



MUPPET

magazin

Neueste Entwicklungen
im Bereich Private Equity

„Die Private-Equity-Quote könnte sich verdoppeln“

Interview mit Dieter Wolf, ehemaliger Geschäftsführer der MEAG

M&A: Transaktionen mit chinesischen Partnern

Ein Gespräch mit Fang He, M&A-Anwältin aus Peking

Private Funds: Die Umsetzung der AIFM-Richtlinie

Rechtliche und steuerliche Konsequenzen der neuen Gesetzgebung

Tax: Managementbeteiligungen in Europa

Deutschland, Frankreich und Großbritannien im Vergleich



PRO BONO seit 1999

Diese gemeinnützigen Stiftungen danken **P+P** und allen anderen Förderern.
These charitable foundations thank **P+P** and all other contributors.



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

Jeder Euro geht zu 100 % in die Forschung. Als Endowment managen wir risikobewusst und ertragreich knapp 400 Mio. €.

Aktuell benötigt das Kunsthistorische Institut Florenz rund 3 Mio. € an privaten Spenden; sie setzen ein Vielfaches an öffentlichen Mitteln für den Bau der unterirdischen Bibliothek im historischen Zentrum der Stadt frei.

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

kt@maxplanckfoerderstiftung.org
www.maxplanckfoerderstiftung.org

Im weltweiten Netz der Konfuzius-Sprach- und Kulturinstitute besonders erfolgreich: Chinesisch in Gruppen- und Einzelunterricht für Erwachsene, Kinder, Manager, Juristen. Dazu kommen die amtlichen HSK-Prüfungen für Südbayern sowie Kultur- und Schüleraustausch und viele weitere Veranstaltungen. Bisher über 1000 Teilnehmer in mehrmals im Jahr beginnenden Kursen.

Ex oriente: kultureller und humanitärer Austausch mit der Ukraine, ganz Korea und vielen weiteren Ländern östlich von uns.

Interesse an Sprache, Austausch und Kultur?

gao@konfuzius-muenchen.de
www.konfuzius-muenchen.de

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

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

Interesse an Mikrokrediten, Bildungsprojekten und nachhaltiger Hilfe?

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

* Das MUPETmagazin erscheint anlässlich der gleichnamigen Fachtagung „Munich Private Equity Training“. Auf der MUPET berichten erfahrene Spezialisten aus dem In- und Ausland über neueste Entwicklungen im Bereich Private Equity. Durchgeführt wird die MUPET von der P+P Training GmbH. Weitere Infos sowie die digitale Version des Magazins finden Sie unter www.pptraining.de.

Editorial

Dr. Frank Thiäner (P+P)



Sehr geehrte Leser,

Sie halten die dritte Ausgabe des MUPETmagazins in Händen, in der wir für Sie wieder wesentliche Beiträge des diesjährigen Munich Private Equity Training zusammengefasst haben.

Die MUPET fand dieses Jahr in einem verhaltenen Transaktionsumfeld statt. Es gab zwar einige wenige große Transaktionen (z. B. Springer Science + Business Media, Ista), insgesamt bewegen wir uns aber im Hinblick auf Anzahl und Größe der Transaktionen weiterhin in etwa auf dem Vorkrisenniveau der Jahre 2003/2004 bzw. auf dem Nachkrisenniveau von 2010. Seitdem tendiert der Markt für Private-Equity-Transaktionen seitwärts.

Die Teilnehmer der diesjährigen MUPET waren einhellig der Meinung, dass die überschaubare Anzahl von Transaktionen nicht auf einen Mangel an Eigenkapital zurückzuführen ist. Fremdkapital hingegen scheint weiterhin nur für wenige sehr umworbene Transaktionen problemlos verfügbar zu sein. Für die Mehrzahl der mittelgroßen und kleineren Transaktionen ist eine Akquisitionsfinanzierung – jedenfalls in Form von Bankdarlehen – nach wie vor nur schwierig zu guten Konditionen zu bekommen (siehe Interview und Marktüberblick Seite 6 ff.).

Nachdem mit der öffentlichen Übernahme und der anschließenden Privatisierung der DOUGLAS HOLDING AG im vergangenen Jahr ein

aufsehenerregendes Taking Private gelungen war (S. 10), werden PIPE-Transaktionen wegen der hohen Börsenkurse derzeit zunehmend unattraktiver. Grund zur Hoffnung auf eine Belebung des M&A-Marktes gibt dagegen die große Zahl von Portfoliounternehmen, die sich im Bestand der Fonds befinden und zum Verkauf anstehen, sowie das Fundraising für Sekundärtransaktionen (S. 19). Für den Erwerb von Unternehmensportfolien und LP-Anteilen wurden in den vergangenen Jahren erhebliche Mittel eingeworben, die nun zur Investition anstehen. Es wäre nicht überraschend, wenn dies künftig einer der wesentlichen Treiber für Private-Equity-Transaktionen würde.

Das Umfeld von Private Equity wird derzeit durch steigende regulatorische Anforderungen geprägt. Hier beherrscht vor allem die Umsetzung der AIFM-Richtlinie durch das Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB) die Fachdiskussion und das Tagesgeschäft der Fondsinstitute (S. 16). Daneben erhält auch das Thema Compliance bei der Fondsstrukturierung, der Transaktionsdurchführung und im Portfoliomanagement zunehmende Bedeutung (S. 22).

Diese und viele weitere Themen finden Sie auf den folgenden Seiten. Ich wünsche Ihnen viel Freude bei der Lektüre!

Frank Thiäner

Inhalt

Interview

„Die Private-Equity-Quote könnte sich verdoppeln“
Dieter Wolf, ehemaliger Geschäftsführer der MEAG,
über Assetmanagement in schwierigen Zeiten
Seite 6

Editorial

Seite 3

Über den Dächern von München

Impressionen vom P+P-Sommerfest 2013
Seite 24

MUPET-Vorschau 2014/ Impressum

Seite 27

M&A

**Aktueller Marktüberblick: Gibt es genug gute
Transaktionen?**

Seite 8

**Öffentliche Übernahme und Taking Private der
DOUGLAS HOLDING AG**

Seite 10

**Mehr Flexibilität bei LBOs – die neue Fassung
des LMA Leveraged Facilities Agreement**

Seite 11

**Transaktionen mit chinesischen Partnern –
worauf es ankommt**

Seite 12

**Best Practice für Gesellschafter in Krise und
Sanierung**

Seite 14

Private Funds

**Die Umsetzung der AIFM-Richtlinie –
rechtliche und steuerliche Konsequenzen der
neuen Gesetzgebung**

Seite 16

**Der internationale Markt für Sekundärtrans-
aktionen läuft, wird aber komplexer**

Seite 19

Tax

**Streubesitzdividenden – die neue Besteuerung
trifft auch Private Equity**

Seite 20

**Managementbeteiligungen in Europa –
ein Vergleich**

Seite 21

Compliance

**Compliance-Anforderungen an Private Equity:
Fonds, Transaktionen, Portfolio-Risikomanagement**

Seite 22



„Die Private-Equity-Quote könnte sich verdoppeln“

Dieter Wolf ist Investmentexperte. Der erfahrene Assetmanager hat in den vergangenen 14 Jahren als Geschäftsführer der MEAG – Vermögensverwalter von Munich Re und ERGO – zusammen mit seinem Team erfolgreich ein Portfolio von zuletzt über 200 Mrd. Euro verantwortet. Dank Dieter Wolfs Initiative liegen die Private-Equity-Investitionen dort bei einem hohen dreistelligen Millionenbetrag. Aber er sagt, die Quote könnte höher sein, und erklärt, warum ...

MUPETmagazin: Herr Wolf, Sie sind seit drei Monaten pensioniert und bekennender Private-Equity-Fan – lesen wir bald von Wolf Capital?

