

VentureCapital

Magazin

www.vc-magazin.de

Das Magazin für Investoren und Entrepreneur



EXTRAHEFT

Munich Private Equity Training 2008

HERAUSFORDERUNGEN FÜR PRIVATE EQUITY-FONDS +++ MANAGEMENT INCENTIVES IM RAHMEN VON M&A-TRANSAKTIONEN +++ STÄRKEN, SCHWÄCHEN UND PERSPEKTIVEN DER ZINSSCHRANKE +++ RECHTLICHE RAHMENBEDINGUNGEN DES DEBT EQUITY SWAP +++ FUSSBALL UND PRIVATE EQUITY +++ U. V. M.

P+P Pöllath + Partners

Rechtsanwälte · Steuerberater

P+P

P+P ist spezialisiert auf Rechts- und Steuerberatung für Unternehmenskauf (M&A), Private Equity/Venture Capital, Immobilien, Unternehmer und Großvermögen (Family Office). Wir sind ein junges Team mit 25 Partnern und insgesamt über 90 Anwälten und Steuerberatern in Büros in Berlin, München und Frankfurt.

Arbeitsbereiche

Wir konzentrieren uns auf die zwei Wirtschaftsbereiche, in denen wir den „Stand der Technik“ (*best practice*) kennen – aus eigener Tätigkeit in Beratung, Unternehmen und Verwaltung. In diesen Arbeitsgebieten stehen P+P-Partner regelmäßig an der Spitze internationaler und nationaler Ranglisten:

Transaktionen

Unternehmenskauf, -gründung, -nachfolge
(mit Private Equity, Venture Capital, Fonds-Strukturierung und Screening, Listing/Delisting, Nachfolge- und Steuergestaltung) und Immobilien

Asset Management

Vermögensanlage, -planung, -nachfolge
(mit Family Office, Großvermögen, Investmentbanken, Fonds, Finanzprodukten, Trusts, Stiftungen, Steuerzusagen/-prüfungen)

P+P ist völlig unabhängig. Wir arbeiten freundschaftlich zusammen, untereinander, mit fachlich führenden Kollegen anderer Sozietäten und mit Beratern, Banken usw. Über die Hälfte unserer Mandate ist auslandbezogen.

www.pplaw.com

P+P München

Prof. Dr. Reinhard Pöllath, LL.M., RA, FAStr
Dr. Matthias Bruse, LL.M., RA
Dr. Andrea von Drygalski, RAin
Andres Schollmeier, RA, FAStr
Dr. Michael Best, StB
Philipp von Braunschweig, LL.M., RA
Otto Haberstock, M.C.J., RA
Dr. Margot Gräfin von Westerholt, RAin
Dr. Benedikt Hohaus, RA, FAStr
Dr. Michael Inhester, RA
Richard L. Engl, StB
Jens Hörmann, RA
Dr. Frank Thiäner, RA
Dipl.-Kfm. Alexander Pupeter, RA, StB
Dr. Alice Broichmann, RAin
Dr. Georg Greitemann, LL.M., RA
Dr. Christoph Philipp, LL.M., RA
Dr. Barbara Koch-Schulte, RAin, StBin
Dr. Frank Bayer, StB
Thilo Oldiges, RA
Dr. Ralf Bergjan, LL.M., RA, FAHuG
Christian Tönies, LL.M.Eur, RA
Benjamin Waitz, MEB, RA

Kardinal-Faulhaber-Strasse 10
80333 Munich
Tel.: +49 (89) 24 240 - 0
Fax: +49 (89) 24 240 - 999
muc@pplaw.com

P+P Berlin

Prof. Dr. Dieter Birk, StB
Dr. Thomas Töben, StB
Andreas Wilhelm, RA
Dr. Matthias Durst, RA
Dr. Carsten Führling, RA
Uwe Bärenz, RA
Dr. Stefan Lebek, RA
Amos Veith, LL.M., RA
Dr. Andreas Richter, M.A., LL.M., RA
Silke Hecker, M.Env.Sc., RAin, FAVwR
Raphael Söhlke, RA
Dipl.-Kfm. Konrad Enderlein, StB
Kim Delphine Weber, RAin
Dr. Philip Schwarz van Berk, LL.M., RA
Annabel Klisch, RAin
Ronald Buge, RA

Potsdamer Platz 5
10785 Berlin
Tel.: +49 (30) 253 53 - 0
Fax: +49 (30) 253 53 - 999
ber@pplaw.com

P+P Frankfurt

Dr. Andreas Rodin, RA
Wolfgang Tischbirek, LL.M., RA, StB
Patricia Volhard, LL.M., RAin
Prof. Dr. Ingo Saenger, Of Counsel

Zeil 127
60313 Frankfurt/Main
Tel.: +49 (69) 24 70 47 - 0
Fax: +49 (69) 24 70 47 - 30
fra@pplaw.com

Private Equity 2008/09 – Back to the Basics?

Das Munich Private Equity Training stand im letzten Jahr noch ganz unter dem Eindruck des „Übernahmebooms“. Heute, kaum zwölf Monate später, sind Milliarden deals kaum zu finanzieren und das Ende der Flaute am Kreditmarkt und die weiteren Auswirkungen für die Private Equity-Industrie sind kaum vorhersehbar. Insbesondere haben sich die Konditionen für Leveraged Buyout-Finanzierungen verändert. So sind größere Transaktionen, etwa im Volumen ab 500 Mio. Euro, für die eine oder mehrere Banken ein Syndizierungsrisiko übernehmen müssten, nach wie vor kaum durchführbar. Verkürzt gesprochen, kann man diese Entwicklung vielleicht am ehesten mit Begriffen umschreiben, die im Zusammenhang mit dem Wetter und der Klimaentwicklung genannt werden: global, komplex, schwierig.

Dennoch ist verhaltener Optimismus erlaubt. Denn abgesehen von Unternehmen, die mit sogenannten Pay-in-Kind-Krediten finanziert wurden, stehen viele Private Equity-finanzierte Unternehmen bilanziell besser da als im Jahre 2001, als die Dotcom-Blase

platzte und die Finanzmärkte hierdurch nachhaltig gestört wurden. Allerdings wird man insbesondere bei den mit PIK-Notes finanzierten Unternehmen das Phänomen „Good Company – Bad Balance Sheet“ betrachten können. Dabei handelt es sich um Unternehmen, die nicht durch operative Probleme, sondern aufgrund zu hoher Verschuldung – etwa aus einem LBO – in eine Krise geraten sind. Insoweit werden sich nachträgliche Eigenkapitalzuführungen nicht vermeiden lassen. Prominentes Beispiel war zu Beginn des Jahres die Nachschussfinanzierung bei der Werkstatte Auto-Teile-Unger durch Doughty Hanson und KKR. Dass dies negative Auswirkungen auf die Renditeerwartung der Private Equity-Investoren hat, dürfte auf der Hand liegen.

Dagegen ist es im typischen Mid-Market-Segment weiterhin möglich, eine Finanzierung zu erhalten, wenn es frühzeitig gelingt, ein Konsortium finanzierender Banken zusammenzubringen. Hier erlebt das Prinzip „back to the basics“ eine Renaissance: Vergessen sind die „covenant-light



loans“, wo im Wettlauf der Darlehensgeber die Verhaltensbedingungen des Kreditnehmers fast ad absurdum geführt wurden. Heute werden gerade die Covenants wieder extensiv verhandelt, so dass es dem Kreditgeber möglich ist, bei deren Verletzung rechtliche Gestaltungsmittel auszuüben. Auch Governance-Themen sind jüngst wieder in den Mittelpunkt der Konditionsverhandlungen gerückt, so dass der Darlehensgeber bereits bei Eintreten bestimmter Frühindikatoren kontrollierend eingreifen kann. Aber auch die Verhandlung von Break-up-Fees erfreut sich zunehmender Beliebtheit, denn in Zeiten fehlender Finanzierungssicherheit stellt sich zwangsläufig die Frage, wer die Kosten trägt, falls die erhoffte Finanzierung ausbleibt. ■

*Dr. Michael Inhester
Partner bei P+P Pöllath + Partners*

Inhalt

EINFÜHRUNG	
Trainingsseinheiten für die Branche	6
9. MUPET – Munich Private Equity Training	
„Ich glaube, dass uns noch einiges bevorsteht“	8
Interview mit Dr. Hans Albrecht, Nordwind Capital	
PRIVATE EQUITY AKTUELL	
Herausforderungen für Private Equity-Fonds	10
Weiterhin keine gesicherten Rahmenbedingungen	
Der Einfluss von Kreditkrise und „Mannesmann“	12
Management Incentives im Rahmen von M&A-Transaktionen	
„Man muss bei jedem Investment mit der Zinsschranke rechnen“	14
Interview mit Dr. Thomas Töben, Pöllath + Partners	
WEITBLICK	
Debt Equity Swap in Deutschland	16
Rechtliche Rahmenbedingungen und Gestaltungsmöglichkeiten	
„Düfte können eine Kaufentscheidung beeinflussen“	17
Interview mit Prof. Dr. Hanns Hatt, Ruhr-Universität Bochum	
Fußball – ein interessantes Feld für Private Equity?	18
Viele traditionell starke Marken in der zweiten und dritten Liga sind unterbewertet	

