



# **Erwerb und Übernahme von Firmen durch Finanzinvestoren (insbesondere Private-Equity-Gesellschaften)**

- Kurzfassung des Berichts zum Forschungsprojekt 3/06  
für das Bundesministerium der Finanzen, Berlin -

München, den 04.04 .2007

Univ.-Prof. Dr. Christoph Kaserer (Projektleitung) <sup>1</sup>  
Univ.-Prof. Dr. Dr. Ann-Kristin Achleitner <sup>1</sup>  
Rechtsanwalt Dr. Christoph von Einem, LL.M. <sup>2</sup>  
Univ.-Prof. Dr. Dirk Schiereck <sup>3</sup>

## **Unter Mitarbeit von:**

Dipl.-Kfm. Markus Ampenberger, MBA <sup>1</sup>, Dipl.-Kfm. Marko Bender <sup>1</sup>,  
Rechtsanwältin Dr. Ines Buermeyer <sup>2</sup>, Dipl.-Kffr. Annabell Geidner <sup>1</sup>,  
Dipl.-Oec. Henry Lahr <sup>1</sup>, Dipl.-Kfm. Mark Mietzner <sup>3</sup>, Dr. Eva Nathusius <sup>1</sup>

### <sup>1</sup> **Center for Entrepreneurial and Financial Studies (CEFS)**

Technische Universität München (TUM) | Arcisstr. 21 | 80333 München  
Tel: +49.(0)89.289.25489 | Fax: +49.(0)89.289.25488 | E-Mail: [contact@cefs.de](mailto:contact@cefs.de)  
Internet: <http://www.cefs.de>

### **in Kooperation mit der**

<sup>2</sup> **Sozietät White & Case LLP, München**

<sup>3</sup> **EUROPEAN BUSINESS SCHOOL**

**International University Schloß Reichartshausen, Oestrich-Winkel,**  
Stiftungslehrstuhl Bank- und Finanzmanagement

## Executive Summary

1. Mit diesem Abschlussbericht werden die Ergebnisse zum Forschungsauftrag fe 3/06 „Erwerb und Übernahme von Firmen durch Finanzinvestoren (insbesondere Private-Equity-Gesellschaften)“ des Bundesministeriums für Finanzen vorgelegt. Die Ausführungen konzentrieren sich auf die folgenden fünf Themenbereiche: (i) Beschreibung der ökonomischen Funktion von privatem Beteiligungskapital (Kapitel 2), (ii) Darlegung der Rahmenbedingungen für Private Equity in Deutschland und im internationalen Vergleich (Kapitel 3), (iii) Beschreibung der Struktur von Private-Equity-Transaktionen einschließlich einer Herausarbeitung und Systematisierung der Werttreiber für solche Transaktionen (Kapitel 4), (iv) Beschreibung der gesamt- und einzelwirtschaftlichen Effekte von Private-Equity-Transaktionen (Kapitel 5), (v) Ableitung von Handlungsempfehlungen für den deutschen Gesetzgeber (Kapitel 6).
2. In Kapitel 2 wird zunächst ein Überblick zu den ökonomischen Erklärungsansätzen für die Existenz von privatem Beteiligungskapital gegeben. Kernpunkt dieser Überlegungen ist, dass privates Beteiligungskapital nicht nur aus reinen Transaktionskostenüberlegungen eine wichtige Quelle für Risikokapital sein kann. Vielmehr kann durch den Einsatz eines Private-Equity-Fonds das Kontrollproblem seitens des Kapitalgebers und das Anreizproblem auf der Seite des Eigentümers/Managers effizient gelöst werden. Die Etablierung dieses spezifischen Typus von Finanzintermediären kann daher mit Effizienzgewinnen für die Volkswirtschaft einhergehen, weshalb es aus einer ökonomischen Perspektive auch verständlich ist, warum sich privates Beteiligungskapital als eigenständige Finanzierungsalternative etabliert hat. Tatsächlich spielt privates Beteiligungskapital in Deutschland nicht nur bei Frühphasenfinanzierungen eine wichtige Rolle, sondern auch für die Wachstums- und Nachfolgefiananzierung bei KMUs und die Finanzierung von Abspaltungen (Spin-offs) von Geschäftsbereichen. Hingegen waren Gesellschaften, die privates Beteiligungskapital verwalten und investieren, in Deutschland bislang noch nicht in dem Maße an Übernahmen von großen börsennotierten Unternehmen beteiligt, wie dies etwa in den angelsächsischen Ländern der Fall ist. Dies könnte sich aber in naher Zukunft ändern.
3. Welche Finanzierungsalternative für das einzelne kapitalsuchende Unternehmen die richtige ist, kann nur der Kapitalmarkt entscheiden. Idealerweise sollte daher der Staat einzelne Finanzierungsformen und -wege nicht diskriminieren, weder in steuerlicher noch in aufsichtsrechtlicher Hinsicht. Während Deutschland über ein modernes Regelwerk für Investmentfonds verfügt, welches neben aufsichtsrechtlichen Vorschriften insbesondere auch deren steuerliche Transparenz sicherstellt, gibt es kein vergleichbar konsistentes und international wettbewerbsfähiges Regelwerk für privates Beteiligungskapital. Da es aus einer wirtschaftswissenschaftlichen Perspektive keinen grundsätzlichen Anlass gibt, zwischen

