

P+P

P+P Pöllath + Partners ist spezialisiert auf Rechts- und Steuerberatung für M&A, Private Equity, Immobilien, und Großvermögen (Family Office). Wir sind ein junges Team von mehr als 90 Berufs-trägern (davon 23 Partner) mit Büros in Berlin, München und Frankfurt a.M. Die Kanzlei steht regel-mäßig an der Spitze der (inter-) nationalen Ranglisten auf den genannten Gebieten. P+P ist stetig organisch gewachsen und hat sich den „Boutique“-Charakter bewahrt. Dazu tragen die regelmäßigen Fortbildungsveranstaltungen der Mitarbeiter bei. P+P zählt zu den Kanzleien mit dem höchsten Anteil an weiblichen Berufsträgern. Weiteren Einblick bietet die Festschrift „Transaktionen, Vermögen, Pro Bono“ zum zehnjährigen Bestehen der Kanzlei.

Ronald Buge und Tarek Mardini, LL.M. (UConn) sind Associates im Berliner Büro von P+P. Sie sind spezialisiert auf die gesellschafts-, aufsichts- und steuerrechtliche Beratung von in- und ausländi-schen Investoren und Initiatoren bei der Strukturierung von und Investments in Private Equity Fonds (einschließlich Mezzanine, Distressed Debt, Infrastructure, Real Estate Opportunity).

Ansprechpartner:
Ronald Buge
Potsdamer Platz 5, 10785 Berlin
T 030 / 253 53-120

Tarek Mardini, LL.M. (UConn)
Potsdamer Platz 5, 10785 Berlin
T 030 / 253 53-120

Dr. Christoph Philipp (Bewerbungen)
P+P Pöllath + Partners
Fünf Höfe
Kardinal-Faulhaber-Str. 10, 80333 München
T 089 / 24 240-220



Private Equity-Fondspraxis –

Beratung von Initiatoren und Investoren

von Ronald Buge und Tarek Mardini, LL.M. (UConn), Berlin

Der Begriff *Private Equity* – wörtlich übersetzt: außerbörsliches Beteiligungskapital – ist mittlerweile im öffentlichen Bewusstsein angekommen. In Deutschland war dies spätestens seit der so genannten „Heuschrecken“-Debatte der Fall. Dabei wurde die politische Diskussion nicht immer der volkswirtschaftlichen Bedeutung und wichtigen Rolle gerecht, die Private Equity schon seit einigen Jahrzehnten weltweit und mittlerweile auch in Deutschland bei der **Unternehmensfinanzierung** einnimmt.

Bei Private Equity geht es um eine moderne Form der Unternehmensfinanzierung, die insbesondere im letzten Jahrzehnt an Bedeutung gewonnen hat. Der Begriff setzt sich aus zwei Begriffskernen zusammen. Equity ist der englische Begriff für eine Beteiligung am Eigenkapital eines Unternehmens. Der Gegenbegriff ist Debt und bedeutet im Englischen Fremdkapital. „Private“ steht als Gegenbegriff zu *Public*, also der Finanzierung über öffentliche Kapitalmärkte (die Börse) und meint daher die Finanzierung nicht börsennotierter Unternehmen aus nicht öffentlichen Finanzierungsquellen. Private Equity ist daher ein Sammelbegriff für

die Beteiligung am Eigenkapital von (zumeist) nicht börsennotierten Unternehmen.

Buyouts und Venture Capital

Private Equity lässt sich insbesondere in zwei große Unterbereiche unterteilen. Zum einen ist da der Bereich der Finanzierung von jungen aufstrebenden Unternehmen (z.B. aus der Internetbranche oder der Biotechnologie). Dieser wird *Venture Capital* oder Wagniskapital genannt. Dabei geht es um die Finanzierung einer frühen Unternehmensphase. Diese Unternehmen haben oftmals kaum mehr als eine Unternehmensidee (z.B. ein neues Geschäftsmodell oder ein Patent) und einen Produktprototyp. Sie haben die Verlustzone durch Anfangsinvestitionen noch nicht durchschritten und benötigen weiteres Kapital, um ihr Wachstum zu finanzieren. Klassische Formen der Unternehmensfinanzierung (z.B. Bankdarlehen) oder die Finanzierung über die Börse stehen diesen Unternehmen in der Regel nicht zur Verfügung. Das Unternehmen kann den Banken keine Kreditsicherheiten zur Verfügung stellen und das Geschäftsmodell ist noch nicht ausreichend erprobt, um es an die Börse zu bringen.

