

„Schwierige Zeiten für kleine Fonds“

Christoph Ludwig, Partner von BLL Braun Leberfinger Ludwig, im Gespräch über die diffizile Praxis der Compliance bei Private Equity-Fonds.

5. Nov 2013

von **Christina Moehrle** <http://www.cfoworld.de/impressum/autoren/christina-moehrle>

CFOworld: Sie betreuen seit vielen Jahren nationale und internationale Private Equity- und Venture Capital-Fonds in Hinblick auf die steuerliche Compliance. Wie viele Fonds und Anleger befinden sich aktuell unter Ihrer Ägide?

Christoph Ludwig: Wir haben 1996 mit den ersten Private Equity-Programmen begonnen und mittlerweile circa 100 Initiatoren, 350 Fondsstrukturen und 7.000 vorwiegend deutsche Anleger in unserer Betreuung. Es kommen jedoch auch internationale Investoren hinzu, sofern sie über deutsche, sogenannte Onshore-Strukturen investieren. Bei Offshore-Fonds beraten wir ausschließlich die deutschen Anleger.

Private Equity- und Venture Capital-Fonds haben in den vergangenen Jahren eine recht holprige Reise erlebt. Welches sind die herausforderndsten Compliance-Themen, mit denen sich deutsche Investoren heutzutage herumschlagen müssen?

Die größte Herausforderung liegt nach wie vor in der eindeutigen Abgrenzung zwischen vermögensverwaltender und gewerblicher Tätigkeit der Fonds. Dies ist wegen der sehr unterschiedlichen Steuerfolgen für die verschiedenen Typen von Investoren von großer Bedeutung. Viele Jahre lang gab es deshalb Diskussionen, die nur in enger Absprache mit der Finanzverwaltung geklärt werden konnten. Vor mehr als zehn Jahren wurde dann erstmals ein BMF-Schreiben erarbeitet, das Kriterien für die Abgrenzung festlegt. Die Tücke steckt jedoch noch immer im Detail. Bis zur Einführung des Abgeltungs-Regimes zum 1.1.2009 konnten beispielsweise private Anleger in vermögensverwaltenden Fonds langfristige Kapitalgewinne nach einer Haltedauer von mehr als einem Jahr steuerfrei vereinnahmen – eine wichtige Komponente für eine attraktive Nettorendite von Private Equity-Fonds. Inzwischen sind diese Gewinne mit einer Abgeltungssteuer von 25% belegt. Deshalb spielt es heutzutage fast keine Rolle mehr, ob ein privater Investor in einen vermögensverwaltenden oder gewerblichen Private Equity-Fonds investiert: Das steuerliche Endergebnis ist nahezu identisch. Institutionelle Anleger aber, die in vermögensverwaltende Fonds investieren, müssen das Fonds-Ergebnis zunächst in ein betriebliches Ergebnis umwandeln. Man nennt sie deshalb auch Zebra-Investoren. Beteiligen sie sich an gewerblichen Programmen, ist dies attraktiver für sie, da sie gewerbesteuerliche Vorteile genießen.

Früher existierten in Deutschland häufig Konflikte zwischen privaten und institutionellen Anlegern, die in dieselbe Fondsstruktur investieren. Sind diese Konflikte durch die Abgeltungssteuer nun behoben?

Aus der Sicht der deutschen Anleger spricht heute nichts mehr gegen einen gewerblichen Fonds. Die eingangs erwähnten ausländischen Investoren unterliegen jedoch einer beschränkten Steuerpflicht in Deutschland, wenn sie sich an einem deutschen, gewerblichen Fonds beteiligen.

Das klingt, als sei dieser Umstand nicht sehr beliebt.

Überhaupt nicht. Ausländische Investoren bevorzugen diesen Weg nicht gerade – insbesondere, da die deutsche Steuergesetzgebung im Ausland immer noch als unberechenbar und wenig verlässlich wahrgenommen wird.

Was geschieht, wenn private Anleger über ihre eigene vermögensverwaltende Personengesellschaft in einen gewerblichen Private Equity-Fonds investieren: Kann die Infektion dann auf ihr gesamtes, darin gebündeltes Vermögen übergreifen?

Das ist heutzutage ein riesiges Thema, eine Art steuerlicher Dauerbrenner. Diese Gefahr existiert sowohl bei dem von Ihnen skizzierten Weg, als auch bei vermögensverwaltenden Dachfonds, sogenannten Fund-of-Funds. Vielleicht sollte ich die gewerbliche Infektion kurz erläutern: In dem Moment, in dem ein Investor sein Vermögen in eine Personengesellschaft packt, mit dem er privat vermögensverwaltend tätig ist, sich aber damit an einem gewerblichen Private Equity-Programm beteiligt, führt diese eine einzige Beteiligung dazu, dass sein gesamtes übriges Vermögen gewerblich angesteckt wird.