Wolf: Nein, ich glaube nicht. Ich kann vielleicht sagen, was einen guten Fonds ausmacht. Aber um selbst einen Fonds aufzusetzen, fehlt mir die operative Erfahrung.

MUPETmagazin: Und was macht einen guten Fonds aus?

Wolf: Er muss sich bewiesen haben! Rangiert ein Fonds dank seiner Performance im oberen Quartil, wird er da in der Regel auch bleiben. Vorausgesetzt, und das ist das zweite Kriterium, das Managementteam bleibt konstant. Drittens würde ich sagen, dass auch die Investmentstrategie klar sein muss, d.h., eine Branchenspezialisierung sowie eine regionale Eingrenzung sind wichtig. Die Kür ist dann, erfolgreich mit der Strategie zu spielen. Also durchaus mal das eine oder andere Neue zu wagen. Flexibel zu sein – und kreativ!

MUPETmagazin: Fonds, die diese Kriterien erfüllen, sehen Sie offenbar zur Genüge. Denn Sie sagen, dass die Private-Equity-Quote in den meisten Portfolios Ihrer Kollegen steigen könnte. Woher kommt Ihr Optimismus?



Ein Assetmanager, der Out-performance will, muss heute mehr auf Risiko setzen

Wolf: Ja, ich denke, es gibt viele gute Fonds auch in Deutschland. Und es gibt hierzulande viele gute mittelständische Unternehmen, die von einer Beteiligung profitieren könnten. Aber mir geht es darum, dass ein Assetmanager, der auch auf Outperformance setzt, heute keine andere Wahl hat, als auch in Private Equity zu investieren.



MUPET magazin: Warum?

Wolf: Die Zinsen sind heute so niedrig wie noch nie seit dem Zweiten Weltkrieg, und ich denke, das wird sich in den kommenden drei Jahren auch nicht groß ändern. Zweitens sind Bonds, die früher als sicher galten, etwa europäische Staatsanleihen, nicht mehr sicher. Das heißt, der Assetmanager muss heute mehr auf Risiko setzen, wenn er seine Ziele outperformen will.

MUPETmagazin: Und mehr Risiko bedeutet mehr Private Equity?

Wolf: Risiken sind überall. Aber wirkliche Out-performance kann ich nur durch reale Assets erreichen. Neben Private Equity gehören Aktien sowie Investitionen in reale Projekte, etwa in den Bereichen Infrastruktur oder erneuerbare Energien, dazu. Laut dem Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft machten reale Assets der Erstversicherungen (Aktien, Immobilien und Beteiligungen) 2011 10% des investierten Vermögens aus. Ich denke, das wird sich mittelfristig verdoppeln.

MUPETmagazin: Und welchen Anteil hat Private Equity daran? Welchen sollte es haben?

Wolf: Heute beträgt die Private-Equity-Quote bei den Investments der deutschen Erstversicherungen 0,8%. Ich denke, auch die könnte sich noch verdoppeln. Bei einer Billion Euro Assets könnten weitere 8 Mrd. Euro in Private-Equity-Fonds fließen.

MUPETmagazin: Welche Rolle spielt dabei die Moral? Würden Sie z. B. bei einem Fonds, der ein Textilunternehmen in seinem Portfolio

hat, nachfragen, ob sich das Unternehmen zu Sicherheitsstandards für die Näherinnen in Bangladesch bekennt?

Wolf: Ja, das würde ich. Man sollte immer genau hinschauen. Und wenn die Antwort auf meine Nachfrage Nein wäre, würde ich auch zum Investment Nein sagen, denn Moral ist für mich extrem wichtig und geht vor Rendite.

MUPETmagazin: Sehen das die meisten Ihrer Kollegen auch so?

Wolf: Ich denke schon – aber man muss die Aufklärung über solche Risiken verstärken. Es gibt gute Institutionen wie die UNO-Organisation Principles for Responsible Investments, der man beitreten sollte.

MUPETmagazin: Eine letzte Frage: Was passiert mit dem Euro? Glauben Sie an ihn?

Der Euro wird bleiben – und wir werden davon profitieren

Wolf: Ich glaube an den Euro. Man darf nicht vergessen, wie stark wir alle vom Euro profitieren haben und auch weiterhin profitieren werden. Glücklicherweise sieht Herr Draghi das auch so. Ohne sein Handeln hätten sich die europäischen Märkte nicht so gehalten. Und ein Auseinanderdriften der Eurozone wäre auch für Deutschland teurer als das, was wir derzeit für die Unterstützung des Euro zahlen. Der Euro wird bleiben – und wir werden davon profitieren. Zum Beispiel durch die jungen hochqualifizierten Spanier und Portugiesen, die nun zu uns kommen.

MUPETmagazin: Herr Wolf, wir danken Ihnen für dieses Gespräch. □



Aktueller Marktüberblick: Gibt es genug gute Transaktionen?

Dr. Jan Wildberger (P+P)

Die häufig gestellte Frage, ob der Markt genug gute Transaktionen bietet, diskutierten wir mit unserem Experten-Panel, das mit jeweils zwei Vertretern aus den Branchen Private Equity, Investment Banking und Finanzierung besetzt war. Dabei fokussierten wir uns auf den deutschsprachigen Markt der vergangenen zwölf Monate. Zusammenfassend ergab die Diskussion drei unterschiedliche Fazits wie folgt:

„Es gibt genug gute Transaktionen, man muss sie nur machen“, so das erste Fazit. Die Vielzahl der Transaktionen, die von Strategen getätigt werden, lässt erkennen, dass genügend Targets bereitstehen. Beim Sourcing von Transaktionen muss sich Private Equity folglich dem Wettbewerb mit den Strategen stellen und ebenso gezielt und entschlossen zu Werke gehen.

Zudem werden Transaktionen auch wieder gut finanziert. Bei großen Transaktionen sind erhebliche Multiples zu bekommen – mithilfe des US-Kapitalmarkts. Auch sonst mangelt es den Finanzierern bei diesen Transaktionen nicht mehr an Risikobereitschaft, was sich an der Rückkehr der Covenant-light- und Toggle-Strukturen erkennen lässt. Für weniger große Transaktionen stehen die Banken ebenfalls zur Verfügung. Zudem wird zunehmend mit „alternativer“ Fremdfinanzierung gearbeitet, z. B. mit Unitranches und strukturierten Mittelstandsanleihen.



Konzerne haben derzeit keinen Bedarf zu verkaufen

„Es gibt vielleicht genug gute Transaktionen – aber nicht für Private Equity“, so das zweite Fazit. Dieser Position zufolge gibt es nicht genug verfügbare Targets für Private Equity. Die Konzerne sind nicht mehr die Quelle von Transaktionen, die sie einmal waren. Die Zeiten der umfassenden strukturellen Bereinigung der deutschen Konzernlandschaft, die neben der reichlich vorhandenen Finanzierung eine Vielzahl von Transaktionen für Private Equity ermöglichte, sind vorbei. Die Konzerne haben zudem derzeit keinen besonderen Bedarf, durch Verkäufe von Unternehmensanteilen freie Mittel zu beschaffen. Liquidität ist vorhanden, und zusätzliche Mittel würden nur den Anlagedruck erhöhen. Secondaries finden statt, können den Bedarf an Targets aber nicht allein decken.

Über das Thema diskutierten (v. l. n. r.): Steffen Wasserhess (UniCredit Bank), Dr. Hanns Ostmeier (Halder), Dr. Nicolaus Loos (IKB), Stefan Jaecker (DC Advisory), Dr. Jan Wildberger (P+P), Oliver Frey, Dr. Adam Bolek (Mediobanca)

Zusätzlich ist laut dieser Einschätzung Finanzierung immer noch nicht in ausreichendem Maße zu bekommen. Der Grund hierfür ist nicht nur, dass die Finanzierer durch steigende regulatorische Anforderungen gehemmt werden. Der Markt der Finanzierer ist auch erheblich konsolidiert und wird in der Transaktionssituation zusätzlich verengt. Vor allem ist der Elan der verbliebenen Akteure durch die schlechten Erfahrungen in der Krise nach wie vor gebremst.