Impressum

9. Jg. 2008, Nr. 7-8

VentureCapital
Magazin

„Munich Private Equity Training 2008“ Extraheft des VentureCapital Magazins

Verlag: GoingPublic Media AG, Hofmannstr. 7a, 81379 München,
Tel.: 089-2000339-0, Fax: 089-2000339-39, E-Mail: info@goingpublic.de,
Internet: www.vc-magazin.de, www.goingpublic.de

Redaktion: Torsten Paßmann (Projektleiter), Andreas Uhde (Chefredakteur), Mathias Renz, Silke Schneider

Mitarbeit an dieser Ausgabe: Uwe Bärenz, Dr. Benedikt Hohaus,
Dr. Michael Inhester, Dr. Barbara Koch-Schulte, Dr. Marc Löbke,
Andres Schollmeier, Dirc Seemann, Amos Veith

Gestaltung: Silke Schneider

Druck: Joh. Walch GmbH & Co. KG, Augsburg

Impressionen von



der MUPET 2008



Trainingseinheiten für die Branche

9. MUPET – Munich Private Equity Training

Die Private Equity-Branche verlangt fortwährend geistige Höchstleistungen der Akteure. Da spielt es keine Rolle, ob Fremdkapital verhältnismäßig leicht fließt (wie 2006/07), oder ob Finanzmarktkrise und Dollarschwäche das Geschäft erschweren (wie derzeit). Ständige Wechsel in den gesetzlichen Rahmenbedingungen erweisen sich ebenso als belastender Faktor. In diesem Umfeld hat sich das Munich Private Equity Training als verlässliche Quelle etabliert, um mehr über aktuelle Trends sowie Reaktionsmöglichkeiten zu erfahren.

Überblick, Verständnis, Abrundung

Die neunte Auflage des Munich Private Equity Training (MUPET) hatte zum Ziel, die permanenten regulatorischen Änderungen transparent darzustellen. Sie sollten von der Komplexität auf „ihre Einfachheit“ und somit Verständlichkeit reduziert werden, wie Dr. Michael Inhester von der ausrichtenden Kanzlei P+P Pöllath + Partners im Grußwort betonte. Mit der Themenauswahl haben P+P sowie ihr Mit-ausrichter, das Deutsche Venture Capital Institut (DVCI), den Geschmack der Branche getroffen. Knapp über 220 Gäste – Referenten und Mitarbeiter nicht mitgerechnet – bedeuteten einen Rekordzuspruch und ein Plus von gut 30% im Vergleich zum Vorjahr. Neben dem überwiegenden Anteil der Fondsmanager, Anwälte, Berater und Geschäftsführer, die aus dem ganzen Bundesgebiet anreisten, kamen auch Teilnehmer aus Luxemburg, der Schweiz und Österreich. Selbst zwei Anwälte aus Prag nahmen die Reise auf sich. „Die Vorträge über deutsches Recht erhöhen das Verständnis für meine deutschen Klienten“, begründete der Luxemburger Rechtsanwalt Alexander Olliges seine Anwe-



Zuspruch über die Landesgrenzen hinaus – selbst Teilnehmer aus Luxemburg und Tschechien fanden Gründe für einen Besuch der MUPET.

senheit. Die Veranstaltung hat sich seit 2000 einen solchen guten Ruf erarbeitet, dass auch erfahrene Private Equity-Akteure wie Gustav Egger von der Deutschen Beteiligungs AG vor Ort waren. „Die Themen sind sehr aktuell gewählt, und der Austausch von Meinungen und Ansichten dazu kann den eigenen Eindruck abrunden“, erklärte er. Vor allem die „interessanten Gespräche mit institutionellen Investoren und Family Offices sowie der Austausch mit Kollegen aus der Branche“, führten Dr. Paul-Josef Patt von der eCapital AG aus Münster in die bayerische Landeshauptstadt. Sein Fokus lag besonders auf dem ersten Tag. Ganz im Sinne des Trainingsgedankens nutzte Dirk Köhler, seit September 2007 Geschäftsführer von Beteiligungskapital Hannover, die Chance zur Fortbildung: „Auch wenn man nur regional fokussiert ist, helfen einem die allgemeinen Informationen weiter.“



Bei vielen Themen fragte das engagierte Plenum nach und forderte ergänzende Informationen ein.

Ein Aufreger zum Einstieg

Bevor die Teilnehmer allerdings in die Trainingseinheiten einsteigen konnten, wärmte Dr. Hans Albrecht von Nordwind Capital das Plenum auf (siehe Interview auf S. 8-9). Er machte sich „einige Gedanken zu Private Equity im gegenwärtigen Umfeld“ und bestimmte mit seinen Thesen und seiner Wortwahl – z. B. als er Finanzinvestoren und Zuhälter in einem Atemzug nannte – zahlreiche Diskussionen noch bis in den Abend. Anschließend berichteten Dr. Andreas Rodin, Uwe Bärenz und Amos Veith (alle P+P) über Aktuelles zu Private Equity-Fonds. Rodin sprach über Steuern, Bärenz verglich Wagniskapital und Private Equity, Veith referierte über erlaubnispflichtige Tätigkeiten. Die Panel-Diskussion über das derzeitige Investment-



Die Sommerparty stand ganz im Zeichen des EM-Viertelfinales Deutschland – Portugal. Auch die chinesische Künstlergruppe ließ sich von der Begeisterung anstecken. Vor dem Anpfiff erfreute sich die Dachterrasse noch großer Beliebtheit, danach lichtete sich das Feld in dieser fußballfreien Zone.

klima in Deutschland war dann gelebtes Beispiel für die Maxime „global denken, lokal handeln“: Die Vertreter der drei international ausgerichteten Private Equity-Häuser EQT, Bain Capital und Barclays Private Equity sind alle mit Büros in München vertreten. Von den drei Workshops erntete „Public M&A – Die Übernahme eines börsennotierten Unternehmens“ den höchsten Zuspruch. „Falls das Thema einmal aktuell werden sollte, kennen wir die Stolpersteine“, lobte eine Teilnehmerin anschließend den Informationsgehalt. In den beiden anderen Workshops ging es um Umwelt- und Nachhaltigkeits-Due Diligence sowie die typischen Strukturen und steuerlichen Aspekte von Real Estate Private Equity-Fonds. Während meist die steuerrechtliche Betrachtungsweise dominierte, bedeutete der Vortrag über „Beiräte und Aufsichtsräte in PE-finanzierten Unternehmen“ etwas Entspannung. Denn Referent Dr. Klaus Weigel von WP Board & Finance näherte sich dem Thema von der betriebswirtschaftlichen Seite. Er erläuterte den Sinn und Nutzen dieser Institutionen und wie sie sich ideal strukturieren lassen. Für Erheiterung sorgte zum Abschluss des ersten Tages Dr. Benedikt Hohaus (P+P) mit seiner augenzwinkernden Frage, ob denn die Finanzverwaltung hier sei. Falls ja, müssten er und sein Co-Referent Dr. Alexander Götz (Schmack Biogas AG) bestimmte Aspekte der „aktuellen Tendenzen von Management Incentives im Rahmen von M&A-Transaktionen“ ausblenden (siehe S. 12-13). „Spitzel“ waren zum Glück nicht vor Ort, so dass das Plenum in den Genuss des ganzen Vortrags kam.

Probleme und Lösungsansätze

Die Sommerparty, wie gewohnt in den Räumen von P+P Pöllath + Partners, stand ganz im Zeichen des EM-Viertelfinales Deutschland vs. Portugal. Einzig die Dachterrasse war fußballfreie Zone, faktisch in allen Räumen waren Fernseher strategisch geschickt postiert. Das Epizentrum der Fußballbegeisterung bildete die liebevoll dekorierte „EM-Lounge“. Hier war die Stimmung während des Spiels „wie im Stadion“, berichteten am nächsten Tag mehrere Teilnehmer unisono. Von den gut 450 Gästen hielt der harte Kern – wie auch in den Vorjahren – bis in die frühen Morgenstunden durch. Erwartungsgemäß wies Dr. Gerd Sievers von Roland Berger am nächsten Morgen darauf hin, dass die Kreditkrise zu einem Comeback strategi-

scher Investoren führen könne und Private Equity-Investoren ins Hintertreffen gerieten. Sein Lösungsvorschlag fiel dann aber ungewöhnlich aus: Im Rahmen von „Huckepack“-Transaktionen sollten die an sich gegensätzlichen Akteure vereint agieren. In einem gemeinsamen Vortrag sprachen Dr. Rolf Möhlenbrock (Bundesministerium der Finanzen) und Dr. Thomas Töben (P+P) über neue Entwicklungen der Zinsschranke und Gestaltungen in der Praxis (siehe Interview auf S. 14-15). Obwohl die beiden ihr eher trockenes Thema straff abhandeln mussten – 30 Folien in nur einer Stunde –, blieb dem Plenum immer noch Raum zum Schmunzeln. Stellenweise lieferten sich die beiden kleinere Scharmützel wie die Sportkommentatoren Gerhard Dellling und Günther Netzer. Weitere Fachthemen des zweiten Tages waren die rechtlichen Rahmenbedingungen des Debt Equity Swap in Deutschland (siehe S. 16), ausländische Fonds inner- und außerhalb des Investmentrechts sowie die (mögliche) Verbindung von Fußball und Private Equity (siehe S. 18-19). Im Rahmen der drei Workshops konnte zwischen der Umwandlung in eine europäische SE, aktuellen Problemen und Lösungsansätzen bei der Nutzung steuerlicher Verlustvorträge nach M&A-Transaktionen sowie über Private Equity-Transaktionen in Krise und Insolvenz gewählt werden. Den spannenden Schlusspunkt setzte Prof. Hanns Hatt mit einem Vortrag über die Macht der Dufte beim Menschen (siehe Interview auf S. 17).

