

FYB

FINANCIAL
YEARBOOK GERMANY/EU
2017



PRIVATE EQUITY UND
CORPORATE FINANCE

ALTERNATIVE
FINANZIERUNGSFORMEN –
DAS NACHSCHLAGEWERK
FÜR UNTERNEHMER UND
INVESTOREN

FOR YOUR BUSINESS

14 Jahre
FYB FINANCIAL
YEARBOOK



Dr. Christoph Ludwig
STEUERBERATER UND PARTNER
BLL BRAUN LEBERFINGER LUDWIG, München

DR. CHRISTOPH LUDWIG | BLL

1

Erbschaftsteuerliche Aspekte bei der Bewertung von Private Equity-Fonds

Die Regelungen des deutschen Erbschaftsteuergesetzes beschäftigen bereits seit vielen Jahren die Finanzgerichtsbarkeit und zuletzt auch immer intensiver das Bundesverfassungsgericht. Dem Gesetzgeber war es aber bislang dennoch nicht gelungen, ein konsensfähiges erbschaftssteuerliches Konzept zu erstellen.

Am 22. September 2016 hat der Vermittlungsausschuss von Bundestag und Bundesrat einen Kompromissvorschlag zur Erbschaftsteuer beschlossen. Der Bundestag hat den Einigungsvorschlag am 29. September 2016 bestätigt. Der Bundesrat befasst sich am 14. Oktober 2016 mit dem geänderten Gesetz.

Die Bewertung von Beteiligungen an Private Equity-Fonds ist von dieser Diskussion zwar nicht betroffen, gewinnt aber in der täglichen Besteuerungspraxis vermehrt an Bedeutung. Anteile an Private Equity-Fonds werden durch Schenkung unter Lebenden bzw. durch Erbfall übertragen. Mangels expliziter gesetzlicher Regelungen zur Bewertung von (Anteilen an) Private Equity-Fonds wird die Bera- terschaft – insbesondere bei einer Vielzahl von zu bewertenden Private Equity-Fonds – vor einige Herausforderungen gestellt, die zumindest teilweise aber auch Gestaltungsspielraum bieten.

I. Wesentliche Grundlagen von Private Equity

1. Grundstruktur eines Private Equity-Fonds

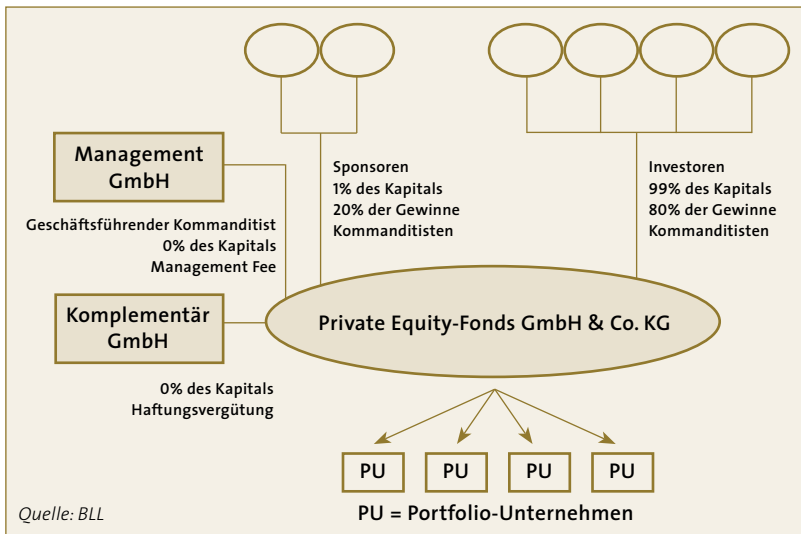
An einem typischen Private Equity-Fonds sind grundsätzlich verschiedene Personengruppen beteiligt. Die Investoren stellen das Investitionskapital zur Verfügung, die Sponsoren legen den Private Equity-Fonds auf und die Management-



