlehen ist als Bankgeschäft erlaubnispflichtig und als solches Banken vorbehalten. Dies betrifft auch die Darlehensausgabe durch ausländische Investmentfonds, die aktiv an deutsche Unternehmen herantreten.

Abgesehen von eng begrenzten Ausnahmen, in denen das Investmentrecht die Darlehensausgabe für zulässig erachtet, waren Darlehensfonds bisher darauf angewiesen, Darlehen

reichte sie anschließend in unverbriefter oder verbrieft Form an einen Darlehensfonds weiter.

Jedoch wurde jede Veränderung des Darlehensvertrages ebenso wie die Auszahlung des Darlehensbetrages als Bankgeschäft angesehen, das durch die Fronting-Bank erfolgen musste. Gerade in Bereichen, die mit der Restrukturierung von Darlehen verbunden sind oder in denen die Auszahlung des Darlehens in Tranchen erfolgt, ist diese Lösung daher praktisch nur schwer zu handhaben.

Neueste Entwicklungen bestätigen ein Umdenken der Finanzaufsicht

zu erwerben. Der Erwerb von Darlehen war auch bislang, im Gegensatz zur Ausgabe, investmentrechtlich und bankrechtlich zulässig. Gestaltet wurde der Erwerb über sogenannte Fronting-Banken. Die Fronting-Bank gab Darlehen aus und



Links:
Patricia Volhard (P+P)



50 Unten, von links:
MR Uwe Wewel, Patricia
Volhard (P+P), Dr. Björn
Holste (Prime Capital)

Darlehensausgabe unter der europäischen Banken- und Investmentregulierung

Unsere europäischen Nachbarn schränken die Tätigkeit von Darlehensfonds weit weniger ein. Die europäische Bankenregulierung fordert die Behandlung der Darlehensausgabe als Bankgeschäft nur dann, wenn sie zusammen mit dem Einlagengeschäft betrieben wird. Während die meisten EU-Mitgliedsstaaten sich hiermit begnügen, behandeln nur einige wenige (Deutschland, Frankreich und Österreich) bereits das isolierte Kreditgeschäft als Bankgeschäft. Daher können

Darlehensfonds in anderen EU-Mitgliedsstaaten unproblematisch Darlehen ausgeben, ohne mit der Bankenaufsicht in Konflikt zu geraten (vorausgesetzt, sie betreiben nicht gleichzeitig das Einlagengeschäft).

Die AIFM-Richtlinie, die erstmals eine einheitliche Regulierung des europäischen Investmentrechtes vornimmt, beschränkt sich

Die Veröffentlichung des BaFin-Merkblatts vom 12. Mai 2015 brachte den Wendepunkt

grundsätzlich auf die Regulierung der Fondsmanager und macht gerade keine Vorgaben für die Fonds. Eine solche Produktregulierung findet sich nur in den im Zusammenhang mit der AIFM-Richtlinie erlassenen oder geplanten Verordnungen (EuVECA, EuSEF, LTIF). Hier sieht der europäische Gesetzgeber (in gewissen Grenzen) die Darlehensausgabe aber als zulässige Investitionstätigkeit.

Darlehensausgabe als kollektive Vermögensverwaltung – die neue Verwaltungspraxis der BaFin

Der Wendepunkt für Deutschland kam mit der Veröffentlichung des BaFin-Merkblattes vom 12. Mai 2015. In Vorwegnahme einer wohl geplanten



ten Änderung des KAGB betrachtet die BaFin von nun an die Darlehensausgabe durch alternative Investmentfonds, für die das KAGB selbst keine besondere Produktregulierung vorsieht, grundsätzlich als kollektive Vermögensverwaltung. Hierdurch wird die Darlehensausgabe durch Investmentfonds der Bankaufsicht entzogen. Das KAGB soll die kollektive Vermögensverwaltung als Spezialgesetz gerade abschließend regeln, ohne sie einer zusätzlichen Regulierung durch das KWG auszusetzen. Dieser Grundsatz ist bereits heute durch eine Bereichsausnahme im KWG verankert.

Die veränderte aufsichtsrechtliche Haltung zu Darlehensfonds spiegelt sich auch in der neueren Entwicklung der Regulierung der Versicherungsunternehmen und Pensionskassen. Versicherungsunternehmen und Pensionskassen können seit der Änderung der Anlageverordnung, in Kraft seit März dieses Jahres, auch in (AIFMD-konforme) EU-Fonds investieren, die zu 100 % in Darlehen investiert sind. Vorher war der Erwerb von Darlehensfonds nur unter sehr restriktiven Bedingungen möglich.

Empfehlungen der BaFin

Sowohl auf nationaler als auch auf europäischer Ebene bestehen aber zugleich Bedenken gegen die uneingeschränkte Darlehensausgabe durch Investmentfonds. Diesen unter dem Stichwort „Schattenbankregulierung“ diskutierten Bedenken soll wohl auch die geplante Änderung des



KAGB Rechnung tragen. Vorausschauend empfiehlt die BaFin daher bereits jetzt die Beachtung gewisser Voraussetzungen.

Zum Beispiel sollten zur Vermeidung einer Fristeninkongruenz grundsätzlich nur geschlossene Fonds Darlehen ausgeben. Die Vergabe von Konsumentenkrediten soll weiterhin unzulässig bleiben, und gegen die Verwendung von Hebelfinanzierung meldet die BaFin Bedenken an. Die Vermeidung von Interessenkonflikten soll ebenso gewährleistet werden wie eine ausreichende Risikodiversifizierung. Manager von Darlehensfonds sollten besondere Organisations- und Verhaltenspflichten erfüllen, insbesondere die Einhaltung bestimmter für die Kreditvergabe durch Banken vorgeschriebener Anforderungen an das Risikomanagement (MaRisk). Diese Pflichten sollten ebenfalls für nur registrierte sogenannte



„kleine“ Fondsmanager gelten, die eigentlich von den Verhaltens- und Organisationspflichten des KAGB im Wesentlichen ausgenommen sind.

Behandlung von EU- und Drittstaatenfonds

Eine weitere überaus relevante Frage ist die Zulässigkeit der Darlehensausgabe durch ausländische Fonds an deutsche Unternehmen. Das Merkblatt der BaFin schweigt zu diesem Problem. Für EU-Fonds/EU-Manager ergibt sich die Rechtslage aus § 2 (1) Nr. 3 c KWG: Bereits heute werden EU-Manager bei der kollektiven Vermögensverwaltung ihrer Fonds von der Bankenregulierung ausgenommen. Durch die Anerkennung der Darlehensausgabe als kollektive Vermögensverwaltung greift die Bereichsausnahme nun auch für die Darlehensausgabe durch EU-Fonds/EU-Manager. Ungeklärt bleibt allerdings die Rechtslage für Drittstaatenfondsmanager/-fonds. Diese müssen sich wohl weiterhin auf das Modell der Fronting-Bank verlassen.



Rechts:
Patricia Volhard (P+P), Dr.
Björn Holste (Prime Capital)

Fazit

Die geänderte Verwaltungspraxis der BaFin ist eine äußerst erfreuliche Entwicklung. Sie leistet einen großen Beitrag zur Vereinheitlichung des europäischen Marktes. Ein einheitliches Verständnis zulässiger Investitionstätigkeiten ist gerade nach Umsetzung der AIFM-Richtlinie auch unter

Die geänderte Verwaltungspraxis der BaFin ist eine erfreuliche Entwicklung

Wettbewerbsgesichtspunkten wünschenswert. Die Möglichkeit, Investmentfonds mit dem EU-Pass europaweit zu vertreiben, macht eine einheitliche Handhabung erforderlich, um eine Wettbewerbsverzerrung zu vermeiden.

Außerdem kann so eine steigende Nachfrage des Marktes bedient werden. Nachdem die Banken als klassische Kreditgeber sich in den letzten Jahren deutlich zögerlicher zeigten, bieten sich hier gute Geschäftschancen für Darlehensfonds. Ebenso erfreulich ist, dass die neue Verwaltungspraxis und die Änderung der Anlageverordnung einander ergänzen. Sowohl für Investoren als auch für Fondsmanager und ihre Produkte ist ein stimmiges Gesamtkonzept der vielen relevanten Regelwerke von großer Bedeutung.



■ Aktuelles zu Fund Terms

Tarek Mardini und Amos Veith (beide P+P)

Trotz einiger Wolken am Fundraising-Himmel konnten Fondsmanager beim Einsammeln von Investorengeldern für neue Fonds zuletzt von viel Sonnenschein berichten. Anlass genug, die aktuellen Vertragsbedingungen (Terms and Conditions) bei Private-Equity-Fonds näher zu beleuchten.

Betrachtet man das rechtliche Umfeld, in dem sich Fonds und Investoren bewegen, dann kommt nicht viel Freude auf. Die Fonds sind mit dem „Verdauen“ der letzten regulatorischen Änderungen beschäftigt. Interne Strukturen, Verfahrensabläufe und Vertrieb aus einer unregulierten Welt mussten an die Brave New World des KAGB und der AIFM-Richtlinie angepasst werden. Auch viele Investoren haben aufsichtsrechtliche Anpassungen hinter und teilweise noch vor sich (AnlV/Solvency II bei Versicherungen; CRD IV/Volcker Rule bei Banken etc.). Und in der Pipeline des Gesetzgebers rollt schon die nächste Regulierungswelle heran (ELTIF, EU-Kapitalmarktunion ...). Ähnlich sieht es auf der steuerlichen Seite mit „Dauerbrennern“ wie der Veräußerungsgewinnbesteuerung (§ 8 b KStG) und der großen Reform der Investmentbesteuerung aus.

Schaut man hingegen auf die Fundraising-Zahlen, dann ist in den letzten Jahren – gerade was das Fundraising in Europa anbelangt – ein solider Anstieg festzustellen. Auch die Nachfrage der Investoren nach neuen Fondsinvestments hat zuletzt zugenommen. Ein wichtiger Faktor dafür



ist die Niedrigzinspolitik der Zentralbanken. Vorhandene Liquidität führte zu steigenden Bewertungen und Rekordsummen bei Exits. Zum ersten Mal seit der Finanzkrise verkürzen sich die Haltdauern von Portfoliobeteiligungen.

Bei genauerer Betrachtung zeigt sich aber, dass die Zeiten nicht für jeden Manager rosig sind. Man kann von einem „Fundraising der zwei Geschwindigkeiten“ reden. Da sind zum einen die Manager, die das von ihnen angestrebte Fondsvolumen nach wenigen Monaten Fundraising erreichen und übertreffen. Bei diesen Fonds müssen

Oben, von links:
Tarek Mardini (P+P),
Marcel Müller-Marbach (EIF
European Investment Fund),
Amos Veith (P+P)



54 Unten, von links:
Tarek Mardini (P+P),
Marcel Müller-Marbach (EIF
European Investment Fund)

Investoren fürchten, am Ende nicht ihre volle Allokation zu erhalten. Auf der anderen Seite gibt es Teams, die auch nach 24 Monaten Investorensuche hinter den Erwartungen zurückbleiben. Statistisch gesehen zeigt sich bereits beim ersten Closing anhand von Dauer und eingesammeltem Kapital, ob das Fundraising ein Erfolg werden wird. Umso wichtiger ist ein erfolgreiches erstes Closing. Finanzielle und sonstige Anreize (Early Bird Discounts, Co-Investmentrechte, Beiratssitze etc.) für First-Closing-Investoren können zum Er-

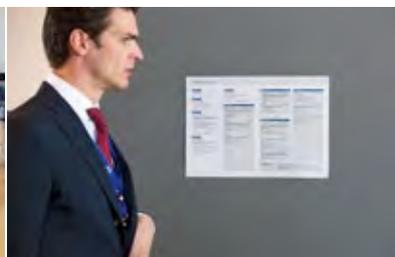
folg beitragen. Am Ende kommt es aus Investorensicht aber auf Team, Track Record und Anlagestrategie an.