privatem und börsennotiertem Risikokapital zu differenzieren, sollten ausgleichende Maßnahmen von Seiten des Gesetzgebers ergriffen werden.

4. Zu modifizieren wäre diese Schlussfolgerung insbesondere dann, wenn von privatem Beteiligungskapital positive externe Effekte ausgingen. Diese treten insbesondere im Zusammenhang mit Spillover-Effekten bei innovativen Unternehmen auf. Obwohl es außer Frage steht, dass Venture Capital einen positiven Beitrag zur Finanzierung von Innovationen leistet, lassen die Ergebnisse aus der Literatur bislang keine eindeutigen Schlussfolgerungen zu, ob, und falls ja, in welcher Form, der Staat Frühphasenfinanzierungen noch stärker als bisher fördern sollte. Hierzu wird vorgeschlagen, die mit Seed- und Start-up-Finanzierungen verbundenen Veräußerungsgewinne unter bestimmten Bedingungen steuerfrei zu stellen.
5. Als zusätzlicher Aspekt wird die Frage des Standorts für einen Investorengelder bündelnden Fonds betont. Ein solcher ist bei Private-Equity-Fonds ungleich wichtiger als bei Investmentfonds, die in börsennotierte Unternehmen investieren. Es wird gezeigt, dass die geografische Nähe zwischen einer Private-Equity-Gesellschaft und ihren Portfoliounternehmen aus ökonomischen Überlegungen heraus die Wahrscheinlichkeit des Abschlusses eines Finanzierungsvertrags deutlich positiv beeinflusst. Unter diesem Aspekt muss der Staat bei der Festlegung der rechtlichen Rahmenbedingungen nicht nur auf eine nationale Gleichbehandlung der verschiedenen Finanzintermediäre achten, sondern muss sich überdies um international attraktive Standortbedingungen bemühen. Beide Zielsetzungen könnten zueinander im Widerspruch stehen.
6. In Kapitel 3 werden die Rahmenbedingungen für privates Beteiligungskapital in Deutschland in ihren wesentlichen Grundzügen beschrieben. Die Tatsache, dass das zu historischen Anschaffungskosten bewertete Nettovermögen der inländischen Private-Equity-Fonds mittlerweile 2 % der inländischen Börsenkapitalisierung erreicht hat, gibt einen Hinweis auf die Größe und damit auch gesamtwirtschaftliche Bedeutung dieses Teils des Finanzdienstleistungssektors. Damit liegt Deutschland nahe am Durchschnitt der EU-15-Länder, ist aber noch deutlich von den Verhältnissen in Großbritannien, USA oder Schweden entfernt. Besonders auffällig ist bei diesen Analysen zudem, dass sowohl die Anlagevolumina in Private Equity als auch die Höhe der mit diesen Geldern finanzierten Investitionen gemessen an der Größe der deutschen Volkswirtschaft vergleichsweise niedrig sind. Hinzu kommt eine dramatische Schere zwischen dem Anteil der in Deutschland mit Private Equity finanzierten Investitionen und dem Anteil der von in Deutschland ansässigen Fonds verwalteten Gelder. Daran zeigt sich, dass Deutschland derzeit kein international attraktiver Standort für privates Beteiligungskapital ist.
7. Im Sinne einer Präzisierung dieser Standortbedingungen werden im nächsten Schritt die gesellschafts-, steuer- und aufsichtsrechtlichen Rahmenbedingungen für Private Equity auch im Rahmen eines Vergleichs mit den Bedingungen in