Thomas Unger
STEUERBERATER, WIRTSCHAFTSPRÜFER UND PARTNER
BLL BRAUN LEBERFINGER LUDWIG, München
GESCHÄFTSFÜHRER DER PRIVATE EQUITY VERWAHRSTELLE GMBH

THOMAS UNGER | BLL

gesellschaft verwaltet die einzelnen Private Equity-Investitionen. Die Sponsoren sind am Kapital des Private Equity-Fonds i.d.R. nur geringfügig beteiligt, hingegen ist ihr Anteil am Ergebnis überproportional groß (sogenannte „Carried Interest“). Im Inland werden Venture Capital- und Private Equity-Fonds regelmäßig in der Form einer Personengesellschaft (GmbH & Co. KG) gegründet. Die nachfolgenden Grundsätze gelten aber für ausländische Personengesellschaften analog.



2. Carried Interest

Der Carried Interest ist eine besondere Komponente der Gewinnbeteiligung der Sponsoren und wird in den Gesellschaftsverträgen regelmäßig als disproportionaler Gewinnanteil ausgestaltet. Der Carried Interest zugunsten der Sponsoren wird i.d.R. fällig, sobald die Anleger ihre Kapitaleinzahlungen (häufig zzgl. der sog. „hurdle rate“) vollständig zurückerhalten haben. Ab diesem Zeitpunkt

(„full-pay-out“) erfolgen nachfolgende Auszahlungen der Private Equity-Fonds dann in den meisten Fällen nur noch zu 80% an die Anleger und zu 20% an die Sponsoren. Übersteigt der Verkehrs- oder Marktwert den Kapitalanteil eines Private Equity-Fonds aufgrund zwischenzeitlich entstandener stillen Reserven, hat der Sponsor auch dafür (zunächst noch schlummernde) Carried Interest-Ansprüche erworben, da nach Erreichen des full-pay-out nur noch der dann gesellschaftsvertraglich geregelte Gewinnverteilungsschlüssel entscheidend ist.

3. Weitere gesellschaftsvertragliche und faktische Besonderheiten bei Private Equity-Fonds

Beschränkung der Übertragung des Gesellschaftsanteils

In den Gesellschaftsverträgen von Private Equity-Fonds ist grds. vorgesehen, dass eine Anteilsübertragung der schriftlichen Zustimmung des Managements bedarf. Diesem steht dabei oftmals das uneingeschränkte Recht zu, einen Dritten als potentiellen Erwerber abzulehnen. Die Verfügungsbeschränkungsklausel wirkt sich in der Praxis stark wertmindernd aus, da eine Übertragung auf einen fremden Dritten immer von der Zustimmung des Managements abhängt und dieses kaum ein vorrangiges Interesse hat, einem Gesellschafterwechsel zuzustimmen.

Ausschluss des Kündigungsrechts der Investoren

Neben der eingeschränkten Übertragungsmöglichkeit weisen die Gesellschaftsverträge von Private Equity-Fonds i.d.R. auch Kündigungsausschlussklauseln auf. Den Investoren ist dadurch das Ausscheiden (bspw. gegen Abfindung) verwehrt und diese sind für die Laufzeit des Private Equity-Fonds gebunden. Aufgrund dieser Einschränkung können Investoren über ihr eingezahltes Kapital nicht verfügen und insoweit auch nicht auf geänderte Rahmenbedingungen oder Märkte reagieren, was sich wertmindernd auf den Private Equity-Fondsanteil auswirkt.

Konsequenzen bei Nichtzahlung des abgerufenen Kapitals

Bei Investitionen und/oder zur Abdeckung von Kosten tätigt das Management eines Private Equity-Fonds einen Kapitalabruf, und die Investoren erbringen ihren Zeichnungsbetrag in den entsprechenden Tranchen. Zahlt der Investor nicht

innerhalb der im Gesellschaftsvertrag vorgegebenen Fristen, droht dem säumigen Investor die (teilweise) Kaduzierung seiner geleisteten Einlage. Der säumige Gesellschafter wird dann gegen Auszahlung des verbleibenden Betrages seiner bisherigen Einlage aus der Gesellschaft ausgeschlossen. Auch diese drohenden Sanktionen im Fall der Nichteinzahlung des abgerufenen Kapitals haben erheblichen wertmindernden Einfluss auf den Wert des Private Equity-Fondsanteils.