Dabei wäre es an der Zeit, den Blick noch stärker als bisher spezifisch auf das Target sowie die Transaktion und deren Risikoprofile zu richten. Insbesondere sollten nicht ganze Branchen, vor allem Zykliker, in „Sippenhaft“ genommen werden. Bei genauerem Hinsehen könnte oft durchaus finanziert werden.

Ein struktureller Unterschied zwischen Finanzierern und Private Equity erweist sich jetzt, in härteren wirtschaftlichen Zeiten, als Transaktionshemmnis. Für Private Equity zählen Chancen: Unternehmen, die ein erhebliches Potential für Wertsteigerung durch relativ einfache Verbesserungen aufweisen, sind interessant. Für Finanzierer sind dagegen die mit diesen Potentialen verbundenen Risiken entscheidend. Daher wird gerne Bekanntes und Bewährtes finanziert. Das sind Transaktionen mit Unternehmen, die bereits wiederholt Transaktionsgegenstand gewesen sind. Secondaries fehlt in der Regel jedoch ein wesentliches Merkmal, das aus der Sicht von Private Equity eine gute Transaktion kennzeichnet, nämlich die Möglichkeit, durch nicht zu komplexe Veränderungen Wert zu schöpfen.

Der klassische Weg hat wieder den größten Reiz

Ohne differenzierte Betrachtung der Risiken und Chancen fallen an sich durchaus geeignete Targets und Transaktionen durch das Raster. Allerdings gehört sowohl das unternehmerische Risiko als auch die unternehmerische Chance in die Sphäre des Eigenkapitalgebers.



Insoweit darf man die Risikobereitschaft der Finanzierer nicht überstrapazieren.

„Es gibt genug Transaktionen, aber man muss sie gar nicht alle machen, sondern nur die richtigen herausuchen“, so das dritte Fazit. Es ruft das Geschäftsmodell von Private Equity in Erinnerung. Entscheidend ist für die Investoren, eine gute Rendite zu erzielen. Die Quantität der Transaktionen und die Transaktionsgröße spielen eine untergeordnete Rolle. Auf die Qualität kommt es an. Abgerechnet wird zum Schluss, beim Exit. Erst dann zeigt sich, ob die Transaktion gut war.

Die Steigerung des Unternehmenswertes durch Hilfe zur operativen Verbesserung – der klassische Weg von Private Equity – hat zurzeit wieder den größten Reiz. Targets sind vor allem Familienunternehmen. Durch gute Kontaktpflege sind mit ihnen oft auch exklusive Transaktionen strukturierbar. Dabei ist die Bereitschaft erkennbar, auch kleinere Transaktionen von unter 50 Millionen Euro zu tätigen. Das Volumen muss allerdings in einem gesunden Verhältnis zur Größe des Fonds stehen, ebenso wie der Aufwand für die Durchführung der Transaktion in einer gesunden Relation zum Transaktionsvolumen und zur erwarteten Rendite stehen muss.

Was die Aussicht auf die kommenden zwölf Monate betrifft, waren unsere Experten nicht nur einig, sondern mit folgendem abschließendem Fazit durchaus optimistisch: „Es wird genug gute Transaktionen geben – warten wir ab, wer sie macht.“ □



Öffentliche Übernahme und Taking Private der DOUGLAS HOLDING AG

Dr. Michael Hinderer und Axel Bauer (Altium Capital)
Dr. Wolfgang Grobecker und Dr. Bernd Graßl (P+P)

Vor über 60 Jahren von der Familie Kreke als Süßwarengeschäft gegründet, erwirtschaftet die DOUGLAS-Gruppe heute mit Marken wie Douglas, Christ, Thalia oder Hussel einen Umsatz von ca. 3 Mrd. Euro und ist damit eines der größten Einzelunternehmen in Deutschland.

Im Jahr 2011 reifte bei der Gründerfamilie Kreke der Gedanke, die seit 1966 an der Börse (MDax) gelistete Gruppe für die Zukunft neu auszurichten. Allen war klar, dass die damit verbundene Reorganisation nur in einem stabilen Aktionärs Umfeld sowie außerhalb der Börsenöffentlichkeit mit ihren Quartalszahlen, Konglomeratsabschlüssen und Analystenkonferenzen stattfinden könnte.

Die Aufgabe erschien nicht leicht: Die Familie Kreke, die selbst ca. 13% der Aktien der DOUGLAS HOLDING AG hielt, hatte mit 40% Streubesitz und wenigen Großaktionären (Oetker, E. Müller, Sarasin) eine heterogene Aktionärsstruktur neben sich. Mit Dr. Jörn Kreke als Vorsitzendem des Aufsichtsrats und Dr. Henning Kreke als Vorstandsvorsitzendem wollte die Familie zudem nicht nur selbst ihre Aktien in die Transaktion einbringen, sondern auch wesentlich am Übernehmer beteiligt sein, um auf diese Weise die operative Führungskontinuität bei der Gesellschaft zu gewährleisten. Kurz: Um eine wesentliche Mehrheit der Aktien oder gar sämtliche Aktien zu übernehmen, benötigte die Familie einen starken Partner.

Die Transaktion wurde ein voller Erfolg – und



V.l.n.r.: Axel Bauer, Dr. Michael Hinderer, Dr. Wolfgang Grobecker, Dr. Bernd Graßl

das, obwohl es bereits kurz nach der ersten Ansprache möglicher Investoren zu Übernahmerüchten am Kapitalmarkt kam. Am 15. Oktober 2012 konnten die Familie Kreke und der Finanzinvestor Advent International ein öffentliches Übernahmeangebot von 38,00 Euro je Aktie ankündigen. Die Familie Kreke beteiligte sich mit etwa 20% am gemeinsamen Übernahmevehikel Beauty Holding Three AG. Das Übernahmeangebot wurde von über 96% der Aktionäre angenommen, sämtliche Bedingungen – insbesondere das Erreichen einer Mindestannahmequote von 75% – wurden erfüllt. Als letzten Schritt auf dem Weg zum Taking Private hat die Hauptversammlung der DOUGLAS HOLDING AG im Mai 2013 einen Squeeze-out-Beschluss zur Übertragung der Aktien der verbliebenen Minderheitsaktionäre auf die Beauty Holding Three AG gefasst.

Die öffentliche Übernahme und das Taking Private der DOUGLAS HOLDING AG zeigen, dass komplexe Transaktionen auch in unsicheren Zeiten gut realisierbar sind. Mögliche Stolpersteine lassen sich insbesondere mit Fairness und Transparenz überwinden. □

Mehr Flexibilität bei LBOs – die neue Fassung des LMA Leveraged Facilities Agreement

Dr. Jens Linde (P+P)

Die überarbeitete Fassung des Leveraged Facilities Agreement, das die Loan Market Association (LMA) im September 2012 veröffentlicht hat, enthält wesentliche Änderungen von Clause 41 (Amendments and Waivers). Vor allem soll sich die Flexibilität bei großen Konsortien erhöhen: Bei der Abstimmung über strukturelle Änderungen wie z. B. das Hinausschieben von Fälligkeiten können Minderheiten leichter überstimmt werden und Darlehensnehmer dadurch ihr Refinanzierungsrisiko senken. Allerdings müssen Änderungen am Sicherheitenpaket genau geregelt werden, um nicht indirekt blockiert zu werden.