Im Mittelpunkt jeder Diskussion über Fund Terms stehen die Economics. Hier ist seit einiger Zeit steter Investorendruck zu verspüren, dem sich auch die erfolgreichen Manager nicht gänzlich entziehen können. Um den Interessengleichlauf zwischen Management und Anlegern sicherzustellen, erwarten Investoren eine Beteiligung des Managements am Fonds („skin in the game“). Traditionell beträgt dieser Anteil 1 % des Fondsvolumens. Dies ist auch immer noch der Regelfall. Es ist jedoch zu beobachten, dass sich der Anteil bei vielen Fonds – jedenfalls solchen mit größeren Teams und mehreren Fondsgeneratio-

Investoren erwarten eine Beteiligung des Managements

nen – auf 2 % bis 3 % oder mehr erhöht hat. Dieses Alignment of Interests ist wichtig für den langfristigen Erfolg von Private Equity und erklärt, warum sich die grundlegenden ökonomischen Parameter bei Private-Equity-Fonds auch nach der Finanzkrise nicht geändert haben.

Investoren fordern zudem eine höhere Kostentransparenz, etwa die Offenlegung von Budgets bzw. detaillierte Kostenübersichten.



Auf derartige – früher unübliche – Forderungen sind Fondsmanager heute vorbereitet. Der Trend geht zu individuellen Lösungen bei der Höhe der Management Fee, abhängig von Strategie, Marktsegment und Teamgröße. Aus Managementsicht liegt darin auch eine Chance. Denn bei bestimmten Anlagestrategien, die besonders personalintensiv sind (z. B. Turnaround-Fonds), lassen sich durch offengelegte Budgets im Einzelfall sogar höhere Fees als die üblichen 1,75 % bis 2,25 % des Fondsvolumens begründen.

Die Diskussionen über die Management Fee drehen sich verstärkt um Fragen, die früher nur selten verhandelt wurden (z. B. Beginn, Zeitpunkt und Umfang der Reduzierung nach Ende der Anlageperiode). Neben Early Bird Discounts versuchen Anleger auch, Abschläge wegen hoher Zeichnungshöhe oder Loyalty Discounts zu erhalten. Dies ist noch nicht der Regelfall, aber Manager müssen auf solche Forderungen vorbereitet sein.

Bei sonstigen Fees, also Transaktions- und Beratungsgebühren sowie anderen Vergütungen, die Fondsmanager von Portfoliogesellschaften bzw. Dritten beziehen, lässt sich hingegen allgemein feststellen, dass Investoren eine Vollarrechnung dieser Fees auf die Management Fee erwarten. Nur wenige Manager schaffen es, dieser Forderung nicht nachzugeben (und z. B. nur eine 80%ige Anrechnung durchzusetzen). Die Investoren erfahren in der Frage der Fee-Transparenz auch aufsichtsrechtliche Unterstützung. Die US-Aufsichtsbehörde SEC hat das Thema in den

Mittelpunkt ihrer Enforcement-Aktivitäten gerückt, nachdem bei behördlichen Prüfungen einzelner Manager festgestellt wurde, dass Fees vereinzelt nicht offengelegt wurden. Der Trend

Manager sollten sich auf neue Diskussionen über Management Fees vorbereiten

geht klar zur Vollarrechnung, und Manager sind gut beraten, nicht dagegenzuhalten, sondern ihre Energien für andere Themen einzusetzen.

Beim Carried Interest – also der kapitaldisproportionalen Gewinnbeteiligung des Fondsmanagements – ist bemerkenswert, dass der globale Trend zur Whole-of-Fund-Berechnungsmethode sich nun auch in den USA weitgehend durchgesetzt hat. Der Anteil von Fonds mit Deal-by-Deal-Berechnung, der 2010/11 in den USA noch 49 % betrug, sank 2013/14 auf 28 %. Bei 74 % aller US-Fonds und 85 % aller europäischen Fonds findet die Whole-of-Fund-Methode Anwendung. Da bei Whole-of-Fund-Modellen Überzahlungen von Carry schwerer möglich sind, haben sich die Diskussionen über die Besicherung des General Partner Clawback etwas entspannt. Personal Guarantees der einzelnen Carry-Bezieher sind inzwischen weit verbreitet und üblicher als



Oben:
Amos Veith (P+P)



Punkten haben sich Investoren die ILPA-Forderungen zu eigen gemacht, ohne in Verhandlungen ausdrücklich auf sie Bezug zu nehmen. Deshalb kann der Eindruck entstehen, dass die Bedeutung von ILPA abnimmt, auch wenn dies der Sache nach nicht der Fall ist. Verhandlungen zu Fund-Governance-Themen drehten sich zuletzt verstärkt um technische Ausgestaltungen der Key-Person-Klauseln, Investor-Giveback-Obligationen und No-Fault-Rechte.

Bei Operations und der Fondsdokumentation stechen zwei Entwicklungen ins Auge. Seit einiger Zeit rückt „verantwortliches Investieren“, besser bekannt unter dem Kürzel ESG (Environmental, Social and Governance), in den Fokus. Die Nachfrage von Investoren nach ESG-konformen Investments wird nun von Fondsmanagern aktiv aufgegriffen. Viele haben erkannt, dass es sich dabei um eine Core Value Creation Strategy handelt. Entsprechend geht es nicht mehr um das Ob, sondern nur noch um das Wie von ESG-Programmen, also die Umsetzung auf Ebene von Fonds und Portfoliogesellschaften. Sorge bereitet den Managern aber die Flut an Side-Letter-Anfragen der Investoren. Das Verhandeln von vertraglichen Nebenabreden nimmt viel Zeit in Anspruch. Entsprechende Side-Letter-Kompendien, Teil der Closing Bible, erreichen fast Buchstärke. So überrascht es nicht, dass Fondsmanager dazu übergehen, die Wahlrechte im Rahmen der Meistbegünstigungsklausel vom jeweiligen Zeichnungsbetrag des Investors abhängig zu machen.



Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass die Entwicklung der Fund Terms zuletzt nach dem Motto „Evolution statt Revolution“ erfolgte. Stabilität in unruhigen Zeiten – danke scheinen sich Investoren und Fondsmanager zu sehen.

Oben, von links:
Tarek Mardini (P+P),
Marcel Müller-Marbach (EIF
European Investment Fund),
Amos Veith (P+P)

Über das Thema diskutierten im Workshop Marcel Müller-Marbach (EIF European Investment Fund) sowie Amos Veith und Tarek Mardini (beide P+P).



■ Selected Tax Issues in the Context of Private Equity Funds

Dr. Peter Bujotzek (P+P), Damien Crossley (Macfarlanes), and Jan Neugebauer (Arendt & Medernach)

58 Unten, von links:

Damien Crossley (Macfarlanes), Dr. Peter Bujotzek (P+P), Jan Neugebauer (Arendt & Medernach)

Structuring Private Credit Funds

In the closed ended credit space, we see three core strategies: special opportunities, junior credit, and senior secured credit.

Fund Jurisdiction

The general preference for a closed ended credit fund is a limited partnership. The choices for limited partnership jurisdictions are UK; Luxembourg; far offshore (for example, Cayman Islands and BVI); and near offshore (Guernsey and Jersey). Recently, Ireland has revised its limited

partnership regime but we have not yet seen this structure used to date. Previously, the choice was principally tax driven, however, now regulatory factors and investor requirements are equally important.

For example, if the fund manager wishes to benefit from the marketing passport under AIFMD, both the fund and the manager will need to be EU based. Furthermore, many European institutional investors are requiring onshore structures for tax, regulatory and/or reputational reasons.

With this increased desire for onshore limited partnership fund structures, and with UK structures posing VAT and remittance issues for the fund manager and any UK resident non-domiciled individual investors respectively, the Luxembourg limited partnership (see below) has become increasingly popular. However, for managers who are less concerned with the European investor market, the Cayman Islands remain the most popular jurisdiction as this is familiar to US and Middle East investors.

Asset Holding Structure

If loans were made and held directly in a limited partnership fund vehicle, the fund would suffer interest withholding tax (WHT) on credit investments in countries such as UK and Spain. Investors will expect the fund to structure its investments to avoid interest WHT at source. Indeed, investors are increasingly requiring underlying withholding tax to be treated as a fund expense.



The usual way for credit funds to avoid interest WHT at source is to make and hold loans through a Luxembourg subsidiary company. Care should be taken in the funding of any such Luxco to ensure that its beneficial ownership of underlying investments is not compromised and to ensure that underlying capital gains are not converted into income for UK tax purposes through the structure.

Luxembourg Limited Partnerships

In addition to the implementation of the AIFMD, the Luxembourg legislator introduced significant changes in the Luxembourg corporate and tax law, in particular with the modernization of the existing common limited partnership (société en commandite simple – CLP) and the creation of a new investment vehicle, the special limited partnership (société en commandite spéciale – SLP). In order to mirror the existing limited partnership regimes in the Anglo-Saxon jurisdictions, the SLP does from a Luxembourg perspective not have legal personality whereas the CLP has legal personality.

Luxembourg Limited Partnership Tax Regime

Even though CLPs have a distinct legal personality from their partners for corporate law purposes they are – as the SLP – tax transparent for Luxembourg corporate income tax (impôt sur le revenu des collectivités – CIT) and net wealth tax (impôt sur la fortune – NWT).

A SLP and a CLP may however be subject to municipal business tax (impôt commercial communal – MBT) if it carries out a commercial activity or by virtue of the business-taint theory (Geprägetheorie) if the general partner owns 5% or more of the capital or economic interest in the CLP.

Whereas the Luxembourg AIFM Law had modified the business-taint theory in order to allow an opt-in for or against a business-tainting, the Luxembourg tax law was not directly amended with regard to the definition of a business activity. A “business activity” is generally defined as any independent for profit activity that is exercised in a permanent manner and participates to the economic life in general. In a fund context,

Care should be taken in the funding of any Luxembourg company

the qualification of a CLP/SLP as carrying out a business activity had thus been in certain scenarios doubtful.

In order to address the need for clarification, the Luxembourg tax administration issued on 9 January 2015 a Circular Letter L.I.R. No. 14/4 which confirms that an unregulated CLP/SLP which qualifies as an AIF within the meaning of the AIFM Law is deemed not to be conducting a





60 Oben, von links: Damien Crossley (Macfarlanes), Dr. Peter Bujotzek (P+P)

business activity and will not be subject to MBT, unless its general partner holds 5% or more of the interests in the CLP/SLP.

AIFs/AIFMs Cross-Border Situations

In order to avoid potential double taxation, the AIFM Law provides that AIFs established outside Luxembourg but managed by a Luxembourg AIFM

This discrimination of AIFs against certain eligible investment funds infringes EU law

are not subject to Luxembourg tax (i.e., CIT, MBT, and NWT). However, the contrary case of a foreign AIFM managing a Luxembourg resident AIF, is not expressly dealt with. Such case must from a corporate law and VAT perspective be carefully managed in order to ensure the (tax) residency of the AIF in Luxembourg.