Hart trainiert – fit gemacht

Dem selbst gewählten Anspruch sind P+P und DVCI gerecht geworden: Die Teilnehmer an der MUPET 2008 fühlten sich hinterher besser informiert. Die Breite der Themen, die nachvollziehbar präsentiert wurden, traf den Geschmack der Mehrheit. Angesichts der Fußball-Europameisterschaft verfiel manches Feedback in eine sportliche Sprache. „Das waren harte Trainingseinheiten“, meinte ein Teilnehmer beim letzten Pausenkaffee. „Aber jetzt sind wir fit“, erwiderte sein Gegenüber. Da trifft es sich gut, dass bereits das nächste Training geplant wird. Eine Woche vor der 2008er-Auflage stellte P+P eine erste Anfrage, ob zur Jubiläums-MUPET am 25. und 26. Juni 2009 der gewohnte „Austragungsort“ erneut zu haben sei. ■

torsten.passmann@vc-magazin.de

„Ich glaube, dass uns noch einiges bevorsteht“

Interview mit Dr. Hans Albrecht, Managing Director, Nordwind Capital

Wenn Dr. Hans Albrecht von Nordwind Capital auf Veranstaltungen über die aktuelle Lage von Private Equity spricht, nimmt er kein Blatt vor den Mund. Im direkten Interview hält er sich zwar etwas zurück, weist aber dennoch deutlich auf die wunden Punkte hin. Im Interview mit Torsten Paßmann, Redakteur des VentureCapital Magazins, sprach er u. a. über die Mentalität von Finanzinvestoren, welche Zutaten es für eine echte Panik braucht und welche Bücher Fondsmanager unbedingt lesen sollten.

VC Magazin: Angenommen ein kalifornischer Pensionsfonds bestellt Sie zum Vermögensverwalter. In welche Anlageklassen könnten Sie guten Gewissens die Ihnen anvertrauten Gelder investieren?

Albrecht: Ich würde diese Aufgabe nicht annehmen. Generell finde ich aber Venture Capital in Europa spannend. Es gibt wenig Nachfrage und viele Ideen.

VC Magazin: Viele Branchenakteure versprechen „mehr Transparenz“ und fliegen doch unter dem Radar. Welche



Dr. Hans Albrecht: „Im Markt gibt es zu viel Liquidität.“

Reaktionen ernten Sie für Ihre offene Art, auch die Probleme der Branche deutlich anzusprechen?

Albrecht: Die Reaktionen sind gemischt, manche finden das gut, andere widerlich. Viele benutzen auch das Wort „Nestbeschmutzer“, das stimmt aber nicht. Ich gehöre in Deutschland zu denen, die das Geschäft mit am längsten betreiben – und mir gefällt die Branche gut. Ich habe aber Angst, dass die Exzesse, die teilweise stattfinden, zu Überregulierung führen. Wenn man alles schönredet, „Friede, Freude, Eierkuchen“ ruft und die Litanei „mehr Arbeitsplätze, mehr Wachstum, mehr Wert“ betet, bezieht sich das auf sechs Jahre alte Deals. Einige Deals der letzten zwei Jahre werden schlecht laufen, und es wird sicherlich Ärger geben. Darauf muss man sich vorbereiten, und das geht nur, wenn man die Probleme einigermaßen ehrlich anspricht.

VC Magazin: Manche Fondsmanager können sehr kreativ immer wieder neue Gebühren berechnen. Sollten Limited Partner ihre Zusagen auch von der Gebührenstruktur abhängig machen?

Albrecht: Fondsmanager machen immer das, was der Markt gerade hergibt. Aber die meisten Investoren haben so einen „Tick-the-box“-Anspruch. Das Angebot muss irgendwie passen und im Rahmen der Standard Terms liegen. Alles, was sich nicht mit dem Üblichen deckt, irritiert – selbst wenn es vorteilhaft ist.

VC Magazin: Warren Buffett tourte vor kurzem durch Deutschland, um Investitionsziele zu finden. Agieren so viele US-Investoren in Deutschland, dass sie als Konkurrenz angesehen werden?

Albrecht: Es tummeln sich überhaupt wahnsinnig viele Investoren hier. Die Preise kommen ja nicht so runter, wie viele sich das wünschen. Im Markt gibt es zu viel Liquidität. Die Preise sinken etwas, weil der Leverage nicht mehr so hoch ist, aber die Wettbewerbsintensität ist weiterhin hoch. Die Vielzahl an Auktionen und die Masse der Teilnehmer daran ist bisher nicht zurückgegangen.

VC Magazin: Die sogenannte Subprimekrise hat die Akteure der Finanzbranche arg ins Schwitzen gebracht. Auf was müssen sich besonders die Private Equity-Fonds einrichten?



„Ich habe Angst, dass die Exzesse, die teilweise stattfinden, zu Überregulierung führen.“

Albrecht: Ich glaube, dass uns da allgemein noch einiges bevorsteht. Eine wesentliche Folge für Private Equity: Wenn die extrem hohen Finanzierungen der letzten drei Jahre fällig sind, wird es keine Instrumente geben, die zur Ablösung oder Verlängerung bereitstehen. Das wird dazu führen, dass einige Fonds ihre Portfoliounternehmen relativ hart auf Kosten managen müssen. Ansonsten gibt es derzeit weniger Deals und noch weniger sind stark fremdfinanziert. Weitere Konsequenzen ergeben sich, wenn die Krise die Realwirtschaft erreicht.

VC Magazin: Welche Zutaten brauchen wir für eine echte Panik?

Albrecht: Wenn etwas in der Art wie „Nine-Eleven“ mit einem Herrn Kerviel zusammenfällt, wäre das schwer zu verdauen. Treten solch große disruptive Ereignisse nicht ein, lässt sich die Krise weginflationieren. Die Notenbanken werden große Mengen Liquidität leicht verfügbar machen.

VC Magazin: Welche Reaktion erwarten Sie dann vom „einfachen Bürger auf der Straße“?

Albrecht: Die Inflation frisst höhere Löhne schon jetzt auf. Aber ich habe keine Ahnung, wann die Leute merken, dass ihre Teilhabe am Aufschwung nicht stattfindet. Wenn die Masse der Betroffenen irgendwann einmal die Ursachen versteht, wird sie richtig sauer werden. Dann wird es eine deutliche Rückwirkung geben.

VC Magazin: Welche Bücher legen Sie Investoren in der derzeitigen Situation besonders an Herz?

Albrecht: „The Great Crash“ von John Kenneth Galbraith, weil man gewisse Parallelen ziehen kann. Immer interessant ist „Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowds“ von Charles Mackay. Dann finde ich zwei Bücher von Roger Lowenstein gut: „When Genius Failed“, wo es um die Pleite des Hedgefonds Long-Term Capital Management geht, sowie „Buffett: The Making of an American Capitalist“.

VC Magazin: Herzlichen Dank für das Gespräch, Herr Dr. Albrecht. ■

torsten.passmann@vc-magazin.de

Zum Gesprächspartner



Dr. Hans Albrecht ist Managing Director des von ihm gegründeten Buyout-Hauses Nordwind Capital Erste Industriebeteiligungen GmbH. Zuvor war er Geschäftsführer der Carlyle Gruppe in Deutschland, wo er knapp 350 Mio. Euro in fünf Transaktionen investierte. Dr. Albrecht promovierte in Humanmedizin, schloss ein Jura-Studium ab, erwarb einen LL.M. sowie einen MBA.

info@nordwindcapital.com

Herausforderungen für Private Equity-Fonds

Weiterhin keine gesicherten Rahmenbedingungen

Wie schön wäre es, wenn der Titel dieses Beitrages für ein Private Equity-Gesetz stünde, auf das insbesondere die deutsche Private Equity-Industrie nicht aufgehört hat zu hoffen. Die jüngsten Ergebnisse sind weitaus ernüchternder. Die Mehrheit der Initiatoren, Manager und Investoren wird sich auch in Zukunft insbesondere mit den allgemeinen steuerlichen Folgen einer Private Equity-Fondsstruktur auseinandersetzen müssen, ohne sich gesicherten und international akzeptablen Rahmenbedingungen unterwerfen zu können, die eine Vielzahl der steuerlichen Anforderungen allgemein verbindlich klären.