Zwar wurden die Bereiche erweitert, bei denen die Zustimmung aller Kreditgeber erforderlich ist. Dazu zählen etwa Beschlüsse, durch die vorzeitige Rückzahlungen und Kündigungen von Linien in Abweichung von vertraglich vorgesehenen Regeln nicht pro rata erfolgen sollen. Diese Änderung ist eine Reaktion auf jüngere Restrukturierungsversuche, bei denen der Kreditnehmer und die Majority Lenders eine Anschlussfazilität vereinbarten und die alten Inanspruchnahmen und Linien in die Anschlussfazilität überführten, wodurch die von den Majority Lenders überstimmt Kreditgeber in der alten Fazilität zurückgelassen wurden.

Auf der anderen Seite werden aber erstmals zumindest optional drei strukturelle Änderungen eingeführt, die bereits mit Zustimmung der jeweils betroffenen Kreditgeber und der (Super) Majority Lenders beschlossen werden



V.l.n.r.: Dr. Georg Greitemann (P+P), Dr. Jens Linde

können – auch wenn eigentlich alle Kreditgeber zustimmen müssten. Zur ersten Kategorie (Minor Structural Adjustment) zählen die Einführung zusätzlicher gleichrangiger oder nachrangiger Fazilitäten ohne Erhöhung der insgesamt zur Verfügung stehenden Linien und das Recht der Kreditgeber, ihre Beteiligungen in die zusätzlichen Fazilitäten zu überführen. Die zweite Kategorie (Major Structural Adjustment) beinhaltet die Einführung zusätzlicher gleichrangiger und nachrangiger Fazilitäten unter Erhöhung der insgesamt zur Verfügung stehenden Linien sowie die Begründung der Pflicht der Kreditgeber, ihre Beteiligungen in die zusätzlichen Fazilitäten zu überführen. In die dritte Kategorie fallen das Hinausschieben von Fälligkeiten und die Herabsetzung von Zinsen, Kapital oder Gebühren (Payables Reduction).

Eine weitere Änderung betrifft Beschlüsse, die lediglich eine bestimmte Inanspruchnahme, Fazilität oder andere Kreditgeberklasse betreffen: Die erforderliche Mehrheit muss hier nur noch auf Grundlage der betroffenen Kreditgeber berechnet werden. □



Transaktionen mit chinesischen Partnern – worauf es ankommt

Fang He (Jun He Law Offices, Peking) im Gespräch mit Otto Haberstock (P+P)

Haberstock: Für jeden Unternehmenskauf in einem Bieterverfahren ist Transaktions-sicherheit ein sehr wichtiges Kriterium. Bei chinesischen Bietern haben wir manchmal den Eindruck, dass es ein Wirrwarr von Genehmigungsverfahren gibt, die es bei Investitionen in anderen Staaten zu beachten gilt. Welche Arten von Genehmigungen sind im Allgemeinen von chinesischen Investoren für Auslandsinvestitionen einzuholen?

He: In der Regel werden für alle Auslandsinvestitionen von chinesischen Investoren drei Genehmigungen verlangt. Eine davon ist die Genehmigung der National Development and Reform Commission (NDRC) oder entsprechender lokaler Institutionen. Die NDRC konzentriert sich hauptsächlich auf das Projekt selbst, indem sie z. B. fragt: „Welchen Preis, welchen Wert hat das Projekt? Wer sind Ihre Geschäftspartner? Was sind die Risiken der Investition?“

Weiterhin ist die Genehmigung des Ministry of Commerce (MOFCOM) oder entsprechender lokaler Institutionen erforderlich. Diese fokussiert sich auf das ausländische Unternehmen selbst, indem eine Überprüfung von Unterlagen wie Unternehmenssatzungen, Gesellschaftervereinbarungen und Kaufverträgen stattfindet. Drittens ist eine Genehmigung der State Administration of Foreign Exchange (SAFE) einzuholen. Nach erteilter SAFE-Zulassung kann grundsätzlich der Kaufpreis aus China gezahlt werden.

Falls es sich bei dem chinesischen Käufer um ein staatliches Unternehmen handelt, ist zudem die Genehmigung der State-owned Assets Supervision and Administration Commission of the State Council (SASAC) erforderlich. Die SASAC ist eine Behörde, die für die Überwachung und Verwaltung von staatlichen Beteiligungen zuständig ist.

Wenn der chinesische Käufer ein an der chinesischen Börse gelistetes Unternehmen ist und der Unternehmenswert des Zielunternehmens – gemessen am Gesamtvermögen, am Nettovermögen oder an den Umsatzerlösen – mehr als die Hälfte des Unternehmenswertes des Käuferunternehmens ausmacht, wird dies als wesentliche Umstrukturierung des Käuferunternehmens angesehen. In diesem Fall ist dann noch eine Genehmigung der China Securities Regulatory Commission (CSRC) erforderlich.

Die Genehmigung der NDRC ist am wichtigsten

Unter den genannten Genehmigungen ist die der NDRC am wichtigsten. Übersteigt der Kaufpreis 100 Mio. USD, benötigen wir eine vorläufige Genehmigung der NDRC (auch Confirmation Letter genannt). Nur mit dieser vorläufigen Genehmigung kann der chinesische Käufer ein Gebot im Bieterverfahren abgeben oder einen verbindlichen Vertrag unterzeichnen. Im Vergleich zu anderen



Rechtsordnungen ist das sehr unüblich, da diese vorläufige Genehmigung bereits für die Wirksamkeit des Vertrages eine aufschiebende Bedingung darstellt und nicht erst für den Vollzug. Für die vorläufige Genehmigung muss der chinesische Käufer lediglich ein Memorandum of Understanding oder ein Term Sheet einreichen. In einem nächsten Schritt werden für die NDRC- und MOFCOM-Genehmigungen die endgültigen Vereinbarungen wie das Sale and Purchase Agreement etc. benötigt.

Haberstock: Raten Sie folglich einem chinesischen Investor, bei einer Auslandstransaktion eine NDRC-Genehmigung einzuholen, bevor er ein Gebot im Bieterverfahren abgibt? Und kann ein deutscher Verkäufer von seinem chinesischen Käufer erwarten, dass dieser bereits vor Abgabe eines ersten Angebotes wenigstens eine vorläufige NDRC-Genehmigung besitzt?

He: Im Idealfall ja. Es kann aber schwierig werden, eine vorläufige NDRC-Genehmigung zu erhalten, da in der ersten Runde des Bieterverfahrens mit indikativen Angeboten üblicherweise keine Verträge unterzeichnet werden. Zu einem späteren Zeitpunkt, wenn nur noch zwei oder drei Bieter verbleiben, ist es besser, vom chinesischen Käufer zumindest die Versicherung der NDRC zu verlangen, dass die Transaktion ordnungsgemäß ist.

Die Erlangung der Genehmigung kann auch zeitkritisch sein. Wir haben Fälle erlebt, in

denen zwei chinesische Unternehmen für dieselbe Zielgesellschaft boten. Dabei hatte ein Käufer bereits eine vorläufige Genehmigung der NDRC erhalten, während der andere chinesische Bieter eine solche nicht erlangen konnte, auch wenn er ein höheres Gebot hätte abgeben können.

Haberstock: Fast jedes deutsche mittelständische Unternehmen pflegt heutzutage irgendeine Art von Verbindung mit China. Wie ist die aktuelle Situation für inländische Investitionen in China?

He: Ich glaube, es ist heutzutage einfacher geworden für ausländische Investoren in China. Dennoch gibt es immer noch eine Reihe von Genehmigungen, die erforderlich sind: Erstens gibt es die Zulassungs- und Regelungsverfahren für ausländische Investitionen. Zweitens gibt es die Fusionskontrollüberprüfung, falls bestimmte Schwellenwerte erreicht werden, und drittens die nationale Sicherheitsprüfung, die in China relativ neu ist.

