

Betreff: Öffentliche Anhörung zum Gesetzesentwurf der Bundesregierung „Entwurf eines Gesetzes zur Modernisierung der Rahmenbedingungen für Kapitalbeteiligungen (MoRaKG“ – Drucksache 16/6311 – sowie zu dem Antrag der Fraktion BÜNDNIS 90 /DIE GRÜNEN „Innovationsfähigkeit des Standortes stärken - Wagniskapital fördern“ – Drucksache 16/4758- und der Stellungnahme des Bundesrates und Gegenäußerung der Bundesregierung – Drucksache 16/6648

Stellungnahme zur öffentlichen Anhörung

von Prof. Dr. Dr. Ann-Kristin Achleitner und Prof. Dr. Christoph Kaserer

A. Allgemeine Anmerkungen

1. Zunächst ist festzustellen, dass der Referentenentwurf **in vielerlei Hinsicht die Vorschläge aus dem vom BMF in Auftrag gegebenem Gutachten der TU München (Kaserer/Achleitner/Schiereck/von Einem (2006)) übernommen hat. Leider gilt dies für einige wenige, aber dennoch zentrale, Punkte nicht.** Dies betrifft insbesondere die Frage, welche Beteiligungsgesellschaften künftig als Wagniskapitalbeteiligungsgesellschaften (WKBen) firmieren und damit die Regelungen zur steuerlichen Transparenz in Anspruch nehmen dürfen. Mit der Einschränkung, dass dies nur für solche Beteiligungsgesellschaften gelten soll, die sich u.a. an Zielunternehmen mit einem Eigenkapital von nicht mehr als 20 Mio. € beteiligen, **wird dieses Gesetz nur eine begrenzte Wirkung entfalten.** Verschärft wird dieser Effekt einerseits durch die im MoRaKG-Gesetzesentwurf **nach wie vor nicht beseitigten rechtlichen Unsicherheiten im Hinblick auf die Voraussetzungen für die Gewährung eines vermögensverwaltenden Status** sowie andererseits durch **die Einschränkung, dass WKBen nur in Zielgesellschaften mit Sitz im EWR investieren dürfen.** Somit erfüllt der Gesetzesentwurf auch nicht die im o.g. Antrag von BÜNDNIS 90/DIE GRÜNEN geforderte grundsätzliche Einstufung von Venture-Capital-Fonds als vermögensverwaltend.
2. Befürworter der vorgeschlagenen gesetzlichen Regelung werden an dieser Stelle vermutlich argumentieren, dass ein erheblicher Teil der in Deutschland getätigten Beteiligungsfinanzierungen durch die o.g. 20-Mio.-Euro-Grenze erfasst werden. Obwohl sich diese Behauptung mangels verfügbaren Datenmaterials betreffend die Eigenkapitalquote von Portfoliounternehmen kaum seriös absichern lässt, sprechen einige Indikatoren durchaus dafür. Dies gilt insbesondere dann, wenn man die Be-

trachtung auf Venture-Capital-Finanzierungen einschränkt. **So zeigt eine Untersuchung von 590 in Venture Source¹ erfassten Venture-Capital-Transaktionen, die in Deutschland im Zeitraum 2002 bis 2006 getätigt wurden, dass 34% (59%) des gesamten Finanzierungsvolumens im Rahmen von Transaktionen mit einem Volumen von nicht mehr als 5 (10) Mio. € getätigt wurden.** Unterstellt ist bei dieser Rechnung ein durchschnittliches Erwerbsvolumen von 25% (50%) des Eigenkapitals durch die Wagniskapitalbeteiligungsgesellschaft, weshalb bei Überschreiten dieser Grenzen zu vermuten ist, dass die Eigenkapitalgrenze von 20 Mio. € überschritten wird. Allerdings könnte es durchaus sein, dass noch mehr Transaktionen unterhalb der Eigenkapitalgrenze von 20 Mio. € liegen, weil gerade im Wagnisfinanzierungsbereich nachträgliche Finanzierungsrunden dann stattfinden, wenn das vorhandene Eigenkapital durch aufgelaufene Verluste stark vermindert wurde. Dieser Effekt wird zusätzlich verstärkt, wenn man sich im Rahmen der Finanzierungsrunde auf eine Bewertung einigt, die zu einem hohen Marktwert-Buchwertverhältnis führt.

