

WWW.FYB.DE

GERMAN EDITION

FYB

FINANCIAL
YEARBOOK GERMANY/EU
2026



PRIVATE EQUITY UND
CORPORATE FINANCE

ALTERNATIVE
FINANZIERUNGSFORMEN –
DAS NACHSCHLAGEWERK
FÜR UNTERNEHMER UND
INVESTOREN

FOR YOUR BUSINESS

23 *Jahre* —
FYB FINANCIAL
YEARBOOK



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

DR. CHRISTOPH LUDWIG | BLL

Erbschaftsteuerliche Aspekte bei der Bewertung von Private Equity-Fonds

Unsere Kanzlei beschäftigt sich nunmehr bereits seit mehr als 29 Jahren mit den vielfältigen Themen rund um Tax Compliance für Private Equity-Fonds sowie deren (deutsche) Gesellschafter. In den vergangenen Jahren haben wir im FYB FINANCIAL YEARBOOK regelmäßig ertragsteuerliche Themen begutachtet. Dazu zählten beispielsweise die Einkünftequalifikation bei Private Equity- und Venture Capital-Fonds sowie die steuerliche Behandlung des Carried Interest – sowohl bei den Carryholdern als auch auf der Ebene des Private Equity-Fonds. Ebenso haben wir die Thematik der Umsatzsteuer auf Managementgebühren aufgegriffen. Ein weiteres Schwerpunktthema war die (zwingend erforderliche) Steuerneutralität von Kapitalrückzahlungen aus EU- und Drittstaaten-Kapitalgesellschaften. Diese Bereiche und ihre jeweils wechselhaften Entwicklungen in den vergangenen Jahren haben wir beleuchtet und – sofern erforderlich – auch kritisch gewürdigt.

Im diesjährigen Beitrag machen wir einen Abstecher ins Erbschaftsteuerrecht und beschäftigen uns (erneut) mit erbschaftsteuerlichen Aspekten bei der Bewertung von Private Equity-Fonds.

Die Frage, wie Anteile an Private Equity-Fonds im Erbfall oder bei Schenkungen zu bewerten sind, gewinnt zunehmend an Bedeutung. In den vergangenen Jahren war zu beobachten, dass entsprechende Fall-Konstellationen in der steuerlichen Praxis zugenommen haben. Hintergrund ist hier der natürliche Lebenszyklus: Private Equity hat sich in Deutschland Ende der 90er und verstärkt ab den frühen 2000er Jahren etabliert – viele der damaligen Investoren denken heute über die Übertragung ihrer Beteiligungen auf Kinder oder andere Nachfolger nach oder haben dies bereits umgesetzt. Auch die Übertragungen durch Erbfälle haben deutlich zugenommen.



Dr. Maximilian Mayer
STEUERBERATER
bei BLL BRAUN LEBERFINGER LUDWIG UNGER, München

DR. MAXIMILIAN MAYER | BLL

4

Bereits vor einigen Jahren haben wir in einem Beitrag im FYB FINANCIAL YEARBOOK 2017 auf erste steuerliche Besonderheiten bei der Bewertung von Private Equity-Beteiligungen im Rahmen der Erbschaftsteuer hingewiesen. Seither ist das Thema aktueller denn je. Denn trotz der nachweislich wachsenden Bedeutung dieser Anlageform im In- und Ausland fehlen nach wie vor spezifische steuerliche Regelungen für deren Bewertung im Erb- und Schenkungsfall. In der Folge müssen allgemeine Bewertungsgrundsätze auf eine spezielle und komplexe Struktur übertragen werden.

Ziel dieses Beitrags ist es, die Funktionsweise eines Private Equity-Fonds aus steuerlicher Sicht einzuordnen, typische Bewertungsfragen im Rahmen der Erbschaftsteuer darzustellen und praxisgerechte Lösungsansätze für Investoren aufzuzeigen.

I. Private Equity-Fonds

1) Struktur eines Private Equity-Fonds

Die Struktur eines Private Equity-Fonds folgt in der Praxis häufig einem einheitlichen Muster. Grundsätzlich lassen sich drei zentrale Beteiligungsgruppen unterscheiden: die Investoren, die Sponsoren und das Fondsmanagement.

Die Investoren stellen das erforderliche Kapital zur Verfügung. Die Sponsoren initiieren und strukturieren den Fonds, während die Managementgesellschaft für die operative Verwaltung der einzelnen Beteiligungen verantwortlich ist.