Verkauf eines Fondsanteils auf dem Sekundärmarkt

Ein beabsichtigter Verkauf eines Private Equity-Fondsanteils auf dem sog. Sekundärmarkt unterliegt faktischen Beschränkungen, da es nur eine begrenzte Anzahl potentieller Erwerber auf dem Sekundärmarkt für Private Equity-Beteiligungen gibt. Auch eine Rückgabe der Anteile an den Fonds ist ausgeschlossen, was bei der Bewertung eines Private Equity-Fondsanteils ebenfalls wertmindernd zu berücksichtigen ist.

Keine geeignete Handelsplattform in Form einer funktionierenden Börse

Darüber hinaus besteht für Private Equity-Beteiligungen keine geeignete Handelsplattform in Form einer funktionierenden Börse. Die hier bestehenden Fondsbörsen stellen auf ihrer Homepage überwiegend Kaufangebote und indikative Kurse für geschlossene Fondsbeteiligungen an Immobilien und Schiffen. Private Equity wird nur vereinzelt angeboten. Somit ergeben sich in der Praxis im Falle der Zulässigkeit der Übertragung häufig Schwierigkeiten, überhaupt einen potentiellen Käufer zu finden, der dann auch vom Management als Folgeinvestor akzeptiert wird. Sofern es gelingt, einen auch vom Management anerkannten Käufer zu finden, stellt sich die Frage nach der Bewertung der Fondsbeteiligung.

II. Erbschaftsteuerliche Bewertung von Private Equity-Beteiligungen

Die erbschaftsteuerliche Bewertung eines Private Equity-Fondsanteils ergibt sich aus dem Erbschaftsteuergesetz i.V.m. dem Bewertungsgesetz. Mangels Kodifizierung gesetzlicher Regelungen zur Bewertung von Beteiligungen an Private Equity-Fonds finden grds. die allgemeinen Vorschriften zur Bewertung von vermögensverwaltenden und gewerblichen Personengesellschaften und damit die Regelungen zum sog. „gemeinen Wert“ Anwendung.

1. Der gemeine Wert als allgemeiner Bewertungsmaßstab des BewG

Beim gemeinen Wert handelt es sich um die steuerrechtliche Generalklausel für die erforderliche Bewertung von Wirtschaftsgütern. Der gemeine Wert wird dabei durch den Preis bestimmt, der im gewöhnlichen Geschäftsverkehr nach der Beschaffenheit des Wirtschaftsgutes bei einer Veräußerung zu erzielen wäre. Dabei sind alle Umstände, die den Preis beeinflussen, zu berücksichtigen.

Der steuerrechtliche Begriff des gemeinen Werts ist gleichbedeutend mit dem im Wirtschaftsleben verwendeten Begriff „Verkehrswert“ oder „Marktwert“.

2. Der gemeine Wert bei nicht notierten Anteilen an Kapitalgesellschaften

Wertableitung aus Verkäufen

Der gemeine Wert nichtnotierter Anteile an einer Kapitalgesellschaft ist in erster Linie aus tatsächlichen Verkäufen unter fremden Dritten abzuleiten, die weniger als ein Jahr zurückliegen (sog. Vergleichswertverfahren). Zur Wertableitung aus Verkäufen sind dabei grds. mehrere Verkäufe heranzuziehen. Aber auch ein einziger Verkauf kann ausreichen, sofern der Anteil zu einem Preis verkauft wurde, der dem gemeinen Wert der restlichen Anteile nicht offensichtlich widerspricht.

Die gesetzliche Vorgabe des „Ableitens des gemeinen Werts“ impliziert, dass der gesuchte gemeine Wert nicht mit dem tatsächlichen Kaufpreis übereinstimmen muss. Ggf. ist bei Vorliegen besonderer Umstände ein tatsächlicher Kaufpreis für die zu bewertenden Anteile anzupassen, wenn die Umstände dies gebieten.