Unternehmen	Datum Börsengang	Emissionsvol. (Mio. €)	Branche	EK vor Börsengang	EK nach Börsengang	Wagniskapitalgeber (Auszug)	Mitarbeiter vor Emission
Versatel AG	27.04.2007	720,650	Telekomm.	52,121	392,547	Apax	1.342
CompuGROUP Holding	04.05.2007	259,121	Software	54,373	192,258	General Atlantic	1.010
Francotyp-Postalia Holding AG	30.11.2006	159,134	Masch.bau	3,270	60,900	Quadriga Capital	889
Petrotec AG	06.11.2006	94,950	Reg. Energien	9,733	91,662	M. M. warburg Co.	55
Aleo Solar AG	14.07.2006	94,946	Energietechnik	13,758	57,600	S.M.D. Beteiligungsgesellschaft	239
Magix AG	06.04.2006	75,333	Software	20,289	45,449	3i	220
Schmack Biogas AG	24.05.2006	71,300	Reg. Energien	1,538	40,907	SAM Private Equity, BayBG	139
Xing AG	07.12.2007	68,172	Software	5,910	42,331	Wellington Partners	67
Wilex AG	13.11.2006	55,200	Biotechnologie	8,679	47,720	Apax, TVM	40
Muehlhan AG	26.10.2006	48,140	Chemie	31,455	53,975	SG Capital Europe	2.317
Saf AG	06.04.2006	45,327	Software	4,612	27,471	Ventizz Capital	47
LHS AG	25.10.2006	41,819	Software	27,108	65,491	General Atlantic	503
ItN Nanovation AG	28.07.2006	27,608	Nanotech.	4,992	28,455	TechnoStart Ventures	64
Geneart AG	23.05.2006	20,520	Biotechnologie	4,411	18,078	EquyNet Early Stage	52

Abbildung 1: Auswertung aller Börsengänge in Deutschland zwischen dem 1.1.2006 und dem 30.9.2007 aus dem Technologiebereich, bei denen mindestens ein Wagniskapitalfonds am Unternehmen beteiligt war und deren Emissionsvolumen mindestens 20 Mio. € betrug (Quelle: CEFS IPO-Datenbank)

Jedenfalls zeigt ein Blick auf sämtliche Börsengänge aus dem Technologiebereich mit einem Emissionsvolumen von mindestens 20 Mio. € die zwischen dem 1.1.2006 und dem 30.9.2007 durchgeführt wurden und bei denen jeweils mindes-

¹ Venture Source ist eine Private-Equity-Datenbank. Das Unternehmen ist eine Tochtergesellschaft von Dow Jones & Company.

tens ein Wagniskapitalfonds am Unternehmen beteiligt war, dass bezogen auf das Eigenkapital vor dem Börsengang die jetzt vorgeschlagene Eigenkapitalgrenze in 5 von 14 Fällen gegriffen hätte. Dies kann man in Abbildung 1 erkennen. Gleichzeitig zeigt diese Auswertung aber auch, dass lediglich in einem einzigen Fall die 20-Mio.-Euro-Eigenkapitalgrenze unmittelbar nach dem Börsengang nicht überschritten wurde. Wären die beteiligten Fonds auf der Grundlage des hier zu diskutierenden WKBG konstituiert gewesen, dürften sie spätestens nach dem Börsengang, wahrscheinlich aber schon früher, ihre Beteiligung nicht mehr aufstocken. Zwar kommt es in der Regel nach dem Börsengang nicht mehr zu solchen Aufstockungen in nennenswertem Umfang, dennoch wird ein VC-Geber, zumal dann, wenn er durch eine Lock-up-Frist noch an das Unternehmen gebunden ist, die Flexibilität behalten wollen, auch noch Aktien des Unternehmens nachzukaufen. Dies könnte bei nachträglichen Kapitalerhöhungen, anlässlich des Ausstiegs eines anderen Investors oder auch schlicht aufgrund von Marktpflegemaßnahmen notwendig sein. Richtigerweise sieht das Gesetz ja auch vor, dass die WKBG noch bis zu drei Jahre nach dem Börsengang an dem Unternehmen beteiligt sein dar. Zudem sollte man beachten, dass die in Abbildung 1 dargestellten Börsengänge ja nur jene Unternehmen darstellen, die diesen Weg tatsächlich als Exitkanal gewählt haben. Vergleichbare Unternehmen könnten weitere Finanzierungsrunden mit Finanzinvestoren oder Emissionen an nicht organisierten Märkten als Alternative bevorzugen. In all diesen Fällen dürfte die WKBG ihre Beteiligung aber dennoch nicht mehr aufstocken, was in der Praxis zu erheblichen Problemen führen könnte. Insoweit kann man sehen, dass die 20-Mio.-Euro-Eigenkapitalgrenze auch für VC-Geber ein erhebliches Problem darstellen kann, weil sie sich gerade bei jenen Portfoliogesellschaften, die sich vorteilhaft entwickeln, u.U. nicht mehr an Kapitalerhöhungen beteiligen dürften. Es ist ziemlich unwahrscheinlich, dass sich eine VC-Gesellschaft einem solchen Risiko aussetzen wird, was die eingangs geäußerte Vermutung stützt, dass das neue WKBG kaum eine Wirkung entfalten wird.