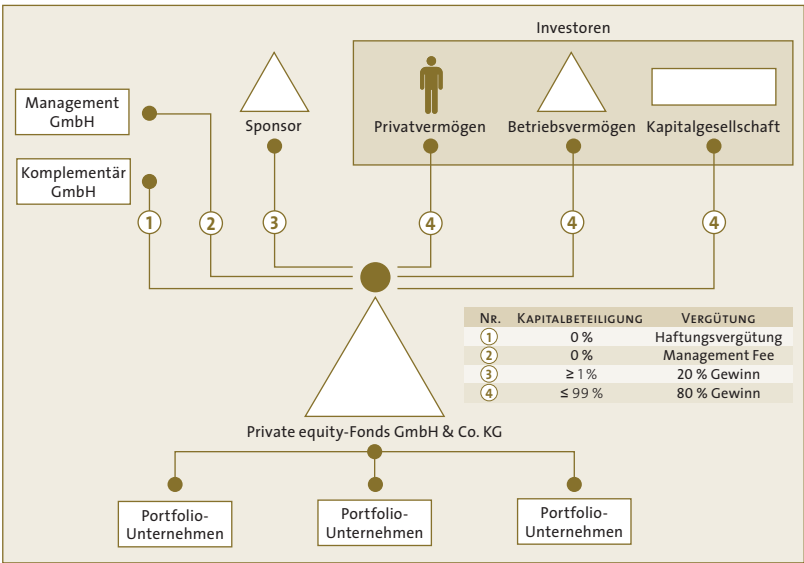
Typischerweise sind die Sponsoren nur in geringem Umfang selbst am Kapital der von ihnen aufgelegten Fonds beteiligt. Dennoch steht ihnen ein überproportionaler Anteil am wirtschaftlichen Erfolg zu – der sogenannte „Carried Interest“. Dieser bemisst sich am erzielten Gewinn und wird in der Regel erst ausgezahlt, wenn die Investoren ihr eingezahltes Kapital sowie eine bestimmte Mindestver-

zinsung („Hurdle Rate“) erreicht haben. Die Begründung für diese erfolgsabhängige Ergebnisuweisung liegt in der zentralen Rolle der Sponsoren bei der Identifikation, Strukturierung und strategischen Betreuung der Portfolioinvestitionen. Der „Carried Interest“ sorgt daher dafür, dass die Interessen der Sponsoren und Investoren gleichgerichtet sind.

Die Managementgesellschaft erbringt dagegen vertraglich vereinbarte Dienstleistungen gegenüber dem Fonds. Unter diese Dienstleistungen fallen insbesondere die Auswahl, der Erwerb, die Betreuung und die Veräußerung von Portfoliounternehmen, das Reporting an Investoren sowie die Fondsverwaltung. Ihre Vergütung erfolgt zumeist in Form eines festen, jährlich wiederkehrenden Betrags, der häufig proportional zum zugesagten Kapital der Investoren ausgestaltet ist. Die Managementgesellschaft übernimmt folglich eine klare Dienstleisterrolle gegenüber dem Fonds und erhält hierfür ein laufendes Entgelt, das unabhängig vom Erfolg der Investments gezahlt wird.

Typische Struktur eines inländischen Private Equity-Fonds

Abb. 1



Im Inland werden Private Equity-Fonds regelmäßig in der Rechtsform einer Personengesellschaft, typischerweise einer GmbH & Co. KG, strukturiert. Auch im Ausland wird häufig eine personengesellschaftsähnliche Struktur gewählt – etwa in Form einer Limited Partnership (USA), deren vertragliche Ausgestaltung der einer deutschen GmbH & Co. KG in wesentlichen Punkten entspricht.

2) Lebenszyklus eines Private Equity-Fonds

Nach Abschluss der Fondskonzeption und Beendigung der Kapitaleinwerbung wird der Private Equity-Fonds in der Regel für neue Anleger geschlossen, und die Investitionsphase beginnt. In dieser Phase ruft das Fondsmanagement sukzessive Teilbeträge der zugesagten Kapitalzusagen bei den Investoren ab – sogenannte „Capital Calls“ –, um geplante Unternehmensbeteiligungen zu finanzieren. Die Investoren leisten ihre Einlagen dabei nicht in einer Summe, sondern in mehreren Tranchen, die sich typischerweise über einen Zeitraum von drei bis sechs Jahren erstrecken.

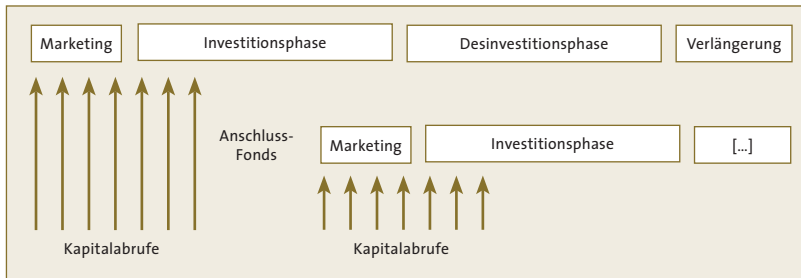
Mit dem Ende der Investitionsphase endet auch die Möglichkeit, weiteres Kapital von den Investoren abzurufen. Daran schließt sich die Desinvestitionsphase an, in der dem Fondsmanagement üblicherweise ein Zeitraum von fünf bis sieben Jahren zur Verfügung steht, um die in der Investitionsphase aufgebauten stillen Reserven oder etwaige Wertberichtigungen zu realisieren. Sobald ein Portfolio-Unternehmen den angestrebten Reifegrad erreicht hat oder zum Ende der Fondslaufzeit, erfolgt dessen Veräußerung. Dabei stehen dem Fonds verschiedene Exit-Strategien zur Verfügung, etwa der Verkauf an einen strategischen Investor, ein Secondary Buyout durch einen anderen Private Equity-Fonds oder ein Börsengang mit anschließender Platzierung der Anteile.