VAT Exemption for Management of Investment Funds (C-595/13; Fiscale Eenheid X)

The German legislation transposing the VAT exemption granted by the 6th VAT System Directive (VAT Directive) for the “management of special investment funds as defined by Member States” is limited to UCITS-type “investment funds” within

the meaning of the German Investment Tax Act. As a result, management services rendered with respect to German private equity funds as well as other AIFs are not eligible for the VAT exemption, but subject to value added tax (VAT) at a current rate of 19%.

This discrimination of AIFs against certain eligible investment funds not only adversely impacts the attractiveness of Germany as private equity market but also infringes, in our judgment, EU law. This analysis is supported by the opinion of the Advocate General of the Court of Justice of the European Union (CJEU) rendered in the case “Fiscal Eenheid X” (C-595/13) in May 2015.

Questions Referred for Preliminary Ruling

Dutch fiscal authorities and a real estate management company disagreed about whether and to what extent certain fund-related as well as asset-





related services rendered by the management company fall under the notion of investment fund “management” and were VAT exempt.

The Dutch court raised doubts as to whether real estate funds are as such eligible for the aforementioned VAT exemption and thus referred the following questions for preliminary ruling to the CJEU:

May real estate funds be regarded as “special investment funds” within the meaning of the VAT Directive?

If so, does actual management of real estate fall under the notion of “management”?

With respect to the first question, the Advocate General concludes as follows:

Investment vehicles which are subject to investment regulations benefit from the EU VAT exemption, subject to the following differentiation.

Investment vehicles that are subject to European investment regulation (e.g. UCITS) are automatically eligible for the VAT exemption. This condition was not met in the case at hand with respect to the relevant pre-AIFMD time period. However, the Advocate General makes it very clear that the AIFMD regulation triggers the eligibility of AIFs for the VAT exemption.

If Member States impose investment regulation under national law on investment vehicles, then the Member States should grant the VAT exemption to such investment vehicles when the rationale of the VAT Directive, in particular the principal of fiscal authority, so requires.

Conclusions

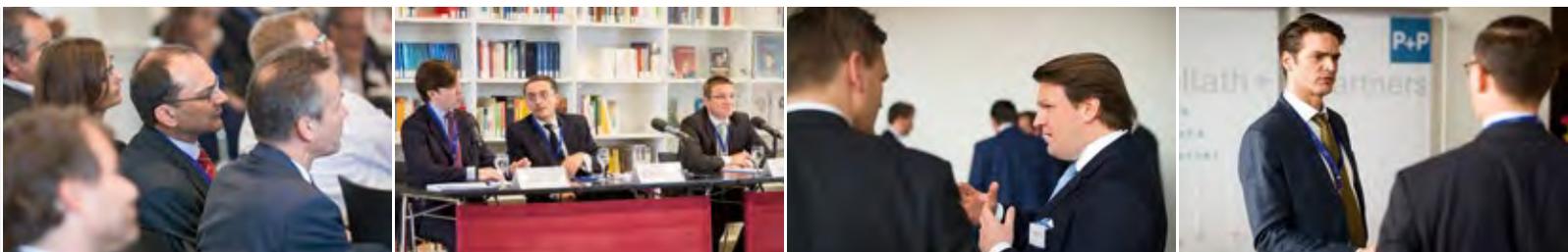
It remains to be seen whether the CJEU follows the opinion of the Advocate General. Assuming so, the conclusions should be unambiguous:

The discretion of the Member States regarding the definition of the term “special investment funds” is superseded by the European harmonized investment regulatory law.

All AIFs, including private equity funds, are eligible for the VAT exemption.

Germany must amend its VAT law accordingly, and expand the VAT exemption for “investment funds” to all AIFs.

Links:
Jan Neugebauer (Arendt & Medernach)



■ Crowdfunding und das Kleinanlegerschutzgesetz

Felix Mocker (P+P)

62 Unten, von links:
Philipp Möhring (AngelList Europe), Dr. Andreas Rodin (P+P), Karsten Wenzlaff (ikosom)

Crowdfunding ist im Bewusstsein der Menschen angekommen, und so überrascht es nicht, dass auch im vergangenen Jahr 2014 der Markt der equitybasierten Schwarmfinanzierungen erneut vielfältiger geworden ist. Daher dürfen die im Vergleich zum gesamten deutschen VC-Finanzierungsmarkt noch relativ geringen Volumina nicht über die Relevanz des Crowdfunding hinwegtäuschen, auch wenn laut Crowdfunding-Monitor 1/2015 das Finanzierungsvolumen gegenüber 2013 leicht gesunken ist.

Die zunehmende Bedeutung des Crowdfunding wird dadurch bestätigt, dass sich auch auf gesetzgeberischer Seite im letzten Jahr einiges bewegt hat, um das in Deutschland noch relativ junge Phänomen legislativ zu ordnen. Dazu hat der Deutsche Bundestag auf einen Gesetzentwurf der Bundesregierung vom November 2014 hin am 23. April 2015 das sogenannte Kleinanlegerschutzgesetz (KASG) verabschiedet, was von der unter dem Dachverband Deutscher Crowdfunding Verband e. V. versammelten Branche



aufmerksam und kritisch beobachtet wurde. Das KASG verfolgt einen produktorientierten Verbraucherschutzansatz. Regelungsmittelpunkt ist das Vermögensanlagengesetz (VermAnlG), das den Vertrieb von Vermögensanlagen regelt, wie sie auch über die Crowdfunding-Plattformen vermittelt werden. Es geht dabei konkret um partiarische (Nachrang-)Darlehen, Genussrechte und – mit sinkender Bedeutung – auch stille Gesellschaftsbeteiligungen.

Die genannten Vermögensanlagen unterliegen grundsätzlich einer Prospektpflicht nach § 6 VermAnlG. Zusätzlich muss ein dreiseitiges Vermögensanlageninformationsblatt (VIB) erstellt werden. Durch das KASG werden die bisher vorhandenen Ausnahmetatbestände des

Haftungsverhältnisse der Crowdfunding-Plattformen sind noch weitestgehend unangetastet

§ 2 VermAnlG nun zugunsten von Schwarmfinanzierungen durch partiarische (Nachrang-)Darlehen erweitert. Der zu diesem Zweck neu eingefügte § 2 a VermAnlG n. F. enthält allerdings gewichtige Begrenzungen: Das Emissionsvolumen von sämtlichen vom Zielunternehmen angebotenen Vermögensanlagen darf EUR 2,5 Mio.

nicht übersteigen, und anlegerseitig wird eine Zeichnungsgrenze von grundsätzlich EUR 1.000 pro Emittent festgesetzt, die auf bis zu EUR 10.000 heraufgesetzt wird, sofern der Anleger mittels Selbstauskunft frei verfügbares Vermögen von mindestens EUR 100.000 nachweist oder die zu investierende Summe den zweifachen Betrag des durchschnittlichen monatlichen Nettoeinkommens nicht übersteigt. Die Einhaltung der Zeichnungsgrenze soll von der jeweiligen Plattform kontrolliert werden. Wenn die Befreiung einschlägig ist, verbleibt dem Emittenten lediglich die Pflicht zur Erstellung des VIB. Schließlich wurden auch die Befugnisse der BaFin durch die Einfügung eines § 1 Abs. 1 a FinDAG erweitert; sie darf nunmehr auch zum Schutz kollektiver Verbraucherinteressen tätig werden.

Der Bundesrat hat in seiner Sitzung vom 12. Juni 2015 den Gesetzesbeschluss gebilligt, sodass das KASG voraussichtlich Anfang Juli 2015 in weiten Teilen in Kraft treten wird.

Auch nach dem Tätigwerden des Gesetzgebers sind allerdings die allerwichtigsten Fragen um das Crowdfunding offengeblieben. Noch immer sind die Haftungsverhältnisse der Crowdfunding-Plattformen weitestgehend unangetastet. Vor allem bleibt unklar, inwiefern sich die Selektion von Zielunternehmen durch die Plattformen auf die allgemeine Prospekthaftung im engeren Sinne gegenüber den Kleinanlegern auswirkt. Nach wie vor gibt es diesbezüglich und auch hinsichtlich der Informationen, die die Platt-



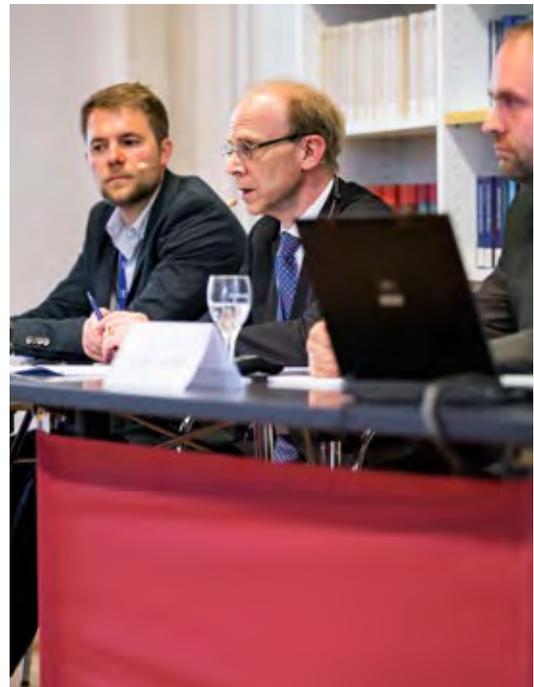
64 Unten rechts, von links:
Philipp Möhring (Angellist
Europe), Dr. Andreas Rodin
(P+P), Karsten Wenzlaff
(ikosom)

form vom Zielunternehmen erfragen und dem Kleinanleger bereitstellen muss, keine einheitlichen Maßstäbe. Unverständlich und stark zu kritisieren ist auch, dass die neue Ausnahme von der Prospektspflicht nur für partiarische (Nachrang-)Darlehen gelten wird. Dadurch verengt der Gesetzgeber schon in der frühen Entwicklungsphase des Crowdfunding-Marktes die Handlungsspielräume der Akteure. Offen bleiben auch aufsichts- und haftungsrechtliche Fragen rund um die Zusammenfassung der Kleinanleger gegenüber dem Zielunternehmen mittels Anlegerpooling.

Daher kann das KASG allenfalls ein erster Schritt auf dem Weg zur Durchdringung der Materie Crowdfunding sein, weitere werden folgen müssen. Insofern ist positiv anzumerken, dass der Gesetzgeber die Bundesregierung gebeten hat, die Wirkungen des KASG auf die Branche bis Ende 2016 zu beobachten und gegebenenfalls tätig zu werden. Dabei werden auch die weiteren Entwicklungen in der Branche zu berücksichtigen sein, die immer neue Modelle der Crowdbeteiligungen hervorbringt, zuletzt sogar im Real-Estate-Bereich. Neue Impulse kommen auch aus anderen Ländern. Deren Plattformen, wie z. B. Angellist Europe, sind auch für den deutschen Raum interessant und bieten innovative Modelle, die die angesprochenen deutschen Probleme – insbesondere des Anlegerpoolings – zum Teil sehr gut gelöst haben. Zudem wird zu untersuchen sein, ob es für einige Plattformen nicht sinnvoller ist,

eine aufsichtsrechtliche Genehmigung nach dem KAGB einzuholen, das bekanntermaßen keinen produkt-, sondern einen personenbezogenen Regulierungsansatz verfolgt. Auch im laufenden Jahr wird die wirtschaftliche wie rechtliche Entwicklung der Crowdfunding-Branche daher weiter an Bedeutung gewinnen.