Gewerbliche Personengesellschaften

Nicht zuletzt die Unternehmensteuerreform hat die Ansprüche an die Strukturierung eines Private Equity-Fonds weiter erhöht. Trotz aller damit verbundenen Unsicherheiten konnten die steuerlichen und damit wirtschaftlichen Interessen der Investoren in einer vermögensverwaltenden Personengesellschaft bisher nahezu einheitlich berücksichtigt werden. Die Einführung der Abgeltungsteuer hat nun den Kreis derjenigen deutschen Investoren, die in der Beteiligung an einer gewerblichen Personengesellschaft Vorteile sehen können, erweitert. Abhängig von den individuellen Verhältnissen sich unmittelbar beteiligender natürlicher Personen sowie der generellen Abzugsfähigkeit bestimmter Aufwendungen (vs. Aktivierung verschiedener Aufwendungen) kann es im Hinblick auf die Teilabzugsfähigkeit von Aufwendungen attraktiv sein, eine Beteiligung an einer gewerblichen Personengesellschaft zu erwägen. Diese Alternative war bisher ausschließlich für steuerpflichtige Körperschaften mit steuerlicher Ansässigkeit in Deutschland im Hinblick auf eine gewerbesteuerliche Optimierung von Interesse.

Nicht akzeptable Folgen für einzelne Anlegergruppen

Eine aus deutscher Sicht gewerbliche Struktur löst jedoch für andere Investorengruppen – in der Regel – nicht akzeptable Folgen aus. Betroffen sind insbesondere steuerbefreite Anleger (z. B. Pensionskassen, Stiftungen), vermögensverwaltende Personengesellschaften (z. B. Dachfonds, Familiengesellschaften), ausländische Investoren (bei Betriebstätteinkünften des Private Equity-Fonds in Deutschland) sowie Initiatoren, deren erhöhter Gewinnanteil (Carried Interest) in Deutschland der Besteuerung

unterliegt. Eine Lösung dieser potenziellen Konfliktsituation wird sich nur durch mehrere Beteiligungsgesellschaften schaffen lassen. Insbesondere zweistufige Strukturösungen (gewerblich geprägte Feeder-Personengesellschaft mit vermögensverwaltender Fonds-Personengesellschaft) können eine Lösung bieten.

Umsatzsteuer: Derzeit keine rechtssichere Lösung

Davon unberührt bleibt das nicht gelöste Problem der Vermeidung einer Belastung der Vergütung der Managementgesellschaft mit Umsatzsteuer. Eine rechtssichere Lösung dieser Anforderung auf der Grundlage der in der Vergangenheit von der Finanzverwaltung anerkannten Ergebnis-Vorab-Gestaltungen ist derzeit nicht mehr möglich. Eine Alternative bestünde in der Ermöglichung der Nutzung einschlägiger Befreiungstatbestände, insbesondere der bei der Verwaltung von Investmentgesellschaften geltenden Befreiung von der Umsatzsteuer. Neben entsprechendem Gestaltungswillen wäre eine einschlägige gesetzliche Klarstellung begrüßenswert. Ob eine derartige Entwicklung realistisch möglich ist, kann derzeit nicht belastbar beurteilt werden.

Ordnungspolitisch fraglich

Das sich in der letzten Phase der Gesetzgebung befindliche MoRaKG erweitert ausschließlich den Kreis von Spezialgesetzen, die sich an ausgewählte Beteiligungsgesellschaften richten. So wendet sich das Gesetz für Wagniskapitalbeteiligungen (WKBG) ausschließlich an eine Zielgruppe von Wagniskapitalgebern (WKBs), die sich einer Reihe sehr spezieller Anforderungen unterwerfen und zudem ihren Sitz und ihre Geschäftsleitung im Inland haben. Beteiligungskapital für deutsche Zielgesellschaften wird aber bekanntlich auch von einer großen Anzahl ausländischer Private Equity-Gesellschaften zur Verfügung gestellt. Warum z. B. eine britische, französische oder italienische Private Equity-Gesellschaft aus dem persönlichen Anwendungsbereich des MoRaKG für ihre deutschen Beteiligungen ausgenommen wird, ist nicht erkennbar. Im Ergebnis wird es in Deutschland nach Inkrafttreten des MoRaKG drei Kategorien von Beteiligungsgesellschaften geben, nämlich diejenigen, die unter das Gesetz für Unternehmensbeteiligungsgesellschaften fallen, diejenigen, die den Status als WKB erwerben, sowie diejenigen, die – wie bisher – völlig unreguliert bleiben. Das Ergebnis ist

*Bei der Umsatzsteuer
wäre eine einschlägige
gesetzliche Klarstellung
begrüßenswert.*



nicht nur unter ordnungspolitischen Gesichtspunkten fraglich. In steuerlicher Hinsicht wird der Mehrzahl aktiver Private Equity-Fonds nichts anderes übrig bleiben, als sich wie in der Vergangenheit auch in Zukunft mit den allgemeinen Rahmenbedingungen in Deutschland auseinanderzusetzen.

Weiterhin erhebliche Unsicherheiten

Die wesentlichen steuerrechtlichen Grundlagen der privaten Vermögensverwaltung bei Private Equity-Anlagen haben die Landesfinanzbehörden über einen Zeitraum von ca. 15 Jahren zwischen 1985 und 2000 erarbeitet. Daraus hat sich eine Verwaltungspraxis ergeben, die faktisch bundeseinheitlich angewendet wurde und am 16. Dezember 2003 in einem BMF-Schreiben auch formal bundeseinheitlich zusammengefasst wurde. Bis auf ganz wenige Ausnahmen, nämlich bei speziell gelagerten Frühphasenfinanzierungen und Beteiligungen zur aktiven Sanierung notleidender Unternehmen, ist die Anlagetätigkeit nahezu aller Private Equity-Fonds grundsätzlich geeignet, für die private Vermögensverwaltung zu qualifizieren. In einer Vielzahl von Fällen haben die zuständigen Finanzbehörden darüber verbindliche Auskünfte erteilt, die in keinem bekannt gewordenen Fall bei einer späteren Außenprüfung angegriffen wurden. Dessen ungeachtet begründen einzelne Kriterien der von der Finanzverwaltung aufgestellten Grundsätze in der täglichen Praxis nach wie vor erhebliche Unsicherheiten und in der Folge zum Teil zusätzlichen komplexen Aufwand. Die gesetzlichen Regelungen des MoRaKG im Hinblick auf die steuerliche Beurteilung der Wagniskapitalgesellschaften haben diese Unsicherheiten noch erhöht.

Fazit:

All das führt zu der Erkenntnis und begründeten Forderung, dass für Private Equity ein Kapitalmarktrahmen geschaffen werden muss, der dem Einsatz von Private Equity als Instrument der Unternehmensfinanzierung gerecht wird. Das bedeutet Regulierung des ganzen Segments. Dessen ist sich die Private Equity-Branche unstreitig bewusst. Andere Länder haben diesen Schritt längst vollzogen; Deutschland wird sich dem auf Dauer nicht schadlos entziehen können. ■

Zu den Autoren



Uwe Bärenz (links, uwe.baerenz@pplaw.com) und **Amos Veith, LL.M.**, (amos.veith@pplaw.com) sind Rechtsanwälte und Partner bei P+P Pöllath + Partners, Berlin. Ihre Tätigkeitsschwerpunkte sind Private Equity-Fonds.

Der Einfluss von Kreditkrise und „Mannesmann“

Management Incentives im Rahmen von M&A-Transaktionen

Die derzeitige Kreditkrise beeinflusst den Markt von Unternehmenskäufen und die Aktivitäten der Private Equity-Fonds und wirkt sich dabei auch auf bestehende und neu zu implementierende Managementbeteiligungsprogramme (MPP) aus. Aber auch „Mannesmann“ hat in der letzten Zeit Folgen insbesondere für die Zahlung von Exitboni und ähnlichen Management Incentives gehabt. Ein neueres Phänomen ist außerdem der Einstieg von Finanzinvestoren bei börsennotierten Aktiengesellschaften sowie der Erwerb von Minderheitsbeteiligungen.

Verkäuferseitige Incentives

Das häufigste Instrument der verkäuferseitigen Incentives ist nach wie vor der Exitbonus. Er ist abhängig von ganz unterschiedlichen Voraussetzungen, wie z. B. dem Wohlverhalten im Verkaufsprozess, dem Erreichen gewisser Stufen im Verkaufsprozess, dem Kaufpreis oder der Abgabe von Gewährleistungen durch das Management gegenüber dem Käufer (sog. Director's Certificate oder Warranty Deeds). Es ist aber auch nicht ungewöhnlich, die Höhe und die Zahlung des Exitbonus ganz in das Ermessen des Verkäufers zu stellen. Eine Abwandlung ist der „Retention Bonus“, der das Management über den Exit hinaus an das verkaufte Unternehmen binden soll. Daher ist dieser Bonus bei Verlassen des Unternehmens vor dem Ende des vereinbarten Zeitraums zurückzuzahlen. Die Rückzahlungsverpflichtung besteht in diesem Fall nur, wenn der Manager für sein Ausscheiden aus dem Unternehmen verantwortlich ist, nicht bei ordentlicher Kündigung durch das Unternehmen.