Bereits vor dem Auslaufen der Investitionsphase beginnt das Fondsmanagement häufig mit der Vermarktung und Kapitalakquise für einen Nachfolgefonds. In dieser Phase besteht die Gefahr, dass das Management versucht sein könnte, die Performancekennzahlen des laufenden Fonds zu beeinflussen, um bestehende und potenzielle Investoren von einer Beteiligung am neuen Fonds zu überzeugen. Für Investoren ist es daher essenziell, die Performance des laufenden Fonds kritisch zu hinterfragen. Maßgeblich ist hierbei regelmäßig der vom Management

ausgewiesene Nettovermögenswerte (Net Asset Value, NAV). Dieser kann jedoch – je nach Auswahl konservativer oder aggressiver Bewertungsmethoden – in erheblichem Maße durch das Fondsmanagement beeinflusst werden.

Lebensphasen eines Private Equity-Fonds

Abb. 2



II. Erbschaftsteuerliche Bewertung von Private Equity

Die erbschaftsteuerliche Bewertung von Anteilen an Privat Equity-Fonds richtet sich nach den allgemeinen Bewertungsgrundsätzen für vermögensverwaltende und gewerbliche Personengesellschaften. Da es bislang keine speziellen gesetzlichen Regelungen für die Bewertung solcher Beteiligungen gibt, kommen die allgemeinen Vorschriften zur Anwendung.

Dabei wird sowohl der Wert des übertragenen Vermögens als auch die Berücksichtigung etwaiger Nachlassverbindlichkeiten auf Basis des gemeinen Werts ermittelt – also jenes Preises, der im gewöhnlichen Geschäftsverkehr bei einer Veräußerung zu erzielen wäre. Dieser Wert bildet die Grundlage für die steuerliche Bemessung im Rahmen der Erbschaftsteuer.

1) Vermögensverwaltende Personengesellschaft

Eine vermögensverwaltende Personengesellschaft erzielt durch die Nutzung von Vermögen Erträge im Sinne einer Fruchtziehung, ohne dass eine aktive Umschichtung oder Verwertung der Substanz im Vordergrund steht. Voraussetzung

ist zudem, dass die Gesellschaft weder gewerblich infiziert ist noch aufgrund ihrer Struktur als gewerblich geprägt gilt.

Bei der Übertragung einer Beteiligung an einer solchen vermögensverwaltenden Personengesellschaft wird nicht die Beteiligung als solche, sondern vielmehr der anteilige Erwerb der darin gehaltenen Wirtschaftsgüter betrachtet. Schulden und sonstige Verpflichtungen der Gesellschaft, die im Zuge der Übertragung ebenfalls auf den Erwerber übergehen, mindern den Erwerb in gleicher Weise wie eine Gegenleistung.

Bewertungsgegenstand sind daher die einzelnen Wirtschaftsgüter des Fonds, insbesondere die Beteiligungen an den jeweiligen Portfolio-Unternehmen. Diese bilden die Grundlage für die steuerliche Bewertung des übertragenen Vermögens.

2) Gewerbliche Personengesellschaft

Auch bei gewerblich tätigen oder gewerblich geprägten Personengesellschaften erfolgt die erbschaftsteuerliche Bewertung von Anteilen grundsätzlich anhand einer anteiligen Zurechnung des Gesellschaftsvermögens auf die Gesellschafter. Maßgeblich ist dabei der Gesamtwert des Vermögens der Gesellschaft, der entsprechend den Beteiligungsverhältnissen aufgeteilt wird. Bewertungsgegenstand sind daher auch hier vor allem die jeweiligen Portfolio-Unternehmen.

3) Bewertung der Portfolio-Unternehmen

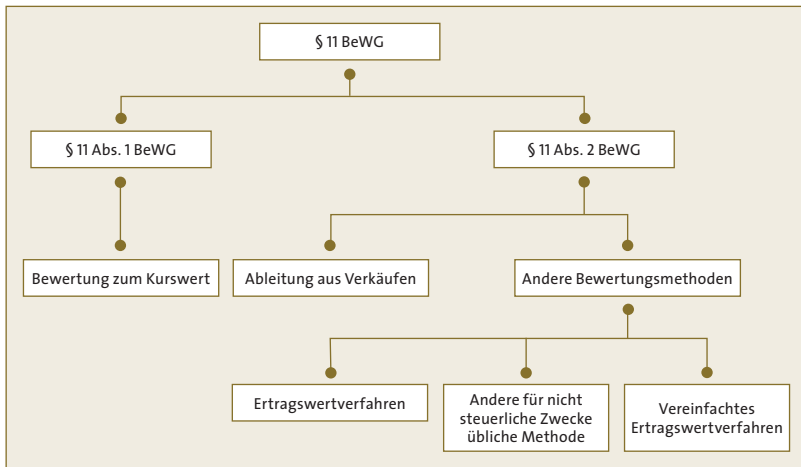
Portfolio-Unternehmen sind in der Regel nicht börsennotierte Kapitalgesellschaften. Für die Ermittlung ihres gemeinen Werts stehen grundsätzlich drei Bewertungsansätze zur Verfügung:

- **Marktpreisorientierte Bewertung:** Grundlage ist der Preis, der sich aus kürzlich erfolgten Verkäufen zwischen unabhängigen Dritten ergibt.
- **Ertragswertorientierte Bewertung:** Der Wert wird anhand der künftigen Ertragsaussichten des Unternehmens bestimmt. Eine steuerliche Besonderheit besteht durch das sogenannte vereinfachte Ertragswertverfahren.