Über das Thema diskutierten Philipp Möhring (Angellist Europe), Dr. Andreas Rodin (P+P) und Karsten Wenzlaff



■ Fonds-Compliance – steuerliche Erklärungspflichten

Ronald Buge, Dr. Sebastian Käpplinger und Dr. Philip Schwarz van Berk (alle P+P)

Das Thema „Compliance“ gewinnt seit Jahren an Bedeutung. Mit Erlass des KAGB wurde eine Fülle von neuen Compliance-Pflichten für die Private-Equity-Branche eingeführt. Aber auch in anderen Bereichen haben sich die Anforderungen deutlich verschärft. Dieser Beitrag gibt einen kurzen Überblick über die aktuellen Entwicklungen bei den Compliance-Pflichten für Private-Equity-Fonds.

Rechnungslegung

Das KAGB hat u. a. Neuerungen im Hinblick auf den Jahresabschluss für Alternative Investmentfonds (AIF) gebracht. Diese gelten allerdings vor allem für Publikumsfonds und den grenzüberschreitenden Dienstleistungsverkehr.

Die Vorschriften des KAGB setzen zwar auf den Bestimmungen des HGB auf. Sie orientieren sich jedoch an den bisherigen Bestimmungen für offene Investmentfonds nach dem Investmentgesetz. Private-Equity-Fonds müssen u. a. bestimmte Informationen zu ihren Portfoliogesellschaften angeben. Bei der Bewertung kann allerdings auf „anerkannte Grundsätze für die Unternehmensbewertung“ zurückgegriffen werden, etwa auf die IPEV.

Nicht hiervon betroffen sind registrierte, also „kleine“ Kapitalverwaltungsgesellschaften (KVGs), die ausschließlich Spezial-AIF verwalten (Vertrieb nur an professionelle und semiprofessionelle Anleger). Für diese bleibt es bei der Rechnungslegung nach HGB.

Eine weitere wichtige, allerdings nicht auf neues Recht zurückzuführende Entwicklung ist die Pflicht zur Konzernrechnungslegung. Dafür genügt, dass ein Mutter-Tochter-Verhältnis vorliegt (i. d. R. Mehrheit der Stimmrechte) und gewisse Größenmerkmale (Bilanzsumme, Umsatzerlöse, Arbeitnehmer) überschritten werden. Gerade im Segment Buy-out ist ein derartiges Konzernverhältnis denkbar. Gleichwohl wurden in der Vergangenheit nicht immer Konzernabschlüsse aufgestellt.

Unten, von links:
Ronald Buge, Dr. Sebastian Käpplinger, Dr. Philip Schwarz van Berk (alle P+P)



Aufgrund der Prüfungspflicht des Bundesanzeigers werden derartige Fälle identifiziert und an das Bundesamt für Justiz gemeldet, das dann ein Ordnungsgeldverfahren einleitet. Fondsmanager müssen daher prüfen, ob ein Konzernverhältnis vorliegt und gegebenenfalls einen Konzernabschluss erstellen. Das erfordert sorgfältige und rechtzeitige Planung. Der Konzernabschluss muss innerhalb von fünf Monaten nach Ende des Geschäftsjahres aufgestellt werden und ist sodann offenzulegen.

Steuerliche Pflichten

Im Bereich der steuerlichen Compliance-Pflichten haben sich ebenfalls einige für Private-Equity-Fonds bedeutsame Änderungen ergeben:

- Das Thema „Einlagenrückgewähr“ stellt seit Jahren ein Problem für Private-Equity-Fonds dar, die in Europa investieren. Ende 2014 verschärfte die Finanzverwaltung ihre bisherige Auffassung dahingehend, dass eine Feststellung der Einlagenrückgewähr auch bei der Rückzahlung von Nennkapital zu erfolgen habe. Das muss bei künftigen Kapitalmaßnahmen bedacht werden.
- Ferner bleibt das Thema FATCA bedeutsam. 2015 ist die erste FATCA-Meldung abzugeben. Am Horizont zeigt sich bereits eine weitere Entwicklung: FATCA soll weltweit ausgedehnt werden. Das Schlagwort hierfür lautet Common Reporting Standard (kurz CRS). Der CRS

dehnt im Prinzip das FATCA-System auf sämtliche Staaten aus. Die EU hat bereits eine entsprechende Richtlinie erlassen, die ab 2016 gelten soll. Erste Meldungen müssen ab 2017 erfolgen. Ein deutscher Umsetzungsakt liegt bislang allerdings noch nicht vor.

Allgemeine Compliance-Pflichten nach dem KAGB

Nur für „große“ KVGs mit voller Erlaubnis gelten die allgemeinen Compliance-Pflichten nach §§ 26 ff. KAGB. Schwerpunkt dieser Pflichten sind allgemeine Verhaltensregeln, nach denen die KVG im besten Interesse des AIF zu handeln und Interessenkonflikten vorzubeugen bzw. diese zu beheben hat. Daneben muss die KVG über eine ordnungsgemäße Geschäftsorganisation verfügen, die eine laufende Überwachung und Dokumentation der Geschäfte der verwalteten AIF ermöglicht. Auch ein angemessenes Risikomanagementsystem, das die Einhaltung des Risikoprofils gemäß der Anlagestrategie erfasst, ist für die KVG vorgeschrieben.

Eine Kontrolle der allgemeinen Compliance-Pflichten erfolgt sowohl bei Antragstellung als auch fortlaufend. Im Erlaubnisantrag ist ein Geschäftsplan mit Organisationsstruktur der KVG aufzunehmen und anzugeben, wie die KVG ihren Compliance-Pflichten und sonstigen Verpflichtungen nach dem KAGB nachkommen will. Diese Kontrolle wird durch regelmäßige Meldungen der KVG gegenüber der BaFin und die jährliche Prü-



fung der Einhaltung der Compliance-Anforderungen im Jahresabschluss durch den Wirtschaftsprüfer ergänzt.

Mitteilungen bei Beteiligungserwerb

Offenbar in Reaktion auf die in Deutschland geführte „Heuschreckendebatte“ hat der europäische Gesetzgeber in der AIFM-Richtlinie besondere Mitteilungspflichten bei Erwerb eines Unternehmens mit Sitz in der EU eingeführt. Betroffen sind u.a. große KVGs und Drittstaatenmanager, die ihre Fonds in der EU vertreiben.

Berührt ein Fonds bestimmte Beteiligungsschwellen für Stimmrechte an nichtbörsennotierten Unternehmen (10 %, 20 %, 30 %, 50 %, 75 %), muss die KVG dies der BaFin melden. Diese Vorschriften ergänzen die bereits etablierten Benachrichtigungspflichten bei Erwerb von Anteilen an Unternehmen an EU-regulierten Börsen.

Bei Kontrollerwerb müssen dem betreffenden Zielunternehmen, seinen Anteilseignern (soweit bekannt) und der BaFin zusätzlich verschiedene Informationen mitgeteilt werden, u.a. zu den Absichten, die der Fonds beim Zielunternehmen verfolgt. Ergänzt werden diese Meldepflichten durch Vorschriften zum Lagebericht des Zielunternehmens sowie durch ein Asset-Stripping-Verbot beim Zielunternehmen.

AWG-Mitteilungspflichten

In der Praxis häufig übersehen werden Meldepflichten nach dem Außenwirtschaftsgesetz bei



Links:
Ronald Buge (P+P)

Unternehmensbeteiligungen an ausländischen Unternehmen mit einer Bilanzsumme von mehr als EUR 3 Mio. und jenseits von 10 % der Stimmrechte. Ebenfalls meldepflichtig sind Zahlungen von Ausländern oder an Ausländer, die EUR 12.500 übersteigen.



68 Von links:
Dr. Sebastian Käßlinger,
Dr. Philip Schwarz van Berk
(beide P+P)



BaFin/ESMA-Reporting nach Level-II-Verordnung

Sowohl großen KVGen mit Erlaubnis als auch kleinen registrierten KVGen werden durch das KAGB und die Level-II-Verordnung Reporting-Pflichten auferlegt, für kleine KVGen allerdings in deutlich reduziertem Umfang. Zu berichten sind jeweils die wichtigsten gehandelten Instrumente und Märkte sowohl der KVG selbst als auch der von ihr verwalteten AIF. Darüber hinaus sind Angaben über geografische Schwerpunkte, Konzentrationen von Investments und Anlegergruppen (professionelle und nichtprofessionelle Anleger) sowie über die verwalteten Vermögenswerte zu tätigen. Große KVGen haben daneben weitere Berichtspflichten, insbesondere zum Liquiditäts- und Risikomanagement.

Auch aus der EuVECA-Verordnung ergeben sich Reporting-Pflichten. EuVECA-Manager müssen jedoch lediglich einen Jahresbericht vorlegen, in

dem u. a. die Zusammensetzung des Portfolios und die Tätigkeiten des Vorjahres dargelegt werden. Der Umfang ist also geringer als nach dem KAGB.

Technisch erfolgt das BaFin-Reporting nach erfolgter Registrierung online über das MVP-Portal auf der Homepage der BaFin. Einzureichen sind die Daten für einen Berichtszeitraum grundsätzlich bis Ende Januar des Folgejahres im XML-Dateiformat. Derzeit befindet sich das Berichtsverfahren noch in der Testphase, frühestens ab dem 1. August 2015 wird die BaFin fällige Meldungen für das Jahr 2014 einfordern.

Bundesbank-Reporting

Deutsche KVGen müssen ferner Meldepflichten gegenüber der Bundesbank erfüllen. Nach einer Erstregistrierung mit allgemeinen Angaben für jeden verwalteten Fonds erfolgen monatliche elektronische Meldungen zu den Fondsvermögen in einem automatisierten Verfahren.

Geldwäschegesetz

Zusätzlich unterliegt eine KVG den Pflichten des Geldwäschegesetzes. Sie muss Auskünfte über die Identität der Anleger einholen und diese überprüfen, in der Regel anhand von Ausweisdokumenten oder Handelsregisterauszügen. Hinzu kommen die Abfragen von wirtschaftlich Berechtigten (z. B. Treugeber). Zusätzliche Sorgfaltspflichten treffen die KVG, wenn der Anleger zu einer Risikogruppe gehört, wie z. B. politisch exponierten Personen.



■ Produktgestaltung für Pensionskassen und Spezialfonds – Recht und Steuern

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

Durch die Niedrigzinsphase ist das Interesse institutioneller Investoren an alternativen Anlagen gewachsen. Dabei ändern sich die Rahmenbedingungen erheblich.

Änderungen der Rahmenbedingungen

Die AIFM-Richtlinie und andere steuerliche bzw. regulatorische Änderungen ziehen neue Anforderungen an die Produktgestaltung nach sich. Neben den für Spezialfonds geltenden Bestimmungen sind auch die u. a. für Pensionskassen relevante Anlageverordnung und das Investmentsteuerrecht deutlich geändert worden. Für viele Versicherungsunternehmen gilt ab 2016 zudem Solvency II.