Nachwirkungen von Mannesmann

Verkäuferseitige Incentives waren seit der Mannesmann-Entscheidung zunächst in Verruf gekommen. Dies hat sich aber nach genauer Lektüre der BGH-Entscheidung als unberechtigt erwiesen. Denn der BGH hat sogenannte Anerkennungsprämien abhängig gemacht von einer entsprechenden Regelung im Anstellungsvertrag. Insofern sollte bei Geschäftsführer- und Vorstandsdienstverträgen darauf geachtet werden, eine Öffnungsklausel für entsprechende Prämien im Vertrag vorzusehen. Diese kann allgemein gehalten werden und muss die Ausgestaltung entsprechender Prämien noch nicht im Einzelnen regeln. Auch ohne Öffnungsklausel können Bonuszahlungen zulässig sein, wenn sie im Unternehmensinteresse gezahlt werden. Für diesen Fall sind die vom BGH genann-



Foto: Bildstelle der Stadt Karlsruhe

Der Bundesgerichtshof akzeptiert Anerkennungsprämien – wenn sie vertraglich geregelt sind.

ten Voraussetzungen jedoch recht schwammig und gerade im Exitfall nur schwer zu erfüllen. Zur Vermeidung von Risiken sollte daher in jedem Fall eine Öffnungsklausel im Vertrag vorgesehen werden.

Zahlung von Transaktionsboni durch Aktionäre

Im Falle der Zahlung von Transaktionsboni durch Aktionäre an den Vorstand einer Aktiengesellschaft ist zu berücksichtigen, dass die Personal- und Vergütungskompetenz beim Aufsichtsrat liegt.¹ Unklar ist nach wie vor, ob dies auch für von Aktionären gezahlte Boni, sogenannte Drittvergütungen, gilt. Das Gesetz kennt Drittvergütungen² und erklärt sie nicht für von vornherein unzulässig. Es regelt jedoch nicht, unter welchen Voraussetzungen sie gezahlt werden dürfen. So hat der Vorstand zwar bei der Entgegennahme von aktionärsseitigen Vergütungen das Gesellschafts- und Unternehmensinteresse zu berücksichtigen.³ Ob und in wieweit aber auch das organchaftliche Wettbewerbsverbot gemäß § 88 Abs. 1 AktG und damit der Zustimmungsvorbehalt des Aufsichtsrats greift, ist derzeit noch offen. Die überwiegende Auffassung geht für die Zahlung von Transaktionsboni durch

1 §§ 84 Abs. 1 Satz 1, 87 AktG

2 vgl. § 33d WpÜG, §§ 285 Satz 1 Nr. 9, 314 Abs. 1 Nr. 6a HGB, Ziff. 4.2.2. Satz 2 DCGK

3 §§ 76, 93 AktG: „Business Judgement Rule“

Aktionäre derzeit nicht von einem Zustimmungsvorbehalt des Aufsichtsrates aus, sondern sieht die Information des Aufsichtsrates über Art und Höhe des Bonus als ausreichend an.

Auswirkungen der Kreditkrise

Durch die Kreditkrise hat sich nicht nur das Investitionsumfeld der Private Equity-Fonds verändert, sondern es sind auch die operativen Ergebnisse der Beteiligungsunternehmen zurückgegangen. Dies führt für neue MPPs dazu, dass die Businesspläne für Neuinvestments bei heutigen Investments regelmäßig weniger aggressiv ausfallen, als dies noch im letzten Jahr der Fall war. Auch die Erwartungen für die Erlöse aus einem Exit sind zurückgegangen, was seinen Niederschlag bei den Kennzahlen für Management Incentives findet.

Problematisch ist die Situation für bereits bestehende MPPs. Da die Businesspläne bereits implementierter Programme die Auswirkungen der Kreditkrise nicht berücksichtigen, gibt es nicht wenige Management-Investments, die sich derzeit entgegen der Erwartung schlecht entwickeln und damit „out of the money“ sind.

Folgen aus der negativen Entwicklung von Managementbeteiligungen

Als Folge aus der negativen Entwicklung von MPPs kann sich „Sweet Equity“ durchaus in „Sour Equity“ verwandeln, d. h. die Risiken aus einem erhöhten Leverage des Management-Investments können sich realisieren. War dieses Risiko in früheren Jahren zwar existent aber in der Praxis eher die absolute Ausnahme, wird es nun praktisch relevant mit der Folge, dass bei einem Exit die Manager ihr eingesetztes Kapital ganz oder teilweise verlieren, während der Finanzinvestor noch einen gewissen Gewinn bzw. jedenfalls keinen Verlust realisiert.

Eine andere Folge aus einem schlecht laufenden Investment kann sein, dass der Dienstvertrag eines Managers wegen nicht eingehaltener Businesspläne oder gebrochener Covenants aus den Kreditverträgen gekündigt wird. Nach den üblichen Regelungen in einem MPP ist er in diesem Fall regelmäßig ein sogenannter Good Leaver mit der Folge, dass er sein Investment zum Verkehrswert verkaufen muss. Je nach Berechnungsmodus für den Verkehrswert kann dies für ihn ebenfalls den vollständigen oder teilweisen Verlust seines Investments bedeuten.

Ein neu eintretender Geschäftsführer oder Vorstand steht dann vor dem Problem, den Businessplan den Gegebenheiten anzupassen und dies mit dem Investor abzustimmen. In ein bestehendes MPP kann er regelmäßig nicht zu den bisherigen Konditionen einsteigen, weil der Wert der Anteile unter den Einstiegswert gefallen ist. Erwirbt er das Investment mit niedrigeren Anschaffungs-

kosten als der Investor und die übrigen Manager, muss er gegenüber den Finanzbehörden die Richtigkeit der Einstiegsbewertung nachweisen. Erwirbt er die Beteiligung aus Sicht der Finanzbehörden zu billig, ist die Wertdifferenz als sogenannter geldwerter Vorteil wie eine Gehaltszahlung voll steuerpflichtig.

(Minderheits-)Beteiligungen an börsennotierten Gesellschaften

In der letzten Zeit häuften sich Private Equity-Investments in Form von Minderheitsbeteiligungen und/oder Investments in börsennotierten Aktiengesellschaften, wie z. B. bei Evonik, Süd-Chemie, WMF, D+S, Springer und nicht zuletzt ProSiebenSat.1 oder Hugo Boss. Problematisch bei Minderheitsbeteiligungen ist, dass der Private Equity-Investor keinen (direkten und uneingeschränkten) Zugriff auf den Cashflow des Unternehmens hat. Dies verhindert in der Regel einen hohen Leverage für den Investor und erst recht für das Management bei der Implementierung eines MPPs. Unklar ist auch, inwieweit die Beteiligung eines AG-Vorstandes am Beteiligungsvehikel eines (Groß-)Aktionärs aktienrechtlich überhaupt zulässig ist. Denn wie bereits oben angesprochen, liegt die Vergütungskompetenz beim Aufsichtsrat. Allerdings stellt der Erwerb einer echten Kapitalbeteiligung keine Vergütung des Managers dar, so dass insofern eine Involvierung des Aufsichtsrates als nicht erforderlich erscheint. Verlässliche Antworten gibt es zu dieser Frage derzeit jedoch noch nicht. ■

Zu den Autoren



Dr. Benedikt Hohaus (benedikt.hohaus@pplaw.com) ist Partner und Rechtsanwalt im Münchner Büro von P+P Pöllath + Partners, **Dr. Barbara Koch-Schulte** (barbara.koch-schulte@pplaw.com) Rechtsanwältin und Steuerberaterin. Beide arbeiten in den Sektoren M&A, Private Equity und Steuern.

„Man muss bei jedem Investment mit der Zinsschranke rechnen“

Interview mit Dr. Thomas Töben, Partner, Pöllath + Partners

Den gesetzlichen Rahmen der Zinsschranke bilden § 4h Einkommensteuergesetz (EStG) sowie § 8a Körperschaftsteuergesetz (KStG) in der neuen Fassung. Im Interview berichtet Dr. Thomas Töben, Steuerberater und Partner bei Pöllath + Partners, welche Stärken, Schwächen und Perspektiven sich bieten.

VC Magazin: Die Experten im Bundesfinanzministerium haben lange und hoffentlich auch gut über die Zinsschranke nachgedacht. Was sind die wesentlichen Inhalte?

Töben: Die Experten hatten keine Chance, lange und gut nachzudenken. Die Idee zur Zinsschranke ist in einem kleineren Zirkel hochkarätiger Politiker entstanden, die das als politisches Thema vorgegeben haben. Die Fachbeamten, vor allem auch der Länder, waren nach meiner Kenntnis bis vor etwa einem halben Jahr von der verwaltungsinernen Diskussion nahezu ausgeschlossen. Das ist in Deutschland beinahe einmalig und wiederholt sich hoffentlich nicht. Es verwundert daher nicht, dass mit jedem Tag neue Probleme sichtbar werden.

VC Magazin: Welches sind die wesentlichen Stärken und Schwächen der §§ 4h EStG und 8a KStG?

Töben: Es gibt keine wirklichen Stärken. Die Idee, bei multinationalen Unternehmen auf Eigenkapitalquoten weltweit abzustellen, mag vernünftig, jedenfalls nachvollziehbar sein. Aber letztlich ist der gewählte Weg extrem kompliziert, nicht praktikabel, mit unangemessen hohem Verwaltungs- und sonstigem Aufwand verbunden und schlichtweg nicht justiziabel. Wegen des weltweiten Ansatzes stellen die Regeln auf internationale Rechnungslegungsstandards ab, die sich permanent ändern. Das kann die Finanzverwaltung nicht nachverfolgen, das kann kein Gericht am Ende prüfen.

