

DAS BESONDERERE ERBE

PRIVATE EQUITY UND VENTURE CAPITAL GERATEN ZUNEHMEND IN DEN FOKUS VERMÖGENDER PRIVATANLEGER. DIE ÜBERTRAGUNG VON FONDSANTEILEN QUA SCHENKUNG ODER ERBSCHAFT IST ALLERDINGS NICHT GANZ OHNE. GESTALTEN LÄSST SIE SICH TROTZDEM

Anlagen in Private Equity und Venture Capital boomen. Die Suche nach Rendite ist da nur ein Grund unter mehreren für die starke Nachfrage. Wenn das Investment läuft, winken attraktive Renditen. So mancher Anleger will entsprechende Fondsanteile vielleicht auch mal im Rahmen einer Schenkung übertragen, oder es kommt zum Erbfall. Dann ergeben sich Bewertungsfragen, die die Berater vor einige Herausforderungen stellen, aber auch Spielraum für Gestaltungen bieten.

Dafür muss man aber zunächst einmal die Funktionsweise entsprechender Investmentvehikel verstehen. Im Inland werden Venture-Capital- und Private-Equity-Fonds regelmäßig in Form einer Personengesellschaft, der GmbH & Co. KG, gegründet. Die nachfolgenden Grundsätze gelten aber für ausländische Personengesellschaften analog. Die Investoren stellen das Investitionskapital zur Verfügung, die Sponsoren legen den Private-Equity-Fonds auf, und die Managementgesellschaft verwaltet die einzelnen Private-Equity-Investitionen. Die Sponsoren sind am Kapital des Private-Equity-Fonds in der Regel nur geringfügig beteiligt, durch den sogenannten Carried Interest ist ihr Anteil am Ergebnis hingegen überproportional. Diese rein erfolgsabhängige Gewinnbeteiligung

fällt erst dann an, wenn die Fondsmanager die Portfolio-Unternehmen mit Gewinn verkauft und die Anleger ihre Kapitaleinzahlungen vollständig zurückerhalten haben – häufig zuzüglich der sogenannten Hurdle Rate, die eine rechnerische Verzinsung auf das gebundene Kapital darstellt. Ab dem Zeitpunkt dieses sogenannten Full Pay Out erfolgen spätere Auszahlungen der Private-Equity-Fonds in den meisten Fällen nur noch zu 80 Prozent an die Investoren und zu 20 Prozent an die Sponsoren.

Die Gesellschaftsverträge von Private-Equity-Fonds enthalten grundsätzlich Regelungen, wonach eine Anteilsübertragung die schriftliche Zustimmung des Managements erfordert. Diesem steht dabei oftmals das uneingeschränkte Recht zu, einen Dritten als potenziellen Käufer abzulehnen. Außerdem weisen die Verträge in der Regel auch Kündigungsausschlussklauseln auf. Den Investoren ist dadurch das Ausscheiden beispielsweise gegen eine Abfindung verwehrt. Sie sind also für die Laufzeit des Private-Equity-Fonds gebunden. Bei Investitionen 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 inner-

halb der im Gesellschaftsvertrag vorgegebenen Fristen, droht dem säumigen Investor der ganze oder teilweise Zwangsausschluss seiner geleisteten Einlage.

Ein beabsichtigter Verkauf eines Private-Equity-Fondsanteils auf dem Sekundärmarkt unterliegt faktischen Beschränkungen, da es nur eine begrenzte Zahl potenzieller Käufer für Private-Equity-Beteiligungen gibt. Darüber hinaus besteht für Private-Equity-Beteiligungen auch 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.

Ist die Übertragung eines Fondsanteils zulässig, ergeben sich in der Praxis häufig Schwierigkeiten, überhaupt einen potenziellen Käufer zu finden, der dann auch vom Management als Folgeinvestor akzeptiert wird. Sofern dies gelingt, stellt sich die Frage nach der Bewertung der Fondsbeteiligung. Hier dient der sogenannte gemeine Wert als Bewertungsmaßstab. Dabei handelt es sich um die steuerrechtliche Generalklausel für die erforderliche Bewertung von Wirtschaftsgütern. Dieser steuerrechtliche Begriff ist gleichbedeu-

tend mit dem im Wirtschaftsleben verwendeten Begriff Verkehrswert oder Marktwert. Da sich Private-Equity-Fonds in der Regel an Zielunternehmen in Form von Kapitalgesellschaften beteiligen, sind es meist diese, die es zu bewerten gilt. Zur Bewertung wird – wenn möglich – das sogenannte Vergleichswertverfahren herangezogen. Bei ihm wird der Wert aus tatsächlichen Verkäufen abgeleitet, die weniger als ein Jahr zurückliegen. Hat kein vergleichbarer Verkauf des zu bewertenden Wirtschaftsguts stattgefunden, muss der Preis geschätzt werden. Zulässig dafür ist grundsätzlich die Bewertung auf Basis der Ertragsaussichten, aber auch nach einer anderen anerkannten Methode. Letzteres geschieht verhältnismäßig häufig, da die erforderlichen Informationen für die Bewertung nach der Ertragswertmethode in der Praxis meist nicht zu beschaffen sind.