- **Weitere marktübliche Bewertungsmethoden:** Anerkannt werden auch Verfahren, die im allgemeinen Geschäftsverkehr üblich sind und insbesondere von Käufern bei der Kaufpreisermittlung angewendet werden.

Steuerliche Bewertungsmethoden

Abb. 3



■ Marktpreisorientierte Bewertung

Der gemeine Wert nicht börsennotierter Anteile an einer Kapitalgesellschaft wird in erster Linie aus tatsächlich erzielten Verkaufspreisen zwischen unabhängigen Dritten abgeleitet, sofern diese weniger als ein Jahr zurückliegen. Für eine belastbare Wertermittlung sollten möglichst mehrere Vergleichsverkäufe herangezogen werden. In Einzelfällen kann jedoch auch ein einzelner Verkauf ausreichen, wenn die rechtlichen und tatsächlichen Rahmenbedingungen darauf schließen lassen, dass der erzielte Preis dem Wert der übrigen Anteile entspricht. Auch ernsthafte Kaufpreisangebote können berücksichtigt werden, selbst wenn es vor dem Bewertungsstichtag nicht zu einem tatsächlichen Verkauf gekommen ist.

Fehlen vergleichbare Transaktionen oder belastbare Kaufpreisangebote, kann der gemeine Wert im Wege einer sachverständigen Schätzung ermittelt werden.

Dabei muss der tatsächliche Kaufpreis nicht zwingend mit dem gemeinen Wert übereinstimmen. Besondere Umstände – wie Unterschiede in den Rechten oder Pflichten bestimmter Anteile, etwa im Hinblick auf Gewinnbezugsrechte oder latente Belastungen durch Carried Interest – können Anpassungen erforderlich machen.

Bei Private Equity-Fonds werden die Portfolio-Unternehmen typischerweise während der Investitionsphase erworben und erst viele Jahre später wieder veräußert. Auf Fondsebene finden daher in der Zwischenzeit in der Regel keine Transaktionen statt, aus denen sich der Wert der einzelnen Beteiligungen unmittelbar ableiten ließe.

Liegt kein Verkauf des zu bewertenden oder eines vergleichbaren Wirtschaftsguts vor, ist der Wert zu schätzen. Grundlage dieser Schätzung ist die Annahme, dass es sich um einen beabsichtigten Verkauf handelt, bei dem im gewöhnlichen Geschäftsverkehr mit ernsthaften Interessenten ein marktgerechter Preis ausgehandelt wird. Dabei sind alle wertbeeinflussenden Umstände zu berücksichtigen, ungewöhnliche oder persönliche Verhältnisse jedoch auszublenden. Maßgeblich ist die Einschätzung, die eine sachkundige, unvoreingenommene Person unter Berücksichtigung der allgemeinen Lebenserfahrung und der üblichen Marktaufassung vornehmen würde.

■ Ertragswertorientierte Bewertung und vereinfachtes Ertragswertverfahren

Die Ertragswertmethode eignet sich grundsätzlich zur Ermittlung des gemeinen Werts aller Vermögenswerte, die künftig Erträge erwirtschaften können. Der Wert wird dabei aus den erwarteten zukünftigen Erträgen abgeleitet und durch Kapitalisierung ermittelt, sofern keine geeigneten Vergleichsverkäufe vorliegen.

In der Praxis stößt dieses Verfahren jedoch bei Private Equity-Beteiligungen auf erhebliche Herausforderungen. Die Prognose zukünftiger Unternehmensgewinne, die Festlegung eines geeigneten Kapitalisierungszinssatzes sowie die Bewertung von Unsicherheiten sind oft nur schwer verlässlich möglich. Besonders bei frühen Unternehmensphasen (Venture Capital) fehlt es in der Regel an laufenden

Erträgen, da diese Beteiligungen noch vollständig auf das Kapital des Fonds angewiesen sind. Für den Anleger eines Private Equity-Fonds ist die Anwendung der Ertragswertmethode daher meist schon aufgrund der begrenzten Informationsverfügbarkeit nicht praktikabel.

Grundsätzlich lassen sich Anteile an Portfoliounternehmen für steuerliche Zwecke auch nach dem vereinfachten Ertragswertverfahren bewerten. Anleger haben dabei das Wahlrecht, dieses Verfahren anzuwenden. Das vereinfachte Ertragswertverfahren stützt sich auf die Ergebnisse der letzten drei Geschäftsjahre und ist damit vergangenheitsorientiert.

