



# MUPPET

## magazin 2012

### Auch in Zukunft ein Wachstumsmarkt

Private Equity in Zeiten der europäischen Bankenkrise

### Recent Developments in International Private Equity Transactions

Ein Einblick in die Transaktionspraxis in England, Frankreich und Deutschland

### Social Entrepreneurship als Unternehmensmodell

Wie Sozialunternehmer Werte schaffen



## Inhalt

### Private Equity kann auch in Zukunft ein Wachstumsmarkt sein

Key Note Speaker Prof. Dr. Norbert Walter, bis 2009 Chefökonom der Deutschen Bank, im Gespräch mit dem MUPET magazin über weltwirtschaftliche Turbulenzen und die Chancen für Private Equity  
Seite 4

### Recent Developments in Private Equity Transactions in the UK, France and Germany

Dr. Jan Wildberger (P+P) berichtet über Erfahrungen mit Käufern aus BRIC-Staaten, die wachsende Bedeutung von Compliance und die Einflussnahme des Managements auf Private-Equity-Transaktionen  
Seite 7

### Social Entrepreneurship als Unternehmensmodell

Prof. Dr. Andreas Heinecke, Gründer und Geschäftsführer der Dialogue Social Enterprise GmbH, lebt vor, wie Sozialunternehmer die Grundlagen für neue Unternehmensmodelle schaffen  
Seite 12



### Private Equity in unruhigen Zeiten

Ein Editorial  
Seite 3

### Das regulatorische Umfeld von Private Equity und Venture Capital in Deutschland und Europa

Ein Gespräch über die regulatorischen Veränderungen für Fondsmanager  
Seite 6

### Recent Developments in Secondary Fund Interest Transactions

Eine Podiumsdiskussion über neue Entwicklungen bei Sekundärtransaktionen mit Private-Equity-Fondsbeteiligungen  
Seite 8

### Neues zum Taking Private in Deutschland

Wenn Berichts- und Transparenzpflichten zu kostspielig werden  
Seite 9

### Die Ablösung von Gesellschafterdarlehen beim Unternehmensverkauf

Varianten, Risiken und Nebenwirkungen  
Seite 10

### Aktuelles zu Managementbeteiligungen

Envy Ratios wieder auf Vorkrisenniveau  
Seite 11

### Über den Dächern von München

Impressionen vom P+P-Sommerfest 2012  
Seite 14

### MUPET-Vorschau 2013/Impressum

Seite 15

## Editorial

Dr. Frank Thiäner, P+P



Liebe Leser,

vor Ihnen liegt die zweite Ausgabe des MUPET-Magazins, in dem wir für Sie einige Highlights der Konferenz zusammengefasst haben. Darüber hinaus finden Sie auf den letzten Seiten auch einige Impressionen vom diesjährigen P+P-Sommerfest.

Die Private-Equity-Branche behauptet sich in einem unruhigen wirtschaftlichen Umfeld – mit diesen Worten lassen sich die Beiträge der MUPET in diesem Jahr zusammenfassen. In diesem Sinne eröffnete Prof. Dr. Norbert Walter die Konferenz mit seinem Vortrag zur gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (vgl. dazu auch das Interview mit ihm in diesem Heft). Neben seiner Einschätzung der künftigen Rahmenbedingungen für Private-Equity-Investitionen sieht er in der Bankenkrise für die Private-Equity-Branche vor allem auch eine große Chance, die erforderlichen Strukturanpassungen zu begleiten.

Anschließend stand die nationale und internationale Transaktionspraxis im Mittelpunkt der MUPET. Vertreter von Private-Equity-Fonds, Banken und Corporate-Finance-Beratern vermittelten einen Einblick in ihre Praxis und zeigten sich angesichts eines starken ersten Halbjahres 2012 auch für die nähere Zukunft verhalten optimistisch. Vertreter englischer und französischer Wirtschaftskanzleien bestätigten diese Einschätzung und gaben einen Überblick über aktuelle Themen aus ihren Arbeitsbereichen.

Ein weiterer Schwerpunkt der MUPET waren auch in diesem Jahr wieder die regulatorischen Veränderungen, die in Verbindung mit der Umsetzung der AIFM-Richtlinie und den sog. Level-II-Maßnahmen erwartet werden. So berichtete MR Uwe Wewel über den Stand der EU-Gesetzgebung im Hinblick auf die AIFM-Richtlinie

sowie das anstehende europäische Venture-Capital-Regime und diskutierte mit den Teilnehmern über die in diesem Zusammenhang aufgeworfenen Fragen. Die wichtigsten Punkte der Neuregelung wurden in einem Workshop zur künftigen Best Practice vertieft.

Im Steuerrecht sorgte vor allem das 12-Punkte-Programm zur weiteren Modernisierung und Vereinfachung des Unternehmenssteuerrechts für Gesprächsstoff. Nachdem Vertreter des BMF und des BayStMF die Befürchtung vieler Teilnehmer, dass die vollständige Abschaffung des Zinsabzugs für Akquisitionsfinanzierungen Wirklichkeit werden könnte, zerstreuen konnten, zerstörte das Panel allerdings auch die Hoffnung, dass die Zinsschranke wieder aufgehoben würde: Viele Länder der EU haben sich die deutsche Regelung zum Vorbild genommen, und wir werden uns mit der Zinsschranke wohl auf europäischer Ebene für längere Zeit anfreunden müssen.