Beim Zulassungs- und Regelungsverfahren unterscheidet man für ausländische Investoren *verbotene*, *eingeschränkte*, *zugelassene* oder *geförderte* Branchen. *Verboten* sind etwa Investments in Geschäftsbereiche wie TV- oder Radiosender und Druckerzeugnisse. *Eingeschränkte* Branchen sind Transportdienstleistungen, Tankstellen oder auch Versicherungsunternehmen. Hier wird den ausländischen Investoren der Zugang nur



M&A

Best Practice für Gesellschafter in Krise und Sanierung

Joachim Exner (Dr. Beck & Partner GbR)



unter bestimmten Bedingungen gestattet. So muss beispielsweise bei einem Joint Venture der chinesische Partner eine Mehrheitsbeteiligung halten. Zu den *geförderten* Branchen gehören etwa die Getränke- und Nahrungsmittelindustrie sowie neue Verfahrenstechniken. Ausländische Investoren können hier Steuer-senkungen bei der Einfuhr von Produktionsanlagen oder sogar zusätzliche Steuervorteile sowie günstigere Landnutzungsrechte der örtlichen Gebietskörperschaften erhalten. Die meisten Branchen aber sind *zugelassen* für ausländische Investoren, die jeweiligen Genehmigungsanforderungen hängen vor allem vom Investitionsvolumen ab. Noch ein Punkt: Für die Fertigungsindustrie ist zudem eine NDRC-Genehmigung einzuholen.

Haberstock: Vielen Dank, Fang He! □

Mit dem Inkrafttreten des Gesetzes zur weiteren Erleichterung der Sanierung von Unternehmen (ESUG) am 1. März 2012 waren große Erwartungen in die neuen gesetzlich geregelten Optionen für Sanierung und Restrukturierung verbunden. Ziele des Gesetzgebers waren die Stärkung des Gläubigereinflusses, der Eigenverwaltung und des Insolvenzplans, das Erreichen einer früheren Insolvenzantragstellung sowie die Ermöglichung eines Debt-to-Equity-Swap. Aus den in nun 15 Monaten Praxis gewonnenen Erkenntnissen lassen sich insbesondere für Gesellschafter eine Reihe von Strategien und Handlungsempfehlungen ableiten, um im Fall einer Krise und einer Sanierung das bestmögliche Resultat unter den gegebenen Umständen erzielen zu können.

Das rechtzeitige Erkennen der Krise stellt oft die erste Hürde für eine erfolgreiche Sanierung dar. Eine gründliche Situationsanalyse, die sofortige Anpassung belastbarer Planzahlen sowie eine aktive und offene Kommunikation mit allen Beteiligten sind unabdingbare Voraussetzungen für die weiteren Schritte. „Überraschungen“ in Bezug auf die Faktensbasis darf es ab diesem Zeitpunkt nicht mehr geben. Nur so kommt der Gesellschafter in eine Position, aus der heraus er agieren statt nur reagieren kann.



Unmittelbar im Anschluss müssen realistische Ziele in ein Maßnahmenpaket eingebettet werden, das von allen Beteiligten mitgetragen wird. Spätestens hier sollten professionelle Sanierer mit Erfahrungen aus der Insolvenzpraxis eingebunden sein, die auch später in der Lage sind, die beschlossenen Maßnahmen umzusetzen. Hierfür ist ein gewisser zeitlicher Vorlauf einzuplanen, da eine intensive Vorbereitung die spätere Arbeit erleichtert und beschleunigt.

Denn gerade die zügige Verfahrensabwicklung bei nur geringer Störung des operativen Geschäftsbetriebes ist einer der großen Vorteile eines Schutzschirmverfahrens. Durch die Gesichtswahrung der bisherigen Geschäftsleitung kann gemeinsam mit dem Eigenverwalter und dem Sachwalter eine begonnene Sanierung unter Vollstreckungsschutz mit den Sanierungsinstrumentarien des Insolvenzrechts fortgeführt werden. Die anschließende Übertragung eines sanierten Geschäftsbetriebes kann durch einen parallel laufenden M&A-Prozess (Dual Track) angestoßen werden.

Durch ihre rechtzeitige Initiative haben Gesellschafter unter dem ESUG von der Auswahl des Eigenverwalters und des Sachwalters bis zur Abstimmung der Sanierungsstrategie neue und effektive Möglichkeiten, Einfluss auf das weitere Verfahren zu nehmen. Dennoch ist

ein eigener Beitrag der Gesellschafter durch „Fresh Money“ eine unerlässliche Voraussetzung, um einen Konsens mit den Gläubigern zu erreichen und das Verfahren zu einem erfolgreichen Abschluss führen zu können.

Selbstverständlich bleibt trotz aller neuen Instrumentarien eine Sanierung außerhalb der Insolvenz die erste Wahl. Ist dieser Weg gefährdet oder versperrt, können die durch das ESUG neu eröffneten Möglichkeiten des Insolvenzrechts, umgesetzt durch branchenerfahrene Sanierungsspezialisten, konstruktiv zu einer Rettung des Unternehmens eingesetzt werden. □



Die Umsetzung der AIFM-Richtlinie – rechtliche und steuerliche Konsequenzen der neuen Gesetzgebung

Teil 1: Patricia Volhard und Jin-Hyuk Jang (P+P)

Teil 2: Uwe Bärenz und Dr. Jens Steinmüller (P+P)

Teil 1: Auswirkungen des neuen Kapitalanlagegesetzbuches (KAGB) auf Fonds mit deutschen Kunden

Am 22. Juli 2013 treten die nationalen Gesetze zur Umsetzung der EU-Richtlinie über die Verwalter alternativer Investmentfonds (AIFM-Richtlinie) in Kraft. AIFM steht für Alternative Investment Fund Manager. In Deutschland werden die Vorschriften der AIFM-Richtlinie in das Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB) implementiert, dessen Entwurf zwischenzeitlich den Bundestag und den Bundesrat passiert hat. Das KAGB bzw. die nationalen Umsetzungsgesetze in den anderen EU-Mitgliedstaaten sind in den folgenden vier Konstellationen anwendbar:

1. EU-AIFM verwalten EU-AIF (alternative Investmentfonds) und vertreiben diese in der EU.
2. EU-AIFM verwalten Drittstaaten-AIF und vertreiben diese in der EU.
3. Drittstaaten-AIFM verwalten EU-AIF und vertreiben diese in der EU.
4. Drittstaaten-AIFM vertreiben Drittstaaten-AIF in der EU.



Anhand von Fallbeispielen wurden mit Sally Gibson (Debevoise & Plimpton, London) die vielfältigen Aspekte diskutiert, die es beim Vertrieb von AIF zu berücksichtigen gilt und die z.T. auch noch nicht abschließend geklärt sind.

V.l.n.r.: Patricia Volhard, Sally Gibson (Debevoise & Plimpton)

Es besteht eine gewisse Wahlmöglichkeit

Hierzu wurde u. a. berichtet, dass aufgrund eines kürzlich veröffentlichten Schreibens des britischen Finanzministeriums fraglich ist, ob eine schottische Limited Partnership mit

einem General Partner z. B. auf Guernsey oder Jersey mangels eigener Rechtspersönlichkeit als EU- oder Drittstaaten-AIF qualifiziert. Diese Fragestellung ist auch für Deutschland und andere EU-Mitgliedstaaten relevant, da von ihrer Beantwortung abhängt, was für ein AIF vertrieben wird.

Es wurde auch darauf hingewiesen, dass bei komplexeren Fondsstrukturen mit mehreren potentiellen Verwaltungsgesellschaften (General Partners, Investment Managers) im Hinblick auf die Bestimmung des AIFM eine gewisse Wahlmöglichkeit besteht. Diese Wahlmöglichkeit findet ihre Grenze im Tatbestand der Briefkastenfirma (d. h., ausreichende Substanz muss vorhanden sein).