VC Magazin: Was bedeutet das in der Praxis?

Töben: Ziel war es, eine überproportionale Fremdfinanzierung zu Lasten des deutschen Steueraufkommens und zugunsten des ausländischen Steueraufkommens zu unterbinden. Treffen wollte man rund 200 bis 300 weltweit operierende Unternehmen, bei denen Gewinnverlagerungsmöglichkeiten befürchtet wurden. Vor Augen hatte man immer den durch die Presse bekannten Fall Ikea. Selbst wenn hier – relativ gesehen – eine überproportionale Fremdfinanzierung bei den deutschen Konzernteilen vorgelegen haben sollte, muss damit nicht notwendigerweise auch eine Steuerlastverschiebung einhergehen. Wie auch immer: Der Gedanke war, die bisherige Begrenzung der Gesellschafterfremdfinanzierung in ein neues Modell zu klei-



Dr. Thomas Töben: „Der gewählte Weg ist extrem kompliziert, nicht praktikabel und schlichtweg nicht justiziabel.“

den. Der wesentliche Unterschied zu früher liegt darin, dass jetzt jegliche Bankfinanzierung erfasst wird, wenn bestimmte Konstellationen vorliegen. Bei der Bankfinanzierung werden auch Fälle erfasst, in denen die eigentlichen Gründe für die Einführung der Zinsschranke im Zweifel gar nicht vorliegen. Z. B. standen bei der Schaffung der Zinsschranke reine Inlandssachverhalte nicht im Fokus des Gesetzgebers. In der jetzigen Fassung werden letztendlich aber auch diese getroffen. Das geht zu weit.

VC Magazin: Wer ist von der Zinsschranke betroffen bzw. ausgenommen?

Töben: Betroffen sind grundsätzlich alle Unternehmen bzw. Betriebe, die einen jährlichen Nettozinsaufwand von mehr als einer Mio. Euro pro Betrieb haben. Das entspricht einem Kreditvolumen von rund 18 Mio. bis 20 Mio. Euro. Relativ gesehen sind in Deutschland wenige Betriebe betroffen, in Bayern z. B. weniger als 3% aller Betriebe. Ausweislich diverser Studien sind das aber deutlich mehr als die „nur“ rund 200 bis 300 multinationalen Unternehmen, die der Gesetzgeber zunächst im Fokus hatte.

VC Magazin: Im Rahmen der Zinsschranke werden Betriebe und Konzernspitzen differenziert. Als was werden Private Equity-Fonds klassifiziert?

Töben: Nach verfehlter Auffassung der Verwaltung soll ein PE-Fonds „Konzernspitze“ sein können, wenn er die darunterliegenden Investments einheitlich leitet, d. h. einheitlichen Einfluss auf die Geschäfts- und Finanzpolitik „seiner“ Schuldnerbetriebe nimmt. Wäre das zutreffend, müsste man letztendlich bei jedem Investment mit der Anwendung der Zinsschranke rechnen. Es erscheint mir nahezu ausgeschlossen, dass PE-Fonds ihre weltweiten Investments so „trimmen“ könnten, dass sie den Eigenkapitalquotentest bestehen.

VC Magazin: Was verbirgt sich hinter dem Eigenkapitalquotentest?

Töben: Sogenannte Konzernfälle sind betroffen, und die sollen bereits vorliegen, wenn nur zwei Gesellschaften von einem kontrollierenden Investor gehalten werden. Die Zinsschranke soll in diesen Fällen keine Anwendung finden, wenn den in Deutschland steuerpflichtigen konzernzugehörigen Schuldnerbetrieben der sogenannte Escape über den Eigenkapitalquotentest gelingt. Diese Betriebe müssen nachweisen, dass am Ende des Wirtschaftsjahres deren EK-Quote gleich oder größer ist als die des maßgeblichen Konzerns zu diesem Zeitpunkt. Nur wenn diese Relation eingehalten wird, sind im Folgejahr Zinsen voll abziehbar. Das klingt einfach, ist es aber nicht. Die weltweiten Investments eines PE-Fonds haben in der Regel nichts miteinander zu tun. Sie sind voneinander unabhängig, sowohl rechtlich als auch wirtschaftlich, insbesondere was die Fremdfinanzierung betrifft. Die „Verschiebung“ von Gewinnen und/oder der Fremdfinanzierung zwischen den verschiedenen Investments ist nicht möglich. Schon strukturell ist das ausgeschlossen. Selbst wenn die PE-Fonds unter Inkaufnahme des damit verbundenen erheblichen Kostenaufwandes ihre weltweiten Investments nur für deutsche Steuerzwecke konsolidieren würden, lägen die maßgeblichen Zahlen bzw. EK-Quoten erst später, nach dem Ablauf des Wirtschaftsjahres vor. Für Reaktionen, soweit bei einer Bankfinanzierung überhaupt möglich, ist es dann jedenfalls bereits zu spät.

VC Magazin: Im dritten Absatz von § 8a taucht der Begriff „Rückgriff“ auf. Was erwartet die Fonds?

Töben: PE-Fonds sollen, so die Finanzverwaltung, per se von der Zinsschranke betroffen sein, wenn sie die Konzernspitze darstellen. Der sogenannte Escape über den Eigenkapitalquotenvergleich wird dann in der Regel misslingen. Im anderen Fall, d. h. der PE-Fonds ist nicht Konzernspitze, kann sich die Frage des schädlichen Rückgriffs auf den Fonds oder auf andere Unternehmen außerhalb des als maßgeblich erachteten Konzerns stellen. Da in aller Regel schon die Statuten nicht erlauben, dass der PE-Fonds für Bankschulden haftet, betrifft die Frage des schädlichen Rückgriffs die Verpfändung der Anteile an den Schuldnergesellschaften. Meines Erachtens werden indes solche bloßen Anteilsverpfändungen aus insolvenzrechtlichen Gründen gefordert und stellen als solche keinen schädlichen Rückgriff dar.

VC Magazin: Welche Optionen bieten sich Private Equity-Fonds, die Risiken der Zinsschranke zu minimieren bzw. gar zu vermeiden?

Töben: Es hängt wie immer von der Ausgangsfrage ab: Konzernspitze ja oder nein. Wenn man es optimistisch betrachtet, sind PE-Fonds nicht Konzernspitze, auch wenn die gegenwärtige Entwicklung in die andere Richtung deuten mag. Gelten sie nicht als Konzernspitze, können PE-Fonds ganz gut mit der Zinsschranke leben. Bei schlichten Asset Deal-Transaktionen haben sich klare, mindestens doppelstöckige Kapitalgesellschaftsstrukturen etabliert. Diese erfüllen in der Regel die Voraussetzungen für den vollen Zinsabzug. Kaufen sich Fonds in große operative, weltweit agierende Unternehmen ein, die ihrerseits selbst einen Konzern bilden, finden für diese, und zwar nur für diese Konzerngesellschaften, die Regeln über die Zinsschranke Anwendung, so wie für jeden anderen Konzern auch.

VC Magazin: Sie haben in Ihrem Vortrag im Rahmen der MUPET von „Extremschwächen“ der Zinsschranke gesprochen. Welches sind ihre drei größten Schwächen?

Töben: Reine Inlandsfälle gehören dazu, obwohl es bei ihnen schon im Ansatz keinerlei Potenzial zur Gewinnverschiebung von Steuersubstrat gibt. Das gleiche gilt in der Regel auch für Private Equity-Investitionen, soweit sie im Hinblick auf das Zielunternehmen non-recourse-finanziert sind. Auch hier gibt es kein Potenzial für eine Gewinnverschiebung. Außerdem knüpft die Vorschrift an ausländische Rechnungslegungsstandards an, die sich permanent ändern. Die kann in Deutschland keiner nachhalten, was die Vorschrift nicht justiziabel macht.

VC Magazin: Internationale Vorschriften werden also importiert und in Gesetze implementiert. Wird die Idee der Zinsschranke denn im Gegenzug exportiert?

Töben: In der Tat spricht Dr. Axel Nawrath, Staatssekretär im Bundesfinanzministerium, voller Freude von einem Exportschlager. Aus meiner Sicht ist das eine böse Entwicklung. Auch die EU-Kommission soll sich dahingehend geäußert haben, dass es ein lohnenswertes Ziel wäre, die Zinsschranke auch in anderen Ländern zu implementieren. Einige Staaten sind bereits auf diesen Zug aufgesprungen, sogar in einer verschärften Form. Italien gehört dazu, Tschechien auch, und die Niederlande haben es angekündigt. Keine gute Entwicklung.

VC Magazin: Herr Dr. Töben, besten Dank für das freundliche Gespräch. ■

torsten.passmann@vc-magazin.de

Zum Gesprächspartner

Dr. Thomas Töben (thomas.toeben@pplaw.com) ist im Jahr 2000 als Partner in die Berliner Niederlassung von Pöllath + Partners eingestiegen. Zu den Arbeitsschwerpunkten des Steuerberaters gehören u. a. Unternehmenssteuerrecht und internationales Steuerrecht.