europäischen Ländern, zu denen Großbritannien, Frankreich, Niederlande, Spanien, Italien, Luxemburg und die Schweiz gehören, und eines Ausblicks auf internationale Rechtsentwicklungen dargelegt. Cum grano salis zeigt sich hier, dass die rechtlichen und steuerlichen Rahmenbedingungen in Deutschland für privates Beteiligungskapital unzureichend sind, um im Vergleich zu den genannten europäischen Ländern wettbewerbsfähig zu sein. Dies betrifft insbesondere die Rechtsunsicherheit in Bezug auf die Qualifikation als steuertransparenter Beteiligungsfonds einschließlich der hierfür geforderten Voraussetzungen, die Umsatzsteuerpflicht für alle Leistungen zwischen dem Private-Equity-Fonds und den die Fonds betreuenden Dienstleistern sowie den Wegfall von Verlustvorträgen im Rahmen von mehreren Venture-Capital-Finanzierungsrunden bei Technologieunternehmen. Aus Anlegerschutz Gesichtspunkten werden Private-Equity-Fonds in anderen Ländern zumeist einer beschränkten Aufsicht unterstellt, zum Teil verbunden mit dem Erfordernis der Zulassung bzw. einer Genehmigung der Fonds und auch ihrer Manager und Mitarbeiter.

8. Kapitel 4 analysiert die Struktur von Private-Equity-Transaktionen. Dabei werden zunächst die typischen Beteiligungsstrukturen erläutert. Besonderes Augenmerk wird zudem auf die Finanzierungsentscheidung bei solchen Transaktionen gelegt. Vor diesem Hintergrund wird dann die Frage beleuchtet, welche Faktoren die von der Private-Equity-Gesellschaft erzielten Renditen maßgeblich beeinflussen. Diese Werttreiberanalyse enthält neben einem kurzen quantitativen auch einen qualitativen Abschnitt. Dabei wird gezeigt, dass die Renditen im Wesentlichen aus einer aktiven Wahrnehmung der Eigentümerfunktion resultieren. Sie können zurückzuführen sein auf (i) eine Verbesserung der nachhaltig erzielbaren freien Unternehmenscashflows durch operative und strategische Maßnahmen sowie eine Verbesserung der Anreize des Managements und der Mitarbeiter und/oder (ii) auf eine nachhaltige Senkung der Kapitalkosten. Dieser zweite Punkt ist insoweit differenziert zu betrachten, als hierfür sowohl eine Restrukturierung der Passivseite des Unternehmens (z.B. durch Erhöhung des Verschuldungsgrads), eine Ausnutzung existierender Fehlbewertungen am Kapitalmarkt als auch gezielte Maßnahmen zu Lasten von Minderheitsgesellschaftern in Frage kommen. Im Rahmen dieses Spektrums wird dann eine detaillierte Systematisierung der Werttreiber vorgenommen. Schließlich werden diese an späterer Stelle im Hinblick auf die Frage untersucht, ob die von ihnen generierten Renditen einen gesamtwirtschaftlichen Effizienzgewinn oder lediglich einen Umverteilungsgewinn zu Lasten anderer Vertragspartner des Unternehmens (z.B. auch Arbeitnehmer) darstellen.
9. Da aufgrund der Datenlage eine großzahlige empirische Untersuchung der Bedeutung dieser Werttreiber nicht möglich ist, wird im Anschluss an diese Darstellung eine Fallstudienanalyse durchgeführt. Anhand von sieben ausgewählten Fällen wird gezeigt, welche Strategien die Private-Equity-Gesellschaften nach dem Einstieg in die Unternehmen verfolgten, inwieweit ihr Engagement Auswirkungen auf die Unternehmensentwicklung genommen hat und ob nachhaltige