Mit der nächsten MUPET werden wir noch stärker zum ursprünglichen Konzept der Konferenz zurückkehren. Die zunehmende Regulierung, Spezialisierung und Internationalisierung im Fonds- und Transaktionsbereich machen es erforderlich, immer mehr Themen eingehender zu behandeln. Daher werden wir im nächsten Jahr noch mehr Workshops anbieten, um Ihren Erwartungen an die MUPET auch weiterhin gerecht zu werden und den Teilnehmern durch laufendes „Training“ die Best Practice in ihrem Arbeitsbereich zu vermitteln.

Viel Spaß bei der Lektüre des Magazins wünscht Ihnen

*Frank Thiäner*

Dr. Frank Thiäner ist Partner mit Schwerpunkt Private Equity bei P+P in München.

## Private Equity kann auch in Zukunft ein Wachstumsmarkt sein

Prof. Dr. Norbert Walter – bis Ende 2009 Chefökonom der Deutschen Bank – gründete Anfang 2010 sein eigenes Unternehmen: die Walter & Töchter Consult. Als einer der renommiertesten deutschen Experten für Weltwirtschaft und Wirtschaftspolitik ist Prof. Dr. Walter ein weltweit gefragter Berater, Redner und Autor. Er eröffnete die MUPET 2012 als Key Note Speaker mit dem Thema „Politische Turbulenzen prägen Weltwirtschaft – Deutschland immun gegen Eurokrise?“

**MUPET magazin:** Herr Professor Walter, ist Deutschland wirklich immun gegen die Eurokrise?

**Walter:** Deutschland steht momentan gut da, weil wir in der vergangenen Dekade eine vernünftige Wirtschafts- und Ordnungspolitik betrieben haben und solides Beschäftigungswachstum erzielen. Die extrem günstigen Refinanzierungskosten sind ein weiterer Vorteil. Zudem genießen wir im europäischen Vergleich die Bevorzugung durch internationale Investoren. Diese positive Situation mit hohem Kapitalzufluss nach Deutschland könnte durchaus mehrere Jahre anhalten. Allerdings warne ich vor übertriebenem Optimismus, denn wir werden uns aufgrund der hohen Exportabhängigkeit den weltweiten Entwicklungen nicht entziehen können. Auftragseingang und Produktion stagnieren bereits.

**MUPET magazin:** Erwarten Sie eine weitere Abkühlung der Weltkonjunktur?

**Walter:** Das ist wohl unvermeidlich. Die großen staatlichen Investitionsprogramme waren als Antwort auf die Krise von 2008 zwar erfolgreich, doch inzwischen rücken die meisten bedeutenden Volkswirtschaften davon ab. Amerika ist derzeit der letzte Keynesianer und ich erwarte, dass aufgrund der hohen Staatsverschuldung nach der Präsidentschaftswahl auch hier gegengesteuert wird. Chinas starkes Wachstum wird sich ebenfalls abschwächen, vorwiegend aus ökologischen und demographischen Gründen. Und die Länder an der europäischen Peripherie müssen sich nun gesundschimpfen.

**MUPET magazin:** Welche Folgen hat das für den Private-Equity-Markt?

**Walter:** Die Wahrscheinlichkeit ist groß, dass wegen der ausgeprägten Risikoaversion die typischen hohen Fremdfinanzierungsquoten für Private-Equity-Aktivitäten verloren gegangen sind. Damit würde der Private-Equity-Markt schrumpfen, wenn nicht neue Verhaltensweisen auf den Weg gebracht werden können: Geldvermögensbesitzer mit großen Portfolios sind konfrontiert mit immer kleineren Renditen, oftmals mit negativen Realzinsen. Dies sollte sie bewegen können, einen etwas größeren Teil ihres Geldvermögens als Risikokapital einzusetzen. Gelingt dies, könnten Private-Equity-Einrichtungen die offensichtlich erforderlichen großen Strukturanpassungen in vielen Teilen der Wirtschaft mit sachgerechten Finanzierungen unterstützen. Damit kann der Private-Equity-Markt auch in den schwierigen Jahren, die vor uns liegen, ein Wachstumsmarkt werden.

**MUPET magazin:** Derzeit müssen griechische und spanische Banken massiv gestützt werden. Droht uns eine europäische Bankenkrise?

**Walter:** Das Risiko sehe ich durchaus. Eine ganze Reihe von Finanzinstituten hat in extremem Ausmaß in europäische Staatsanleihen investiert. Dazu wurden sie von einer staatlichen Regulierung motiviert, die lange Zeit unterstellte, dass es hier praktisch keine Risiken gibt. Heute wissen wir, dass das so nicht stimmt. Wenn diese Staatsanleihen nun



hohe Risikoaufschläge aufweisen und entsprechend abgewertet werden, dann bedeutet das für die Finanzinstitute, die diese Wertpapiere in ihren Portfolios haben, eine enorme Gefahr. Für die betroffenen Staaten wird die Refinanzierung dadurch immer schwieriger und teurer.