Das vereinfachte Ertragswertverfahren ist nicht anzuwenden, wenn es zu offensichtlich unrealistischen Ergebnissen führt. Dies ist insbesondere bei jungen Unternehmen der Fall, deren zukünftige Ertragskraft sich noch nicht zuverlässig aus den bisherigen Geschäftszahlen ableiten lässt. Gerade bei Portfoliounternehmen von Venture Capital-Fonds besteht daher das Risiko, dass die Finanzverwaltung eine Bewertung nach dem vereinfachten Ertragswertverfahren nicht akzeptiert und stattdessen eine andere Bewertungsmethode fordert.

■ Weitere marktübliche Bewertungsmethoden

Bei Vermögenswerten, die grundsätzlich im Rahmen des Ertragswertverfahrens bewertet werden können, besteht auch die Möglichkeit, auf die Bewertung durch qualifizierte Dritte zurückzugreifen – sofern diese auf anerkannten Bewertungsgrundsätzen basiert und auch im allgemeinen Geschäftsverkehr gebräuchlich ist. Dies ist insbesondere bei Anteilen an Private Equity-Fonds von Bedeutung.

Eine eigenständige Bewertung nach dem klassischen Ertragswertverfahren ist für Anleger in Private Equity-Fonds oft kaum umsetzbar. Der Grund liegt in der schwierigen Informationsbeschaffung zu den Portfolio-Unternehmen. In der Praxis werden jedoch quartalsweise Zeitwerte ermittelt, die im Rahmen der Investorenberichte ausgewiesen werden. Diese Bewertungen orientieren sich üblicherweise an den International Private Equity & Venture Capital Valuation Guidelines oder – bei US- und Asienfonds – an den entsprechenden US-amerikanischen Rechnungslegungsstandards.

Die Summe der Zeitwerte aller Portfolio-Unternehmen ergibt den NAV des Fonds. Dieser spiegelt den Marktwert der Beteiligungen wider, bevor fondsbezogene Faktoren berücksichtigt werden.

An folgendem Beispiel lässt sich der Prozess der Bewertung wie folgt skizzieren: Die Verkehrswerte der einzelnen Portfolio-Unternehmen werden quartalsweise auf Basis interner Bewertungsrichtlinien ermittelt. Verantwortlich hierfür ist meist eine interne Bewertungsgruppe, die die zuständigen Portfoliomanager anleitet. Die ermittelten Werte werden vom verantwortlichen Manager, stichprobenartig vom Fondsmanagement sowie von externen Dritten überprüft.

Ein speziell auf die Erbschaftsteuer zugeschnittener gesetzlicher Bewertungsansatz für Private Equity-Fonds existiert nicht. Eine reine Ableitung des Fondswerts aus den Bewertungen der gehaltenen Unternehmensbeteiligungen greift zu kurz, da sie die besonderen Strukturen und vertraglichen Rahmenbedingungen geschlossener Private Equity-Fonds unberücksichtigt lässt.

Der NAV eines Private Equity-Fonds bildet allerdings einen sehr guten Ausgangspunkt für die anschließende Ermittlung bzw. Ableitung des gemeinen Werts eines Fondsanteils. Er wird vom Fondsmanagement auf Basis anerkannter Bewertungsgrundsätze ermittelt und spiegelt die Zeitwerte – also die Verkehrs- bzw. Marktwerte – der einzelnen Portfolio-Unternehmen und deren Summe wider.

Private Equity-Fonds weisen jedoch in der Regel eine Reihe von Besonderheiten auf, die bei der Bewertung berücksichtigt werden sollten:

- mögliche Belastung durch Carried Interest des Sponsors,
- regelmäßig zu zahlende fixe Managementgebühr,
- Einschränkungen bei der Übertragbarkeit von Fondsanteilen,
- eingeschränkte Handelbarkeit auf dem Sekundärmarkt,
- potenzielle Beeinflussung des NAV durch das Fonds-Management.

Diese Faktoren können den Steuer- bzw. Verkehrswert einer Beteiligung spürbar reduzieren. In der erbschaftsteuerlichen Bewertungspraxis sollten sie daher in Form eines Abschlags auf den NAV berücksichtigt.

4) Abschläge auf den NAV

■ Carried Interest

Der Carried Interest ist eine besondere Form der Gewinnbeteiligung der Sponsoren eines Private Equity-Fonds. Der Begriff leitet sich aus dem Umstand ab, dass der Sponsor einen Beteiligungsanspruch („interest“) hält, dessen Kapitaleinsatz vollständig oder überwiegend von anderen – in der Regel den Investoren – finanziert wird („to carry“).

In den Gesellschaftsverträgen wird der Carried Interest meist als überproportionaler Gewinnanteil ausgestaltet, der von der üblichen Gewinnverteilung abweicht. Er wird fällig, sobald die Investoren ihr eingezahltes Kapital zuzüglich einer vereinbarten Mindestverzinsung („Hurdle Rate“) vollständig zurückerhalten haben. Dieser Zeitpunkt wird als „Full Pay-Out“ bezeichnet. Ab diesem Moment fließen die weiteren Ausschüttungen in den meisten Fällen zu 80 % an die Investoren und zu 20 % an die Sponsoren.