	alle Transaktionen			alle Transaktionen in Deutschland		
	Alle	VC-Fonds	Buyout-Fonds	Alle	VC-Fonds	Buyout-Fonds
Zahl der Transaktionen	3311	1389	1922	503	175	328
Zahl der Fonds	132	47	85	132	47	85
Gesamtes Transaktionsvolumen (Mio. €)	77.836	8.960	68.877	9.579	3.791	5.787
Mittelwert des Transaktionsvolumens (Mio. €)	31	6	46	30	34	28
Median des Transaktionsvolumens (Mio. €)	9	4	15	10	13	9
Anteil der Fonds mit maximalem Transaktionsvolumen < 10 Mio. €	24,24%	46,81%	11,76%	39,39%	38,30%	40,00%
Anteil dieser Fonds am gesamten Transaktionsvolumen	2,29%	13,89%	0,78%	4,19%	3,44%	4,68%
Zahl der Fonds mit maximalem Transaktionsvolumen < 5 Mio. €	9,09%	17,02%	4,71%	25,76%	23,40%	27,06%
Anteil dieser Fonds am gesamten Transaktionsvolumen	0,41%	2,18%	0,18%	1,68%	1,22%	1,98%

Abbildung 2: Auswertung der Einzeltransaktionen von 132 Private-Equity-Fonds, die im Zeitraum 1996-2005 gegründet wurden und mindestens eine Transaktion mit einem in Deutschland ansässigen

gen Unternehmen durchgeführt haben (Quelle: Center for Private Equity Research – CEPRES; www.cepres.de)

Weitet man den Blick auf den außerbörslichen Beteiligungsmarkt insgesamt aus, verschärft sich das Bild weiter. Hierzu wurde ein Datensatz von 132 weltweit tätigen Private-Equity-Fonds ausgewertet, die zumindest eine Beteiligung in Deutschland erworben haben. Dieser Datensatz wurde vom Center for Private Equity Research – CEPRES zur Verfügung gestellt.² Dabei wurden nur solche Fonds betrachtet, die im Zeitraum 1996 bis 2005 gegründet wurden. Diese Fonds haben insgesamt knapp 78 Mrd. € investiert, davon gingen knapp 10 Mrd. € nach Deutschland. Das entspricht immerhin 37% der vom BVK in diesem Zeitraum verzeichneten Investitionen. Ein Blick auf Abbildung 2 zeigt nun, dass nur 9% (24%) dieser Fonds keine einzige Transaktion mit einem Volumen von mehr als 5 (10) Mio. € getätigt haben. Der Anteil dieser Fonds am gesamten Investitionsvolumen liegt dabei nur bei 0,4% (2,3%). Zwar gibt es einen erheblichen Unterschied zwischen Venture-Capital- und Buyout-Fonds, doch selbst bei ersteren liegt dieser Anteil nur bei 2,2% (14%). Selbst wenn man als relevante Größe lediglich die in Deutschland getätigten Transaktionen nimmt, zeigt sich immer noch, **dass nur 26% (39%) der Fonds keine einzige Transaktion in Deutschland mit einem Volumen von mehr als 5 (10) Mio. € getätigt haben. Diese Fonds repräsentieren 1,7% (4,2%) des insgesamt in Deutschland getätigten Transaktionsvolumens.**