In diese Finanzierungslücke stoßen Wagniskapitalgeber. Bei diesen kann es sich zwar auch um vermögende Einzelpersonen (sog. *Business Angels*) handeln. In der Regel wird außerbörsliches Beteiligungskapital aber durch so genannte Fonds bereit gestellt.

Venture Capital Fonds stellen dem Unternehmen gegen eine Beteiligung am Eigenkapital des Unternehmens (Gesellschaftsanteile, Aktien) in materieller (Geld durch Kapitalerhöhung) und immaterieller Hinsicht (Zugang zu Netzwerk an Kontakten, Erfahrung bei der Umsetzung von neuen Geschäftsideen etc.) eine Förderung und Betreuung zur Seite. Den Venture Capital-Gebern ist bewusst, dass es sich bei dieser Beteiligung um ein Wagnis handelt. Es besteht die Gefahr, dass sich die Geschäftsidee später nicht erfolgreich in der Praxis umsetzen lässt und das Unternehmen am Ende in die Insolvenz geht. Allerdings steht dieser Gefahr zugleich die Chance gegenüber, sich bereits zu einem frühen Zeitpunkt an einem Unternehmen zu beteiligen, das vielleicht eines Tages sehr erfolgreich und profitabel sein wird. Eines der bekanntesten Beispiele einer solchen Erfolgsstory ist beispielsweise das Internetunter-

P+P Pöllath + Partners

nehmen Google, das kurz nach seiner Gründung unter anderem von zwei Venture Capital-Fonds finanziert – und später für ein Vielfaches dieses Betrages an die Börse gebracht wurde.

Der andere Bereich wird im Englischen als *Buyouts* bezeichnet. Damit wird typischerweise die Beteiligung an bereits etablierten und meist profitablen Unternehmen in Form von Unternehmenskäufen (M & A) und Wachstumsfinanzierungen beschrieben. In diesem Segment des Marktes treten Buyout-Fonds zum einen in den Wettbewerb mit strategischen Investoren. So werden Industrieunternehmen bezeichnet, die selbst in dieser oder verwandten Branchen tätig sind (also Industrieunternehmen). Zum anderen gibt es andere Finanzinvestoren (insbesondere *Hedgefunds*, „Staatsfonds“), die ebenfalls bei der Suche nach attraktiven Anlagemöglichkeiten auf viel versprechende Zielgesellschaften stoßen.

Neben diesen zwei Hauptsegmenten des Private Equity-Marktes gibt es eine Reihe von besonderen, meist etwas kleineren Unter- und Randbereichen. Die dort verwendeten Investitionsstrategien greifen zwar den Grundgedanken von Private Equity – die Unternehmensfinanzierung – auf, setzen jedoch andere Schwerpunkte. Dazu zählen beispielsweise die Finanzierung mit Schwerpunkt auf Fremdkapital- oder hybriden Finanzierungen (auch *Mezzanine*-Finanzierung genannt), die Beteiligung an Unternehmen, die sich in einer finanziellen Krise befinden (*Distressed* oder *Turnaround* genannt) und die Umsetzung von Private Equity-Investitionskonzepten im Bereich von Immobilien und Infrastrukturunternehmen (*Real Estate Opportunities* Fonds).

Private Equity in der anwaltlichen Praxis

Der Bereich Private Equity ist ein spannender, mittlerweile breit gefächert Bereich der anwaltlichen Praxis. Er stellt eine für junge Anwälte interessante Spezialisierung dar, bietet aber

als Querschnittsmaterie zugleich die Möglichkeit, sich mit einer Reihe von Rechtsgebieten zu beschäftigen. Die Tätigkeit setzt ein besonderes Interesse für wirtschaftliche Zusammenhänge voraus.

Als die ersten Private Equity-Fonds in den späten 1980er Jahren in Deutschland aktiv wurden, war dies zunächst ein beratungstechnisches Neuland, das zum einen von Gesellschaftsrechtlern und zum anderen von Steuerrechtlern neben dem eigentlichen Kernberatungsgeschäft mitberaten wurde. Im Laufe

STICHWORTE

Unternehmensfinanzierung

Fund Formation

Offene und geschlossene Fonds

Exit

Kommanditisten

der Zeit wurde die Notwendigkeit deutlich, sich auf den Bereich zu spezialisieren, um den Mandanten eine optimale Beratung zukommen zu lassen.

Mittlerweile lässt sich das Gebiet Private Equity in der Praxis in zwei Bereiche unterteilen, die in der üblichen angelsächsischen Terminologie als *Transactions* und **Fund Formation** bezeichnet werden. Viele Kanzleien decken mit ihrer Beratungspraxis nur einen von beiden Bereichen ab (meist *Transactions*). Bei P+P Pöllath + Partners hingegen sind beide Bereiche gleich stark herausgebildet.