Hat kein Verkauf des zu bewertenden Wirtschaftsguts im gewöhnlichen Geschäftsverkehr stattgefunden, muss der Preis, unter Berücksichtigung aller den Preis beeinflussenden Umstände und unter Ausschaltung ungewöhnlicher oder persönlicher Verhältnisse, geschätzt werden. Das Gesetz erlaubt dafür generell

- die Bewertung unter Berücksichtigung der Ertragsaussichten oder
- die Bewertung nach einer anderen anerkannten, auch im gewöhnlichen Geschäftsverkehr für nichtsteuerliche Zwecke üblichen Methode.

Auf das gesetzlich auch zugelassene vereinfachte Ertragswertverfahren wird nachfolgend nicht eingegangen, zumal die Finanzverwaltung dieses bei komplexeren Strukturen, wie bspw. Private Equity, grundsätzlich nicht zulässt.

Wertermittlung anhand der Ertragsaussichten der Kapitalgesellschaft

Die Ertragswertmethode kommt zur Ermittlung des gemeinen Werts aller Wirtschaftsgüter in Betracht, welche künftige Erträge erwirtschaften. Der gemeine Wert ist dabei durch die Kapitalisierung der Erträge zu ermitteln. Erhebliche praktische Schwierigkeiten bestehen allerdings bei der Ermittlung des Zukunftserfolges der Portfolio-Unternehmen und des Kalkulationszinssatzes (zur Abzinsung) sowie der Berücksichtigung von Unsicherheiten. Insbesondere frühphasige Unternehmensbeteiligungen im Bereich von Venture Capital erzielen noch keinen laufenden Cash Flow. Mangels vorhandener Erträge sowie aufgrund der geschilderten Schwierigkeiten bei der erforderlichen Informationsbeschaffung kann der Anleger die Wertermittlung nach der Ertragswertmethode i.d.R. nicht vornehmen.

Wertermittlung nach einer anderen anerkannten Methode

Die Wertermittlung kann auch nach einer anderen, auch im gewöhnlichen Geschäftsverkehr für nicht steuerliche Zwecke üblichen Methode, erfolgen. Im Rahmen der vierteljährlichen Berichterstattung an die Anleger werden bei Private Equity-Fonds quartalsweise Zeitwerte ermittelt. Diese werden entweder nach den Grundsätzen von Invest Europe (vormals EVCA) oder den Statements of Financial Accounting Standards as adopted by FASB (= Financial Accounting Standard Board in USA) für die amerikanischen und asiatischen Private Equity-Fonds berechnet.

Die Summe der Zeitwerte der einzelnen Portfolio-Unternehmen führt rechnerisch zum NAV (Net Asset Value) des Private Equity-Fonds und bildet damit den Verkehrs- oder Marktwert der Portfolio-Unternehmen des Private Equity-Fonds vor Berücksichtigung etwaiger wertbeeinflussender Faktoren des Fondsanteils ab. Diese Verfahren im Rahmen des quartalsweisen Reporting verwenden folglich allgemein anerkannte Bewertungsgrundsätze zur Ermittlung des Verkehrswerts der Portfolio-Gesellschaften eines Private Equity-Fondsanteils und sind daher ein sehr geeigneter Ausgangspunkt für die Ableitung des gemeinen Werts eines Anteils an einem Private Equity-Fonds.

3. Zwischenergebnis NAV als Ausgangspunkt für die Ableitung des gemeinen Wertes

Einen gesetzlich kodifizierten Ansatz zur erbschaftsteuerlichen Bewertung von Beteiligungen an Private Equity-Fonds gibt es – wie bereits zuvor ausgeführt – nicht. Die Reduktion der Bewertung der Fondsbeteiligung auf die Bewertung der von Fonds gehaltenen Unternehmensbeteiligungen, d.h. seiner Anteile an Kapitalgesellschaften, greift zu kurz, da bei dieser Vorgehensweise die Besonderheiten von Private Equity und Anteilen an geschlossenen Private Equity-Fonds völlig außer Acht gelassen werden.