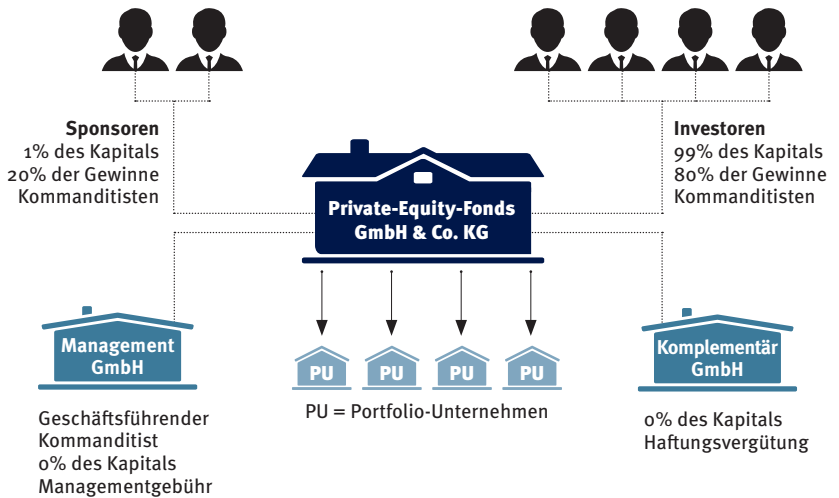
Im Rahmen der vierteljährlichen Berichterstattung werden bei Private-Equity-Fonds quartalsweise Zeitwerte ermittelt. Die Summe der Zeitwerte der einzelnen Portfolio-Unternehmen führt rechnerisch zum Net Asset Value, kurz NAV, des Private-Equity-Fonds und bildet damit den Verkehrs- oder Marktwert der Portfolio-Unternehmen vor Berücksichtigung etwaiger wertbeeinflussender Faktoren des Fondsanteils ab. Darüber hinaus wirken sich auch die nachfolgend beschriebenen wertbeeinflussenden Faktoren regelmäßig auf den Steuer- oder Verkehrswert eines Private-Equity-Fondsanteils aus. So haben etwa das aktuelle globale und regionale Börsenumfeld im Allgemeinen, aber auch das Börsensegment der jeweiligen Portfolio-Unternehmen im Besonderen erheblichen Einfluss auf die Bewertung der Portfolio-Unternehmen und des Private-Equity-Fondsanteils.

Auch der zu erwartende Cashflow bis zum Ende der Laufzeit des Private-Equity-Fonds wirkt sich auf die Bewertung des Fondsanteils aus. Hierzu zählen die noch offenen Capital Calls sowie insbesondere auch die gegebenenfalls zusätzlich zu entrichtende, vierteljährlich anfallende Management-Gebühr.

Die Manager eines Private-Equity-Fonds legen fest, ob sie das Zeichnungskapital in früh- oder spätphasige Portfolio-Unternehmen investieren. Im Allgemeinen erfahren Venture-Capital-Fonds aufgrund der frühphasigen Unternehmensbeteiligungen und des damit verbundenen Ausfallrisikos tendenziell

Gesellschaft für die gemeinsame Sache

In Deutschland werden Private-Equity-Fonds in der Regel als GmbH & Co. KG gegründet. Die gezeigte Struktur ist jedoch auf ausländische Personengesellschaften übertragbar



höhere Bewertungsabschläge als diejenigen Private-Equity-Fonds, die in reifere Unternehmen investieren. Weiter ist in der Praxis festzustellen, dass Private-Equity-Fonds mit kleinerem Fondsvolumina von den Käufern tendenziell mit höheren Wertabschlägen belegt werden als mittelgroße und großvolumige Private-Equity-Fonds.

Auch die absolute Höhe des Zeichnungsbetrags hat wertbeeinflussenden Charakter. Die Käufer von Private-Equity-Fondsanteilen unterscheiden dabei zwischen kleineren Zeichnungsbeträgen bis zu einer Million Euro, mittleren Zeichnungsbeträgen zwischen einer und 5 Millionen Euro sowie höheren Zeichnungsbeträgen von mehr als 5 Millionen Euro. Weiter werden auch die Strategie des

Fonds, die Risikosteuerung des Portfolios und die Renditen von bisherigen Fonds des Management-Teams bei der Bewertung berücksichtigt. Eine gesetzliche Regelung zur erbschaftsteuerlichen Bewertung von Beteiligungen gibt es nicht, sodass auf die allgemeinen Vorschriften und den Wertmaßstab des gemeinen Werts zurückgegriffen werden muss.

Das Reporting wird auf der Grundlage eines allgemein anerkannten Bewertungsverfahrens vorgenommen und erfüllt damit die gesetzlichen Voraussetzungen einer üblichen Methode. Zur Ermittlung des maßgeblichen erbschaftsteuerlichen Werts sind dann beim Nettovermögenswert eines Private-Equity-Fonds noch die einschlägigen wertbeeinflussenden Faktoren zu berücksichtigen. ■



Der Autor **Christoph Ludwig** ist Steuerberater und Partner der Steuer- und Anwaltskanzlei BLL Braun Leberfinger Ludwig. Er ist spezialisiert auf die Betreuung auch internationaler Private-Equity- und Venture-Capital-Fonds, die Beratung vermöglicher (Privat-)Personen mit unternehmerischem Hintergrund und die steuerliche Beratung auf Gesellschafter- und Gesellschaftsebene.