Diese letzte Rechnung macht auch deutlich, dass es bei der Untersuchung der Auswirkungen der 20-Mio.-Euro-Grenze nicht nur darauf ankommt, wie viele Unternehmen unterhalb dieser Grenze liegen. Man muss insbesondere auch beachten, dass Beteiligungsgesellschaften sich allein schon aus Diversifikationsüberlegungen an Unternehmen in verschiedenen Größenklassen beteiligen möchten. Daher ist der Verlust an Flexibilität bei den Fonds weitaus größer als er durch eine reine Abzählung der unterhalb dieser Grenze gebliebenen Transaktionen zum Ausdruck kommt.

Ein zusätzlicher erheblicher Verlust an Flexibilität entsteht zudem durch die Einschränkung, dass Zielgesellschaften ihren Sitz in einem EWR-Mitgliedsstaat haben müssen. Von den in Abbildung 2 betrachteten 47 VC-Fonds hatten 27 einen geographischen Investitionsfokus, der Deutschland mit einschloss. Allerdings war bei 15 dieser 27 Fonds der Fokus so angelegt, dass auch Nicht-EWR-Staaten in Betracht gezogen wurden. Dies belegt die faktische Bedeutung der vorgesehenen Einschränkung auf Zielunternehmen mit Sitz im EWR. Hinzu kommt, dass viele Fonds sich die strategische Option offen halten wollen, das Zielunternehmen mit einem passenden ausländischen Unternehmen zu fusionieren. Gerade im Technologiebereich wird man dafür auch Gesellschaften im außerhalb des EWR, man denke etwa an die USA oder Israel, im Auge haben.³ Da nicht nur das Fondsmanagement, sondern auch das Management des Zielunternehmens diese strategischen Optionen im Kopf haben werden, wird sich letzteres im Zweifelsfalle auch gegen eine Beteiligung durch einen Fonds entscheiden, von dem es weiß, dass er diese Optionen gar nicht nutzen dürfte. **Unter Strategie- und Diversifikationsgesichtspunkten ist also klar, dass gerade VC-Gesellschaften einen möglichst breiten Anlagefokus haben, der sich häufig sogar über mehrere Kontinente erstreckt.**

² CEPRES ist ein Anbieter von Private-Equity-Performancedaten. Nähere Informationen finden sich unter www.cepres.de.

³ George/Nathusius (2007) zeigen, dass ein globaler Investitionsfokus einer der Erfolgstreiber von VC-Gesellschaften ist.

Allerdings sind diese Betrachtungen in mehrfacher Hinsicht zu qualifizieren. Einerseits muss man bedenken, **dass das Transaktionsvolumen nicht immer mit dem Eigenkapitalerhöhungsvolumen gleichgesetzt werden kann**, weil die Beteiligungsgesellschaften ja auch die Möglichkeit haben, nachrangige Darlehen oder andere Instrumente einzusetzen, die bilanziell nicht als Eigenkapital zu behandeln sind. Dies deutet schon auf eines der zentralen Probleme dieser beabsichtigten Regelung hin, nämlich die **Frage der Abgrenzung und Manipulationsanfälligkeit des Eigenkapitalbegriffs** (vgl. hierzu auch Abschnitt B.). Andererseits muss man bedenken, dass die Beantwortung der Frage, welcher Anteil der zukünftigen Beteiligungsfinanzierungen über WKBen abgewickelt wird, nicht nur eine Frage der Größenstruktur der bislang getätigten Transaktionen ist, sondern auch davon abhängt, **inwieweit Fondsmanager von Beteiligungsgesellschaften bereit sind, diese Form von Inflexibilität in Kauf zu nehmen**. Selbst ein Fonds, der sich grundsätzlich auf die Finanzierung von Unternehmen mit weniger als 20 Mio. € Eigenkapital fokussiert hat, wird ins Kalkül mit einbezogen, dass sich interessante Investitionsmöglichkeiten ergeben könnten, die er, sofern sein Fonds als WKB aufgesetzt ist, nicht wahrnehmen könnte. **Da dieser Verlust an Flexibilität durch das Auflegen eines ausländischen Beteiligungsvehikels leicht umgangen werden kann, ist zu vermuten, dass sich nur eine begrenzte Zahl von Beteiligungsgesellschaften künftig als WKBen konstituieren.**