Der NAV eines Private Equity-Fonds hingegen stellt einen sehr guten Ausgangspunkt für den sich daran anschließenden Ableitungsprozess des gemeinen Wertes des Private Equity-Fondsanteils dar, da hier das Fondsmanagement auf der Grundlage anerkannter Bewertungsgrundsätze die Zeitwerte, d.h. die Verkehrs- oder Marktwerte der einzelnen Portfolio-Unternehmen und damit in Summe den NAV ihres Private Equity-Fonds, ermittelt.

Private Equity-Fonds weisen aber – wie eingangs bereits ausgeführt – i.d.R. eine Reihe von Besonderheiten auf, die nachfolgend nochmals stichwortartig zusammengefasst werden:

- Etwaige Belastung mit einem latenten Carried Interest des Sponsors
- Beschränkungen bei der Übertragung des Private Equity-Fondsanteils
- Ausschluss des Kündigungsrechts der Investoren
- Konsequenzen bei der Nichtzahlung des abgerufenen Kapitals
- Schwieriger Verkauf eines Fondsanteils auf dem Sekundärmarkt
- Keine geeignete Handelsplattform in Form einer funktionierenden Börse.

Diese Besonderheiten wirken sich – insbesondere zusammen mit den nachfolgend beschriebenen wertbeeinflussenden Faktoren beim Verkauf eines Private Equity-Fondsanteils – regelmäßig signifikant auf den Steuer- oder Verkehrswert der Investition aus.

III. Wertbeeinflussende Faktoren beim Verkauf eines Fondsanteils auf dem Sekundärmarkt in der Praxis

■ Börsenumfeld

Das aktuelle globale und regionale Börsenumfeld im Allgemeinen und auch das Börsensegment der jeweiligen Portfolio-Unternehmen im Speziellen hat erheblichen Einfluss auf die Bewertung der Portfolio-Unternehmen und des Private Equity-Fondsanteils. Allerdings ist zu beachten, dass sich Veränderungen im globalen oder regionalen Börsenumfeld nach dem Bewertungsstichtag zum Quartalsende bis zum Zeitpunkt der Erstellung des Quartalsreportings erst im nächsten Quartalsbericht bzw. bei Fonds-of-Fonds-Strukturen erst im übernächsten Reporting und somit entsprechend zeitverzögert auswirken.

■ Cash Flow bis zum Ende der Laufzeit des Private Equity-Fonds

Auch der zu erwartende Cash Flow bis zum Ende der Laufzeit des Private Equity-Fonds wirkt sich auf die Bewertung des Private Equity-Fondsanteils aus. Hierzu rechnen die noch offenen Capital Calls sowie insbesondere auch die ggf. zusätzlich zu entrichtende, laufende vierteljährlich anfallende Management Fee. Befindet sich ein Private Equity-Fonds noch nahe am Beginn seines Investitionszyklus, sind noch zahlreiche Capital Calls und damit ein großer Teil der ausbedungenen Kapitaleinzahlung zu leisten. Hohe offene Einzahlungsverpflichtungen führen tendenziell zu entsprechend hohen Abschlägen bei der Bewertung des Private Equity-Fondsanteils.

■ Frühphasen- versus Spätphasen-Investments von Private Equity-Fonds

In der Praxis legen die Manager eines Private Equity-Fonds fest, ob sie das Zeichnungskapital in früh- oder spät(er)phasige Portfolio-Unternehmen investieren. Ein Frühphasen-Investment (Venture Capital) ist dadurch gekennzeichnet, dass die (Einstiegs)Bewertungen dieser Unternehmen i.d.R. noch relativ niedrig sind, da zum Beteiligungszeitpunkt keine bzw. kaum Umsätze erzielt werden. Etwaigen potentiellen Entwicklungsmöglichkeiten bei diesen Unternehmen steht ein relativ großes Ausfallrisiko entgegen, wenn die Unternehmen sich nicht planmäßig