Zu diesem Zeitpunkt weichen Kapitalanteil und Unternehmenswertanteil deutlich voneinander ab. Der Kapitalanteil – abgebildet im Kapitalkonto des Gesellschafters – zeigt nur den bilanziellen Eigenkapitalanteil. Der Unternehmenswertanteil hingegen berücksichtigt zusätzlich die stillen Reserven der Gesellschaft. In diesen stillen Reserven enthaltene Carried-Interest-Ansprüche mindern den Wert des Fondsanteils, da nach Erreichen des Full Pay-Out die gesellschaftsvertragliche Gewinnverteilung gilt, die den Sponsoren einen festen Anteil am weiteren Erfolg zusichert.

Im Vergleich dazu würde ein direkter Erwerb der Beteiligungen an den Portfolio-Unternehmen – ohne Zwischenschaltung des Fonds – diese Carried-Interest-Verpflichtung nicht auslösen. Für einen potenziellen Käufer eines Fondsanteils stellt der Carried Interest daher einen wertmindernden Faktor dar, der in die Investitionsentscheidung einzubeziehen ist. Diese kapitaldisproportionale Gewinnverteilung ist auch steuerlich anzuerkennen und führt bei der erbschaftsteuerlichen Bewertung zu einem Abschlag des NAV. Der Abschlag trägt somit der besonderen Struktur eines Private Equity-Fonds angemessen Rechnung.

■ Management Fee

Neben den Investitionsrisiken, der während der Fondslaufzeit eingeschränkten Liquidität und den erheblichen Renditeminderung durch den Carried Interest wird der Fondswert eines Investors zusätzlich durch die jährlich anfallende Managementgebühr belastet. Die Höhe der Management Fee folgt in der Praxis meist einigen etablierten Berechnungsmodellen. Bei einer Übertragung des Fondsanteils geht auch die Verpflichtung zur Zahlung dieser Gebühr auf den Erwerber – sei es Erbe oder Beschenker – über.

Für Bewertungszwecke wird die künftige Management Fee auf den heutigen Zeitpunkt abgezinst, um ihre gegenwärtige Wertbelastung zu bestimmen.

■ Einschränkungen bei der Übertragbarkeit von Fondsanteilen

In den Gesellschaftsverträgen von Private Equity-Fonds ist in der Regel festgelegt, dass die Übertragung eines Fondsanteils der schriftlichen Zustimmung des Komplementärs bedarf. Häufig besitzt dieser dabei ein uneingeschränktes Ablehnungsrecht gegenüber potenziellen Erwerbern. Auf diese Weise sichern sich die hinter dem Komplementär stehenden Manager die Homogenität, Stabilität und Exklusivität ihres Fonds.

Diese Zustimmungsklausel wirkt sich in der Praxis deutlich wertmindernd aus, da eine Veräußerung an einen externen Käufer stets von der Genehmigung des Komplementärs abhängt – und dieser meist kein vorrangiges Interesse an einem Gesellschafterwechsel hat. Oft werden ausschließlich bereits bekannte und als verlässlich eingeschätzte Investoren zugelassen.

Im Vergleich zu anderen Anlageformen, etwa börsennotierten Beteiligungen, ist die Liquidierbarkeit eines Private Equity-Fondsanteils stark eingeschränkt. Das damit verbundene Illiquiditätsrisiko zählt zu den zentralen Faktoren, die Investoren bei einer Beteiligungsentscheidung berücksichtigen. Ob eine Übertragung letztlich möglich ist, hängt entscheidend von der Bereitschaft des Komplementärs ab, einem entsprechenden Wunsch zuzustimmen. Dies macht Private Equity-Investments im Kern zu langfristig gebundenem Kapital.

Erteilt der Komplementär seine Zustimmung, liegt es in seinem eigenen Interesse, dass der Fondsanteil von einem finanzstarken und langfristig orientierten Nachfolgeinvestor übernommen wird. In diesem Zusammenhang werden zunehmend spezialisierte Intermediäre und Berater für Fundraising und Sekundärtransaktionen eingebunden. Sie kennen die Strukturen und Anforderungen der verschiedenen Fonds genau und verfügen über die notwendigen Kontakte, um geeignete Erwerber zu identifizieren, die den Qualitätskriterien des Komplementärs entsprechen.

■ Eingeschränkte Handelbarkeit auf dem Sekundärmarkt

Der beabsichtigte Verkauf eines Private Equity-Fondsanteils auf dem Sekundärmarkt – also der Handel mit bereits gezeichneten Anteilen – unterliegt faktischen Beschränkungen. Dies liegt vor allem daran, dass es in der Regel nur wenige geeignete und interessierte Käufer für solche Beteiligungen gibt.