Wertsteigerungen bei den Unternehmen realisiert werden konnten. Die Fallstudien vermitteln ein Gesamtbild, wonach durch den Einsatz von Finanzinvestoren in der Tendenz profitablere Unternehmen mit einer verbesserten Wettbewerbsposition entstanden sind. Ausgelöst wird dies durch strategische und operative Maßnahmen sowie durch eine Verbesserung der Kontrollstrukturen. Dies ist die hauptsächliche Ursache für die positive Wertentwicklung, welche die Finanzinvestoren auf ihre Anteile realisiert haben. Zwar zeigt sich auch, dass ein Teil des Wertzuwachses aus rein finanziellen Werttreibern, also insbesondere aus einer Erhöhung der Verschuldung, stammt, dennoch deuten die Befunde darauf hin, dass dieser Effekt im Vergleich zu den anderen Maßnahmen nicht im Vordergrund steht. Lediglich der Fall Celanese stellt diesbezüglich eine Ausnahme dar, weil die Vermutung nahe liegt, dass der in dieser Transaktion generierte Wertzuwachs zum größeren Teil aus einer Börsenarbitrage und möglicherweise auch zu einem kleineren Teil aus einer Umverteilung zu Lasten der Minderheitsaktionäre stammt.

10. In Kapitel 5 werden zunächst Ergebnisse zu den gesamtwirtschaftlichen Effekten von privatem Beteiligungskapital vorgestellt. Verschiedene Studien kommen zum Ergebnis, dass die durchschnittliche Beschäftigungsentwicklung in Private-Equity-finanzierten Unternehmen positiv ist und – je nach Transaktionstyp – mehr oder weniger deutlich über der gesamtwirtschaftlichen Beschäftigungsentwicklung liegt. Allerdings kann daraus nicht der Schluss gezogen werden, dass diese Beschäftigungseffekte nicht stattgefunden hätten, falls sich die betreffenden Unternehmen andere Finanzierungsquellen erschlossen hätten. Vielmehr deutet dies lediglich darauf hin, dass es nach einer Übernahme durch einen Private-Equity-Fonds im Durchschnitt zu einem Beschäftigungszuwachs kommt. Dieser geht bei Venture-Capital-Transaktionen im Übrigen auch mit einer stark überdurchschnittlichen Qualität der Beschäftigung einher.
11. Zusätzlich wird untersucht, welche Renditen Investoren mit der Anlage ihrer Mittel in Private-Equity-Fonds erzielen können. Zwar gelingt es einzelnen Private-Equity-Gesellschaften wiederholt, sehr hohe Renditen zu erzielen. Das Ergebnis ist jedoch insoweit ernüchternd, als unterschiedliche Untersuchungen zum Ergebnis kommen, dass eine Anlage in Private-Equity-Fonds im Durchschnitt nur geringe Überrenditen im Vergleich zu einer breit gestreuten Anlage am organisierten Kapitalmarkt generiert. Offen bleiben muss dabei aus methodischen Aspekten, ob diese Fonds damit eine risikoadäquate Rendite erwirtschaften.
12. Aus einer einzelwirtschaftlichen Perspektive wurde in Kapitel 5 insbesondere die Frage untersucht, welche Wirkungen aus der Finanzierungsstruktur der Transaktionen zu erwarten sind. Aus betriebswirtschaftlicher Sicht gilt es hier, die steuerlichen Vorteile einer Fremdfinanzierung mit der höheren Insolvenzgefahr, den möglicherweise eingeschränkten Handlungsspielräumen des Unternehmens und den durch die Finanzierungsstruktur ausgelösten Anreizeffekten abzu-

wägen. Ob die Praxis mancher Private-Equity-Gesellschaften, den Eigenkapitaleinsatz mittels hoher Sonderdividendenzahlungen und gegebenenfalls hoher Beratungshonorare möglichst schnell wieder aus den Portfoliounternehmen herauszuholen, mit einer langfristigen Optimierung der Finanzierungsstruktur in Einklang zu bringen ist, kann mittels dieser Analysen nicht beantwortet werden. Hierzu fehlen die notwendigen Längsschnittdaten.