Der Bereich *Transactions* ist der bekanntere der beiden Bereiche. In ihm arbeiten mehr Anwälte. Der Schwerpunkt liegt auf der gesellschaftsrechtlichen Beratung, auch wenn Steuerrecht und andere Rechtsgebiete (z.B. Arbeitsrecht) eine wichtige Rolle spielen. Inhaltlich geht es zum einen um Unternehmenskäufe (M & A) einschließlich der Banken- und sonstigen Akquisitionsförderung. Dies ist der bereits beschriebene Bereich *Buyouts*. Dazu

gehört aber auch die Finanzierung aufstrebender Unternehmen (*Venture Capital*). Zunehmend kristallisiert sich die Strukturierung und Beratung von Mitarbeiterbeteiligungsprogrammen als weiterer Unterbereich heraus, namentlich bei so genannten *Management Buyout*-Transaktionen (MBO).

Der Bereich Fund Formation

In diesem Beitrag soll der andere Bereich, der sonst häufig zu kurz kommt, wenn der Begriff Private Equity erwähnt wird, näher vorgestellt werden: Fund Formation.

Zeitlich gesehen kommt Fund Formation vor *Transactions*. Bevor ein Private Equity-Fonds beginnen kann, einzelne Beteiligungen an Unternehmen einzugehen, müssen die dafür erforderlichen finanziellen Mittel eingesammelt werden. Darum geht es im Bereich Fund Formation.

Fonds begriff

Der Fonds begriff ist zunächst einmal ein wirtschaftlicher, kein rechtlicher Begriff. Die wirtschaftliche Funktion ist, dass es sich beim Fonds – untechnisch gesprochen – um ein „Vehikel“ handelt, das die beteiligten Personen und Institutionen sowie ihre Beiträge (Geld, immaterielle Beiträge) bündelt. Ein Fonds ist also eine Art (Kapital-) Sammelbecken. Hinter dem Fonds begriff verbergen sich jedoch verschiedene rechtliche Konstruktionen.

Eine mögliche Unterscheidung ist die zwischen regulierten und unregulierten Fonds. Regulierte Fonds sind Poolvehikel, die einem besonderen Rechtsregime unterworfen sind, das regelmäßig sowohl gesellschafts-, aufsichts- und steuerrechtliche Regelungen enthält. Unregulierte Fonds zeichnen sich dadurch aus, dass ein derartiger institutionalisierter Rahmen gerade fehlt. Bei unregulierten Fonds handelt es sich somit stets um „normale“ Gesellschaften, also Personen- oder Kapitalgesellschaften, die den allgemeinen gesellschafts- und steuerrechtlichen Regelungen unterliegen.

Eine weitere mögliche Unterscheidung ist die **zwischen offenen und geschlossenen Fonds**. Offene Fonds zeichnen sich dadurch aus, dass sie dem Anleger ein regelmäßiges Recht zur Rücknahme der Anteile gegen Auszahlung des Verkehrswerts der Anteile einräumen, während dies bei geschlossenen Fonds regelmäßig nicht der Fall ist. Ein offener Fonds kann deshalb wirtschaftlich gesehen nicht in großem Umfang in illiquide Vermögenswerte investieren, da er anderenfalls seinen Rücknahmeverpflichtungen nicht nachkommen kann. Offene Fonds sind regelmäßig für Kleinanleger geeignet, da sie aufgrund des Rücknahmerechts hinsichtlich der Kapitalbindung eine große Flexibilität aufweisen. Geschlossene Fonds führen im Gegensatz dazu regelmäßig zu einer Kapitalbindung über die gesamte Laufzeit. Aufgrund dessen haben offene Fonds regelmäßig auch eine unbegrenzte Laufzeit, während geschlossene Fonds nur eine begrenzte Laufzeit haben. Eine Zwischenstellung nehmen börsenno-

tierte geschlossene Fonds ein. Hier wird dem Anleger zwar kein Rücknahmerecht eingeräumt, der Anleger unterliegt aber aufgrund einer möglichen Veräußerung über die Börse nicht einer so starken Kapitalbindung.