Die Höhe der Abschläge auf dem Sekundärmarkt hängt stark vom Entwicklungsstand des Fonds ab. Ältere Fonds, die kurz vor ihrer Auflösung stehen und deren Investitionen bald liquidiert werden, weisen in der Regel geringere Abschläge auf, da die Rückführung des Kapitals absehbar ist. Bei jüngeren Fonds sind die Abschläge hingegen deutlich höher, da das Liquiditätsrisiko größer ist. Zusätzliche Wertminderungen ergeben sich bei sogenannten „Tail-End“-Fonds, die sich in den letzten Jahren ihrer Laufzeit befinden. Hier sind die wertstarken Beteiligungen meist bereits veräußert, und die verbliebenen Unternehmen – oft als „Zombie-Unternehmen“ bezeichnet – zeichnen sich durch geringe Attraktivität und eingeschränkte Verkaufschancen aus.

Auch wenn der Sekundärmarkt in der Presse in der jüngeren Vergangenheit als zunehmend attraktiver dargestellt wird, bezieht sich dies vor allem auf von der Fondsleitung (General Partner) initiierte Transaktionen, bei denen der Fonds in einen anderen Fonds übertragen wird (sog. „Continuation Funds“). In diesen Fällen liegt der Abschlag oft bei rund 10 %. Für einzelne Kommanditisten bzw. Limited Partner fallen die Abschläge jedoch in der Regel deutlich höher aus. Der Unterschied hinsichtlich des Abschlags verdeutlicht das Ungleichgewicht zwischen institutionell organisierten Lösungen und individuellen Verkäufen einzelner Investoren.

■ Mögliche Beeinflussung des NAV durch das Fondsmanagement

Private Equity-Fonds sind in der Regel nicht verpflichtet, ihre Jahresabschlüsse nach US-GAAP oder IFRS zu erstellen, orientieren sich jedoch häufig an anerkannten Branchenstandards. Im Vergleich zu börsennotierten Unternehmen verfügen Fondsmanager dabei über deutlich größeren Ermessensspielraum bei der Bewertung und Ermittlung des NAV. Der Hauptgrund liegt im Fehlen umfassender gesetzlicher Berichtspflichten. Stattdessen ergeben sich die Bewertungsstandards meist aus vertraglichen Vereinbarungen mit den Investoren oder aus dem Reputationsinteresse des Managements.

Dieser Spielraum eröffnet die Möglichkeit, NAVs gezielt zu beeinflussen, um eigene Vorteile zu erzielen. Die Bewertung privater und illiquider Vermögenswerte – wie der Portfolio-Unternehmen eines Private Equity-Fonds – ist sowohl methodisch anspruchsvoll als auch interpretationsabhängig. Selbst bei Anwendung standardisierter Verfahren verbleibt ein erheblicher subjektiver Anteil, insbesondere bei der Auswahl des Bewertungsmodells und der zugrunde liegenden Annahmen. Demzufolge können verschiedene, jeweils vertretbare Ansätze zu deutlich unterschiedlichen Ergebnissen führen.

In bestimmten Situationen kann dieser Ermessensspielraum opportunistisch genutzt werden. Besonders kritisch ist die Marketing- und Kapitalsammelphase für einen Nachfolgefonds, in der die veröffentlichten Bewertungen eine zentrale Rolle bei der Gewinnung neuer Investoren spielen. Empirische Studien belegen, dass in dieser Phase häufig eine tendenzielle Überbewertung der NAVs erfolgt – insbesondere bei Fondsmanagern mit begrenzter Markterfahrung oder geringerer Reputation.

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass die Gefahr einer überhöhten NAV-Bewertung vor allem während der Anschlussfinanzierung besonders groß ist und Investoren in dieser Phase erhöhte Vorsicht walten lassen sollten. Im Rahmen der erbschaftsteuerlichen Bewertung ist daher für diesen Umstand ein weiterer Abschlag zu berücksichtigen. Dies unterstreicht die Notwendigkeit, bei der Bewertung stets auch potentielle Verzerrungen im Blick zu haben. Für die Praxis bedeutet dies, dass Bewertungsannahmen stets kritisch hinterfragt werden sollten.

III. Fazit und Ausblick

In diesem Jahr haben wir (nachdem wir im vergangenen Jahr keinen Artikel verfasst hatten) zum sechzehnten Mal einen Beitrag im FYB FINANCIAL YEARBOOK verfasst. Dabei stellen wir erneut fest, dass sich auch die Finanzverwaltung nach wie vor intensiv mit Private Equity und Venture Capital beschäftigt und (ertrag) steuerliche Ungereimtheiten i.Z.m. Private Equity- und Venture Capital-Strukturen sich zumindest teilweise weiter verfestigen. In einigen Bereichen fehlen aber nach wie vor, klare und belastbare Regelungen.