entwickeln und daher wertberichtigt bzw. voll abgeschrieben werden müssen. Bei Engagements in spätere oder späte Reifephasen eines Unternehmens (Growth Capital oder Buyouts) weisen diese Unternehmen bereits signifikante Umsätze auf und benötigen Kapital zum weiteren Wachstum, zur Realisierung von Zukäufen, zur Erschließung neuer Märkte etc. Aufgrund des fortgeschrittenen Reifegrades bei dieser Art von Unternehmen sinkt das Ausfallrisiko. Aus diesem Grund werden diese Unternehmen aber auch höher bewertet und der Private Equity-Fonds muss beim Einstieg in das Unternehmen einen höheren Kaufpreis entrichten. In der Praxis erfahren daher auch Venture Capital-Fonds aufgrund der frühphasigen Unternehmensbeteiligungen und des damit verbundenen Ausfallrisikos tendenziell höhere Bewertungsabschläge als diejenigen Private Equity-Fonds, die in reifere Unternehmen investieren.

■ Volumen des Private Equity-Fonds

Auch das Gesamtzeichnungsvolumen eines Private Equity-Fonds hat Einfluss auf die Bewertung eines Private Equity-Fondsanteils. In der Praxis ist festzustellen, dass Private Equity-Fonds mit kleineren Fondsvolumina von den Erwerbern tendenziell mit höheren Wertabschlägen belegt werden, als mittelgroße und großvolumige Private Equity-Fonds.

■ Höhe des Zeichnungsbetrages des Veräußerers

In der Praxis hat sich gezeigt, dass auch die absolute Höhe des Zeichnungsbetrages an einem Private Equity-Fonds wertbeeinflussenden Charakter hat. Die Erwerber von Private Equity-Fondsanteilen differenzieren dabei in der Praxis zwischen kleineren Zeichnungsbeträgen bis zu € 1 Mio., mittleren Zeichnungsbeträgen zwischen € 1 Mio. und € 5 Mio. sowie höheren Zeichnungsbeträgen über € 5 Mio.

■ Spezifische Besonderheiten von Private Equity-Fonds

Neben den vorgenannten Kriterien werden seitens der Erwerber des Private Equity-Fondsanteils auch die Strategie des Fonds, die Diversifikation des Fonds-Portfolios und die Renditen von bisherigen Fonds des Managementteams bei der Bewertung berücksichtigt.

Zusammenfassung der Ergebnisse

Gesetzliche Regelung zur erbschaftsteuerlichen Bewertung von Beteiligungen an Private Equity-Fonds gibt es nicht, so dass insoweit auf die allgemeinen Vorschriften und den Wertmaßstab des gemeinen Werts zurückgegriffen werden muss.

Die grundsätzlich denkbare Bewertung der einzelnen Portfolio-Unternehmen eines Private Equity-Fonds durch den Anleger auf der Grundlage einer DCF-Bewertung ist mangels Verfügbarkeit der erforderlichen Daten auf Anlegerebene nicht praktikabel. Zum anderen berücksichtigt dieser Bewertungsansatz die Besonderheiten einer Private Equity-Fondsbeteiligung auch nicht hinreichend.

Das Fondsreporting durch den jeweiligen Manager eines Private Equity-Fonds wird auf der Grundlage eines anerkannten Bewertungsverfahrens vorgenommen und erfüllt damit die Voraussetzungen einer „anderen, auch im gewöhnlichen Geschäftsverkehr für nichtsteuerliche Zwecke üblichen Methode.“

Zur Ermittlung und Ableitung des gemeinen Werts im Sinne des Bewertungsgesetzes sind dann vom Nettovermögenswert eines Private Equity-Fonds etwaige wertbeeinflussende Faktoren zu berücksichtigen.

Auf weitere Entwicklungen und ausgewählte aktuelle handels-, steuer- und aufsichtsrechtliche Themen gehen wir gerne im FYB Financial YearBook 2018 wieder detailliert ein.

christoph.ludwig@bllmuc.de | thomas.unger@bllmuc.de