3. Der grundsätzliche Denkfehler des MoRaKG-RE besteht darin, dass **man nicht unterscheidet zwischen einer allokatonsneutralen Regelung des Marktes für privates Beteiligungskapital**, bei der es ausdrücklich nicht um eine steuerliche Förderung geht, sondern lediglich um eine Gleichstellung (**level playing field**) mit anderen Instrumenten der Eigenkapitalfinanzierung (z.B. Investmentfonds), und einer **nicht allokatonsneutralen Regelung für Frühphasenfinanzierungen**, wo man bewusst steuerliche Anreize setzen möchte, um den Spillovereffekten dieses Marktsegmentes Rechnung zu tragen. Liest man die Begründung zum Gesetzentwurf stellt man immer wieder fest, dass diese beiden unterschiedlichen Zielsetzungen vermengt werden. Ohne diese Vermengung würde schnell klar werden, dass es keiner Festlegung eines geographischen sowie größen- und altersmäßigen Kriteriums für die Zielgesellschaften von WKBen bedarf. In der Stellungnahme des Bundesrates wird dieses Defizit ebenfalls offen angesprochen.
4. Der vorliegende Referentenentwurf **lässt einige im Gutachten der TU München angesprochene Punkte offen**. Dies gilt insbesondere für die Frage der **Umsatzbesteuerung der Management Fee**. Vor dem Hintergrund des BMF-Schreibens vom 31. Mai 2007 sei hier nochmals auf die Dringlichkeit einer Regelung hingewiesen, die mit dem europäischen Ausland konkurrenzfähig ist.
5. Das BMF weist darauf hin, dass die mit dem MoRaKG-RE verbundenen Steuerausfälle in der Größenordnung von 500 Mio. € liegen. Der größte Teil, nämlich rund 400 Mio. € seien laut BMF auf die Regelungen zum Verlustvortrag zurückzuführen. Dieser Argumentation muss insoweit entschieden widersprochen werden, als diese Zahl, von der mal unterstellt sei, dass sie stimmt, **keinen Steuerausfall im ökonomischen Sinne darstellt**. Von einem solchen kann nämlich erst dann gesprochen werden, wenn man sich zuvor darauf einigt, auf welches Steuersubstrat der Staat unter wohldefinierten Grundsätzen überhaupt Zugriff hat. Ein solcher Grundsatz ist etwa das Prinzip der Besteuerung nach der Leistungsfähigkeit. Für ein Unternehmen kann das nur heißen, dass der Staat nicht einfach die Freiheit hat,

aufgelaufene Verluste, welche letztlich das Entstehen von Gewinnen in der Zukunft erst möglich machen, zu ignorieren. Daher ist es steuersystematisch richtig, dass Unternehmen ihre Verluste vortragen können. Die Tatsache, dass man diese Möglichkeit des Verlustvortrages im Zusammenhang mit einem (teilweisen) Eigentümerwechsel sehr stark einschränkt, ist als eine reine Missbrauchsabwehr zu interpretieren, welche insbesondere **bei technologieorientierten Unternehmen zu gravierenden Verletzungen des Grundsatzes der Besteuerung nach der Leistungsfähigkeit** führt. Die insoweit im MoRaKG-RE vorgenommene Korrektur ist daher keine steuerliche Privilegierung, sondern **dient lediglich der Beseitigung von bereits heute abzusehenden unerwünschten Kollateralschäden der Unternehmensteuerreform**. Es handelt sich daher um keinen Steuerausfall. Auch in diesem Punkt ist dem o.g. Antrag von BÜNDNIS 90/DIE GRÜNEN zuzustimmen.