Debt Equity Swap in Deutschland

Rechtliche Rahmenbedingungen und Gestaltungsmöglichkeiten

Im Rahmen der Restrukturierung von Krisenunternehmen hat in den vergangenen Jahren ein aus dem angloamerikanischen Rechtskreis stammendes Sanierungsinstrument eine immer größere Bedeutung erlangt – der Debt Equity Swap.

Außerhalb des Insolvenzverfahrens

Beim Debt Equity Swap erwirbt der Investor notleidende Kredite, um diese im Anschluss in Eigenkapital umzuwandeln. Dies entlastet die Passivseite der Bilanz und erhöht gleichzeitig die Eigenkapitalquote des Unternehmens. Auf diesem Wege kann das Unternehmen in einer Krisensituation die bilanzielle Überschuldung vermeiden. Der Weg für eine Sanierung außerhalb des förmlichen Insolvenzverfahrens wird frei. Auch für den Investor bietet der Debt Equity Swap enorme Chancen. Die Forderungen werden in der Regel erheblich unter ihrem Nennwert erworben. Bei einer gelungenen Sanierung profitiert der Investor unmittelbar vom gesteigerten Unternehmenswert. Auf der anderen Seite trägt er im Falle eines Scheiterns der Sanierung auch das volle Verlustrisiko. Daher wird der Investor bestrebt sein, sich etwa über Aufsichtsratsmandate einen maßgeblichen Einfluss auf den Sanierungskurs des Unternehmens zu sichern. Häufig wird er auch auf eine Auswechslung des Managements drängen.

Sachkapitalerhöhung

Die Umwandlung der vom Investor erworbenen Forderungen in Eigenkapital erfolgt im Wege der Kapitalerhöhung. Bei sanierungsbedürftigen Unternehmen geht dem in der Regel eine nominelle Kapitalherabsetzung zur Beseitigung einer bilanziellen Unterbilanz voraus (Kapitalschnitt). Nach gefestigter höchstrichterlicher Rechtsprechung muss die Einbringung der Forderungen als Sacheinlage erfolgen. Dies ist im deutschen Recht mit erheblichen formellen Voraussetzungen verbunden, insbesondere einer Prüfung der Werthaltigkeit der einzubringenden Forderungen. Erreicht ihr Wert nicht den Kapitalerhöhungsbetrag, oder wird ihre Werthaltigkeit nicht ordnungsgemäß dargelegt, kann das Registergericht die Eintragung der Kapitalerhöhung ablehnen. Kommt es zur Eintragung und stellt sich nachträglich die fehlende Werthaltigkeit der Forderungen heraus, haftet der Investor für die Differenz. Rechtlichen Gestaltungen, bei denen die Einbringung der vom Investor erworbenen Forderungen im Wege der Barkapitalerhöhung erfolgt, hat der Bundesgerichtshof eine Absage erteilt. Insoweit greifen die Re-

geln über die „verdeckte Sacheinlage“ ein, die für den Investor die Gefahr einer doppelten Leistung bedeuten.

Rechtliche Gestaltungsmöglichkeiten

Eine weitere Schwierigkeit ergibt sich daraus, dass den Altgesellchaftern bei der Kapitalerhöhung ein Bezugsrecht zusteht. Dieses kann zwar ausgeschlossen werden, allerdings stellt die Rechtsprechung an den Bezugsrechtsausschluss hohe formelle und materielle Anforderungen. Dies kann insbesondere bei börsennotierten Aktiengesellschaften zu erheblichen Anfechtungsrisiken führen. Gewisse Erleichterungen bietet insoweit die Kapitalerhöhungsform des genehmigten Kapitals. Als alternative Gestaltungsmöglichkeit kommt eine gleichzeitige Sach- und Barkapitalerhöhung in Betracht. In diesem Fall erfolgt eine Sachkapitalerhöhung für den Investor, der seine Einlage durch Umwandlung der von ihm erworbenen Forderungen erbringt. Parallel dazu findet eine Barkapitalerhöhung für die übrigen Gesellchafter statt, um ihnen die Möglichkeit zur Aufrechterhaltung ihrer relativen Beteiligungsquote zu bieten. Als dritter Weg bietet sich an, den Altgesellchaftern zunächst im Rahmen einer Barkapitalerhöhung ein Bezugsrecht einzuräumen. In der Regel werden diese in einer Krisensituation nicht bereit sein, dem Unternehmen weiteres Eigenkapital zur Verfügung zu stellen und üben daher ihr Bezugsrecht nicht aus. Die nicht gezeichneten neuen Aktien werden im Rahmen einer sich unmittelbar anschließenden Sachkapitalerhöhung dem Investor zum Bezug angeboten, der seine Gegenleistung durch Einbringung der erworbenen Forderungen erbringt. ■



Zum Autor



Dr. Marc Löbbe ist Rechtsanwalt und Partner bei SZA Schilling, Zutt & Anschutz in Mannheim. Seine Tätigkeitsbereiche umfassen Gesellschaftsrecht sowie M&A.
marc.loebbe@sza.de

„Düfte können eine Kaufentscheidung beeinflussen“

Interview mit Prof. Dr. Hanns Hatt, Ruhr-Universität Bochum

Mit jedem Atemzug werden zahlreiche Duftmoleküle bis zur Riechschleimhaut ganz oben in unserer Nase getragen. Dort sitzen beim Menschen 350 verschiedene Typen von Riechsensoren, die jeweils ein bestimmtes Molekül – z. B. Moschus oder Vanille – erkennen. Prof. Dr. Hanns Hatt von der Ruhr-Universität Bochum konnte spannende Erkenntnisse gewinnen, die sich medizinisch wie vertrieblisch nutzen lassen.



Prof. Dr. Hanns Hatt

VC Magazin: Körperduft und soziale Kommunikation hängen zusammen, wie es sich in „ich kann dich gut riechen“ ausdrückt. Wie sinnvoll sind dann Hygiene und Deo?

Hatt: Zusammen mit dem Schweißgeruch, den übrigens Bakterien auf der Haut produzieren, geben wir unseren Mitmenschen zusätzliche Informationen weiter. Wenn Fußballer behaupten, sie könnten die Angst des Gegners riechen, hat das vermutlich seine Berechtigung. Ein Deodorant überdeckt diese Informationen, stoppt sie aber nicht – die Duftbotschaften werden weiterhin abgegeben und vom Mitmenschen gerochen.

VC Magazin: Sie haben herausgefunden, dass sich die Wahrnehmung von Düften auch selektiv ausblenden lässt. Worin liegt der Nutzen?

Hatt: Von den 350 Rezeptoren kennen wir leider erst fünf akzeptabel gut. Wir wissen, dass es neben aktivierenden auch blockierende Düfte gibt, die einen Rezeptor spezifisch ausschalten. Interessant wäre beispielsweise ein „Schweißblocker“, der direkt in Hemden integriert wird. Ich könnte stinken wie ein Iltis, und niemand würde es merken.

VC Magazin: Der Einsatz von Duftstoffen bietet für die Industrie reizvolle neue Anwendungen, oder?

Hatt: Die Menschen lassen sich vielfältig beeinflussen, natürlich auch über Düfte. Ein bestimmtes Aroma führt dazu, dass sich Kunden länger in Räumen aufhalten – damit steigt die Wahrscheinlichkeit, dass sie etwas kaufen.

Wer ein Brot verkaufen will, stellt sich einen Backofen in den Verkaufsraum, die „Kaffeerösterei“ in der Fußgängerzone verströmt intensiven, wenn auch synthetischen Duft. Natürlich lassen sich viele Waren gezielt beduften.

VC Magazin: Im Rahmen Ihres Vortrags auf der MUPET haben Sie auch eine „Corporate Scent Identity“ erwähnt. Was kann man sich darunter vorstellen?

Hatt: Es werben ja schon viele optische Reize für ein bestimmtes Produkt, im Automobilbau etwa der Stern oder der Propeller. Einige Firmen haben sich mittlerweile einen bestimmten Duft als Wiedererkennungswert gegeben. Wächst man bereits mit diesem Duft auf, verbindet man ihn automatisch mit Jugend, Heimat und Nestwärme. Düfte wecken Erinnerungen und Gefühle und können somit eine Kaufentscheidung beeinflussen. Ein Hersteller von TV-Geräten versucht sich dies bereits zu Nutze zu machen, manch andere Firmen werden folgen.

VC Magazin: Welche Wirkung haben Geruchsrezeptoren außerhalb der Nase?

Hatt: Wir konnten vor wenigen Jahren erstmals zeigen, dass Riechrezeptoren auch auf Spermien vorkommen und den Duft von Maiglöckchen wahrnehmen. Die Eizelle setzt diesen Lockduft ein, um Spermien ihren Weg durch die Finsternis des weiblichen Genitaltrakts zu weisen – immer der Nase nach. Ein anderer Blütenduft, auf den Prostatakrebszellen reagieren, kann therapeutische Wirkung haben. Werden sie mit diesem Duft aktiviert, stoppen sie ihr Wachstum.