13. Mittels eines ökonometrischen Modells können wir zeigen, dass es im Jahr 2006 zu einem Anstieg in den Unternehmensbewertungen bei LBO-Transaktionen gekommen ist, der nicht durch fundamentale Faktoren, wie Zinsniveau oder gesamtwirtschaftliches Wachstum, erklärt werden kann. Mit diesem geht auch ein außergewöhnlicher Anstieg des Verhältnisses von Fremdkapital zu EBITDA bei der Kaufpreisfinanzierung einher. Zwar wird die Bedeutung dieser Entwicklung dadurch abgeschwächt, dass der Verschuldungsgrad in diesen Transaktionen ziemlich konstant geblieben ist, dennoch muss der Frage nach den Gründen für diese Veränderung im Finanzierungsverhalten nachgegangen werden. Dies gilt insbesondere für Deutschland, weil sich zeigt, dass es – im Unterschied zur gesamteuropäischen Entwicklung – über die letzten Jahre auch zu einem Anstieg im Verschuldungsgrad der von Private-Equity-Fonds finanzierten Transaktionen gekommen ist. In diesem Zusammenhang kommt den Kredit gebenden Banken sowie der Bankenaufsicht eine Schlüsselrolle zu. Die Schieflage zahlreicher Automobilzulieferer, z.B. Kiekert, TMD Friction, Honsel und Edscha, welche mit privatem Beteiligungskapital finanziert sind, ist hier als erstes Warnsignal zu interpretieren.
14. Ausgehend von den vorgetragenen ökonomischen Überlegungen und empirischen Befunden werden in Kapitel 6 die Leitlinien für gesetzgeberische Maßnahmen dargestellt und durch Vorschläge für Gesetzesänderungen konkretisiert. Ausgangspunkt dabei ist, dass ein funktionierender Kapitalmarkt neben einem organisierten Markt für Eigenkapital (Börse) auch privates Beteiligungskapital braucht. Zur Vermeidung einer Mehrfachbesteuerungsproblematik – und auch zur verwaltungstechnischen Vereinfachung – ist es sinnvoll, dass Finanzintermediäre für privates Beteiligungskapital ebenso wie Finanzintermediäre für börsennotiertes Beteiligungskapital die Möglichkeit haben, bei der Vermittlung der Ersparnisse des privaten Sektors an den Unternehmenssektor einen steuerneutralen Status zu nutzen.
15. Die positiven gesamtwirtschaftlichen Effekte von privatem Beteiligungskapital lassen sich in vielen Fällen nicht unabhängig vom Standort des Beteiligungsfonds realisieren. Dies ist ein wichtiger Unterschied zur Situation bei großen, zum Teil börsennotierten Gesellschaften, welche sich ihre Finanzmittel auf den internationalen Kapitalmärkten besorgen. Die Wahrscheinlichkeit, für eine Geschäftsidee eine Finanzierung zu bekommen, sinkt mit zunehmender geografischer Entfernung zwischen Unternehmen und potenziellem Venture-Capital-Geber. Die geografische Nähe führt überdies zu Clustereffekten in Form einer

geografischen Konzentration von Unternehmensbranchen und Venture-Capital-Gebern. Solche Cluster werden sich um so eher entwickeln, je besser u.a. die Rahmenbedingungen für Venture-Capital-Fonds in Deutschland sind. Zu beachten ist, dass diese Effekte mit großer Wahrscheinlichkeit auch bei der Spätphasenfinanzierung kleiner und mittelgroßer mittelständischer Unternehmen eine Rolle spielen. Daher muss der Gesetzgeber bei der Weiterentwicklung der Rahmenbedingungen darauf achten, dass Deutschland im internationalen Vergleich ein attraktiver Standort für privates Beteiligungskapital wird.