Anforderungsprofile institutioneller Investoren

Die Anforderungsprofile für Kapitalanlagen sind je nach Investorengruppe unterschiedlich. Pensionskassen unterliegen weiter den Bestimmun-

Rahmenbedingungen ändern sich erheblich

gen der Anlageverordnung. Wegen der subjektiven Steuerbefreiung von Pensionskassen sind Einschränkungen bei Beteiligungen an Personengesellschaften zu beachten. Die daraus folgenden Probleme für Private-Equity-Anlagen können z. B. über Managed-Account-Lösungen beherrscht werden. Viele Investoren nutzen

Spezialfonds, für die vor allem der steuerbefreite Status als Investmentfonds wichtig ist.

Beteiligungsvoraussetzungen für Pensionskassen

Die im März erfolgte Anpassung an das neue Investmentrecht beendete zwar teilweise die bestehende Rechtsunsicherheit, bedeutet für bestimmte Assetklassen aber die Entstehung neuer Hürden und Zweifelsfragen.

Die gute Nachricht ist: Beteiligungen an Private-Equity-Fonds aus dem gesamten EWR/OECD-Raum sind weiter möglich, soweit der

Unten:
Uwe Bärenz (P+P)



Manager zumindest den regulatorischen Standard eines registrierten AIFM erreicht. Schwieriger ist es bei Fonds außerhalb des EWR/OECD-Raums mit einem nicht hinreichend regulierten Manager.

Direktbeteiligungen müssen zudem weiterhin bestimmte Voraussetzungen erfüllen (z. B. freie Übertragbarkeit).

Trotz höchstrichterlicher Rechtsprechung besteht bei Pensionskassen ein Risiko, durch gewerbliche Einkünfte aus Kapitalanlagen ihre Steuerbefreiung zu gefährden. Bei Personengesellschaften kann diesem Risiko nur durch einen

steuerlich abschirmenden Zugang (z. B. über Kapitalgesellschaften, Genussrechte oder Verbriefungsstrukturen) begegnet werden.

Wertpapierqualität als neues Gütesiegel für Spezialfonds?

Für Investoren, die über Spezialfonds investieren, hat das AIFM-Steuer-Anpassungsgesetz vom 23. Dezember 2013 eine wichtige Änderung im Steuerrecht gebracht. Bisher können Spezialfonds in bestimmten Grenzen als Plattform für unmittelbare Engagements in Private-Equity-Fonds genutzt werden. Nach neuem Steuerrecht können Spezialfonds praktisch nur noch in einen reduzierten Katalog von Vermögensgegenständen investieren, der anders als bisher nicht mehr die für Private Equity relevante Kategorie der Unternehmensbeteiligungen umfasst. Beteiligungen sind aber auch künftig möglich, wenn sie als Wertpapiere qualifizieren.

Entsprechende Produkte dürften für Spezialfonds künftig besonders attraktiv sein. Das europäische Investmentrecht hat bereits 2007 Kriterien für die Einstufung von Beteiligungen an geschlossenen Fonds als Wertpapiere vorgegeben. Die Finanzverwaltung hat diese Kriterien für steuerliche Zwecke anerkannt. Zentral ist dabei die Übertragbarkeit der Fondsanteile.

Umstellung der Kapitalanlagen von Spezialfonds

Investoren stellen aktuell ihre Anlagebedingungen auf die Anforderungen durch das AIFM-Steuer-

Unten:
Dr. Jens Steinmüller (P+P)



er-Anpassungsgesetz um. Allerdings steht bereits die nächste große Reform ins Haus: Die Regeln für die Investmentbesteuerung sollen grundlegend reformiert werden. Kern der Reform soll eine steuerliche Vorbelastung von inländischen Dividenden und Immobilienerträgen bei Publikumsfonds sein. Im Gegenzug sollen Anleger steuerliche Entlastungen geltend machen können. Erwartet wird zwar, dass der steuerliche Status Quo für Spezialfonds im Wesentlichen beibehalten wird. Es ist aber möglich, dass auch aus dieser Reform konzeptionelle Änderungen für Spezialfondsinvestoren folgen.

Betroffene Investoren können daher derzeit praktisch nur investieren, wenn sichergestellt ist, dass sie ihre Beteiligungen während der Laufzeiten der jeweiligen Fonds umstrukturieren können. Trotz der Zunahme der Bedeutung von Sekundärtransaktionen bei geschlossenen Fonds sind die üblicherweise in den Fondsverträgen vorzufindenden Übertragungsregeln vor dem geschilderten Hintergrund für aktuell investierende Spezialfonds zu restriktiv. Lösungen sind gesonderte Side-Letter-Vereinbarungen, durch die gewährleistet wird, dass z. B. gruppeninterne Übertragungen möglich sind.

Solvency II

Auch wenn Solvency II – zunächst – keine unmittelbare Relevanz für Pensionskassen hat, ist das neue Regelwerk bei über Spezialfonds investierenden betroffenen Investoren künftig zu berücksichtigen.



Während für direkte Private-Equity-Beteiligungen eine Kapitalanforderung von 49 % des Marktpreises gelten soll, reduziert sich der

Bestimmte Berichtspflichten dürfen Investoren künftig weitergeben

Wert bei bestimmten Fondsbeteiligungen auf 39%. Zudem wird wegen der Kapitalanforderungen durch viele AIF durchgeschaut, sofern diese transparent sind.

Solvency II bringt Berichtspflichten, die Investoren künftig an Fondshäuser weitergeben dürften. Hierauf sollte die Branche sich frühzeitig einstellen.





„Es zeichnet sich ab, dass der Gesetzgeber neue steuerliche Unfallschwerpunkte errichten wird.“

Alexander Pupeter (P+P) auf der MUPET 2015

16
Fährgraben

P+P Pöllath + Partners
Rechtsanwälte · Steuerberater



■ Neues zum Thema Geschäftsleitungsbetriebsstätte

Dr. Thomas Töben (P+P)

74 Unten, von links:
MR Dr. Thomas Eisgruber
(BayStMF), Dr. Thomas Töben
(P+P), Dr. Michael Schwenke
(Richter am BFH)

Gegenstand der Podiumsdiskussion „Neues zur Geschäftsleitungsbetriebsstätte – Einkommens- und Vermögenszurechnung“ waren – nach einem Rückblick auf die schlagzeilenträchtigen Cum-Ex-Geschäfte – insbesondere zwei Themenkomplexe, die unter Rückgriff auf die Rechtsprechung des Bundesfinanzhofs (BFH) von Dr. Michael Schwenke (Richter am BFH), MR Dr. Thomas Eisgruber (Bayerisches Staatsministerium der Finanzen) und Dr. Thomas Töben (P+P) erörtert wurden:

- Haben in- oder ausländische, gewerbliche, gewerblich geprägte oder gar nur gewerblich

infierte Personengesellschaften mit in- und auch ausländischen Gesellschaftern stets nur eine Geschäftsleitungsbetriebsstätte oder aber mehrere Geschäftsleitungsbetriebsstätten, weil sich einige von mehreren Geschäftsführern sporadisch oder auch dauerhaft in einem anderen Staat aufhalten und sich von dort per Telefon/Videokonferenz zu Geschäftsführersitzungen der Personengesellschaft einwählen?

- Sind Gewinne, die eine deutsche (fiktiv) gewerbliche Ober-Personengesellschaft über eine ausländische Unter-Personengesellschaft (mit im Ausland eigener Geschäftsführung durch deren Komplementärin im Ausland) erzielt, in Deutschland beschränkt steuerpflichtig, soweit an der deutschen Ober-Gesellschaft ausländische Gesellschafter mit oder ohne Schutz durch ein Doppelbesteuerungsabkommen (DBA) beteiligt sind?

Bedeutung der Geschäftsleitungsbetriebsstätte
„Geschäftsleitung“ ist einer der zentralsten Begriffe im nationalen und internationalen Steuerrecht. Das gilt insbesondere für Unternehmen, die der Körperschaftsteuer unterliegen. Bedeutung hat der Begriff aber auch für natürliche Personen und Personengesellschaften und deren Geschäftsführer. Das ist dann der Fall, wenn Einkünfte unmittelbar oder nur mittelbar von steuerlich transparenten (nachgeschalteten) Personengesellschaften am Ort ihrer Geschäfts-



leitung oder anderswo erzielt und den (mittelbaren) Gesellschaftern für Einkommen- und Körperschaftsteuerzwecke *nur* zugerechnet werden.

Der Ort der Geschäftsleitung entscheidet über die wichtigsten Steuerfolgen, u. a.

- darüber, ob überhaupt eine (deutsche) Steuerpflicht besteht, z. B. wenn Ausländer ausländische Einkünfte über ausländische Gesellschaften beziehen, deren Ort(e) der (Geschäfts-)Leitung und damit deren Geschäftsleitungsbetriebsstätte(n) sich nur im Ausland, jedenfalls nicht (auch) im Inland befindet bzw. befinden;
- über die unbeschränkte Steuerpflicht mit dem weltweit erzielten Einkommen oder die beschränkte Steuerpflicht mit nur Inlandseinkommen.

Damit bestimmt der Ort der Geschäftsleitung auch die Haftung von Geschäftsführern (u. U. auch die anderer Personen). Diese haben die mit dem Ort der (Geschäfts-)Leitung zusammenhängenden Steuerpflichten in gesetzlich zutreffender Weise zu erfüllen. Bei mehreren Orten der Leitung soll zwar der „Mittelpunkt der geschäftlichen Oberleitung“ der „maßgebliche“ sein, was aber nicht ausschließt, dass mit weiteren („weniger maßgeblichen“) Orten der (Geschäfts-)Leitung ebenfalls steuerliche Pflichten verbunden sein können. Das wiederum hängt davon ab, ob es überhaupt mehrere Orte der Geschäftsleitung nur

eines Unternehmens gibt und – falls das möglich sein sollte – wie Vermögen und/oder Einkommen eines Unternehmens aufzuteilen sind zwischen mehreren (Geschäfts-)Leitungsbetriebsstätten, die für eine solche Vermögens- und/oder Einkommenszurechnung in Betracht kommen.

Die Folgen bei Nichtbeachtung dieser Pflichten können weit über eine persönliche Haftung hinausgehen, bis hin zum Vorwurf strafrechtlich relevanten Fehlverhaltens mit Freiheitsentzug. Angesichts derart weitreichender Folgen (die ihrerseits nicht selten daraus resultieren, dass materielles Steuerrecht und Steuerstrafrecht in der Praxis selten Hand in Hand gehen) überrascht, dass selbst elementare Fragen zum Ort der Geschäftsleitung ungeklärt sind, vielleicht aber auch nur als ungeklärt erscheinen.

Meinungsspektrum: Mehrere Mittelpunkte – keinerlei Leitung

Auffassungen dazu, ob ein Unternehmen mehrere Orte, nur einen oder auch gar keinen Ort der Geschäftsleitung haben kann, standen und stehen sich in der Rechtsprechung und im Schrifttum bisweilen diametral gegenüber. Ebenso unklar scheint, ob ein Unternehmen stets auch eine nicht nur vorübergehende Verfügungsmacht über eine feste Geschäftseinrichtung haben muss, um eine Geschäftsleitungsbetriebsstätte annehmen zu können. Der Befürchtung, dass Vermögen und/oder Einkommen eines Unternehmens wegen der Existenz mehrerer Geschäftsleitungsbetriebsstät-



76 Rechts:
Dr. Thomas Töben (P+P)



ten zwischen diesen aufzuteilen sind, steht die damit nicht zu vereinbarende Gegenauffassung gegenüber, wonach eine solche Aufteilung in aller Regel schon deshalb ausscheidet, weil Unternehmen (von sehr seltenen, zumeist recht exotischen Fällen abgesehen) grundsätzlich immer nur einen Ort der (tatsächlichen) Geschäftsleitung haben bzw. nur einen Mittelpunkt der geschäftlichen Oberleitung.