Der Bereich der regulierten Fonds ist in Deutschland im Investmentgesetz und dem dazugehörigen Investmentsteuergesetz geregelt. Fonds nach dem Investmentrecht sind offene Fonds. Das Investmentrecht bietet einen besonderen rechtlichen Rahmen. Als Fondsvehikel kennt das deutsche Investmentrecht vor allem das Sondervermögen. Hierbei handelt es sich um eine unselbständige Vermögensmasse, die von einer Kapitalanlagegesellschaft verwaltet wird. Daneben gibt es die Investmentaktiengesellschaft. Bei den regulierten Fonds handelt es sich überwiegend um mehr oder weniger standardisierte Bankprodukte, die öffentlich vertrieben werden und sich an ein breites Publikum richten (sog. Publikumsfonds).

Geschlossene Fonds

Anlagegegenstand von Private Equity-Fonds sind Beteiligungen an nicht börsennotierten Unternehmen. Für diese Unternehmensanteile gibt es keinen geregelten Markt. Sie sind in der Regel illiquide Wirtschaftsgüter und werden mehrere Jahre gehalten. Ziel ist es, den Ausstieg (in der Branche **Exit** genannt) von der Beteiligung nach einer typischen Haltedauer von drei bis fünf Jahren durch einen Börsengang oder durch Veräußerung der Gesellschaftsanteile an einen Wettbewerber (*trade sale* genannt) oder einen anderen Finanzinvestor (*secondary*) vorzunehmen. Wäre der Fonds offen strukturiert, könnten Anleger jederzeit ihre Anteile zurückgeben. Der Fonds müsste die ausscheidenden Anleger ausbezahlen. Da die Anlagegüter bei Private Equity illiquide sind, wäre dies nur schwer umsetzbar.

Daher sind Private Equity-Fonds in der Regel als geschlossene Fonds strukturiert. Die Laufzeit des Fonds ist von Anfang an begrenzt (meist auf zehn Jahre mit einer zwei- bis dreijährigen Verlängerungsoption). Die Anleger beteiligen sich von Anfang an für die volle Laufzeit. Ein zwischenzeitlicher Ein- und Ausstieg ist grundsätzlich nicht möglich.

Kommanditgesellschaft als klassisches Private Equity-Fondsvehikel

Anders als bei offenen Fonds gibt es bei geschlossenen Fonds kein besonderes Rechtsregime in Deutschland. In den USA wurden schon vor Jahrzehnten die ersten Private Equity-Fonds als *limited partnerships* errichtet. Das deutsche Pendant dazu ist die Kommanditgesellschaft (insbesondere die GmbH & Co. KG). Diese Rechtsform verbindet mehrere Vorteile miteinander. Sie bietet den Anlegern, die sich als **Kommanditisten** an der KG beteiligen, in zivilrechtlicher Hinsicht eine beschränkte Haftung. Zum anderen handelt es sich um eine gesellschaftsrechtlich sehr flexible Rechtsform. Nur wenige gesetzliche Vorschriften des Rechts der Kommanditgesellschaft sind zwingendes Recht.



P+P Pöllath + Partners

Dies ermöglicht eine weitgehend auf die besonderen Bedürfnisse der Beteiligten zugeschnittene Ausgestaltung des Gesellschaftsvertrages.

Daneben soll mit den Anlagevehikeln auch keine zusätzliche Steuerbelastung verbunden sein. Ziel ist hier, dass ausschließlich der Anleger die Erträge aus den Zielgesellschaften des Fonds auf seiner Ebene und nach seinen persönlichen Merkmalen versteuert. Auch insoweit stellt sich eine Kommanditgesellschaft als geeignete Gesellschaftsform dar. Denn als Personengesellschaft ist sie kein eigenes Steuersubjekt für Ertragsteuerzwecke (und bei entsprechender Gestaltung auch für Gewerbesteuerzwecke), sondern steuerlich „transparent“. Mit anderen Worten: Die Einkünfte aus dem Halten und Veräußern der Anteile an den Zielgesellschaften (also insbesondere Veräußerungsgewinne bei Wertsteigerungen zwischen Erwerb und Veräußerung, aber auch Dividendenausschüttungen und Zinsen aus Gesellschafterdarlehen des Fonds an die Zielgesellschaft) fließen von den Zielgesellschaften ohne weitere steuerliche Zusatzbelastung „durch die KG hindurch“ direkt an die Kommanditisten, ohne ihre steuerliche Einordnung zu verlieren. Dies ist insbesondere deshalb von Bedeutung, weil Veräußerungseinkünfte bislang in der Regel niedriger besteuert werden als andere Einkünfte und zugleich auch nur in seltenen Fällen eine Steuerbelastung in Deutschland für ausländische Investoren auslösen.