VC Magazin: Herzlichen Dank für das Interview, Herr Prof. Hatt. ■

torsten.passmann@vc-magazin.de

Zum Gesprächspartner

Prof. Dr. Dr. Dr. med. habil. Hanns Hatt leitet den Lehrstuhl für Zellphysiologie an der Ruhr-Universität Bochum. Er gehört zu den weltweit führenden Wissenschaftlern auf dem Gebiet der Geruchsforschung. Im Herbst erscheint sein Buch „Das Maiglöckchen-Phänomen“.
Hanns.Hatt@rub.de

Fußball – ein interessantes Feld für Private Equity?

Viele traditionell starke Marken in der zweiten und dritten Liga sind unterbewertet

Fußball und Private Equity in einem Atemzug – das ist zunächst überraschend. Einerseits weil Fußball mit heißer Emotion und Private Equity mit kühler Mathematik besetzt sind, andererseits weil Fußball und Private Equity in Deutschland noch keine Berührungspunkte hatten. Das muss nicht so bleiben.

Der Mutterverein muss dominieren

Fußballvereine bzw. deren ausgegliederte Fußball-Kapitalgesellschaften (FBKG) haben in der Vergangenheit externe Geldgeber meist ohne Einräumung einer Eigenkapitalbeteiligung generiert. Mittel der Wahl waren Sponsoring oder die Ausgabe von Anleihen. Sofern eine Eigenkapitalbeteiligung eingeräumt wurde, wurde eine solche von klassischen Mäzenen oder strategischen Investoren gezeichnet. Ein bekanntes Beispiel in Deutschland ist die Beteiligung von Adidas an der FC Bayern München AG. Dies hängt auch mit der spezifisch deutschen Rechtslage (sogenannte „50+1“-Regel) zusammen. Nach der Satzung von sowohl DFB wie auch Ligaverband ist die mehrheitliche Beteiligung (nach Stimmen) des sogenannten Muttervereins an der FBKG vorgeschrieben, sofern diese als AG organisiert ist. Ist die FBKG als KGaA organisiert, muss der Mutterverein oder eine von ihm zu 100% beherrschte Tochter die Stellung des Komplementärs innehaben. Interessante Minderheitsbeteiligungen sind damit schon jetzt möglich – First Mover Advantage!

Einmal groß oder mehrfach klein

Ziel dieser Regelung ist es, einen fairen sportlichen Wettbewerb innerhalb der verschiedenen Ligen sicherzustellen. Europarechtlich ist jedoch fraglich, ob die mit dieser Regelung verbundenen Beeinträchtigungen der europäischen Grundfreiheiten und der Wettbewerbsfreiheit gerechtfertigt sind oder ob es nicht „mildere“, d. h. verhältnismäßigere Mittel gibt, den sportlichen Wettbewerb zu schützen. Vergleicht man die deutsche Rechtslage mit Regelungen anderer europäischer Ligen und der UEFA, so stellt man schnell fest, dass diese Regelungen die Mehrheitsbeteiligung an nur einer FBKG zulassen. Den Erwerb von Beteiligungen an einer oder mehreren weiteren FBKG dagegen verbieten sie bzw. beschränken sie auf Kleinstbeteiligungen. Sollte also – entweder aufgrund einer derzeit auch von dem Ligaverband diskutierten Satzungsänderung oder aufgrund gerichtlicher Entscheidungen – eine Änderung der deutschen Rechtslage eintreten, wäre



Bis heute dürfen sich Finanzinvestoren nur in geringem Umfang an deutschen Fußballvereinen beteiligen.

ein gewichtiges Investmenthindernis beseitigt. Es folgt daraus aber noch nicht zwingend ein echtes Interesse seitens Private Equity am Erwerb einer solchen Mehrheitsbeteiligung.

Enormes Potenzial in den unteren Klassen

Private Equity verlangt mehr als die Möglichkeit einer Mehrheitsbeteiligung: Ein Investment sollte in eine Wachstumsbranche erfolgen. Dies ist bei deutschem Fußball ausweislich unabhängiger Gutachter unstrittig gegeben, wie z. B. HWWI und HSH Nordbank im Mai 2008 mit „Wirtschaftsfaktor Fußball“ belegten. Außerdem sollte in stabile und starke Marken investiert werden, es sollte Planbarkeit gegeben sein, und eine Exitmöglichkeit muss zur Verfügung stehen. Starke Marken gibt es im deutschen Fußball viele, gerade auch wenn man nicht nur an die Top-Teams der ersten Liga denkt. Das wirtschaftliche Potenzial von Teams aus der zweiten oder neu gegründeten dritten Liga ist enorm; viele traditionell starke Marken sind derzeit schlicht „unterbewertet“. Auch stehen die Einnahmen einer FBKG vor Saisonbeginn – u. a. dank TV-

Einnahmen, Sponsoring, Dauerkarten und Transfererlösen – zu 70 bis 80% fest. Der Rest ist Zubrot aufgrund sportlichen Erfolgs.

Fans bestimmen den Markenwert

Bleibt unstrittig das Problem des Abstiegs – aber hier gilt, dass Geld zwar keine Tore schießt, aber in erheblichem Umfang die Voraussetzungen hierfür schaffen kann. Beispiele aus erster (Bayern München, Bayer Leverkusen, VfL Wolfsburg) und zweiter Liga (alle Aufsteiger dieser Saison, insbesondere TSG 1899 Hoffenheim mit Dietmar Hopp als Mäzen) zeigen es. Exitstrategien sind in Deutschland naturgemäß noch nicht getestet, jedoch zeigen Beispiele aus anderen Ligen, dass ein großes internationales Interesse an Investments in FBKG herrscht. In England ist die Mehrheit an acht Premier League-Vereinen innerhalb der letzten zwei Jahre veräußert worden. Auch strategische Investoren wie Stadionbetreiber kommen als Käufer in Betracht. Bleibt das Akzeptanzproblem bei den Fans: Wenn zur Renditesteigerung lediglich Eintritts- und Merchandising-Preise erhöht werden, wird dies womöglich zur Abkehr der Fans und damit zur Schwächung der Marke führen. Jedoch hat die Vergangenheit gezeigt (z. B. der Wegfall der Ausländerbegrenzung), dass für die Fans der sportliche Erfolg maßgeblich ist. Dieser muss stimmen, und dazu kann Private Equity im eigenen Interesse beitragen. ■

Zu den Autoren



Dirc Seemann (links) ist Partner bei Boutique Football, einem Investmentmanagement- und Consulting-Unternehmen für Fußballanlagen. Er war von 2003 bis 2006 Redaktionsleiter der Sportnachrichten der ProSiebenSat.1Media AG und gehörte davor zur Fußballredaktion der Sat 1-Sendung „ran“. **Andres Schollmeier** von P+P Pöllath + Partners ist seit 1991 Rechtsanwalt in Frankfurt, Berlin und München. Zu seinen Tätigkeitsschwerpunkten gehören internationales, europäisches und deutsches Steuerrecht sowie Corporate Acquisitions und Restrukturierung.

Anzeige

Weitblick

DEUTSCHLANDS ERSTES MAGAZIN FÜR

KENNENLERN-ABONNEMENT



- PRIVATE EQUITY
- BUYOUTS
- M&A
- FINANZIERUNG
- WACHSTUM
- GRÜNDERKULTUR

Ja,

ich möchte das monatliche **VentureCapital Magazin** gerne testen und nehme Ihr Kennenlern-Abonnement an. Bitte senden Sie mir die kommenden zwei Ausgaben sowie die Sonderausgabe „Corporate Finance & Private Equity Guide 2008“ zum attraktiven Sonderpreis von 10,- Euro (statt 39,80 Euro) zu. Überzeugt mich die Qualität des Magazins, beziehe ich das VentureCapital Magazin anschließend zum Preis von 148,- Euro pro Jahr (12 Ausgaben zzgl. zwei bis drei Sonderausgaben jährlich). Andernfalls kündige ich mein Kennenlern-Abonnement bis zwei Wochen nach Erhalt der zweiten Ausgabe, und mir entstehen keine weiteren Verpflichtungen.

Name, Vorname:

Postfach/Straße:

PLZ, Ort:

Telefon: Fax:

eMail-Adresse:

Ort und Datum: 1. Unterschrift:

Widerrufsgarantie: Dieser Auftrag kann binnen zwei Wochen widerrufen werden. Rechtzeitiges Absenden genügt.

Ort und Datum: 2. Unterschrift:

VC MUP

Starten Sie Ihr Abonnement jetzt, und Sie erhalten die große Sonderausgabe „Corporate Finance & Private Equity Guide 2008“ (Einzelpreis 14,80 Euro) gratis dazu!



Coupon bitte einsenden an:

GoingPublic Media AG · Hofmannstr. 7a · 81379 München
 Telefon: 089-2000339-0 · Fax-Order: 089-2000339-39
 oder online unter www.vc-magazin.de/abo

10. MUNICH PRIVATE EQUITY TRAINING



Literaturhaus
Salvatorplatz 1
80333 München



MUPET 2009
25. + 26. Juni 2009



DVCI Deutsches Venture-Capital-Institut

P+P Pöllath + Partners
Kardinal-Faulhaber-Straße 10
80333 München

Info / Anmeldung:
Sonja Perzlmeier
Tel.: +49 (89) 24 24 0 - 131
Fax: +49 (89) 24 24 0 - 994

mupet@pplaw.com

10. MUPET 10. MUPET