Grundsatz: Nur eine Geschäftsleitungsbetriebsstätte – Gewichtung

Nach ständiger Rechtsprechung hat jedes Unternehmen zumindest und in der Regel nur einen Ort der (tatsächlichen) Geschäftsleitung bzw. nur einen Mittelpunkt der geschäftlichen Oberleitung. An diesen (einigen) Geschäftsleitungsort sind nach DBA-Recht und/oder innerstaatlichem Recht die mit dem Ort der Geschäftsleitung verbundenen steuerlichen Folgen zu knüpfen.

Stehen der Geschäftsführung dem Unternehmen zuzurechnende feste Geschäftseinrichtungen für die Ausübung der relevanten Geschäftsleitungsaufgaben des Unternehmens zur Verfügung, ist grundsätzlich dort der Ort der tatsächlichen Geschäftsleitung bzw. der Mittelpunkt der geschäftlichen Oberleitung anzusiedeln. Auf den Wohnort bzw. die Wohnung aller oder nur einiger Geschäftsführer in diesem oder in jenem Staat kommt es dann nicht (mehr) an. Es gibt, von seltenen Ausnahmefällen abgesehen, immer nur einen Ort der tatsächlichen Geschäftsleitung bzw. nur einen Mittelpunkt der geschäftlichen Oberleitung.

Solche dem Unternehmen zur Verfügung stehenden Geschäftseinrichtungen sind zwar typischerweise und in erster Linie die dem Unternehmen gehörenden oder von diesem angemieteten, der Geschäftsführung zur Erledigung von Geschäftsleitungsaufgaben überlassenen Geschäftsräume. Sie können aber auch Büroräume eines mit der Geschäftsführung beauftragten



Dienstleistungsunternehmens sein, jedenfalls dann, wenn das Unternehmen über diese Räume eine nicht nur vorübergehende Verfügungsmacht hat. Eine solche Verfügungsmacht und damit eine Geschäftsleitungsbetriebsstätte ist nicht nur dann anzunehmen, wenn das Unternehmen den Dienstleister mit eigenem Personal in dessen Geschäftseinrichtungen ständig überwacht und anweist, sondern auch und erst recht dann, wenn die Geschäftsführer des „bürolosen“ Unternehmens in Personalunion zugleich auch Geschäftsführer des mit der Geschäftsführung beauftragten Dienstleistungsunternehmens sind. Denn eine stärkere Überwachung als die Überwachung von sich selbst gibt es nicht.

Wird ein Unternehmen an verschiedenen Orten geschäftsführend tätig, z.B. durch mehrere Geschäftsführer an diesen Orten mit Leitungsaufgaben von jeweils einigem Gewicht, so sind die an den verschiedenen Orten ausgeübten Tätig-

Allen BFH-Entscheidungen für mehrere Orte lagen Extremfälle zugrunde

keiten nach ihrer Bedeutung für das Unternehmen zu gewichten. Die in diesem Sinne wesentlichen Maßnahmen von einiger Wichtigkeit lassen sich nicht abstrakt oder absolut umschreiben. Sie können nur für den Einzelfall bestimmt werden.

Der Aufenthalt eines dominierenden Geschäftsführers wird ebenso wie die Präsenz einer Mehrzahl von Geschäftsführern an einem bestimmten Ort Bedeutung haben. Der BFH vollzog diese Gewichtung auch anhand der Höhe der Managementvergütungen für die jeweiligen an verschiedenen Orten in die Geschäftsführung involvierten Unternehmen/Personen.

Allen BFH-Entscheidungen, in denen mehrere Orte der Geschäftsleitung (teils nur) für möglich gehalten wurden, lagen Extremfälle zugrunde. Ob ihnen in der Unternehmenswirklichkeit tatsächlich ein größeres Gewicht beizu-

Unten:
MR Dr. Thomas Eisgruber
(BayStMF)



78 Rechts:
Dr. Michael Schwenke
(Richter am BFH)

messen ist, als die Exotik der zugrunde liegenden Sachverhalte und der erste Anschein vermuten lassen, erscheint fraglich.

Das schließt nicht aus, dass ein Unternehmen mit nur einer Geschäftsleitungsbetriebsstätte an einem Ort Betriebsstätten „anderer Qualität“ in anderen Staaten hat (z. B. eine sog. Vertreterbetriebsstätte). Die Zuordnung von Vermögen- und Einkommen des Unternehmens zu einer solchen „anderen Betriebsstätte“ als einer „Geschäftsleitungsbetriebsstätte“ wird indes anderen Regeln folgen und zumeist auf eine Gewinnmarge auf die Kosten einer solchen anderen Betriebsstätte beschränkt bleiben (Cost Plus).

Keine beschränkte Steuerpflicht ausländischer Gesellschafter einer deutschen Ober-Personengesellschaft mit Drittstaat-Betriebsstätten-einkünften

Bezieht eine deutsche gewerbliche Personengesellschaft Einkünfte aus ihrer Betriebsstätte in einem (Nicht-DBA-)Drittstaat, so sind diese Drittstaatseinkünfte in Deutschland nicht einmal beschränkt steuerbar, soweit sie auf ausländische Gesellschafter der Personengesellschaft entfallen. Der BFH entschied so für einen Sachverhalt, in dem im Drittstaat eine „bloße“ Betriebsstätte der deutschen Personengesellschaft bestand, an der als Gesellschafter ein Schweizer beteiligt war.

Entsprechendes sollte – und zwar ungeachtet etwaiger DBA – auch gelten, wenn es sich um



eine deutsche (fiktiv) gewerbliche Ober-Personengesellschaft (z. B. Dachfonds) mit ausländischen Gesellschaftern handelt, der Einkünfte einer (fiktiv) gewerblichen Unter-Personengesellschaft in einem Drittstaat zugerechnet werden, die ihrerseits im Drittstaat eine eigene Geschäftsleitung hat. Derartige Drittstaatseinkünfte, soweit sie auf ausländische Gesellschafter der deutschen Ober-Personengesellschaft entfallen, laufen steuerlich gesehen gewissermaßen an Deutschland vorbei.

Erst recht wird das gelten müssen, wenn ausländische Gesellschafter an einer ausländischen (gewerblichen) Ober-Personengesellschaft beteiligt sind, die ihrerseits die Anteile an der Unter-Personengesellschaft im Drittstaat hält und zugleich – und nur – eine Betriebsstätte anderer Qualität als eine Geschäftsleitungsbetriebsstätte in Deutschland hat (z. B. eine Vertreter-Betriebsstätte).



■ Streubesitzveräußerungen und Rückbeteiligungen mit Cash-Komponente – zwei neue Unfallschwerpunkte bei Deal-Strukturen

Alexander Pupeter (P+P)

Es zeichnet sich ab, dass der Gesetzgeber mit der Änderung von § 8 b KStG und der Neuregelung bei Rückbeteiligungen von Managern zwei neue (steuerliche) Unfallschwerpunkte errichten wird. Wie ist der aktuelle Stand bei den geplanten Neuerungen?

Veräußerung von Streubesitzanteilen – Änderung von § 8 b KStG

Es wird bekanntlich diskutiert, dass die Veräußerung von Streubesitzanteilen an eine Kapitalgesellschaft durch eine andere Kapitalgesellschaft künftig nicht mehr steuerfrei bleiben soll (Änderung von § 8 b KStG). Diese Neuregelung würde auch Private-Equity-Fonds betreffen.

Zwar erwerben Private-Equity-Fonds regelmäßig nur Beteiligungen deutlich über 10 %. Jedoch sind deutsche Private-Equity-Fonds typischerweise als vermögensverwaltende Personengesellschaft (GmbH & Co. KG) strukturiert und damit steuerlich „transparent“. Das hat u. a. zur Folge, dass es für die Frage, ob Streubesitz vorliegt (also eine Beteiligung unter 10 %), nicht auf die unmittelbare Beteiligung des Fonds ankommt, sondern auf die durchgerechnete Beteiligungshöhe der jeweiligen Investoren. Ein Investor, der beispielsweise mit 5 % an einem Private-Equity-Fonds beteiligt ist, kann daher einen Veräußerungsgewinn aus Streubesitz erzielen, wenn der Fonds seine 100%-Beteiligung veräußert.

Wenn dieser Investor eine deutsche GmbH (oder AG) ist, so hat er nach (noch) geltendem



Recht die Aussicht, seinen Anteil am Veräußerungsgewinn (bis auf 5 %, § 8 b Abs. 3 KStG) steuerfrei zu erhalten.

Das könnte sich bald ändern. Nach dem Bericht von Martin Bolits vom Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften (BVK) auf der MUPET 2015 lässt sich zum aktuellen Stand Folgendes sagen: Sah der Koalitionsvertrag von 2013 noch eine „ergebnisoffene“ Prüfung vor, so hat die Bundesregierung das Thema „Gewinne aus Streubesitzbeteiligungen“ jetzt in den Kontext der großen Investmentsteu-

Oben, von links:

Dr. Clemens P. Schindler
(Schindler Rechtsanwälte),
Alexander Pupeter (P+P),
Martin Bolits (BVK)



80 Unten, im Bild rechts:
Alexander Pupeter (P+P)

erreform gestellt. Das parlamentarische Verfahren wird für das erste Halbjahr 2016 erwartet. Die politische Lage ist diffus. Manche Bundesländer, z. B. Bayern, haben sich eindeutig gegen eine Besteuerung der Gewinne aus Streubesitz ausgesprochen. Andere Länder, etwa Berlin, sehen eine Besteuerung sehr kritisch (VC-Szene!). Es finden sich jedoch auch unter den starken Ländern Befürworter einer Besteuerung, hier ist an erster

Stelle Hessen zu nennen. Trotz starken Bemühens des BVK wird man damit rechnen müssen, dass die Besteuerung von Veräußerungsgewinnen aus Streubesitzanteilen kommen könnte.

Rückbeteiligungen mit Cash-Komponente – vom Porsche überfahren

Auch bei Rückbeteiligungen von Managern wird sich wahrscheinlich steuerlich etwas ändern,



wieder nicht zum Guten. Zur Illustration stellen wir uns folgenden Fall vor:

Ferdinand ist bei der P-GmbH als CFO tätig. Sein Jahresgehalt beträgt brutto TEUR 200. Als der A-Fonds vor einigen Jahren eine Beteiligung an der P-GmbH erworben hat, ist Ferdinand mithilfe eines Darlehens der Erwerberholding mit eingestiegen und hat für EUR 1 Mio. 5 % der P-GmbH erworben. Auch dank Ferdinands guter

Auch bei Rückbeteiligungen von Managern wird sich etwas ändern

Arbeit ist der Wert der P-GmbH gestiegen, seine Beteiligung ist jetzt EUR 3,6 Mio. wert.