Hat dies nicht erhebliche Konsequenzen für einen solchen Anleger und sein Portfolio?

Absolut. Wir haben Personengesellschaften gesehen, mithilfe derer sich Familien an Private Equity-Fonds beteiligt haben. Als wir nachfragten, welche weiteren Vermögenswerte denn in diesen Gesellschaften liegen, erfuhren wir, dass neben Private Equity auch Immobilien-Anlagen, Wertpapiere und sonstiges Kapitalvermögen der Familie darin gebündelt waren. Damit riskiert sie ein steuerliches Desaster: Wenn nur eine einzige Private Equity-Beteiligung von der Finanzverwaltung als gewerblich eingestuft wird, muss das gesamte übrige Vermögen ebenfalls gewerblich versteuert werden. Sprich: Private Veräußerungsgewinne, beispielsweise aus Immobilienverkäufen, würden dann plötzlich steuerpflichtig.

Sie haben im Financial Yearbook 2013 darüber berichtet, dass die Finanzverwaltung in letzter Zeit vermehrt auf private Anleger zugeht, dabei weitere Anleger in demselben Fonds namentlich preisgibt und zur Abgabe einer gemeinsamen Steuererklärung auffordert. Wie reagieren Anleger darauf, wo Anonymität doch so eine zentrale Rolle spielt?

Die Anonymität bei Private Equity-Fonds ist in der Tat ein zentraler Grundsatz. Wir stellen jedoch fest, dass das Bewusstsein der Initiatoren ausländischer Fonds mittlerweile für steuerliche Belange der deutschen Investoren geschärft wurde. Deutsche Anleger machen schon oft während der Fonds-Gründungsphase auf diesen Punkt aufmerksam und treffen entsprechende Nebenvereinbarungen, die das Fonds-Management zur Hilfestellung bei steuerlichen Unterlagen verpflichtet. Diese höhere Sensibilität zeigt sich jedoch erst in den jüngeren Programmen. Wir haben in letzter Zeit die Betreuung älterer Private Equity-Fonds übernommen, deren Anleger erst jetzt auf den Radarschirm der Finanzverwaltung geraten. Die Konsequenzen sind vielschichtig: Sie reichen von Meldepflichten der Beteiligungen an ausländischen Gesellschaften bis hin zu der zuvor erwähnten Aufforderung der Abgabe einer gemeinsamen Steuererklärung. Letzteres im Nachhinein zu veranlassen, ist zudem schwierig, da das Management der Private Equity-Fonds nur ungern eingreift. Es ist ihnen zuweilen

lästig, die alten Unterlagen heraus zu kramen. Das gilt vor allem für angelsächsische Fonds, die ihre Dokumente häufig digitalisieren oder auslagern. Auch für die Investoren selbst ist es mit zusätzlichen Kosten verbunden, ihre alten Steuererklärungen noch einmal aufzuarbeiten.

Es scheint, als seien Aufwand und Kosten, die mit der Verwaltung von Private Equity-Beteiligungen einhergehen, erheblich und stiegen durch neue Compliance-Themen zusätzlich an. Sehen Sie mit der AIFMD und dem neuen Kapitalanlagegesetzbuch eher eine Komplexität oder Vereinfachung auf die Anleger zukommen?

Die Alternative Investment Fund Manager Directive (AIFMD), wie sie europaweit genannt wird, wurde gerade in unser nationales Kapitalanlagegesetzbuch umgesetzt. Sie erhöht definitiv die Komplexität in der Verwaltung. Auf die Fonds-Managementgesellschaften kommen diverse Anforderungen zu: Sie müssen neue Prozesse einführen, Funktionen trennen, Risiken auslagern, Prüfungen erhöhen und das Berichtswesen intensivieren. Darüber hinaus haben sie eine Registrierungspflicht bei der BaFin. Es ist eine müßige Diskussion, ob dieser Schritt für die Private Equity-Branche nun erforderlich war oder nicht. Die Branche selbst hat argumentiert, dass sie kein systemrelevanter Treiber für die Finanz- und Wirtschaftskrise gewesen sei, was meines Erachtens auch stimmt. Ich glaube aber, dass weder der Verordnungsgeber, noch Brüssel ausreichend zwischen den verschiedenen alternativen Anlageformen differenziert haben. Es wurde alles über einen Kamm geschoren.

Besteht eines der primären Ziele dieser europäischen Direktive nicht darin, den grauen Kapitalmarkt einzugrenzen?