16. Aus den bisherigen Überlegungen folgt schließlich auch, dass privates Beteiligungskapital in aufsichtsrechtlicher Hinsicht nicht gegenüber börsennotiertem Beteiligungskapital diskriminiert werden darf. Bestehende Hindernisse bei der Anlage der Gelder institutioneller Investoren, wie etwa Pensionskassen, Versorgungswerken und Versicherungen, in deutsche Private-Equity-Fonds müssen beseitigt werden. Nur dann kann diese Anlageform auch eine bedeutende Rolle in der Altersvorsorge spielen und damit die Finanzierungskraft des hiesigen Kapitalmarktes nachhaltig stärken. Daraus folgt aber auch, dass Private-Equity-Fonds, ähnlich wie Kapitalanlagegesellschaften, einer gewissen aufsichtsrechtlichen Überwachung zu unterwerfen sind. Gegebenenfalls könnte diese durch Selbstregulierungsmechanismen (z.B. einen freiwilligen Verhaltenskodex) ergänzt werden. Aufgrund der besonderen Risiken und der schwierigen Informationslage bei privatem Beteiligungskapital sollten im Sinne des Anlegerschutzes Private-Equity-Fonds, mit Ausnahme von Dachfonds, nur qualifizierten Anlegern geöffnet werden.
17. Diese Zielsetzungen könnten durch einige wenige gesetzgeberische Maßnahmen umgesetzt werden. Kernpunkt wäre dabei eine Weiterentwicklung des UBGG hin zu einem Beteiligungsfinanzierungsgesetz mit der Zielsetzung, einen international attraktiven Status für in Deutschland ansässige bzw. tätige Private-Equity-Fonds zu schaffen. Um die steuerliche Nichtgewerblichkeit eines Private-Equity-Fonds konkret zu implementieren, wäre eine Regelung in das UBGG aufzunehmen, wonach ein Fonds, der als Personen- oder Kapitalgesellschaft errichtet werden kann und den weiteren gesetzlichen Vorgaben entspricht sowie von einer noch zu schaffenden Aufsichtsbehörde zertifiziert wurde, auf der Ebene des Fonds wie im europäischen Ausland schon praktiziert, von der Gewerbe- und Körperschaft- bzw. Einkommensteuer befreit wird.
18. Weiterhin wäre das UBGG deutlich zu entschlacken, um den Beteiligungsfonds einen größeren Spielraum in ihren anlagepolitischen Entscheidungen zu geben. Allenfalls wäre aus Anlegerschutzgründen denkbar, dass die Beteiligungsfonds nach einer Konstitutionsphase von z.B. fünf Jahren nicht mehr als 30 % ihrer Mittel in ein Unternehmen anlegen dürfen. Zum gleichen Zweck könnte man Mindestzeichnungssummen (z.B. 125.000 Euro) oder – wie derzeit schon bei den Hedge Fonds – eine Vertriebsbeschränkung vorsehen, wobei zu erwägen wäre, diese Mindestzeichnungssummen bzw. diese Vertriebsbeschränkung bei

Dachfonds für privates Beteiligungskapital deutlich niedriger anzusetzen bzw. ganz zu streichen. Außerdem könnte man zur Vermeidung von Missbrauchsfällen weiterhin vorsehen, dass an einer Beteiligungsgesellschaft kein Investor zu mehr als 40 % beteiligt sein darf.