Fondsdokumente müssen rechtzeitig vorgelegt werden

Sowohl die BaFin als auch die britische Financial Conduct Authority (FCA) vertreten für Zwecke der Fortsetzung des Vertriebs von AIF (auch Drittstaaten-AIF) während einer einjährigen Übergangsfrist bis zum 22. Juli 2014 mittels der bestehenden (Privatplatzierungs-) Vorschriften die Auffassung, dass einem potentiellen Investor vor dem 22. Juli 2013 nahezu finale Fondsdokumente vorgelegt werden müssen (z. B. PPM, Partnerschaftsvertrag,

Zeichnungsunterlagen). Es ist zu beachten, dass aufgrund der Bearbeitungsfrist der zuständigen Behörden die neue Vertriebsanzeige und gegebenenfalls der Erlaubnis Antrag für deutsche und EU-AIFM rechtzeitig gestellt werden müssen, um den betreffenden AIF ohne Unterbrechung nach dem 22. Juli 2014 weitervertreiben zu können.

Teil 2: Die Organisation von alternativen Investments überprüfen

Der Markt für alternative Investments umfasst neben direkten Eigen- oder Fremdkapitalbeteiligungen (z. B. an Infrastrukturanlagen oder operativen Unternehmen) auch indirekte Anlagen über Beteiligungsgesellschaften, die von spezialisierten Assetmanagern verwaltet werden und mittels Eigen- oder Fremdkapitalinstrumenten in einen oder mehrere Vermögensgegenstände investieren. Nach dem künftigen Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB) werden derartige Beteiligungsgesellschaften meist alternative Investmentvermögen (AIF) sein.





V.l.n.r.: Dr. Jens Steinmüller, Uwe Bärenz

Investoren müssen für sich klären, wie sie ihre Beteiligungen an AIF strukturieren wollen. In Betracht kommt neben dem unmittelbaren auch ein mittelbarer Erwerb von AIF-Anteilen über eine in- oder ausländische Erwerbsholding oder ein eigenes Sondervermögen.

In Betracht kommt eine Erwerbsholding oder ein eigenes Sondervermögen

Bei der Nutzung von Sondervermögen sind investorenseitig investmentrechtliche Rahmenbedingungen (zurzeit noch nach dem Investmentgesetz und zukünftig nach dem KAGB) zu beachten. Bislang erfolgten Beteiligungen an geschlossenen Fonds häufig als „Unternehmensbeteiligungen“, sofern nicht ein Erwerb als Wertpapier möglich war. Der Bundestag hat jedoch mit dem AIFM-Steuer-Anpassungsgesetz (AIFM-StAnpG) eine steuerliche Produktregulierung beschlossen, wonach Sondervermögen, die künftig Unternehmensbeteiligungen erwerben, spätestens 2017 den steuerlichen Status eines Investmentfonds verlieren und stattdessen als sogenannte Investitionsgesellschaften behandelt werden sollen. Dadurch wird die Nutzung von Sondervermögen für den Erwerb von Beteiligungen

an AIF nur unter eingeschränkten Bedingungen möglich.

Die Nutzung einer Erwerbsholding kommt in Frage, wenn ein unmittelbares Halten der Beteiligungen an AIF nicht möglich oder nicht gewünscht ist. Hier müssen insbesondere in Deutschland steuerpflichtige Investoren darauf achten, dass die Erwerbsholding nicht als Investitionsgesellschaft qualifiziert. Nur für Investitionsgesellschaften in der Rechtsform einer Personengesellschaft werden durch das AIFM-StAnpG keine steuerlichen Nachteile eingeführt. Kapitalgesellschaften dagegen werden schlechter gestellt. Zwar soll zunächst von der ursprünglich geplanten Pauschalbesteuerung der Investoren abgesehen werden; hingegen ist eine weitgehende Aushebelung allgemeiner steuerlicher Vorschriften zur steuerlichen Entlastung von Dividenden und Veräußerungsgewinnen (z. B. § 8 b KStG) vorgesehen. □

Der internationale Markt für Sekundärtransaktionen läuft, wird aber komplexer

Tarek Mardini (P+P)

2013 werden die Sekundärtransaktionen mit Private-Equity-Fondsbeteiligungen voraussichtlich ein ähnliches Volumen erreichen wie in den Boomjahren 2011 und 2012 (ca. 20–25 Mrd. USD). So zeigten sich die sechs Teilnehmer des Panels „Recent Developments in Secondary Fund Interest Transactions“ zufrieden mit der Marktsituation.

Stellten 2011/2012 regulatorische Veränderungen im Banken- (Basel III, Volcker Rule) und Versicherungssektor (Solvency II) die Hauptmotivation für Portfolioverkäufe dar, so sind nach Einschätzung des Panels derzeit die meisten Verkäufe strategisch-opportunistisch motiviert. Insbesondere Pensionsfonds, aber auch Family Offices überdenken die Zusammenstellung ihres Portfolios (Portfolio Rebalancing).

Auf der Käuferseite stehen dem sowohl ein wachsender Käuferkreis als auch mehr Kapital gegenüber. Das erfolgreiche Fundraising vieler Sekundär-Dachfonds lässt das „Dry Powder“ der Fonds anwachsen. Neben diesen traditionellen Käufern zeigen zudem neue Investoren wie Primär-Dachfonds, Family Offices und Stiftungen verstärkt Interesse an Sekundärbeteiligungen.

Nach der Erfahrung der Panelteilnehmer werden weiterhin überwiegend Buy-out-Beteiligungen (insbesondere aus den Jahren 2005–2007) und Venture-Capital-Anteile von Fonds am Ende der Laufzeit verkauft. Wichtigste Regionen sind nach wie vor Nordamerika und Europa. Zunehmend werden aber auch



Fonds mit Schwerpunkt in anderen Regionen (insbesondere Asien) und anderen Anlagestrategien (z. B. Immobilien- oder Dachfonds) veräußert.

Die Podiumsteilnehmer waren sich einig, dass Transaktionen nur selten an rechtlichen Hürden scheitern (z. B. aufgrund verweigerter Zustimmung der Fondsmanager oder wegen US-Publicly-Traded-Partnership-Regeln). Grund für einen Dealbreaker ist fast immer eine Unstimmigkeit über den Kaufpreis. So wurden einige Transaktionen wegen gestiegener Bewertungen nicht realisiert. Zur Überbrückung von Kaufpreisdifferenzen werden zunehmend gestreckte Kaufpreiszahlungen oder Verkäufendarlehen verhandelt. Der spätere Erfolg einer Sekundärtransaktion steht in aller Regel in keinem Zusammenhang mit dem gezahlten Kaufpreis bzw. Abschlag auf den Net Asset Value, so das Resümee des Panels.

Für die Zukunft erwarten die Teilnehmer, dass regulatorische Veränderungen und das wirtschaftliche Umfeld auch weiter zu zahlreichen Sekundärtransaktionen führen werden. Die Herausforderung wird sein, die zunehmende Komplexität der Transaktionen (z. B. Spin-outs von Fondsmanagement-Teams von Banken) zu meistern. □

Über das Thema diskutierten (v.l.n.r.): Marko Wuorinen (LGT Capital Partners), Nigel van Zyl (Proskauer), Tarek Mardini und Amos Veith (P+P), Maarten Vervoort (AlpInvest Partners), Nicolas Lanel (UBS)



Streubesitzdividenden – die neue Besteuerung trifft auch Private Equity

Alexander Pupeter (P+P)

Typischerweise halten Private-Equity-Fonds Mehrheitsbeteiligungen oder starke Minderheitsbeteiligungen. Daher könnte man denken, dass die neue Steuer auf Streubesitzdividenden für die Branche irrelevant ist. Allerdings folgt das Steuerrecht hier einer anderen Logik, denn steuerlich gelten die meisten Private-Equity-Fonds als transparent. Das bedeutet, die durchgerechnete Beteiligung der Investoren ist maßgeblich, nicht etwa die Mehrheitsbeteiligung des Fonds. Besonders brisant wird das Thema, wenn sich Dividendenzahlungen nicht nur aus dem aktuellen Jahresgewinn speisen, sondern auf Erlösen durch eine Refinanzierung oder einen (Teil-) Exit auf einer unteren Ebene beruhen, die durch die Dividende zum Fonds und damit zu den Investoren gelangen sollen.