**MUPET magazin:** Wäre es da nicht geboten, den Widerstand gegen Eurobonds aufzugeben?

**Walter:** Ich vermute, dass die Einführung gemeinsamer Bonds die preiswerteste Form der Solidarität bei der Refinanzierung überschuldeter Staaten ist. Dabei muss man aber die Sorgen vor einem „moral hazard“ ernst nehmen und dafür sorgen, dass es bei denen,

die solche Mittel in Anspruch nehmen, nicht zu Fehlentwicklungen kommt. Ein vernünftiger Kompromiss wäre es, Eurobonds nicht allgemein freizugeben, sondern nur für bestimmte Zwecke, beispielsweise zur Schuldenreduktion. Noch besser wäre es, die Fiskalunion voranzubringen und den europäischen Institutionen zumindest in Krisenzeiten gewisse Haushaltsrechte zu übertragen, sobald ein Staat die zuvor vereinbarten Grenzwerte überschreitet.

**MUPET magazin:** Sie sprechen vom partiellen Entzug nationaler Souveränität. Würde sich Deutschland mit einer solchen Position nicht vollends isolieren?

**Walter:** Geldwertstabilität, solide Haushaltsfinanzen und die Marktwirtschaft sind das Fundament des gemeinsamen Währungsraumes. An diesen Prinzipien sollten alle Länder der Eurozone festhalten. Und wir sind nicht die einzigen Europäer, die so denken. Ich halte es für klug, enger mit denen zu kooperieren, die ähnliche Positionen vertreten, etwa den Finnen oder den Niederländern. Auch Institutionen wie die OECD oder der IWF haben kluge Vorschläge gemacht, wie man in Europa zur Krisenbewältigung beitragen kann.

**MUPET magazin:** Was würden Sie den Europäern in dieser Situation raten?

**Walter:** Solange wir versuchen, Fehlentwicklungen solidarisch anzugehen, werden wir die aktuellen Probleme wohl lösen können. Europa muss das „window of opportunity“ der nächsten fünf Jahre nutzen, um mit entschlossenen Reformen die politische Union Europas zu vollenden. Und ich hoffe, dass wir bei unseren Stärken wie Umweltschutz, Energieeffizienz oder der menschenwürdigen Gestaltung alternder Gesellschaften weiter vorankommen und neue Lösungen entwickeln, die für die Welt ein Exportmodell werden.

**MUPET magazin:** Herr Professor Walter, wir danken Ihnen für dieses Gespräch. □



## Das regulatorische Umfeld von Private Equity und Venture Capital in Deutschland und Europa

Patricia Volhard und  
Jin-Hyuk Jang, P+P

Anlässlich der MUPET diskutierten und berichteten MR Uwe Wewel und Patricia Volhard über die europäischen Entwicklungen im Zusammenhang mit den anstehenden regulatorischen Veränderungen für Manager von Private-Equity- und Venture-Capital-Fonds.

Die EU-weit harmonisierte Regulierung von Managern alternativer Investmentfonds (AIFM-D) ist am 21. Juli 2011 in Kraft getreten. Bis zur Umsetzung in nationales Recht bis Juli 2013 sind aber noch komplexe Gesetzgebungsverfahren zu durchlaufen (sog. Lamfalussy-Verfahren), da auf EU-Ebene noch wesentliche Details in Form von sog. Level-II-Maßnahmen und „technischen Standards“ verabschiedet werden müssen. Die konkretisierende Level-II-Gesetzgebung wird – etwas später als erwartet – voraussichtlich in diesem Sommer abgeschlossen sein.

Hinsichtlich der nationalen Umsetzung ist vor allem interessant, ob der deutsche Gesetzgeber von dem Ermessensspielraum Gebrauch macht, den ihm die AIFM-D unterhalb der Schwellenwerte lässt. Darüber greifen zwingend die Regelungen der AIFM-D; darunter kann/muss aber keine Regulierung erfolgen. In Deutschland scheint in Bezug auf die Verwaltung von „Retailfonds“ über eine volle Manager- und Produktregulierung der Fonds (z. B. Anforderungen an die Risikodiversifizierung) nachgedacht zu werden. Spannend wird für Private-Equity-Fondsmanager die Frage, ob der nationale Gesetzgeber für Private-Equity-Fonds Alternativen zur Bank als Verwahrstelle vorsehen wird.

Die in Brüssel diskutierte Venture-Capital-Verordnung befindet sich derzeit im Trilog-Verfahren zwischen EU-Rat, Kommission und Parlament. Die Verordnung ermöglicht es



Venture-Capital-Managern, sich einem speziellen, EU-weit harmonisierten Venture-Capital-Regime zu unterwerfen. Danach muss der Manager einer Registrierungspflicht nachkommen und gewisse (im Vergleich zur AIFM-D erleichterte) Anforderungen erfüllen. Im Gegenzug kann er seine Fonds in der EU frei vertreiben, ohne nationale Privatplatzierungsregeln beachten zu müssen.

Das Venture-Capital-Regime steht nur Managern von „qualifizierenden Venture-Capital-Fonds“ offen, die insgesamt nicht mehr als 500 Mio. € Assets unter Management verwalten. Qualifizierende Venture-Capital-Fonds sind solche, die einen bestimmten Prozentsatz in Small and Medium Enterprises bzw. andere Venture-Capital-Fonds investieren/zu investieren beabsichtigen und keinen Leverage auf Fondsebene aufnehmen. Diskutiert wird im Rahmen des Trilog-Prozesses, ob eine Verwahrstelle eingeführt werden soll. Damit würde das Venture-Capital-Regime nach Auffassung der Industrie leerlaufen. Eine Einigung über einen finalen Verordnungstext soll bis Ende dieses Sommers erreicht werden. Da die Verordnung direkt gilt, ist eine Umsetzung in das nationale Recht nicht erforderlich. □