19. Ebenso sind im UBGG einige aufsichtsrechtliche Vorschriften zu implementieren, in denen zum einen Mindestanforderungen in finanzieller und organisatorischer Hinsicht an die zu zertifizierenden Beteiligungsgesellschaften und zum anderen auch allgemeine Zulassungsvoraussetzungen für die Geschäftsführer dieser Gesellschaften zu definieren sind. Hierzu werden in diesem Gutachten konkrete Vorschläge gemacht, wobei der Gesetzgeber auch die Möglichkeit einer Selbstregulierung in Betracht ziehen sollte. So wäre hier an die Anerkennung eines branchenüblichen Verhaltenskodexes zu denken. In einem solchen Kodex könnten auch Informationspflichten gegenüber der Belegschaft der (zukünftigen) Portfoliogesellschaften festgeschrieben werden.
20. Damit deutsche Versicherungen, Pensionskassen und -fonds, öffentlich-rechtliche Versorgungswerke und regional tätige Sparkassen und Volksbanken ihre Gelder in deutsche Private-Equity-Fonds zur Investition von privatem Beteiligungskapital in Unternehmensgründungen und mittelständische Unternehmen anlegen können, ist eine Lockerung der in §§ 2 Abs. 3, 3 Abs. 4 der AnlV normierten Anlagegrundsätze sowie eine Änderung der Sparkassengesetze zu überdenken. Der zuerst genannte Aspekt könnte im Zusammenhang mit der bevorstehenden Reform des europäischen Versicherungsaufsichtsrechts im Rahmen von Solvency II noch größere Bedeutung erlangen.
21. Schließlich wird im steuerlichen Bereich vorgeschlagen, die derzeitige Regelung zur Besteuerung des Carried-Interest-Anspruches beizubehalten. Außerdem schlagen wir zur Vermeidung von steuerlichen Nachteilen bei Frühphasenfinanzierungen vor, die Regelungen zur Nutzung von Verlustvorträgen analog der Sanierungsklausel des § 8 Abs. 4 Satz 3 KStG partiell zu lockern. In diesem Zusammenhang spricht sich das Gutachten gegen die Streichung der Sanierungsklausel des § 8 Abs. 4 Satz 3 KStG im Rahmen der Unternehmensteuereform 2008 aus. Für eine steuerliche Gleichstellung von Private-Equity-Fonds und Investmentfonds sowie zur Herstellung vergleichbarer steuerlicher Bedingungen wie in Ländern wie Frankreich oder Spanien sollten außerdem Administrations- und Managementleistungen, auch wenn sie durch eine oder mehrere separate Beratungsgesellschaften für einen Private-Equity-Fonds erbracht werden, nicht der Umsatzsteuer unterworfen werden. Zur Förderung der innovationspolitisch wichtigen Seed- und Start-up-Finanzierungen wird vorgeschlagen, die mit solchen Tansaktionen verbundenen Veräußerungsgewinne unter bestimmten Bedingungen steuerfrei zu stellen.
22. Im Zusammenhang mit den Problemkreisen Financial Assistance, Sonderausstattungen und Gebührenbelastungen schlagen wir keine neuen gesetzgeberischen Maßnahmen vor. Diese Problemkomplexe werden zwar aus rechtlicher

Sicht ausführlich beleuchtet, gleichzeitig zeigt sich aber, dass gesetzgeberische Eingriffe zu einer unverhältnismäßigen Einschränkung unternehmerischer Freiheit führen könnten. Außerdem ist zu beachten, dass der Gesetzgeber bereits heute über Instrumentarien wie die Strafbesteuerung verdeckter Gewinnausschüttungen, den Untreuetatbestand oder Insolvenzstraftatbestände ebenso verfügt wie über Verbotsbestimmungen im AktG, die gegebenenfalls auf das GmbH-Recht ausgedehnt werden könnten, mit denen ein Fehlverhalten sanktioniert werden könnte.

23. Schließlich wird in Kapitel 6 auch gezeigt, dass Maßnahmen, die vermutlich im Rahmen der anstehenden Unternehmensteuerreform eingeleitet werden, einen Einfluss auf die Finanzierungsbedingungen der hiesigen Unternehmen haben werden. Es wird gezeigt, dass mit der Einführung einer einheitlichen Abgeltungssteuer auf Kapitaleinkünfte Eigenkapital in Zukunft in noch deutlich stärkerem Maße als bisher gegenüber Fremdkapital steuerlich benachteiligt werden wird. Dies wird sich auch auf die Finanzierungsstrukturen von LBOs auswirken. Zudem wird dadurch die Attraktivität von Risikokapital weiter beeinträchtigt. Daher besteht hierin eine weitere Begründung für die unter Punkt 21 vorgeschlagene steuerliche Erleichterung für Frühphasenfinanzierungen. Allerdings war es nicht Gegenstand dieses Gutachtens, die derzeit diskutierten Vorschläge zur Unternehmensteuerreform im Einzelnen zu untersuchen.
24. Die Umsetzung der hier vorgeschlagenen Regelungen dürfte vor allem auch vor dem Hintergrund interessant sein, dass durch eine neu einzuführende maßvolle Regulierung sowie Beaufsichtigung der Fonds und ihrer Fondsmanager ein Vertrauensgewinn erzeugt wird, der insbesondere auch deutsche Investoren zu einer erstmaligen Investition in privates Beteiligungskapital bewegen könnte. In Verbindung mit einem „Level Playing Field“ im Vergleich zu Investmentfonds und international attraktiven Rahmenbedingungen würde die Finanzierungskraft des hiesigen Kapitalmarktes und damit auch die nachhaltige Schaffung von Arbeitsplätzen gefördert werden.