Anfang 2015 erwirbt der B-Fonds die P-GmbH. Das Management soll sich an der neuen Erwerberholding, der B-Holding GmbH, beteiligen, aber möglichst kein Geld in die Hand bekommen, damit es „hungrig“ bleibt. Da Ferdinand sein Darlehen zurückzahlen muss, trifft man mit ihm folgende Vereinbarung: Er bekommt genau die für die Tilgung seines Darlehens nötige Summe ausgezahlt. Den Rest soll er in Form einer Rückbeteiligung „rüberrollen“. Der technische Ablauf ist der in solchen Strukturen übliche: Die B-Holding führt eine Kapitalerhöhung durch, Ferdinand bringt seine Anteile ein und bekommt neben neuen Anteilen auch eine sogenannte Cash-Kom-



Links:
Dr. Clemens P. Schindler
(Schindler Rechtsanwälte)

ponente. Der Vorgang ist für ihn steuerneutral, denn er bekommt EUR 1 Mio. in bar, die er mit EUR 1 Mio. Anschaffungskosten verrechnen kann (§ 21 Abs. 1 S. 3 UmwStG). Er hat also keinen steuerpflichtigen Gewinn und ist jetzt an der B-Holding beteiligt.

Wir blicken ins Jahr 2016. Ferdinands Steuerberater erstellt die Steuererklärung und greift zum Telefonhörer. Was ist passiert?



82 Rechts:
Alexander Pupeter (P+P)

Zunächst ein Schritt zurück zum sogenannten Porsche-Deal, dem letztlich gescheiterten Versuch von Porsche, VW zu übernehmen. In diesem Zusammenhang gab es auch – wie bei Ferdinand, nur in größerem Umfang – eine gemischte Einbringung. Wie der Presse zu entnehmen war, wurde eine Cash-Komponente von EUR 4,5 Mrd. mit einer Sachkapitalerhöhung kombiniert, bei der eine einzige Aktie ausgegeben wurde. Wegen dieser einen Aktie blieb die Cash-Komponente von EUR 4,5 Mrd. steuerfrei. Insbesondere das Land Nordrhein-Westfalen hat anschließend sehr darauf gedrungen, dass dieses „Steuerschluflloch“ geschlossen wird.

Ein Entwurf liegt jetzt vor. Die Neuregelung betrifft §§ 20, 21 und 24 UmwStG. Wenn bei einer Einbringung gegen Gewährung neuer Anteile

Ein Entwurf zur Schließung des „Steuerschlufllochs“ beim Porsche-Deal liegt jetzt vor

(Sachkapitalerhöhung) daneben noch eine andere Gegenleistung gewährt wird, kann diese nicht mehr wie bisher unbeschränkt mit den Buchwerten bzw. Anschaffungskosten der eingebrachten Gegenstände verrechnet werden. Eine vollständige Verrechnung ist nur noch bis zu 25 % der



Buchwerte bzw. Anschaffungskosten oder bis zu TEUR 300 möglich, maximal jedoch in Höhe der Buchwerte bzw. Anschaffungskosten.

Diese Neuregelung soll für alle Einbringungen ab dem 1. Januar 2015 gelten und betrifft damit auch Ferdinand. Wie sehen die Konsequenzen für ihn aus? Er kann TEUR 300 seiner Cash-Komponente weiterhin steuerfrei vereinnahmen, bei den restlichen TEUR 700 Anschaffungskosten aber nur noch anteilig gegenrechnen. Ferdinand bleiben ein steuerpflichtiger Gewinn von ca. TEUR 506 und eine Steuerlast von ca. TEUR 144, nach anderer Lesart des Gesetzentwurfs – die ich nicht teile – sogar eine Steuerlast von TEUR 740 (falls der Gesetzestext nicht noch präzisiert wird, wird es letzte Sicherheit wohl erst nach einer abschließenden Entscheidung des Bundesfinanzhofs geben). Das heißt: Obwohl Ferdinand aus dem ganzen Vorgang keinen Cent persönlich vereinnahmt, soll 2015 mindestens sein gesamtes Nettojahresgehalt ans Finanzamt gehen.

Wie ist darauf zu reagieren? Selbst wenn der Manager persönlich kein Geld bekommen soll, müsste die Cash-Komponente so berechnet werden, dass er aus ihr zumindest die anfallende Steuer begleichen kann.

Der Regierungsentwurf mit einer sehr ausführlichen Begründung, in der sogar Rechenbeispiele aufgeführt werden, ist gegenwärtig im parlamentarischen Verfahren im Bundestag. Dem Vernehmen nach soll das Gesetzgebungsverfahren



ren Mitte Oktober abgeschlossen sein. Ferdinand würde also frühestens Mitte Oktober erfahren, ob er für eine im Februar 2015 abgeschlossene Aktion Steuern zahlen muss. Die beabsichtigte Rückwirkung ist – sieht man sich die jüngeren Entscheidungen des Bundesverfassungsgerichts zu Rückwirkungsfragen an – vermutlich verfassungswidrig.

Ob das Gesetz wirklich kommt, ist weiterhin offen – aber es spricht vieles dafür.



■ Aktuelle Steuerfragen bei Real-Estate-Transaktionen

Dr. Hardy Fischer und Sören Reckwardt (beide P+P)

84 Unten:
Sören Reckwardt (P+P)

Der Steuergesetzgeber verhält sich in der aktuellen Legislaturperiode ruhig. Aktuelle Steuerfragen bei Immobilientransaktionen resultieren daher vor allem aus Urteilen des Bundesfinanzhofs (BFH) und Äußerungen des Bundesfinanzministeriums (BMF).

Umsatzsteuer

Die Rechtsprechung zum Vorsteuerabzug bei gemischt genutzten Gebäuden ist weiterhin im Fluss. Das Gesetz sieht für die Ermittlung der Vorsteuerquote vorrangig die Anwendung eines Flächenschlüssels vor. Der Gerichtshof der Euro-

päischen Union (EuGH) ließ am 8. November 2012 (Az.: C-511/10) diese Abweichung vom europarechtlich vorgesehenen Umsatzschlüssel zu, soweit dadurch eine „präzisere Aufteilung“ möglich ist. Der 5. Senat des BFH stellte am 7. Mai 2014 (Az.: V R 1/10) hingegen die Anwendung eines Umsatzschlüssels neben den Flächenschlüssel. Schließlich legte der 11. Senat des BFH am 5. Juni 2014 (Az.: XI R 31/09) dem EuGH die Frage vor, ob eine Direktzuordnung nach Verwendungsumsätzen möglich sei und nur verbleibende Vorsteuerbeträge anhand des Flächen-/Umsatzschlüssels aufgeteilt werden könnten. Eine endgültige Klärung steht aus, und Bescheide sollten deshalb in jedem Fall offengehalten werden.

Im Urteil vom 24. April 2014 (Az.: V R 27/13) urteilte der BFH für den Fall eines schädlichen (Unter-)Mieters, dass die Option zur Umsatzsteuer auch für abgrenzbare Teilflächen wirksam sein kann. Abgrenzbar sind regelmäßig nur Räume eines Mietobjekts, dagegen nicht Teilflächen eines Raumes. Nicht abschließend geklärt und zweifelhaft ist, ob Gemeinflächen quotalaufgeteilt werden können.

Investmentsteuer

Ein BMF-Schreiben vom 3. März 2015 lässt um die subjektive Steuerbefreiung immobilienhaltender Fonds fürchten. Die Steuerbefreiung eines Fonds (KSt/GewSt) nach § 11 InvStG entfällt bei „aktiver unternehmerischer Bewirtschaftung der Vermögensgegenstände“ (§ 1 Abs. 1 b Nr. 3 InvStG). Das





BMF verweist zur Auslegung dieses Tatbestandsmerkmals auf die allgemeinen Regeln zur Abgrenzung von gewerblichen und vermögensverwaltenden Tätigkeiten. Es verlangt eine Prüfung auf Ebene der Einzelimmobilie und auf Portfolioebene des Fonds. Das final veröffentlichte BMF-Schreiben enthält eine Liste unschädlicher Tätigkeiten und ist brauchbarer als der Entwurf des Schreibens von 2014. Es verbleiben aber offene Fragen, etwa zum Umgang mit mitvermieteten Betriebsvorrichtungen. Die betroffenen Fonds haben im Einzelfall Altfallschutz, müssen gegebenenfalls aber Anfang 2017 reagieren, indem sie z.B. „kritische“ Immobilien auf (Tochter-)Immobilien Gesellschaften auslagern. Neue Entwicklungen können sich hier auch aus der

angekündigten Investmentsteuerreform ergeben und bleiben abzuwarten.

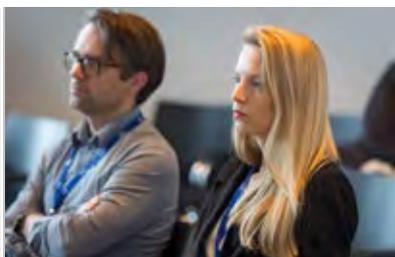
Grunderwerbsteuer

Für den Fall eines Share Deal bei immobilienhaltenden Personengesellschaften hat der BFH mit Urteil vom 2. September 2014 entschieden (Az.: IX R 50/13), dass die ausgelöste Grunderwerbsteuer keine Anschaffungs(neben)kosten der erworbenen Kommanditanteile oder des Grundbesitzes der Objektgesellschaft darstellt, sondern eine sofort abzugsfähige Betriebsausgabe. Die Abzugsfähigkeit kann fortan entsprechend einkalkuliert werden.

Mit Urteil vom 9. Juli 2014 (Az.: II R 49/12) hat der BFH eine mittelbare Änderung des Gesellschafterbstandes für Grunderwerbsteuerzwecke auch auf der Grundlage schuldrechtlicher Bindungen des unmittelbar beteiligten Gesellschafters zugelassen, wonach dessen Anteil

Die Grunderwerbsteuer stellt eine abzugsfähige Betriebsausgabe dar

einem Dritten (Neugesellschafter) zuzurechnen ist. Der Aushöhlung eines Altgesellschafters, der für Grunderwerbsteuerzwecke an der Objektgesellschaft beteiligt bleibt, sind damit (weiterhin) Grenzen gesetzt. Wie weit die durch den BFH ins



86 Unten:
Dr. Hardy Fischer (P+P)

Grunderwerbsteuerrecht implementierte wirtschaftliche Betrachtungsweise reicht, ist im Einzelfall ungewiss und wird künftig sorgfältig zu berücksichtigen sein.

Internationales

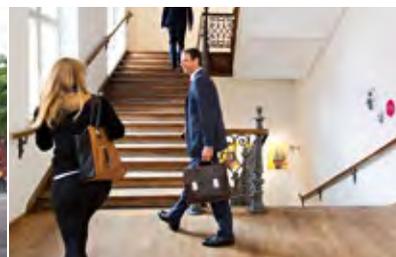
Bei einem Wegzug einer inländischen immobilienhaltenden Körperschaft über die Grenze (per Formwechsel oder Verlegung des Verwaltungssit-

zes) kommt es für Körperschaftsteuerzwecke zu keiner Entstrickung, denn Deutschland hat weiterhin das Besteuerungsrecht für die Veräußerung der Immobilie. Der Wegzug sollte – trotz in Deutschland entfallender Betriebsstätte – auch gewerbesteuerfrei möglich sein, denn das Gewerbesteuerrecht kennt keinen eigenständigen Entstrickungstatbestand. Insofern ist jedoch mit Widerstand durch die Finanzverwaltung zu rechnen.