*Patricia Volhard ist Partnerin und Jin-Hyuk Jang ist Associate mit Schwerpunkt Fondsstrukturierung und Aufsichtsrecht bei P+P in Frankfurt/Main.*

## Recent Developments in Private Equity Transactions in the UK, France and Germany

Dr. Jan Wildberger, P+P

BRICS investors, as purchasers of private equity assets, and the traps and pitfalls when dealing with them, become increasingly relevant. In particular, internal consent requirements of some of such investors and their impact of timing of the transaction and deal security play a key role. Deal protection, by way of substantial break fees, is often regarded as recommendable and appropriate. “Compliance” is a highly relevant issue which has various effects on transactions: As buyers, investors are under increasing pressure from their LPs to ensure that the assets they buy are “clean” in terms of money laundering, bribery and other unlawful business practices. As sellers, investors face decreasing tolerance of bidders to assume any risks which may arise out of non-compliance. In particular, given the general restraints of investors to provide substantial contractual comfort to buyers, putting in place monitoring systems during the holding period, the willingness to provide bidders with comprehensive information in the course of their due diligence, and pre-signing remedy of any cases of non-compliance detected are key.

Finance remains difficult in all three jurisdictions, and there is a trend towards full equity underwriting as well as the search for alternative financing, such as “Mittelstands” listed bonds in Germany, or loans assumed or granted by private equity funds in the UK.

Buyouts where the managers’ equity is “under water” have become more common as a consequence of the crisis. In France, managers generally play a dominant role in



buyouts, and take a very strong position in situations where their equity is distressed. In the UK, many managers have seen various buyouts, and take a very sophisticated and informed view on the performance of their equity participation, which they perceive as key incentive for their individual performance. Therefore, managers in the UK take an active approach to “re-structuring” their equity. In Germany, managers still tend to be less focused on their equity as the pivotal tool to align their interest with the investor’s interest. Even in rough times, they usually take a less aggressive stance towards the investor, and would often not push too hard for structural measures which bring their equity back “into the money”. □

*The issue was discussed by James Renahan (Travers Smith), Maxime Dequesne (De Par-dieu Brocas Maffei) and Dr. Jan Wildberger (P+P), who was the moderator of the panel.*

*Dr. Jan Wildberger is Partner at P+P in Frankfurt/Main and specialized in M&A-/Private Equity Transactions.*



## Recent Developments in Secondary Fund Interest Transactions

Tarek Mardini, P+P

Die sieben Teilnehmer des Panels zum Thema „Recent Developments in Secondary Fund Interest Transactions“ zeigten sich zufrieden mit der Entwicklung der Sekundärtransaktionen mit Private-Equity-Fondsbeteiligungen in den Jahren 2011/12. Neben klassischen Buy-out- und Venture-Capital-Fondsanteilen seien immer mehr Anteile an Infrastruktur- und Immobilienfonds sowie an asiatischen Fonds Gegenstand von Sekundärtransaktionen. Dies zeichne die Entwicklung des Primärmarktes nach: „Every primary is a secondary waiting to happen.“

Banken, Versicherungen und Pensionsfonds treten verstärkt als Verkäufer auf. Hintergrund sei der Verkaufsdruck durch erhöhte regulatorische Anforderungen (Basel III, Solvency II, Dodd-Frank Act). Neue Käufergruppen, die früher nur im Rahmen der Erstzeichnung von Fondsanteilen (Primaries) investiert haben (z. B. Primär-Dachfonds, Family Offices), seien zunehmend anzutreffen. Sie stehen im Wettbewerb mit klassischen Käufern (spezialisierten Sekundär-Dachfonds). Dieser Trend betreffe aber in erster Linie Verkäufe von einzelnen Fondsanteilen, während Portfolioverkäufe weiterhin von traditionellen Käufern beherrscht werden. Die Akzeptanz von Sekundärtransaktionen auf Seite der General Partner der betreffenden Fonds, die diesen Transaktionen zustimmen müssen, habe sich in den letzten Jahren erhöht. Dies spiegele den Reife- und Entwicklungsprozess der Anlageklasse Private Equity wider.

Die Käufer bemühen kreative Lösungen, um die – zuletzt wieder größer werdende – Lücke zwischen den Preisvorstellungen von Verkäufern und Käufern zu schließen, z. B. durch den Einsatz von Fremdfinanzierung, Recyclingstrukturen, Earn-outs oder Deferred Payments. Allerdings sei auf Käuferseite Diszi-



plin erforderlich, damit nicht zu hohe Kaufpreise gezahlt werden. Die richtige Preisbewertung von Fondsanteilen sei immer noch mehr Kunst als Wissenschaft.

Wenn man sich auf einen Kaufpreis geeinigt habe, dann seien rechtliche Fragen bei Kauf- und Übertragungsverträgen nur in seltenen Fällen Deal Breaker. Das schließe nicht aus, dass z. B. bei Rückzahlungsverpflichtungen von erhaltenen Ausschüttungen des Verkäufers (Limited Partner Clawback) hart verhandelt werde. Schwierigkeiten könnten sich auch bei steuerlichen Punkten oder Vorkaufsrechten ergeben, aber dies könne meist im Vorfeld durch Due Diligence früh geklärt werden. Bemühungen im Markt um eine Standardisierung von Sekundärtransaktionen und -verträgen seien zu erkennen, diese werde aber nicht die großen Portfoliotransaktionen betreffen.