6. Schließlich bleiben im MoRaKG-RE auch die im Gutachten der TU München gemachten **Vorschläge zur steuerlichen Förderung der Frühphasenfinanzierung weitgehend unberücksichtigt**. Hier sei lediglich auf die dort gemachten Vorschläge verwiesen. Betont sei dabei nochmals, dass mit Inkrafttreten der Steuerreform, und insbesondere der Regelungen zur Abgeltungssteuer, es zu einer erheblichen Diskriminierung von Eigenkapitalfinanzierungen im Vergleich zu Fremdkapitalfinanzierungen kommen wird. Davon wird das Angebot an Risikokapital für solche Unternehmen nicht unberührt bleiben, die keinen Zugang zu den internationalen Kapitalmärkten haben, also insbesondere junge innovative und mittelständische Unternehmen. Auch im Antrag von BÜNDNIS 90/DIE GRÜNEN wird hierzu ein Vorschlag gemacht, der zwar von jenen, die im Gutachten der TU München gemacht wurden, abweicht, aber von der Zielrichtung dennoch zu begrüßen ist.
7. Sollte das MoRaKG-RE in der vorliegenden Form in Kraft treten, wird es künftig drei oder vier verschiedene regulatorische Gebäude geben, innerhalb derer sich der Markt für privates Beteiligungskapital entfalten soll. So können Beteiligungsgesellschaften als von den Ländern beaufsichtigte UBGen agieren, als von der BaFin beaufsichtigte WKBen oder als völlig unbeaufsichtigte gewerbliche Fonds. Sofern der BMF-Erlass vom 16.12.2003 auch noch weiterhin gilt, gibt es dann noch ein viertes Gebäude, in welchem sich unbeaufsichtigte, aber dennoch vermögensverwaltend tätige Fonds ansiedeln werden. Diese Problematik wird zurecht auch in der Stellungnahme des Bundesrates angesprochen. **Dies dient weder der Übersichtlichkeit (insbesondere gegenüber ausländischen Initiatoren) noch vereinfacht es die Gründungsentscheidung der Initiatoren.**
8. **Abschließend muss noch dringend darauf hingewiesen werden, dass die Rahmenbedingen für Private Equity sich nach in Kraft treten des MoRaKG-RE dann deutlich verschlechtern würden, wenn gleichzeitig der BMF-Erlass vom 16.12.2003 seine Gültigkeit verlieren würde.**

B. Anmerkungen zu einzelnen Regelungsvorschlägen

9. § 2 WKBG: Auf die grundsätzliche Problematik der Begrenzung des Eigenkapitals einer Zielgesellschaft wurde bereits unter Abschnitt A. hingewiesen. **Unter rein technischen Gesichtspunkten sie hier aber noch darauf verwiesen, dass dieses Kriterium äußerst unscharf und daher auch manipulationsanfällig ist.** Gemäß Gesetzesbegründung handelt es sich um das gemäß Einzelabschluss nach § 272 HGB bilanzierte Eigenkapital. Damit könnte dieses Kriterium schon allein durch

Beteiligungspyramiden umgangen werden (einschränkend wirkt hier allerdings die Vorschrift nach Abs. 3 Ziff. 7, wonach die Zielgesellschaft kein Organträger sein darf). Ein noch einzufügender Verweis auf den Konzernabschluss würde das Problem auch nur teilweise lösen, weil es für die Erstellung desselben ja größenabhängige Befreiungen gemäß § 293 HGB gibt. Hinzu kommt, dass die Beteiligungskapitalgeber über die kombinierte Zeichnung von echten Eigenkapitaltiteln und Mezzaninetiteln (nachrangige Darlehen, stille Beteiligungen, etc.) das **bilanziell ausgewiesene Eigenkapital** deutlich unter den Wert des **ökonomischen Eigenkapitals** senken können. Wenn man also die Größenbegrenzung der Zielgesellschaften ernst nehmen will, sollte man auf ein **klarer definiertes Kriterium, wie etwa die Bilanzsumme, den Umsatz oder die Zahl der Arbeitnehmer**, gehen. Ohnehin wäre es besser, auf dieses Kriterium ganz zu verzichten.

Für das Alterskriterium gilt diese Überlegung analog, da man wohl über die Übertragung des Gesellschaftsvermögens auf eine neu gegründete Gesellschaft dieses manipulieren kann. Dieses Kriterium sollte ganz abgeschafft werden.

Zudem stellt sich für beide Kriterien die Frage, ob sie zu einem **Verstoß gegen EU-Beihilferecht** führen.

Eine unverhältnismäßige Einschränkung stellt auch § 2 WKBG Abs. 2 Ziff. 1. dar, wonach Zielunternehmen ihren Sitz im EWR-Raum haben müssen. Diese Vorschrift ist ersatzlos zu streichen.