Mit Urteil vom 12. November 2014 hat das Finanzgericht Berlin-Brandenburg (Az.: 12 K 12320/12) hinsichtlich der Steuerverstrickung

Deutschland hat weiterhin das Besteuerungsrecht für die Veräußerung der Immobilie

eines Darlehens einer im Ausland ansässigen, im Inland immobilienhaltenden Kapitalgesellschaft entschieden: Der Verzicht der ausländischen Muttergesellschaft auf ein Darlehen gegenüber der immobilienhaltenden Tochter führt nicht zu inländischen Einkünften. Es fehlt schon an einem entsprechenden Tatbestand. Das gilt jedenfalls, wenn die Darlehensforderung nicht unmittelbar mit der Vermietungstätigkeit im Inland zusammenhängt. Eine Revision hierzu ist beim BFH anhängig und bleibt abzuwarten.



■ Viel Schatten – wenig Licht: Der Referentenentwurf zur Erbschaftsteuer vom 2. Juni 2015

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

Am 2. Juni 2015 hat das Bundesministerium der Finanzen (BMF) einen Referentenentwurf zur Anpassung des Erbschaftsteuer- und Schenkungsteuergesetzes vorgelegt, mit dem das Gesetz an die Vorgaben der Entscheidung des Bundesverfassungsgerichts vom 17. Dezember 2014 angepasst werden soll. Der Entwurf lehnt sich sehr eng an die im Februar 2015 vom BMF vorgelegten Eckwerte an. Dementsprechend fallen die Regelungen für den Steuerpflichtigen wenig positiv aus. Die neuen Regelungen zeichnen sich zudem durch eine selbst für die Erbschaftsteuer bisher nicht gekannte Dimension der Komplexität aus.

Begrüßenswert ist zunächst, dass die vollumfängliche Verschonung von Betriebsvermögen auch zukünftig grundsätzlich möglich sein soll. Doch soll dies uneingeschränkt nur noch für Unternehmenswerte bis zu EUR 20 Mio. gelten.

Zugleich sollen die Anforderungen an das begünstigte Vermögen gravierend verschärft werden. Während es bislang möglich war, nicht betriebsnotwendiges Vermögen (sog. Verwaltungsvermögen) innerhalb des Betriebsvermögens unter bestimmten Voraussetzungen ebenfalls steuerfrei zu übertragen, soll Vermögen zukünftig nur noch verschont werden, sofern es dem „Hauptzweck des Unternehmens“ dient. Es ist schon jetzt erkennbar, dass die von der Finanzverwaltung zu erstellende Einordnung, welche Wirtschaftsgüter betriebsnotwendig sind und welche nicht, sehr streitanfällig sein wird.



Es verwundert daher auch nicht, dass die Bundesländer sich in einem Votum klar gegen diesen drohenden Verwaltungsmehraufwand geäußert haben.

Anders als bisher soll die Lohnsummenregel bereits bei drei Arbeitnehmern eingreifen (bisher 20 Arbeitnehmer). Um Unternehmen mit vier bis zehn Arbeitnehmern die notwendige Flexibilität im Hinblick auf einen unkalkulierbaren Wechsel in der Belegschaft zu geben, soll die Mindestlohnsumme bei einer Lohnsummenfrist von fünf Jahren auf 250% abgesenkt werden, im

Oben, von links:
Dr. Christoph Philipp, Dr.
Stephan Viskorf (beide P+P)





Falle der Optionsverschonung zu 100 % bei einer Lohnsummenfrist von sieben Jahren auf 500 %.

Ab einem Unternehmenswert von EUR 20 Mio. soll auf Antrag des Erwerbers überprüft werden, ob der Erwerber einer erbschaftsteuerlichen Verschonung überhaupt bedarf. Die Willkür der Grenzziehung von EUR 20 Mio. wird durch den Fallbeileffekt der Freigrenze und die Unsi-

Die Willkür der Grenzziehung von EUR 20 Mio. wird noch verstärkt

cherheit einer Bewertung von Betriebsvermögen noch verstärkt. So führt das derzeitige Bewertungsrecht dazu, dass die Verschonungsbedarfsprüfung bereits bei der Übertragung von Betrieben mit einem jährlichen Gewinn von rund EUR

1 Mio. Anwendung findet. Bedürftig ist der Erwerber nur dann, wenn er nicht in der Lage ist, die Erbschaftsteuer aus dem miterworbenen Vermögen oder aus seinem bereits vorhandenen Privatvermögen zu zahlen. Dies kann zu Steuersätzen von bis zu 80 % auf miterworbene, nicht begünstigte Vermögenswerte führen, da diese zum einen der Erbschaftsteuer von rund 30 % unterliegen und zum anderen bis zu 50 % für die Erbschaftsteuer auf das begünstigte Vermögen erhalten müssen. In Fällen, in denen dieses Vermögen veräußert werden muss, um die Erbschaftsteuer zahlen zu können, drohen zudem noch massive ertragsteuerliche Folgen.

Alternativ kann der Erwerber ein Abschmelzmodell wählen, was ihm bei größeren Erwerben von über EUR 110 Mio. zumindest noch eine steu-



erliche Verschonung von mindestens 25 % (bzw. 40 % in der Verschonungsoption) sichert. Für Familienunternehmen, die über typische Verfügungs-, Entnahme- und Abfindungsbeschränkungen verfügen, ist eine Anhebung der Freigrenze auf EUR 40 Mio. möglich. Dies klingt auf den ersten Blick begrüßenswert. Die langen damit einhergehenden Fristen (10 Jahre vorher, 30 Jahre nachher) konterkarieren jedoch die gewollte Erleichterung.

Die geplanten Änderungen sollen mit der Verkündung des Gesetzes im Bundesgesetzblatt in Kraft treten. Ursprünglich war ein Inkrafttreten zum 1. Januar 2016 geplant. Angesichts des erheblichen Widerstands der Bundesländer gegen einzelne Änderungen ist mit einem Inkrafttreten eher in der ersten Jahreshälfte 2016 zu rechnen. Bis zu diesem Zeitpunkt besteht – mit Ausnahme von exzessiven Gestaltungen (insbesondere Ausnutzen von Kaskadeneffekten) – Vertrauensschutz in die bisherige Rechtslage.

Mit Rücksicht auf den bestehenden Vertrauensschutz sollten insbesondere folgende Übertragungen vor Inkrafttreten der Neuregelung erwogen werden:

- Die Übertragung von Unternehmen/Unternehmensanteilen, deren Wert EUR 20 Mio. übersteigt, wenn entweder der Schenker oder der ausgewählte Beschenkte über weitere signifikante Vermögenswerte verfügt.



Links:
Dr. Stephan Viskorf (P+P)

Denn derzeit ist das sonstige Vermögen des Schenkers und des Beschenkten ohne Belang. In Zukunft können diese Vermögen bis zur Hälfte herangezogen werden, um die Steuer auf das Betriebsvermögen zu bezahlen.

- Die Übertragung von Unternehmen, die auf unteren Beteiligungsstufen über erhebliches Verwaltungsvermögen (zukünftig: „nicht begünstigtes Vermögen“) verfügen.



Denn dieses Verwaltungsvermögen ist derzeit noch aufgrund der geltenden Quoten für das unschädliche Verwaltungsvermögen von 50 % begünstigt. Zukünftig wird es durch die Einführung der Konzernbetrachtungsweise der Besteuerung unterliegen.

- Die Übertragung von Unternehmen mit mehr als drei und weniger als zwanzig Arbeitnehmern.

Denn durch die Senkung der Mindestarbeitnehmeranzahl werden diese Unternehmen erstmalig von der Lohnsummenregelung betroffen. Das Steuerrisiko durch die Lohnsummenregelung trifft

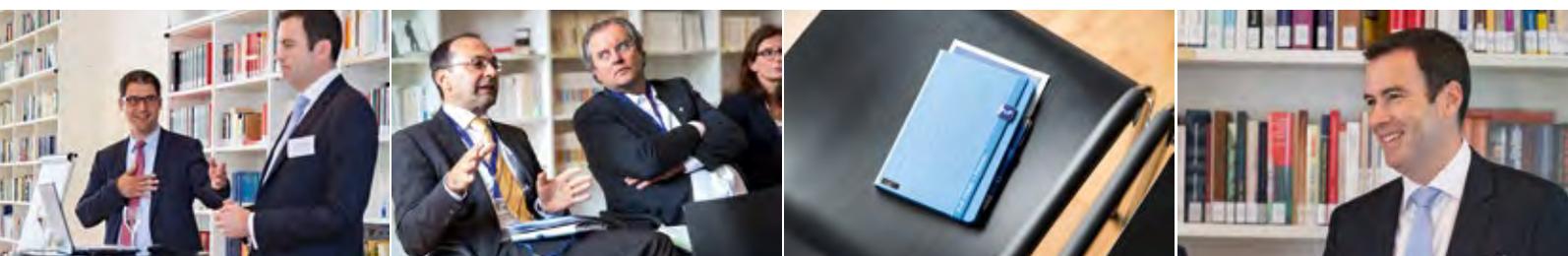
In der Vergangenheit war die Erbschaftsteuer oft Spielball der Politik

insbesondere diese Kleinbetriebe, da sie konjunkturelle Schwankungen viel schwerer kompensieren können als Großbetriebe.

Der weitere Verlauf des Gesetzgebungsverfahrens bleibt spannend. In der Vergangenheit war die Erbschaftsteuer oft Spielball der Politik. Während derzeit die Familienunternehmen gegen die geplanten Änderungen Sturm laufen, fordern die linken Parteien eine weitere Verschärfung. Schließlich müsse der Sozialhilfeempfänger auch

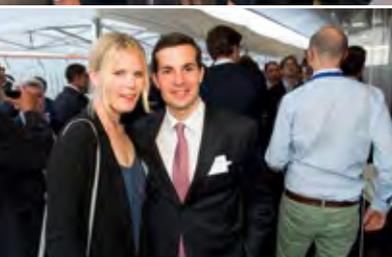


sein gesamtes Vermögen einsetzen, bevor er Sozialhilfe beziehen kann. Mit diesem Argument lässt sich jede sachliche Auseinandersetzung sowohl mit der Betriebsvermögensbegünstigung als auch mit der wirtschaftlichen Bedeutung der Familienunternehmen in Deutschland im Keim ersticken. Es bleibt zu hoffen, dass die Politik sich von solcher Polemik nicht allzu sehr beeinflussen lässt.



■ Impressionen vom P+P-Sommerfest 2015











■ 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

GESTALTUNG
Schmid/Widmaier, München

LEKTORAT
Dr. Inga Meincke, Eva Bachmann,
Dr. Bernd Kronenberg

LITHOGRAFIE
Reproline Mediateam

DRUCK
Meissnerdruck



**SAVE THE DATE
MUPET 2016:
Donnerstag und
Freitag, den 16. und
17. Juni 2016**



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.



MAX PLANCK FÖRDERSTIFTUNG
FOUNDATION

www.maxplanckfoerderstiftung.org



Hilfe zur Selbsthilfe finanziert und überwacht Projekte im Bereich Bildung, Mikrofinanzen und nachhaltiger Entwicklung in Zusammenarbeit mit lokalen NGOs – bisher in über 90 Projekten in 30 Ländern.



www.up-micro-loans.de



Ex oriente fördert mit Fokus auf Sprache und Kultur die internationalen Beziehungen zwischen Deutschland – vor allem München und Bayern – und Osteuropa sowie Ostasien, insbesondere China.



www.china-stiftung.de

P+P Training GmbH
Färbergraben 18
80331 München

info@pptraining.de
www.pptraining.de

HUMAN
RIGHTS
WATCH

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