Als Ausblick bestand Einigkeit darin, dass die anhaltende Finanz- und Eurokrise weitere Möglichkeiten für Sekundärtransaktionen (z. B. bei Distressed Fonds; europäische Verkäufer) eröffne, die die bestehenden Unsicherheiten und krisenbezogenen Risiken kompensieren könnten. □

*Über das Thema diskutierten: Timothy A. Brody (Auda Private Equity), Holger von Grawert (Credit Suisse), Richard von Gusovius (Campbell Lutyens), Sam Kay (Travers Smith), Dr. Yves Schneller (Partners Group); Moderation: Amos Veith und Tarek Mardini (beide P+P).*

*Tarek Mardini ist Counsel mit Schwerpunkt Private Funds (insbesondere Secondaries und Investorenberatung) bei P+P in Berlin.*

## Neues zum Taking Private in Deutschland

Dr. Wolfgang Grobecker und Dr. Eva Nase, P+P

Börsennotierte Gesellschaften unterliegen komplexen Berichts- und Transparenzpflichten. Ihre Erfüllung ist häufig aufwendig und kostspielig. Daher ziehen Aktionäre und Investoren regelmäßig Taking-Private-Maßnahmen in Betracht. Diese reichen von Beherrschungs- und Gewinnabführungsverträgen über Verschmelzungen, Formwechsel und Delisting-Beschlüsse bis zu mittlerweile drei gesetzlichen Varianten eines Squeeze-out. Neben dem aktienrechtlichen und dem übernahmerechtlichen kann seit letztem Jahr auch ein verschmelzungsspezifischer Squeeze-out durchgeführt werden.

Die erforderliche Beteiligungshöhe des Hauptaktionärs für einen verschmelzungsspezifischen Squeeze-out beträgt – anstatt der für die anderen Formen des Squeeze-out weiterhin erforderlichen 95% – nur noch 90% des Grundkapitals der abhängigen Aktiengesellschaft (AG), Kommanditgesellschaft auf Aktien (KGaA) oder Europäischen Gesellschaft (SE). Voraussetzung ist zudem, dass der Squeeze-out im Zusammenhang mit einer nachgeschalteten, konzerninternen Verschmelzung der abhängigen Gesellschaft auf die neue Alleinaktionärin steht und der Hauptaktionär seinerseits die Rechtsform einer AG, KGaA oder SE aufweist.

Der verschmelzungsspezifische Squeeze-out richtet sich im Wesentlichen nach den Regelungen des aktienrechtlichen Squeeze-out. Dementsprechend wird er auf Basis eines Hauptversammlungsbeschlusses innerhalb von drei Monaten nach Abschluss des Verschmelzungsvertrages und einer Unternehmensbewertung der abhängigen Gesellschaft zur Bestimmung der angemessenen Barabfindung der Minderheitsaktionäre durchgeführt. Die Barabfindung wird durch



einen gerichtlich ausgewählten und bestellten Sachverständigen geprüft. Der verschmelzungsspezifische Squeeze-out wird mit Eintragung der Verschmelzung in das Handelsregister – nach Überwindung etwaiger Beschlussmängelklagen im Freigabeverfahren vor dem zuständigen Oberlandesgericht – wirksam.

Zur Herstellung der 90%-Beteiligung kommt auch eine sog. Wertpapierleihe in Betracht. Diesbezüglich kann auf die Rechtsprechung des BGH zur Wertpapierleihe beim aktienrechtlichen Squeeze-out (Lindner-Urteil 2006) zurückgegriffen werden. Zusätzliche Gestaltungsoptionen im internationalen Kontext bieten sich durch die Möglichkeit einer dem Squeeze-out nachgeschalteten Verschmelzung einer deutschen Tochtergesellschaft auf eine ausländische Muttergesellschaft nach den Regelungen der grenzüberschreitenden Verschmelzung.

Noch nicht geklärt ist die für die Transaktionspraxis relevante Frage, ob der vorherige Formwechsel der Hauptaktionärin von der Rechtsform der GmbH in eine AG, KGaA oder SE oder das Zwischenschalten einer Holdinggesellschaft dieser Rechtsformen die Maßnahme anfechtbar macht. Dies sollte zumindest dann nicht der Fall sein, wenn hierfür sachliche Gründe vorliegen. Eine zeitnahe gerichtliche Klarstellung in diesem Kontext wäre indes wünschenswert. □

*Dr. Wolfgang Grobecker ist Partner und Dr. Eva Nase ist Counsel mit Schwerpunkt Corporate bei P+P in München.*



## Die Ablösung von Gesellschafterdarlehen beim Unternehmensverkauf

Dr. Georg Greitemann, P+P

Private-Equity-Fonds finanzieren ihre Beteiligungsunternehmen häufig auch mit (Gesellschafter-)Darlehen. Soweit diese Darlehen zum Zeitpunkt des Exits noch nicht zurückgezahlt sind, wird der Verkäufer verlangen, dass seine Darlehen spätestens beim Closing abgelöst werden. Hierzu bestehen grundsätzlich drei Durchführungswege:

1. Die Darlehen werden beim Closing zurückgezahlt.
2. Die Darlehen werden unmittelbar vor Closing in das Eigenkapital der Zielgesellschaft eingelegt.
3. Die Darlehen werden an den Käufer mitverkauft.