10. § 9 WKBG: Die Anlagegrenzen sind weniger restriktiv gefasst als im UBGG. Das ist zu begrüßen. Es wäre aber umgekehrt wünschenswert, wenn der § 4 UBGG entsprechend angepasst würde.
11. § 12 WKBG: **Dass WKBen und UBGen von unterschiedlichen Aufsichtsbehörden kontrolliert werden unterstreicht die regulatorische Fragmentierung**, die mit dem MoRaKG-RE verbunden ist. Es sollte unbedingt eine einheitliche Aufsicht über beide Formen von Beteiligungsgesellschaften gewährleistet werden.
12. § 19 WKBG: Die Zusicherung eines vermögensverwaltenden Status für Beteiligungsgesellschaften, die in der Rechtsform einer Personengesellschaft tätig werden, ist ein wichtiger Fortschritt gegenüber der bisherigen Rechtslage. Problematisch sind hier allerdings zwei Punkte: Erstens wird dieser vermögensverwaltende Status den als Kapitalgesellschaft konstituierten Beteiligungsgesellschaften nicht zuerkannt. Aufgrund der im Grundsatz steuertransparenten Konstruktion unseres Körperschaftsteuerrechts ist das zwar im Prinzip kein Problem, führt aber insofern zu einer Ungleichbehandlung gegenüber als Personengesellschaften konstituierten Fonds, als erstere eine Steuerquote auf Ebene der Fondsgesellschaft von zukünftig rund 1,5% hinzunehmen haben. Insoweit liegt dann immer noch eine Ungleichbehandlung gegenüber Investmentfonds vor.
13. Viel wichtiger ist aber der folgende zweite Punkte. **Die Voraussetzungen für die Erlangung eines vermögensverwaltenden Status sind leider – wie schon im BMF-Erlass vom 16.12.2003 – unscharf geregelt.** Die Formulierung in Ziffer 2, es dürfe sich nicht um den „Erwerb und (die) kurzfristige Veräußerung“ einer Beteiligung handeln, ist mangels Bestimmung des Begriffs „kurzfristig“ nicht hinnehmbar. Selbiges gilt für die Ziffer 3: „Ausnutzung eines Marktes unter Einsatz beruflicher Erfahrungen“. Beides wird dazu führen, dass für die Initiatoren weiterhin große Unsicherheit bezüglich ihres steuerlichen Status herrschen wird. Dies gilt

umso mehr, als nach dem MoRaKG-RE **die aufsichtsrechtliche Anerkennung des Status als WKBG nicht gleichbedeutend ist mit der Anerkennung des vermögensverwaltenden Status** nach § 19 WKBG. Es ist äußerst unwahrscheinlich, dass sich institutionelle Investoren, insbesondere international agierende, auf die mit diesen Rechtsunsicherheiten verbundenen Risiken einlassen werden. Sie werden sich also auch weiterhin vornehmlich an ausländischen Fondsvehikeln beteiligen.

14. Unverständlich bleibt zudem, **warum der vermögensverwaltende Status dann verloren gehen sollte, wenn die WKBG dem Zielunternehmen ein Darlehen gewährt**. Gerade in der Frühphasenfinanzierung ist die Bündelung von Eigen- und Fremdkapitalinstrumenten (z.B. durch Wandelanleihen) nicht unüblich, weil sich damit bestimmte Kontrollprobleme im Verhältnis von VC-Geber und Management des Zielunternehmens leichter beheben lassen.
15. § 20 (2) WKBG: Die Zweijahresfrist sollte auf eine Dreijahresfrist erweitert werden, da bei schwieriger Marktlage es durchaus mehrere Jahre dauern kann, bis ein Beteiligungsfonds mehr als zwei Investments getätigt hat.
16. Artikel 2: **Hier werden Änderungen im UBGG umgesetzt, die in weiten Teilen mit dem Gesetzesentwurf des Bundesrates (Drucksache 16/3229) übereinstimmen. Dies ist grundsätzlich zu begrüßen**, da damit die Praktikabilität dieses gesetzlichen Rahmens verbessert und den Investoren mehr Flexibilität gewährt mangels. Die oben angesprochenen steuerrechtlichen Themen werden aber dadurch nicht beseitigt, weshalb sich an der geringen Verbreitung der UBG in der Praxis nicht sehr viel ändern wird. Zudem werden einige der im Gutachten der TU München geforderten Vereinfachungen (etwa betreffend die Anlagevorschriften im § 4 UBGG) nicht umgesetzt.
17. Artikel 3: Die vorgesehene Änderung des § 3 Nr. 40a EStG, wonach der Carried Interest künftig nur noch zu 40 Prozent von der Einkommensteuer befreit wird, ist hinnehmbar, wenngleich dies im internationalen Vergleich zu einer leichten Verschlechterung der Position Deutschlands führt. Da aber auch in anderen Ländern Diskussionen um die „richtige“ Besteuerung des Carried Interest im Gange sind, sollten diese sehr genau beobachtet werden und in Abhängigkeit des Ausgangs dieser Diskussionen auch eine Anpassung dieser Regelung erwogen werden.