Sicher, das ist auch passiert. Ich persönlich finde dieses Ziel extrem sinnvoll, da das eine oder andere sehr kostenbelastete Produkt mit geringen Erfolgchancen nun vom Markt verschwindet. Weniger erfahrenen Anlegern Schutz und Hilfestellung zu geben, macht ebenfalls Sinn. Für mich geht der Verordnungsgeber aber dann zu weit, wenn er in die Selbstbestimmung des Anlegers eingreift, ihn bevormundet und einfach alles unter den Anlegerschutzgedanken stellt. Das führt zur Austrocknung mancher Anlageformen.

Eine Weile bestand die Gefahr, dass nur noch institutionelle Anleger direkt in Private Equity-Fonds investieren dürfen. Daraufhin hat die Private Equity-Lobby auf die Aufnahme des „semi-professionellen Investors“ hingewirkt. Können Sie das näher erläutern?

Die erste Fassung des Kapitalanlagegesetzbuches kannte in der Tat nur zwei Arten von Anlegern: die institutionellen Investoren, die sich bereits seit vielen Jahren mit großen Volumina an alternativen Anlageformen beteiligen, und die sogenannten Retail-Investoren, die schon davor unter Anlegerschutz standen und nur in ganz bestimmte Anlageprodukte investieren dürfen. Die gesamte Gruppe der wohlhabenden Privatinvestoren, die sich nach altem Stand ab einem Betrag von 200.000 Euro direkt in Private Equity-Fonds engagieren können, waren in dieser ersten Gesetzesfassung überhaupt nicht enthalten.

In einem Land wie Deutschland, in dem wohlhabende Privatinvestoren im internationalen Vergleich einen ungewöhnlich hohen Prozentsatz der Private Equity-Anleger repräsentieren, wäre dies für die Branche sicher ein herber Verlust gewesen.

Richtig. Hätte der Gesetzentwurf die ursprünglichen Kriterien beibehalten, wären die wohlhabenden Investoren als Private Equity-Anleger komplett ausgefallen. Durch die Arbeit der Lobby ist die

wichtige Kategorie des semi-professionellen Investors nachgeschoben worden. Im Grunde genommen qualifizieren sich jetzt dieselben wohlhabenden Anleger wie zuvor, das Fonds-Management muss jedoch bestimmte Fragebögen komplettieren sowie die Erfahrung, die bisherigen Investitionsvolumina und ein vorhandenes Verständnis des Investors für diese Anlageform nachweisen. Für Fondsmanager, die bereits mehrere Programme aufgelegt haben und ihre Investoren aus früheren Beteiligungen kennen, ist das leicht.

Bedeutet dies, dass das Leben für kleine Fonds sowie für neue Initiatoren, die hierzulande erstmalig Geld einsammeln möchten, deutlich schwieriger wird?

Das stimmt. Solche Fonds müssen eine große Menge an Informationen von ihren Investoren abfragen.

Die Direktive zieht also einen erheblichen Mehraufwand für Fondsmanager, Verwalter und Investoren nach sich?

Definitiv. Wenn man sich vergegenwärtigt, dass aus dem Stand heraus ein Gesetz mit knapp 550 Seiten verabschiedet worden ist, das weder dem Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften e.V., noch den anderen davon betroffenen Organisationen zuvor gezeigt wurde und das nur eine relativ kurze Rückäußerungsfrist vorsah, wird deutlich, welche Hektik und welcher Aktionismus ausgelöst wurde. Es gab mehrere tausend Eingaben, die in der Kürze der Zeit nicht miteinander abgestimmt werden konnten. Auch die Behörde ist dadurch an ihre Grenzen gelangt.

Ein weiteres Compliance-Thema ist das amerikanische FATCA-Abkommen, das eigentlich auf US-Steuerpflichtige gemünzt ist, aber mittelbar auch deutsche Anleger betrifft. Private Equity-Fonds müssen beispielsweise beim Verkauf von US-amerikanischen Beteiligungen detaillierte Informationen über ihre Investoren preisgeben, um eine empfindliche Quellensteuer auf die Verkaufserlöse zu verhindern. Wie ist der aktuelle Stand dahingehend?

