

Reformbedarf – Finanzinvestoren in Deutschland fordern Rechtssicherheit

Die Regierungskoalition in der Bundesrepublik plant ein neues Private-Equity-Gesetz. Im Kern geht es dabei um die steuerliche Behandlung der Erträge aus Beteiligungsfonds und um international wettbewerbsfähige Rahmenbedingungen. Die Befürworter dieser Reform verweisen auf den volkswirtschaftlichen Nutzen von Beteiligungsinvestitionen. In der öffentlichen Debatte gibt es aber auch Stimmen, die eine stärkere Regulierung statt einer Förderung der Branche fordern.



Von Dr. Peter Hammermann
Co-Head Barclays Private Equity
München

Beteiligungsgesellschaften sind heute auch in Deutschland willkommene Partner der Wirtschaft. Sie stehen mittelständischen Unternehmen mit Wachstumsfinanzierungen zur Seite oder ermöglichen ihnen die Gestaltung der Nachfolgeregelung. Sie investieren, wenn Konzerne Geschäftsbereiche verkaufen wollen und stellen Risikokapital für junge Firmen bereit. Insgesamt haben die in Deutschland aktiven Beteiligungsgesellschaften in 2006 rund 3,6 Mrd. Euro investiert. Das waren 20% mehr als im Vorjahr, und nach wie vor bekunden Finanzinvestoren ein starkes Interesse an weiteren Neuengag-

ments. Sie brauchen dafür aber Rechtssicherheit ebenso wie international wettbewerbsfähige Standortbedingungen.

Steuerfragen

Das seit 2005 regierende Bündnis der beiden großen Parteien des Landes hat in seiner Koalitionsvereinbarung ausdrücklich angekündigt, «die rechtlichen Rahmenbedingungen für Venture Capital und Private Equity zu verbessern und den gegebenen Marktbedingungen anzupassen». Konkrete Schritte sollen mit der für Anfang 2008 geplanten Novellierung des Unternehmensbeteiligungsgesetzes folgen. Noch aber streiten die politischen Verantwortlichen heftig um dessen

Ausgestaltung. Im Mittelpunkt der Diskussion steht dabei die Besteuerung der Erträge aus den Private-Equity-Fonds. In der Praxis behandelt die Finanzverwaltung diese Fonds in der Regel als Vermögensverwaltungen, deren ausgeschüttete Erträge, wie bei einem klassischen Publikumsfonds, direkt von den Investoren versteuert werden. Die Fonds selbst dagegen sind vom fiskalischen Zugriff befreit. Ein wesentlicher Inhalt der neuen Gesetzgebung sollte es deshalb sein, dieses Prinzip der «steuerlichen Transparenz» fest zu verankern. Erhebliche Nachteile für die Investoren drohen nämlich, wenn die Private-Equity-Portfolios nicht als Vermögensverwaltungen, sondern als gewerbliche Gesellschaften behandelt würden. Es könnte dann zu

einer Besteuerung auf Fondsebene kommen, bei der sowohl die deutsche Körperschaft- wie auch die Gewerbesteuer greifen würden. Konsequenz: Gerade ausländische Investoren, die die fiskalische Behandlung ihrer Erträge aus Private Equity nach heimischem Recht gewohnt und in ihrem Land teilweise sogar vollständig von der Steuer befreit sind, sähen sich in diesem Fall um attraktive Vorteile gebracht.