Hintergrund der Besteuerung ist die EU: Bislang waren Dividenden zwischen Kapitalgesellschaften innerhalb Deutschlands steuerfrei, während bei Anteilseignern aus der EU oder dem EWR, die eine Beteiligung von weniger als 10% halten, eine Kapitalertragsteuerbelastung von 15% zuzüglich Solidaritätszuschlag definitiv wird. Hierin sah der Europäische Gerichtshof eine Verletzung der Kapitalverkehrsfreiheit. Berlin hat die Diskriminierung beendet, indem Inländer gleich schlecht behandelt werden. Somit sind Streubesitzdividenden künftig körperschaftsteuerpflichtig. Als politischer Kompromiss wurde ein Gewinn aus dem Verkauf einer solchen Streubesitzbeteiligung (zumindest vorläufig) steuerfrei gelassen.



Die neue Regel birgt Überraschungspotential: Die Abgrenzung des Streubesitzes erfolgt nicht danach, ob bei Bezug der Dividenden eine Beteiligung von 10% oder mehr vorliegt, entscheidend ist vielmehr, ob bei Beginn des Kalenderjahres eine solche Beteiligung gegeben ist. Sinkt sie im laufenden Kalenderjahr ab, so ist dies unschädlich. Wird im Laufe des Kalenderjahres eine Beteiligung von 10% oder mehr erworben, so gilt diese als bereits zu Beginn des Kalenderjahres vorhanden. Aber es bleibt unklar, wie beispielsweise eine Aufstockung von 8% auf 13% im laufenden Kalenderjahr behandelt wird. Viele Einzelprobleme, etwa die Folgen eines abweichenden Wirtschaftsjahres des Dividendenempfängers, sind noch nicht vollständig erkannt, geschweige denn gelöst.

Für die Praxis bedeutet dies, dass derzeit eine nicht unerhebliche Rechtsunsicherheit dahingehend besteht, ob und in welchem Umfang eine solche Dividende steuerpflichtig sein könnte. □

Managementbeteiligungen in Europa – ein Vergleich

Prof. Dr. Alexander Götz (Blättchen & Partner AG)

Dr. Benedikt Hohaus (P+P)

Auf den ersten Blick erscheint es einfach: Das Geschäftsmodell von Finanzinvestoren in Europa ist identisch, und daher bieten auch alle Managementbeteiligungsmodelle (MPP) an. Aber obwohl alle Finanzinvestoren solche Modelle zur Interessenhomogenisierung anbieten, gibt es Unterschiede in der Ausgestaltung. Das Panel diskutierte die wesentlichen Unterschiede für Deutschland, Frankreich und Großbritannien.

Zunächst einmal gilt für alle drei Länder: Die Erlöse sollten Kapitaleinkünfte darstellen, die in allen Jurisdiktionen privilegiert werden. Optionen zur Herstellung des Leverage werden in Deutschland, Frankreich und Großbritannien wegen steuerlicher Nachteile regelmäßig vermieden. Das Standardinstrument ist ein disproportionales Investment in Geschäftsanteile und Gesellschafterdarlehen bzw. Vorzugskapital. Darüber hinaus gibt es sogenannte Ratchets, die zumindest in Deutschland und Großbritannien regelmäßig steuerlich problematisch sind. In Frankreich können Ratchets dagegen ähnlich wie Optionen beim Kauf bewertet werden. Zahlt der Manager den Verkehrswert des Ratchet, so kann er daraus Kapitaleinkünfte generieren. Aus diesem Grund sind in Frankreich auch Pari-passu-Investments der Manager üblich, bei denen der Hebel ausschließlich über das Ratchet hergestellt wird.

Im Übrigen scheinen die das Management betreffenden Regelungen im Rahmen von MPPs in Frankreich wesentlich managementfreundlicher als in Deutschland und insbesondere in



Großbritannien zu sein. So ist z. B. in Großbritannien die Garantieabgabe des Managements vor Einstieg des Investors Standard, in Frankreich hingegen kennt man diese Herangehensweise gar nicht. In Deutschland hängt dies stark vom Standard des Finanzinvestors ab. Während in England Vesting-Regelungen zum Standard gehören, sind sie in Deutschland aufgrund steuerlicher Überlegungen eher im Rückzug begriffen.

In allen drei Ländern wird die Investition eines signifikanten Betrags erwartet – die Höhe des Betrags ist allerdings unterschiedlich. Während in Großbritannien eher kleinere Beträge der Manager ausreichend sind, wird in einem Primary in Frankreich und Deutschland ein Betrag zwischen einem und zwei Bruttojahresgehältern als Managementinvestment gefordert. Im Gegenzug wird das Management bei Erwerb seiner Beteiligung am Eigenkapital gehobelt (Leverage). □

Über das Thema diskutierten (v.l.n.r.) für Deutschland Dr. Benedikt Hohaus (P+P) und Prof. Dr. Alexander Götz (Blättchen & Partner AG), für Frankreich Isabelle Cheradame (Scotto & Associés), für Großbritannien Edmund Reed (TraversSmith)



Compliance-Anforderungen an Private Equity: Fonds, Transaktionen, Portfolio-Risikomanagement

Dr. Philip Schwarz van Berk und Dr. Christoph Weber (P+P)
 Dr. David Barst (Pohlmann & Company)

Das Thema Compliance ist in den letzten Jahren zu einem Schwerpunkt der Rechts- und Wirtschaftsberatung geworden. Neben der im Fokus der öffentlichen Wahrnehmung stehenden Compliance-Organisation von Großunternehmen steigt die Relevanz dieses Themas auch für den Private-Equity-Markt – sowohl für die Organisation von Fonds als auch im Rahmen von Transaktionen und beim Portfolio-management.

Compliance-Anforderungen des neuen KAGB

Die wachsende Bedeutung von Compliance für deutsche Private-Equity-Fonds und deren Manager hat drei wesentliche Gründe: Erstens erhöht sich die Zahl der einzuhaltenen Regeln schlagartig mit Einführung des Kapitalanlagegesetzbuchs (KAGB) ab 22. Juli 2013. Bisher bestand nur eine Teilregulierung, etwa bei der Geldwäscheprävention. Mit dem KAGB kommen unzählige neue Ordnungsvorschriften hinzu, die Regelungsbereiche reichen von der Mindestkapitalausstattung der Kapitalverwaltungsgesellschaft (KVG) über deren Vergütungsregeln bis hin zum Reporting auf Fondsebene. Weitere Regeln werden folgen, etwa mit Umsetzung des FATCA-Abkommens zwischen Deutschland und den USA. Zweitens stellt das KAGB nicht nur neue materielle Regeln auf, sondern schreibt auch detailliert die Einrichtung eines Compliance-Systems vor. Ein solches System ist damit nicht nur faktisch notwendig, um die Menge der Vorschriften einzuhalten, sondern es ist un-



V.l.n.r.: Dr. Philip Schwarz van Berk und Dr. Christoph Weber, Dr. David Barst

mittelbar gesetzlich vorgeschrieben. Geregelt sind u. a. allgemeine Organisationspflichten der KVG, der Umgang mit Interessenkonflikten und der Aufbau des Risikomanagements (§§ 26 ff. KAGB). Drittens wird die staatliche Kontrolle verstärkt. Künftig besteht mit der BaFin eine zentrale Aufsichtsbehörde, die die Tätigkeit sämtlicher – auch „alternativer“ – Fonds und ihrer Manager überwacht. Die Einhaltung der Compliance-Anforderungen wird dreifach geprüft: bei einer Ex-ante-Prüfung im Rahmen des Erlaubnis-antrags der KVG bei der BaFin, durch laufende Meldepflichten der KVG insbesondere für Risikofragen und im jährlichen Testat des Wirtschaftsprüfers zur Einhaltung sämtlicher Compliance-Anforderungen.