Die Schwierigkeiten in diesem Abkommen zeigen sich allein schon in der wiederholten Verzögerung seiner Einführung. Es gibt aber mittlerweile auch Entwarnung an der Front. In den letzten Jahren wurden die entsprechenden Dokumente für deutsche Investoren in amerikanischen Fonds bereits eingesammelt und aufbereitet, wodurch die ursprünglichen 30 Prozent an Quellensteuer nun auf 15 Prozent reduziert worden sind. Die Amerikaner haben offensichtlich verstanden, dass der schiere Verwaltungsaufwand, der auf sie zugerollt wäre, und die Hürden bei den nationalen Gesetzgebern einfach zu hoch sind. In Deutschland fungiert deshalb das Bundeszentralamt für Finanzen als Erfüllungsgehilfe. Es gibt stellvertretend für die davon betroffenen deutschen Fondsgesellschaften die erforderliche Meldung an die amerikanische IRS ab.

Rein wirtschaftlich hätte eine solche Quellensteuer doch auch einen drastischen Rendite-Einschnitt für die betroffenen Fonds und ihre Anleger bedeutet.

Absolut. In der ersten FACTA-Fassung wollte die IRS zunächst eine 30-prozentige Quellensteuer erheben, die nicht einmal erstattungsfähig gewesen wäre. Um es an einem konkreten Beispiel zu verdeutlichen: Nehmen wir an, ein Private Equity-Fonds erwirbt eine US-Unternehmensbeteiligung für 100 US-Dollar und verkauft sie für 80 US-Dollar. Als Quellensteuer wären dann 24 US-Dollar einbehalten worden, obwohl die Beteiligung wirtschaftlich einen Verlust erzielt hat. Zum Glück

wurde diese erste FACTA-Fassung mehrfach nachgebessert. Der Sinn einer Quellensteuer besteht darin, einen Gewinn zu besteuern und nicht die verbleibende Substanz zu mindern.

Gibt es neue Trends bei den Initiatoren in puncto Private Equity-Fondsstrukturen? Werden die üblichen Laufzeiten, die sogenannten 10 plus 2 Jahre, mittlerweile angetastet?

Ich sehe nach wie vor sehr häufig die deutsche KG-Struktur. Sie ist für die meisten Privatinvestoren und institutionellen Anleger hierzulande sehr geeignet. Steuerfreie Institutionen wie beispielsweise Versorgungskassen und Stiftungen haben dagegen gewisse Probleme. Sie wählen häufig den Weg über Luxemburg, da das dortige Steuerregime die Möglichkeit bietet, ihren steuerbefreiten Status zu schützen. Wenn ein Investor jedoch nicht unbedingt nach Luxemburg gehen muss, würde ich ihm nicht dazu raten. Luxemburg hat es verstanden, eine Industrie aus diesem Weg zu machen und durch entsprechende Tarife einen guten Prozentsatz des wirtschaftlichen Vorteils beim Anleger wieder abzuschöpfen. In Bezug auf die Laufzeit halten sich viele Fonds weiterhin an den zehn plus zwei Jahre-Standard. Es gibt allerdings auch Versuche, die Laufzeiten durch den Erwerb von Zweitmarktanteilen (Secondaries) zu verkürzen. Insbesondere die privaten Anleger fühlen sich mit längeren Laufzeiten und höheren Kapitalbindungen eher unwohl. Den institutionellen Investoren kommt es meines Erachtens weniger auf die Laufzeit an. Ihre Vermögensallokation in Private Equity ist meist sehr regelmäßig und kontinuierlich, wodurch sich Einzahlungen und Ausschüttungen innerhalb des Anlageprogramms wieder ausgleichen.

Wie deckt sich dies mit der Tatsache, dass die Haltedauern von Private Equity-Beteiligungen in den letzten Jahren wegen der schwierigeren Exit-Märkte ansteigen? Die Initiatoren müssen doch eher mehr als weniger Fondslaufzeit für die Realisierung des gesamten Portfolios einplanen?

Das ist richtig. Deshalb wählen manche Private Equity-Fondsmanager konzentriertere Portfolien. Andere sind wiederum sensibler dafür geworden, Exit-Fenster deutlich früher zu nutzen als das noch vor der Finanzkrise der Fall gewesen wäre. Es besteht natürlich nach wie vor die Gefahr, dass sich ein Fonds-Management zu sehr in das eigene Portfoliounternehmen verliebt und darauf setzt, es im folgenden Jahr bei einer noch höheren Bewertung zu verkaufen. Doch auch der Käufer, sei es nun ein strategischer Investor oder ein anderer Private Equity-Fonds, will noch an der möglichen Wertsteigerung partizipieren.

Wir haben diverse Compliance-Themen angesprochen, die sich kostensteigernd auf die Verwaltung von Private Equity-Programmen auswirken. Wird es für einen deutschen Anleger nicht irgendwann unattraktiv, in diese Anlageklasse zu investieren, wenn er neben dem wirtschaftlichen Druck auf die Renditen auch noch die steigenden Kosten berücksichtigt?