Einige von ihnen wären an einer Anlage in Fonds der in Deutschland aktiven Beteiligungsgesellschaften wohl nicht mehr interessiert. Welche gravierenden Folgen das hätte, belegen die Zahlen des Branchenverbandes BVK zum Fundraising. Demnach ist der Anteil ausländischer Investoren an den neu eingesammelten Mitteln in den vergangenen zwei Jahren von knapp 20% auf mehr als ein Drittel in 2006 gestiegen. Hinzu kommt: Auch nicht wenige Beteiligungsgesellschaften würden sich angesichts eines solchen Szenarios vom deutschen Markt abwenden. Warum auch sollten sie hierbleiben, wenn in anderen europäischen Ländern die steuerliche Transparenz längst eine Selbstverständlichkeit ist? Noch aber besteht Hoffnung, dass die politischen Verantwortlichen solche möglichen Fehlentwicklungen abwenden. Zwar sieht ein im Mai vorgestelltes «Eckpunktepapier» des Bundesfinanzministeriums Befreiungen von der Ertragsbesteuerung und der Gewerbesteuer lediglich für Wagnisbeteiligungsgesellschaften vor, die Risikokapital für kleinere, junge Unternehmen bereitstellen. Grosse Teile der mitregierenden CDU/CSU aber streben nach wie vor nach deutlichen Erleichterungen für alle Private-Equity-Investoren. Dass dies auch aus volkswirtschaftlicher Sicht Sinn machen würde, belegt eindrucksvoll eine BVK-Studie

für die Jahre 2000 bis 2004. Demnach konnten mit Private Equity finanzierte Unternehmen in Deutschland ihre Umsätze in dieser Zeit im Durchschnitt um mehr als 10% jährlich steigern. Gleichzeitig erhöhten sie – gegen den damaligen Trend sinkender Beschäftigung – die Zahl ihrer Mitarbeiter um mehr als ein Fünftel. Beteiligungskapital fördert zudem nicht nur Investitionen, Arbeitsplätze und Wachstum, sondern trägt auch in hohem Mass zur Innovationskraft der Wirtschaft bei.

Attraktive Investmentchancen

Beteiligungsfonds können das Kapital zur Umsetzung all dieser positiven Effekte nur bereitstellen, weil sie ihren Anlegern attraktive Investmentchancen bieten. Nach Angaben von Thomson Financial liegen die durchschnittlichen Langzeiterträge der europäischen Private-Equity-Branche bei 10,3% jährlich. Aktuell belaufen sich die Renditeerwartungen bei den Spitzenfonds sogar eher auf 15 bis 25%. Solche Erträge wiederum sind unter anderem nur deshalb möglich, weil Finanzinvestoren aufgrund ihres Geschäftsmodells bei den Zielunternehmen zusätzliches Potential mobilisieren. Das gilt auch für die von Management-Buyouts geprägten Transaktionen im Mittelstand, der gerade in Deutschland das Rückgrat der Wirtschaft bildet. Hier trägt zum einen die Einbeziehung des Führungspersonals in die Beteiligungsstruktur zur Wertsteigerung bei. Die unternehmerische Freiheit und Anreize für Mitarbeiter und Management führen nicht selten zu nicht quantifizierbaren Motivationsschüben, die häufig bessere Ergebnisse zeitigen. Private Equity eröffnet den Firmen zudem die Chance, über Buy-and-Build-Strategien neue Märkte und Kunden zu erreichen, die eigene Marktposition zu festigen oder neue Technologien zuzukaufen.

Natürlich kommt der Beteiligungsbranche dabei auch das günstige Marktumfeld zugute. Die Zinsen für das bei Buyouts unverzichtbare Fremdkapital bewegen sich noch immer auf einem historisch niedrigen Niveau. Gleichzeitig stellen Banken und Investoren an den Kapitalmärkten derzeit grosse Summen für die Fremdfinanzierung zur Verfügung.

Für das ausgeprägte Interesse der Geldhäuser an der Bereitstellung von Krediten gibt es gute Gründe. Zum einen müssen sie dank der aktuell starken Konjunktur nur ein vergleichsweise geringes Ausfallvolumen («Defaults») verkraften. Zum anderen federn sie ihr Risiko ab, indem sie einen Teil des bereitgestellten Kapitals in Form gut handelbarer Darlehen an den Markt weiterreichen. Für die immer wieder einmal geäusserte Befürchtung, die Schuldenaufnahme bei Buyout-Transaktionen habe übertriebene Ausmasse erreicht, gibt es jedoch keinen Anlass. Zwar ist der Leverage-Anteil heute im Durchschnitt um etwa 5% höher als vor einigen Jahren. Nach wie vor aber prägen wohlüberlegte Strategien und das Risikobewusstsein aller Finanzpartner die Transaktionen. Der Eigenkapitalanteil liegt in der Regel immer noch bei 30 bis 50%, auch wenn die Quote vor allem bei den grossen Leveraged Buyouts manchmal darunterliegt.