Die Beteiligten

Wer sind nun die Beteiligten an einem Private Equity-Fonds? Da sind zum einen die Private Equity-Fondsmanager (auch Initiatoren genannt). Dabei handelt es sich im Bereich Buyouts meist um ehemalige Investmentbanker oder Unternehmensberater und im Bereich Venture Capital auch um Naturwissenschaftler und Mediziner. Diese bringen Branchenkenntnisse und wirtschaftlichen Sachverstand mit. Mit diesen Fähigkeiten sollen die Zielgesell-

schaften ausgesucht werden und nach Beteiligung hinsichtlich strategischer Ausrichtung, operativer Umsetzung, finanzieller Planung, Zu- und Verkauf von Geschäftsbereichen, personeller Ergänzungen und Veränderungen im Managementteam sowie sonstiger Management-Fragen aufgrund langjähriger Marktkenntnisse mit Hilfe eines Netzwerkes an Kontakten intensiv betreut werden.

Die Initiatoren beteiligen sich außer mit diesen immateriellen Beiträgen auch mit eigenem Geld an dem Fonds (üblich sind mindestens 1 Prozent des gesamten Fondsvolumens). Dadurch soll ein Gleichlauf der Interessen mit den Anlegern erreicht werden („*put your money where your mouth is*“).

Den Großteil (in der Regel bis zu 99 Prozent) des Fondskapitals bringen die Anleger (Investoren) auf. Dabei handelt es sich insbesondere um institutionelle Investoren (Banken, Sparkassen, Versicherungen, Pensionskassen und -fonds, Stiftungen), aber auch private Großvermögen und Familiengesellschaften. Bestimmte Fonds (insbesondere sog. Dachfonds, die sich an anderen Private Equity-Fonds beteiligen) richten sich auch an Kleinanleger (*Retail*-Fonds). Die Investoren beteiligen sich lediglich passiv mit ihrer Kapitaleinlage und sind nicht aktiv am Management des Fonds beteiligt.

Egal, ob man die Initiatoren oder die Investoren beim Fundraising berät: Alle Beteiligten haben besondere rechtliche Bedürfnisse und Interessen, die man als Berater berücksichtigen muss. Da ist zum einen die gesellschaftsrechtliche Ausgestaltung. Die flexible Kommanditgesellschaft lässt dabei viel Spielraum für kreative Vertragsgestaltung.

Das Produkt Private Equity-Fonds ist nicht steuergetrieben. Andererseits sind bei der Ausgestaltung der Verträge (einschließlich der Berater- und sonstigen Verträge) viele ertrag- und umsatzsteuerliche Aspekte zu berücksichtigen. Da es

häufig um grenzüberschreitende Sachverhalte geht (deutsche Investoren beteiligen sich an ausländischen Fonds und ausländische Investoren an deutschen Kommanditgesellschaften), spielen dabei auch Fragen des internationalen und ausländischen Steuerrechts eine wichtige Rolle. Auch die marktübliche kapitaldisproportionale Ergebnisbeteiligung der Initiatoren (*Carried Interest*) am Gewinn muss steuerlich gestaltet werden.

Schließlich unterliegen viele der Beteiligten (insbesondere Banken, Versicherungen und Pensionsfonds) besonderen aufsichtsrechtlichen Vorschriften (Kreditwesengesetz, Versicherungsaufsichtsgesetz), die in den Strukturen berücksichtigt werden müssen.

Welche Kenntnisse und Fähigkeiten braucht man im Bereich Fund Formation?

Der Bereich Fund Formation ist für Berufsanfänger eine abwechslungsreiche Spezialisierung. Die wirtschaftlichen und rechtlichen Rahmenbedingungen sind ständig im Fluss. Dies stellt hohe Anforderungen an die Kreativität der Berater. Als Berufsanfänger sollte man neben solidem juristischem Handwerkzeug ein besonderes Interesse für wirtschaftliche Zusammenhänge mitbringen. Da ein großer Teil der Mandate Auslandsbezug hat, sind idealerweise auch gute Englischkenntnisse erwünscht. Steuerliche und gesellschaftsrechtliche Grundkenntnisse sind hilfreich, aber nicht zwingend erforderlich. Die nötigen Spezialkenntnisse im Steuer-, Gesellschafts- und Aufsichtsrecht lernt man bei in- und externen Fortbildungsveranstaltungen und „*on the job*“. Mandanten schätzen die rechtsgebietsüberschreitende Beratung zum Produkt Private Equity-Fonds aus einer Hand. Die Arbeitszeiten im Bereich Fund Formation sind – wie in anderen Bereichen der wirtschaftsrechtlichen Beratung – nicht gering, aber zum Beispiel im Gegensatz zur M&A-Beratung kontinuierlich und weniger von Spitzenbelastungen gekennzeichnet.