Compliance-Risiken in der Transaktion managen

Auch in der Transaktionspraxis gewinnt der richtige Umgang mit Compliance-Risiken der

Zielgesellschaft zunehmend an Bedeutung: Um eine für die Kaufentscheidung angemessene Informationsgrundlage zu erhalten, sollte der Käufer für eine Compliance-Due-Diligence-Prüfung sensibilisiert sein. Hier geht es insbesondere um die Aufdeckung kaufpreisrelevanter Compliance-Risiken der Zielgesellschaft sowie um die Vermeidung von Reputations-schäden, Ermittlungskosten für Rechtsbrüche und einer Rechtsnachfolgehaftung für Compliance-Verstöße.

Eine Bestandsaufnahme der vorhandenen Compliance-Maßnahmen liefert wertvolle Vorarbeit, um die Zielgesellschaft in das käufereigene Compliance-Management zu integrieren. Schon an dieser Stelle des Transaktionsprozesses kann der Exit optimiert werden (Vermeidung von Kaufpreisabschlägen wegen fehlender Compliance-Maßnahmen, Verringerung von Nachhaftungsrisiken aus dem Sale and Purchase Agreement). Ob und wie Compliance-Maßnahmen in der Zielgesellschaft verwirklicht sind, zeigen vor allem Gespräche mit den entscheidenden Führungskräften. Die Compliance-Due-Diligence-Prüfung muss schließlich in den engen Zeitrahmen der Transaktion eingefügt werden. Eine Analyse abstrakter und unternehmenstypischer Risiken hilft bei der Integration von Compliance-Themen in die herkömmlichen Prüffelder der Due Diligence. Gegebenenfalls sind Compliance-Prüfungen unmittelbar nach dem Closing nachzuholen und identifizierte Risiken zu beseitigen.

Portfolio-Risikomanagement wird immer wichtiger

Auch auf Ebene der Portfoliounternehmen rückt aktives Compliance-Risikomanagement zunehmend in den Fokus von Private-Equity-Investoren. Dies lässt sich auf mehrere Gründe zurückführen: Erstens bestehen in den meisten Rechtsordnungen umfangreiche Organisations- und Überwachungspflichten, die nicht nur die Geschäftsleitung der Portfoliounternehmen, sondern auch den Aufsichtsrat und sonstige Gremien mit Vertretern der Anteilseigner betreffen.



Zweitens haben viele Investoren erkannt, dass ein aktives Management von Compliance-Risiken die Reputation und den Unternehmenswert ihrer Beteiligungsgesellschaften erhalten und sogar nachhaltig erhöhen kann. Drittens erleichtert ein effektives, klar dokumentiertes und durch regelmäßige externe Audits geprüfetes Compliance-Managementsystem den Exit, weil im Rahmen einer M&A oder ECM Due Diligence zunehmend auf die Erkennung und Vermeidung von Compliance-Risiken geachtet wird.

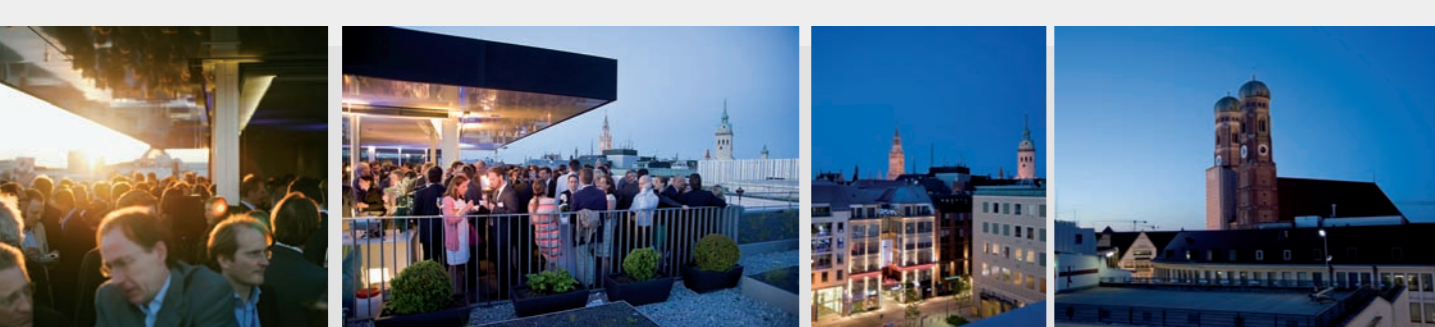
Das Compliance-Risikomanagement umfasst zunächst eine effektive Compliance-Organisation, die auf einer unternehmensspezifischen Compliance-Risikoanalyse aufbaut. Dabei muss innerhalb der Beteiligungsstruktur eine Zuständigkeit für die konzernweite Compliance begründet und eine angemessene Ressourcenausstattung der Compliance-Funktion sichergestellt werden. Das Verhältnis von der Obergesellschaft zur Portfoliogesellschaft gleicht dabei einem System kommunizierender Röhren: Je weniger Compliance-Management von der Obergesellschaft übernommen wird, desto intensiver sind die Organe der jeweiligen Portfoliogesellschaft in der Pflicht. Weitere entscheidende Elemente des Compliance-Risikomanagements sind eine klare konzernweite Delegation der Compliance-Verantwortung, ein periodisches Reporting sowie eine Ad-hoc-Berichterstattung. □



Über den Dächern von München

Impressionen vom P+P-Sommerfest 2013





SAVE THE DATE

MUPET 2014: Donnerstag und Freitag, den 22. und 23. Mai 2014
im Literaturhaus München!

IMPRESSUM

HERAUSGEBER
P+P Training GmbH
info@pptraining.de

www.pptraining.de

V. i. S. d. P.: Dr. Frank Thiäner

Namentlich gekennzeichnete Beiträge
geben die Meinung der Autoren wieder.

CHEFREDAKTION/CVD
Sophie Büning Communications GmbH
info@sbcomm.de
www.sbcomm.de

ART-DIREKTION/BILDREDAKTION
Birgit Groh Fotografie und Grafik
mail@archfoto-grafik.ch
www.archfoto-grafik.ch

BILDNACHWEIS
Kristina Assenova, Birgit Groh,
Andreas Pohmann, Manuela Voigt

LEKTORAT
Dr. Inga Meincke

DRUCK
meissnerdruck

HUMAN
RIGHTS
WATCH

IM ANGESICHT DER UNMENSCHLICHKEIT IST MAN ALLEINE HILFLOS. DOCH GEMEINSAM KÖNNEN WIR SIE BEZWINGEN.



Human Rights Watch arbeitet an den gefährlichsten Orten der Welt, um Menschenrechtsverletzungen aufzudecken und den Opfern eine Stimme zu geben. Mithilfe unserer kompromisslosen Recherchen stellen wir die Täter vor der Welt bloß und lassen nicht locker, bis sie zur Rechenschaft gezogen werden.

**INFORMIEREN SIE SICH UND GEBEN
SIE UNTERDRÜCKTEN EINE STIMME.**

[HRW.org/de](https://www.hrw.org/de)