Keine «Schuldenblase»

Von einer «Schuldenblase» kann deshalb heute ebensowenig die Rede sein wie davon, dass Beteiligungsfonds für ihre prall gefüllten Kassen zu wenige Anlageziele finden und deshalb überhöhte Preise zahlen. Es ist sicherlich so, dass die gute Konjunktur und auch die Finanzierungsbereitschaft der Banken tendenziell zu höheren Kaufpreisen führen. Die grossen etablierten Beteiligungsgesellschaften können jedoch auf praxisbewährte Erfolgsmodelle und langjährige Erfahrungen verweisen. Diese Private-Equity-Manager sind in ihren Entscheidungen zudem auf eine Minimierung des Risikos ausgerichtet, wozu sie nicht zuletzt dank der grossen Volumina ihrer Portfolios auch in der Lage sind. Und sie wissen sehr wohl zwischen aussichtsreichen und gefährlichen Investitionen zu unterscheiden. Im Wettbewerb mit strategischen Investoren, die dank gut gefüllter Firmenkassen jetzt wieder stärker als Kaufkonkurrenten auftreten, können Finanzinvestoren zudem eine ganze Reihe beachtlicher Vorteile in die Waagschale werfen. So wird durch die Beteiligung des Managements die Kontinuität der Zielunternehmen si-

chergestellt. Gleichzeitig bleibt das Führungspersonal in seinen operativen Entscheidungen weitgehend frei. Beim Verkauf an einen strategischen Investor hingegen muss sich das Eigeninteresse des Betriebs möglicherweise den vorrangigen Interessen der neuen Muttergesellschaft unterordnen oder mit seinen Erträgen sogar andere Teile des Konzerns subventionieren.

Private-Equity-Gesetz

Grundsätzlich hat Private Equity, dafür spricht schon das Eigeninteresse der Investoren, ausschliesslich die positive Entwicklung der Zielunternehmen im Blick. Umso unverständlicher ist es, dass in der Diskussion um ein neues Private-Equity-Gesetz in Deutschland Vorschläge aufkamen, die anstatt auf eine Förderung eher auf eine Regulierung der Branche ausgerichtet sind. Der Eckpunkteentwurf des Bundesfinanzministers sieht bei Unternehmensbeteiligungen von mehr als 10% eine Auskunftspflicht über die Ziele des Beteiligungserwerbs vor. Ebenso soll in diesem Fall offengelegt werden, woher die Mittel zur Finanzierung des Anteils stammen. Weitergehende Vorschläge in der öffentlichen Debatte zielen sogar auf eine Einschränkung des Verschuldungsgrads der Zielunternehmen ab. Woher aber sollte gerade der Staat angesichts seiner eigenen Schuldenpolitik das Recht nehmen, über die Finanzierungsstrukturen der Wirtschaft zu entscheiden? Und nehmen nicht auch klassisch kreditfinanzierte Unternehmen Kredite auf, um damit ein florierendes Geschäft aufzubauen und zum Wohlergehen der Volkswirtschaft beizutragen? Abgesehen davon könnte allein schon die Offenlegung der Finanzierungsstrukturen den betroffenen Firmen – beispielsweise im Verhältnis zu ihren Kunden und Lieferanten – empfindlich schaden. Klar muss deshalb sein: Die Forderung nach einer Debt-Limitierung von Private-Equity-Transaktionen befriedigt lediglich die Schutzbedürfnisse bestimmter Interessenkreise. Zur Optimierung der Geschäftsmodelle von Finanzinvestoren, die ja letztlich auch für Arbeitsplätze und gesamtwirtschaftliches Wachstum sorgen, tragen sie nicht bei. ●