Die einfachste Variante 1 (Rückzahlung bei Closing) ist bekanntlich mit dem Anfechtungsrisiko des § 135 InsO verbunden: Fällt die Zielgesellschaft innerhalb von zwölf Monaten nach Rückzahlung des Gesellschafterdarlehens in die Insolvenz, so kann der Insolvenzverwalter die Rückzahlung anfechten und die Wiedereinzahlung des zurückgezahlten Gesellschafterdarlehens verlangen.

Aus diesem Grund ziehen Verkäufer Alternativen in Betracht, u. a. die Einlage des Darlehens in das Eigenkapital der Zielgesellschaft vor Closing (Variante 2). Auch hier wird diskutiert, ob die Einlage in Verbindung mit dem anschließenden Verkauf der Anteile für die Zwecke des § 135 InsO einer Darlehensrückzahlung gleichzustellen ist. Dies ist abzulehnen, weil mit der Einlage des Darlehens keine Gläubigerbenachteiligung verbunden ist. Auf dieser Linie liegen auch die jüngsten Gerichtsentscheidungen zu diesem Thema. Jedoch

ist die Einlage steuerlich problematisch, wenn das Darlehen im Zeitpunkt der Einlage nicht voll werthaltig ist. Denn insoweit drohen bei der Zielgesellschaft außerordentliche Erträge, denen ggf. keine verrechenbaren Verlustvträge gegenüberstehen.

Aus diesen Gründen besteht auf Verkäuferseite häufig der Wunsch, die Gesellschafterdarlehen zusammen mit den Anteilen der Zielgesellschaft an den Käufer mitzuverkaufen (Variante 3). Dafür spricht, dass es bei vernünftiger Ausgestaltung auch in diesem Fall an einer Gläubigerbenachteiligung fehlt mit der Folge, dass sich das Anfechtungsrisiko des § 135 InsO verflüchtigt. Allerdings trägt hier der Käufer ein Steuerrisiko, wenn der Verkehrswert der Darlehen unter ihrem Nominalwert liegt; denn in Höhe der Differenz zwischen Kaufpreis und Nominalwert kann die spätere Rückzahlung des Darlehens bei ihm steuerpflichtiges Einkommen darstellen. Der Käufer muss deshalb darauf achten, dieses Risiko durch eine spezielle Freistellung auf den Verkäufer überzuwälzen. Von der üblichen Steuerfreistellung beim Unternehmenskauf ist dieses Risiko nicht umfasst.

Fazit ist somit, dass auch bei der Ablösung von Gesellschafterdarlehen beim Unternehmensverkauf die richtige Lösung von den Umständen abhängt und sorgsamer Gestaltung bedarf; eine Patentlösung für alle Fälle gibt es nicht. □

*Dr. Georg Greitemann ist Partner im Frankfurter Büro von P+P. Sein Tätigkeits-schwerpunkt liegt im Bereich M&A/ Gesellschaftsrecht.*

## Aktuelles zu Managementbeteiligungen

Prof. Dr. Alexander Götz, *BLÄTTCHEN & PARTNER AG*  
Dr. Benedikt Hohaus, P+P

Die Erwartungen der Marktteilnehmer für das Private-Equity-Geschäft im Jahr 2012 sind eher verhalten. Dennoch sind neben zahlreichen mittelständischen Buy-outs auch einige milliardengroße Deals auf dem Markt und scheinen wieder Fremdfinanzierungen jenseits der 50%-Quote zu finden. Dies wirkt sich auch auf die Economics bei Managementbeteiligungen aus. Die sog. Envy Ratio, also der Quotient aus dem Money Multiple des Managements und dem Money Multiple des Investors jeweils bei Exit, ist eine Kennzahl zur Messung des Hebels, den Manager in Management-Equity-Programmen (MEP) erhalten. Vor der Finanzkrise lag diese Kennzahl im Durchschnitt über 3x. Nach der Finanzkrise sind die Envy Ratios deutlich nach unten gegangen und lagen eher bei 2x und leicht darüber. Einer der Gründe hierfür war, dass die Finanzinvestoren selbst keinen großen Hebel mehr auf das eigene Investment erhielten. Mit der erhöhten Bereitschaft der Finanzinvestoren, Deals zu machen, und den leicht verbesserten Finanzierungsbedingungen scheinen die Envy Ratios wieder auf ihr langfristiges Mittel von über 3x zurückzukommen. Allerdings sind auch deutliche Ausreißer nach oben zu beobachten. So versuchen Finanzinvestoren zunehmend, das Management mit Envy Ratios von teilweise über 6x zu begeistern.

Häufig wird die Hebelung über eine disproportionale Investition der Manager in Geschäftsanteile einerseits und Gesellschafterdarlehen/ Vorzugsgeschäftsanteile (SHL) andererseits hergestellt. Das Risikoprofil aus Sicht des Managements ist umso höher, je höher die vereinbarten – i. d. R. auflaufenden – Zinsen auf die SHL sind. Hier kommt den Managern die aktuelle Kapitalmarktentwicklung zugute.

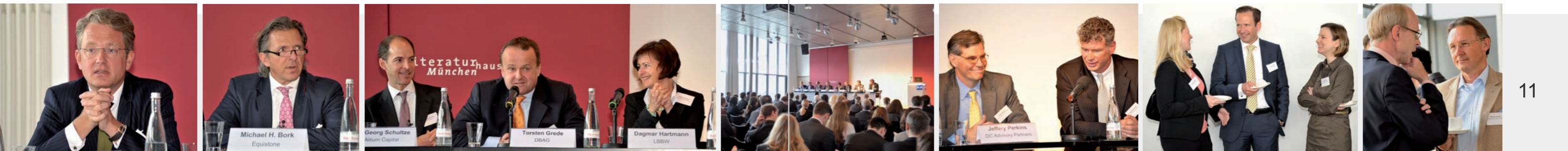


Während sich die Zinssätze meist in einer Bandbreite zwischen 8 bis 12% bewegten, liegt die Obergrenze jetzt eher bei 10%. Dies ist auch aus steuerlichen Gründen u. U. geboten.