Im Gutachten der TU München, sowie von vielen anderen Seiten, ist eine steuerliche Förderung von Frühphasenfinanzierungen gefordert worden, bspw. durch eine eng abgegrenzte Befreiung von der Veräußerungsgewinnbesteuerung in diesen Fällen. Dieser Vorschlag ist insoweit aufgenommen worden, als eine Änderung von § 17 Abs. 3 Satz 1 EStG dahingehend vorgeschlagen wird, dass die Freigrenze, bis zu der ein Veräußerungsgewinn aus einer wesentlichen Beteiligung an einer Kapitalgesellschaft steuerfrei bleibt, von 9'060 Euro auf 20'000 Euro angehoben werden soll. **Es ist offensichtlich, dass diese Maßnahme völlig unzureichend ist, um den im Bereich der Frühphasenfinanzierungen aktiven Investoren einen wirksamen steuerlichen Anreiz zu bieten**. Dies gilt umso mehr, als sich mit der Reduzierung des steuerfreien Anteils von Veräußerungsgewinnen bei wesentlichen Beteiligungen von 50% auf 40% und mit der Anhebung des Spitzensteuersatzes in der Einkommensteuer von 42% auf 45% die steuerliche Situation von als Business Angels tätigen vermögenden Privatinvestoren schon verschlechtert hat bzw. noch verschlechtern wird. Angesichts der bereits virulenten massiven Probleme im Fundrai-

sing hiesiger VC-Fonds sollte nochmals über die im Gutachten der TU München gemachten Vorschläge nachgedacht werden.

18. Artikel 4: Unter bestimmten restriktiven Voraussetzungen soll der Verlust des Verlustvortrags bei einer Eigentumsübertragung verhindert werden. Problematisch ist an der vorgeschlagenen Änderung des § 8c KStG allerdings zweierlei. Zum einen ist die Einschränkung, dass **Verluste insoweit erhalten bleiben, als sie auf stille Reserven des Betriebsvermögens entfallen, völlig unbestimmt**. Wie soll hier geprüft werden, wie hoch die stillen Reserven sind? Diese Einschränkung ist unverständlich und sollte fallen gelassen oder zumindest durch eine in der Praxis auch umsetzbare Regelung ersetzt werden. Zum zweiten wird die Verteilung des Verlustvortrags auf einen Fünfjahreszeitraum für einige Unternehmen, insbesondere solchen, die hohe Anlaufverluste und gleichzeitig hohe Anlauffinanzierungen haben, zu finanziellen Engpässen führen, weil sie faktisch dem Finanzamt einen Kredit in Form einer anfangs überhöhten Steuerzahlung ausreichen müssen. Insgesamt ist festzuhalten, dass die in der Koalitionsvereinbarung der derzeitigen Regierung festgehaltene Verbesserung der steuerlichen Verlustverrechnungsmöglichkeiten für mittelständische Technologieunternehmen (vgl. Koalitionsvereinbarung Zeile 794-796, S. 16) mit dem MoRaKG-RE nicht umgesetzt wird.
19. Artikel 5: siehe Ausführungen unter Punkt 15.

München, den 18. Oktober 2007

Literatur:

Brav/Gompers (2003): The Role of Lock-Ups in Initial Public Offerings. Review of Financial Studies 16, S. 1-29.

George/Nathusius (2007): The European Venture Capital Market – Scaling Beyond Current Boundaries. EVCA Special Paper conducted by CEFS and London Business School.

Kaserer/Achleitner/Schiereck/von Einem (2006): Private Equity in Deutschland – Rahmenbedingungen, ökonomische Bedeutung und Handlungsempfehlungen, Books on Demand, München.