Private Equity-Fonds spielen weltweit eine immer bedeutendere Rolle als Treiber von Investitionen in Unternehmen. Diese Fonds, sowohl inländische als auch ausländische, sind in der Regel als Personengesellschaften organisiert, wobei die Investoren als beschränkt haftende Partner fungieren. Im Erbschaftsteuer- und Bewertungsrecht gibt es jedoch keine spezifische Methodik zur Bewertung von Private Equity-Fonds, weshalb auf die Bewertung von vermögensverwaltenden und gewerblichen Personengesellschaften zurückgegriffen werden muss. Ausgangspunkt der Bewertung bildet der vom Fondsmanagement ermittelte und kommunizierte NAV, von dem jedoch u.E. diverse Abschläge vorgenommen werden sollten. Diese Abschläge resultieren unter anderem aus fixen Managementgebühren und dem Carried Interest, den die Sponsoren erhalten. Zudem variiert das Risiko je nach Art des Investitionsschwerpunktes des Private Equity-Fonds.

Der Ermessensspielraum des Fondsmanagements bei der Ermittlung des NAV ist ebenfalls ein möglicherweise nicht zu vernachlässigender Faktor und wird laut empirischen Studien besonders während der Kapitalsammelphase, d.h. dem Fund Raising eines Anschlussfonds ausgenutzt. Weitere Abschläge können sich aufgrund gesellschaftsrechtlicher Besonderheiten, wie beispielsweise der eingeschränkten Übertragbarkeit der Anteile, ergeben.

Auch in diesem Beitrag haben wir im Einleitungsteil auf Themen aus Vorjahresbeiträgen referenziert. Sofern Sie die älteren FYB FINANCIAL YEARBOOK-Artikel nicht (mehr) zur Hand haben, da beispielsweise ältere Ausgaben des FYB FINANCIAL YEARBOOK vergriffen sind und/oder nicht (mehr) zur Verfügung stehen, zögern Sie bitte nicht, sich bei uns zu melden. Wir haben vereinzelte ältere FYB FINANCIAL

YEARBOOK-Ausgaben noch vorrätig oder können Ihnen zumindest den oder die gewünschten Artikel elektronisch zur Verfügung stellen.

Auf weitere Entwicklungen und ausgewählte aktuelle handels-, steuer- bzw. aufsichtsrechtliche Themen im Zusammenhang mit Private Equity-Strukturen gehen wir gerne im FYB FINANCIAL YEARBOOK 2027 wieder detailliert ein.

christoph.ludwig@bllmuc.de | maximilian.mayer@bllmuc.de
sebastian.pech@bllmuc.de | thomas.unger@bllmuc.de

Über die Autoren:

CHRISTOPH LUDWIG kam direkt nach seinem BWL-Studium und seiner Assistentenzeit nebst Promotion an der Ludwig-Maximilians-Universität München zu BLL, wo er seit 1998 Partner ist. Christoph Ludwig ist spezialisiert auf die laufende Betreuung nationaler und internationaler Private Equity- und Venture Capital-Fonds und die umfassende Beratung vermögender (Privat)Personen mit unternehmerischem Hintergrund. Das Leistungsspektrum im Private Equity-Bereich umfasst die Erstellung der Jahresabschlüsse und Steuererklärungen für inländische Strukturen sowie umfassender und komplexer gesonderter und einheitlicher Feststellungserklärungen für inländische Gesellschafter ausländischer Private Equity-Fonds einschließlich etwaiger AstG-Erklärungen.

DR. MAXIMILIAN MAYER ist seit 2024 als Steuerberater bei BLL tätig. Im Rahmen seiner Tätigkeit bei BLL fokussiert er sich insbesondere auf die Tax Compliance internationaler Private Equity- und Venture Capital-Fonds. Dazu zählt die Erstellung gesonderter und einheitlicher Feststellungserklärungen für inländische Gesellschafter ausländischer Private Equity-Fonds, einschließlich etwaiger AstG-Erklärungen sowie Anträgen auf Einlagenrückgewähr ausländischer Kapitalgesellschaften.

Weitere Mitwirkende:

SEBASTIAN PECH ist seit 2025 Partner bei BLL. Er ist spezialisiert auf die Tax Compliance für nationale und internationale Private Equity- sowie Venture Capital-Fonds und die umfassende Beratung vermögender (Privat)Personen. Dabei greift er auf die Kenntnisse und Einblicke zurück, die er sich über viele Jahre als Geschäftsführer und Steuerberater eines Single Family Office aufgebaut hat. Das Leistungsspektrum im Private Equity-Bereich umfasst die Erstellung der Jahresabschlüsse und Steuererklärungen für inländische Strukturen sowie umfassender und komplexer gesonderter und einheitlicher Feststellungserklärungen für inländische Gesellschafter ausländischer Private Equity-Fonds einschließlich etwaiger AStG-Erklärungen.

THOMAS UNGER ist seit 2014 Partner bei BLL. Er ist spezialisiert auf Tax Compliance für nationale und internationale Private Equity- sowie Venture Capital-Fonds in Form von Direct- und Fund of Fund-Strukturen. Insbesondere umfasst dies die Erstellung der Jahresabschlüsse und Steuererklärungen für inländische Strukturen sowie umfassender und komplexer gesonderter und einheitlicher Feststellungserklärungen für inländische Gesellschafter ausländischer Private Equity-Fonds einschließlich etwaiger AStG-Erklärungen.