Beim sog. Vesting, also dem performance- oder zeitabhängigen Anwachsen von Anteilswertsteigerungen, ist ein Trend weg vom performance-orientierten Vesting zu beobachten. Dies ist aus steuerlichen Gründen auch zu begrüßen. Beim Zeitvesting scheint sich ein Trend hin zu kürzeren Fristen zu etablieren.

Finanzinvestoren fordern neben den Garantien des Veräußerers im Unternehmenskaufvertrag inzwischen immer häufiger eigenständige Garantien des Managements. Zweck dieser Managementgarantien ist in erster Linie nicht der finanzielle Rückgriff auf das Management. Vielmehr ist Sinn und Zweck der Garantien, das Management vor dem Signing noch zur Offenlegung von kaufpreisrelevanten Sachverhalten zu bewegen. □

*Prof. Dr. Alexander Götz ist Partner bei der BLÄTTCHEN & PARTNER AG und berät in vielfältigen Corporate-Finance-Fragestellungen. Dr. Benedikt Hohaus ist Partner bei P+P in München und als Rechtsanwalt und Fachanwalt für Steuerrecht tätig.*



# Social Entrepreneurship als Unternehmensmodell

Prof. Dr. Andreas Heinecke, Dialogue Social Enterprise GmbH

Seit geraumer Zeit gibt es ein neues Modewort: Social Entrepreneurship macht die Runde, und es vergeht kaum eine Woche, in der nicht an irgendeinem Ort darüber diskutiert wird, ob ein sozialer Auftrag mit unternehmerischen Mitteln und Methoden zu erfüllen ist. Die Meinungen gehen auseinander. Für die einen ist es neuer Wein in alten Schläuchen, andere sehen darin die Vorboten eines neuen Kapitalismus. Uneinigkeit besteht auch hinsichtlich der Definition, was Social Entrepreneurship eigentlich ist. Dutzende von Definitionen versuchen sich mit einer Eingrenzung und Standortbestimmung, und so verwundert es nicht, dass eine große Spannbreite von Organisationen mit völlig unterschiedlichen Rechtsformen, Einkommensmodellen und Märkten als Social Enterprise auftritt. Doch bei aller Unterschiedlichkeit gibt es eine Gemeinsamkeit: Jeder Social Entrepreneur hat den Antrieb, ein brennendes soziales Problem auf innovative Art und Weise mit einem Geschäftsmodell zu unterlegen, welches skalierbar ist. Das geht weit über Corporate Social Responsibility hinaus, da im Zentrum die unternehmerische Lösung zur Beseitigung eines Notstandes steht.

Unternehmen werden von Unternehmern begründet. Seit der Begründung der Ökonomie durch Adam Smith wissen wir, dass der Eigennutz ein starker Antrieb ist, um wirtschaftlichen Fortschritt zu sichern. Bei sozialen Unternehmern ist das nicht anders, nur liegt bei ihnen der Schwerpunkt im Gemeinwohl und nicht im Eigennutz. Gewinne sind nicht das Ziel des Handelns und Geld ist nur Mittel zum Zweck. Dass die kreativsten Lösungen für

sozialen Wandel von Unternehmern mit einer sozialen Ader, von Individuen und nicht von Institutionen ausgehen, erkannte vor 30 Jahren der Harvard-Absolvent Bill Drayton. Er reiste als Student durch Indien und war überwältigt von den Lösungen, die entwickelt wurden, um soziale Probleme zu lösen. Er erkannte, dass diese Modelle Wachstumspotenzial haben und es häufig nur an Unterstützung fehlt, um soziale Innovationen auch an anderen Orten wirken zu lassen. Er gründete Ashoka, um diesen sozialen Innovatoren zu helfen und ihre Ideen weltweit zu verbreiten.

Soziale Unternehmer bilden eine großartige Ergänzung zu staatlichen Versorgungssystemen, öffentlichen Wohlfahrtsträgern, Selbsthilfegruppen oder Initiativen, die alleine auf Spenden bauen. Sie überwinden das, was seit Jahrhunderten sozialen Wandel verhindert hat: Mangelverwaltung, politische Abhängigkeiten, fehlende Professionalität und vor allem das Wehklagen über die Übel und die Ungerechtigkeiten in der Welt. Soziale Unternehmer haben hier einen anderen Zugang: Sie sind mutig und übernehmen persönliches Risiko. Sie sehen keine Probleme, sondern identifizieren Marktchancen. Sie erkennen Nischen und besetzen diese mit einer Lösung zur Behebung einer bestimmten Notlage. Sie zeichnen sich vor allem durch Kreativität aus und verfolgen ihre Ziele aus einer persönlichen Motivation heraus. Ausdauer und Widerstandskraft zeichnen sie aus, sodass auch schwierige Zeiten überstanden werden. 95% aller Social Enterprises halten durch und etablieren Systeme, die skalierbar sind. So