Es ist meines Erachtens immer eine Frage der Alternativen. Gerade institutionelle Investoren wie Versicherungen, Pensionskassen und Versorgungswerke, die Ansprüche von Angestellten und Mitarbeitern sichern müssen, stehen vor der Herausforderung, gute Renditen zu erzielen. Angesichts öffentlicher Kapitalmärkte, die derzeit Verzinsungen von nur einem Prozent plus minus anbieten, beschäftigen sie sich deshalb mit alternativen Anlagen. Private Equity sollte in einem konservativen Ansatz durchschnittlich eine Rendite erwirtschaften, die zwischen 3 und 7 Prozent über der Referenzmärkte liegt. Dieses erwähnte Plus korreliert natürlich mit einem entsprechenden Mehr an Risiko.

Das Risiko ist sicher ein Aspekt. Wie realistisch sind aber 3 bis 7 Prozent Netto-Renditevorteil, wenn man die deutlich gestiegenen Kosten eines Investors berücksichtigt, vor allem, wenn er in aufwändige, mehrstöckige Dachfonds investiert?

Meines Erachtens ist dieses Plus realistisch, da die Kosten von Private Equity die Mehrerträge erfreulicherweise nicht auffressen, sondern lediglich mindern. Alternative Vermögensanlagen gehören einfach dazu. Sie sollten aber prozentual nicht zu gering zur gesamten Vermögensanlage bemessen sein, sonst wirkt sich ihr Einfluss auf die Performance zu wenig aus und wird verwässert. Weder institutionelle, noch vermögende private Investoren kommen meines Erachtens heutzutage um diese alternative Anlageklasse herum.

Bei Gesetzesinitiativen in Europa und Deutschland scheinen Private Equity und Venture Capital eher wenig auf dem Radarschirm zu stehen. Würden Sie zustimmen, dass diese Anlageklasse dort vernachlässigt wird?

In Deutschland trifft das auf jeden Fall zu. Gerade als Private Equity endlich begann, in der Politik präsenter zu werden, wurden wir von der Finanz- und Wirtschaftskrise eingeholt. Die Behörden hatten daraufhin mit deutlich massiveren Problemen zu kämpfen. Initiativen wie beispielsweise die von Herrn Rösler, der sich für Anlageformen im alternativen Bereich und insbesondere für Venture Capital stark gemacht hat, drohen nun aufgrund jüngster Wahlergebnisse im Sande zu verlaufen. Das Interesse der verschiedenen Parteien für Private Equity ist sehr unterschiedlich ausgeprägt. Und solange Spukgeschichten über potentielle Steuerausfälle bei einer systematischen Besteuerung von Private Equity in den Köpfen einiger Politiker umherschwirren, fällt die Diskussion über eine transparente Besteuerungsgrundlage angesichts der öffentlichen Haushaltslage schwer. Dabei wäre für einen Steuerausländer diese Transparenz wirklich wünschenswert.

Wie sieht Ihr persönlicher Wunsch hinsichtlich der Rahmenbedingungen aus, die Sie soeben kritisiert haben? Haben Sie es einen Verbesserungsvorschlag, der Private Equity besonders gut täte?

Ich habe gleich zwei Wünsche: Erstens, eine steuerliche Kontinuität, auf die sich deutsche wie ausländische Investoren verlassen können. Mit der Einführung des Kapitalanlagegesetzbuchs und dem Wegfall des Investmentgesetzes hängen wir aktuell in steuerlicher Sicht in der Luft, weil gewisse Regelungen vor der Bundestagswahl nicht mehr verabschiedet wurden und die alten Regelungen teilweise noch gelten, was zu einem Widerspruch führt. Und zweitens, dass wir nach dem neuen Aufsichtsrecht nun auch eindeutige, belastbare Anwendungsregeln von der BaFin in die Hände bekommen, damit wir die Abläufe, Dokumentationen und Registrierungen ordnungsgemäß durchführen können. Stochern im Nebel und Best Practice sind ineffizient und erfordern sehr viel Nacharbeit.

In welchem Zeitrahmen rechnen Sie damit?

Meiner Meinung nach wird sich diese Belastbarkeit für die einzelnen Teilbereiche des Kapitalanlagegesetzbuches nach und nach im täglichen Umgang mit der BaFin ergeben. Mit anderen Worten: Die Praxis wird wieder einmal entscheiden.

Link zum Interview: <http://www.cfoworld.de/schwierige-zeiten-fuer-kleine-fonds>



Christoph Ludwig, Steuerberater, ist Partner bei [BLL Braun Leberfinger Ludwig](#) mit Sitz in München.