spielen verfeindete Straßengangs in den Favelas Fußball miteinander nach Regeln, die das soziale Miteinander fördern. Ohne Schiedsrichter und mit der Auflage, dass das erste Tor ein Mädchen erzielen muss. Kinder in Not können auf Hotlines zugreifen, Obdachlose sammeln und sortieren Müll in den Metropolen, Ratten werden von Arbeitslosen trainiert, um Minen aufzuspüren, Autisten testen Software, umweltverschmutzende Kerosinbrenner werden durch saubere Solarpanels ersetzt und Toiletten auch dort angeschlossen, wo ansonsten nur der Busch für die Entsorgung der menschlichen Notdurft zur Verfügung steht. 3000 dieser sozialunternehmerischen Avantgardisten wurden in den letzten 30 Jahren in einem rigorosen Auswahlprozess von Ashoka und dem zweiten wichtigen Netzwerk, der Schwab Foundation for Social Entrepreneurship, identifiziert und verfolgen das Ziel, die Welt zu verändern. Fundamentaler Wandel ist auch dringend nötig, denkt man daran, dass alle drei Sekunden ein Kind an Hunger, Krieg oder Krankheit stirbt, fast drei Milliarden Menschen keinen Zugang zu frischem Wasser haben, Hunderte von Millionen mit weniger als einem Dollar pro Tag auskommen müssen und wenig Aussicht auf ein Leben in Würde und Selbstbestimmung haben. Doch globale Lösungen für lokale Probleme wurden sozialunternehmerisch gefunden: Systembildend und einer breiteren Bevölkerung bekannt sind sicherlich der faire Handel, der Einsatz von erneuerbaren Energien oder die Vergabe von Mikrokrediten.

Social Entrepreneurship ist mehr als ein Modewort. Es bereitet den Boden für neue Unternehmensmodelle, um Cash und Care zu verbinden. Weltfirmen wie BASF, Adidas, SAP oder Danone haben das kreative Potenzial von Social Entrepreneurs erkannt und Partnerschaften gebildet. Eine neue Industrie entsteht und schafft mit Bildungsangeboten an Hochschulen, innovativen Finanzierungsmodellen wie sozialen Investmentfonds und der Unterstützung durch Politik und Medien die notwendigen Rahmenbedingungen. Wirtschaftlicher Erfolg wird zukünftig in drei Dimensionen



gemessen werden und neben dem finanziellen Ertrag werden auch das soziale Engagement und das Umweltbewusstsein bilanziert. Nicht als „nice to have“. Sondern als zentraler Bestandteil eines zukunftsgerichteten Unternehmens. □

*Prof. Dr. Andreas Heinecke ist Gründer und Geschäftsführer der Dialogue Social Enterprise GmbH, die durch Ausstellungen wie „Dialog im Dunkeln“ oder „Dialog im Stillen“ versucht, die Denkweise von Menschen gegenüber anderen, insbesondere Blinden, zu verändern. Er war der erste Ashoka-Fellow in Westeuropa und ist Mitglied des Weltwirtschaftsforums. Darüber hinaus wurde er auf den Danone Stiftungslehrstuhl für Social Business an der EBS Universität berufen.*

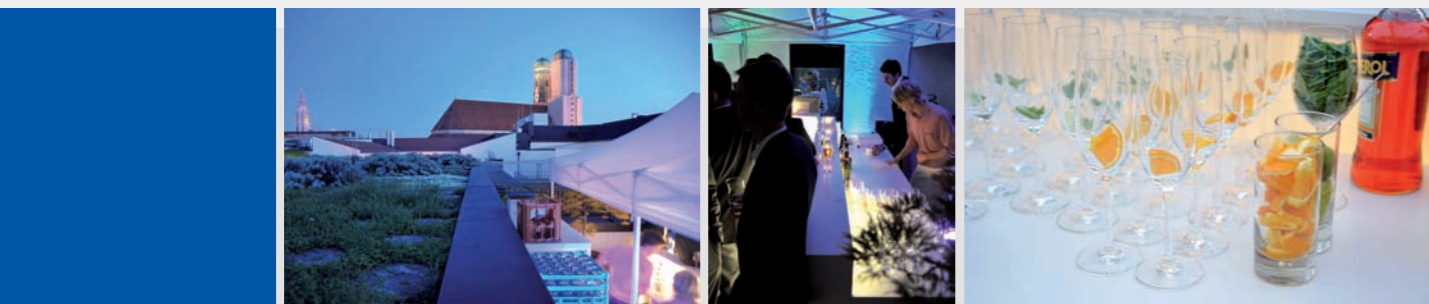


# Über den Dächern von München

Impressionen vom P+P-Sommerfest 2012

# SAVE THE DATE

MUPET-Vorschau 2013  
Donnerstag und Freitag 13.–14. Juni im Literaturhaus München!



## IMPRESSUM V.i.S.d.P.

P+P Training GmbH  
Theatinerstraße 12  
80333 München

[www.pptraining.de](http://www.pptraining.de)

## REDAKTION

Cognikom Consult GmbH  
Lise-Meitner-Straße 5–9  
42119 Wuppertal

[www.cognikom.net](http://www.cognikom.net)

## FOTO/GRAFIK

Birgit Groh  
Ulmenweg 2  
83071 Stephanskirchen

[www.archfoto-grafik.de](http://www.archfoto-grafik.de)





# MUPETmagazin 2012

[www.pptraining.de](http://www.pptraining.de)

