

Felix Ritter

Die Abgrenzung
der privaten
Vermögensverwaltung
von der Gewerblichkeit
bei Private Equity-Fonds



Springer Gabler

Die Abgrenzung der privaten Vermögensverwaltung von der Gewerblichkeit bei Private Equity-Fonds

Felix Ritter

Die Abgrenzung der privaten Vermögensverwaltung von der Gewerblichkeit bei Private Equity-Fonds

 Springer Gabler

Felix Ritter
Juristische Fakultät
Humboldt-Universität zu Berlin
Berlin, Deutschland

Zugl.: Dissertation, Humboldt-Universität zu Berlin, 2019

ISBN 978-3-658-26825-1 ISBN 978-3-658-26826-8 (eBook)
<https://doi.org/10.1007/978-3-658-26826-8>

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

Springer Gabler

© Springer Fachmedien Wiesbaden GmbH, ein Teil von Springer Nature 2019

Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung, die nicht ausdrücklich vom Urheberrechtsgesetz zugelassen ist, bedarf der vorherigen Zustimmung des Verlags. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Bearbeitungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

Die Wiedergabe von allgemein beschreibenden Bezeichnungen, Marken, Unternehmensnamen etc. in diesem Werk bedeutet nicht, dass diese frei durch jedermann benutzt werden dürfen. Die Berechtigung zur Benutzung unterliegt, auch ohne gesonderten Hinweis hierzu, den Regeln des Markenrechts. Die Rechte des jeweiligen Zeicheninhabers sind zu beachten.

Der Verlag, die Autoren und die Herausgeber gehen davon aus, dass die Angaben und Informationen in diesem Werk zum Zeitpunkt der Veröffentlichung vollständig und korrekt sind. Weder der Verlag, noch die Autoren oder die Herausgeber übernehmen, ausdrücklich oder implizit, Gewähr für den Inhalt des Werkes, etwaige Fehler oder Äußerungen. Der Verlag bleibt im Hinblick auf geografische Zuordnungen und Gebietsbezeichnungen in veröffentlichten Karten und Institutionsadressen neutral.

Springer Gabler ist ein Imprint der eingetragenen Gesellschaft Springer Fachmedien Wiesbaden GmbH und ist ein Teil von Springer Nature

Die Anschrift der Gesellschaft ist: Abraham-Lincoln-Str. 46, 65189 Wiesbaden, Germany

Danksagung

Die vorliegende Arbeit wurde von der rechtswissenschaftlichen Fakultät der Humboldt-Universität zu Berlin als Dissertation angenommen.

Ohne die Unterstützung zahlreicher Personen, denen ich an dieser Stelle danken möchte, wäre die Erstellung meiner Dissertation nicht möglich gewesen.

Mein besonderer Dank gilt zunächst meinem Doktorvater, Herrn Prof. Dr. Thomas Stapperfend, der mich von der Findung des Themas bis hin zum Abschluss des Promotionsverfahrens mit zahlreichen Ratschlägen unterstützt hat. Zwischen uns fand stets ein fachlicher und menschlicher Austausch statt, der das Gelingen dieser Arbeit erst ermöglichte. Ebenfalls bedanken möchte ich mich bei Herrn Prof. Dr. Dr. Stefan Grundmann für die freundliche Übernahme des Zweitgutachtens sowie bei Herrn Prof. Dr. Christoph Paulus für seinen Vorsitz in der Prüfungskommission.

Im Rahmen der Drucklegung und der Publikation gilt mein Dank Frau Dr. Angelika Schulz vom Verlag Springer Gabler, die sich schnell und kompetent meiner Probleme annahm und diese löste.

Mein spezieller Dank gilt meiner Familie sowie meiner Freundin, weil sie mich allesamt sowohl fachlich durch das Korrekturlesen und durch das Diskutieren neuer Ideen sowie menschlich unterstützt haben, indem sie mir viel Kraft und Halt gaben.

Berlin

Dr. Felix Ritter, LL.M.

Inhaltsverzeichnis

A. Allgemeine Einführung	1
I. Abstrakte Problemdarstellung	1
II. Konkrete Problemdarstellung	3
1. Ausgangspunkte der Rechtsprechung und der Verwaltung	3
a. Allgemeiner Ausgangspunkt der Rechtsprechung	3
b. Ausgangspunkt der Verwaltung	4
c. Entscheidung des Bundesfinanzhofes	4
d. Entscheidung des FG Münster	4
2. Betroffener Personenkreis der Abgrenzung	5
3. Weitere steuerliche Problemstellung	6
III. Zusammenfassung der aktuellen Lage	7
IV. Ziel	9
B. Gewerblicher Beteiligungshandel	11
I. Private Equity-Fonds	11
1. Definition	11
a. Begriffserklärung	11
b. Gründe für die Aufnahme von Private Equity	12
c. Private Equity aus Investorensicht	13
d. Kreis der Anleger	14
2. Unterschiedliche Anlagemöglichkeiten	15
a. Direktinvestition	15
b. Indirekte Investition über Fonds	15
3. Abgrenzung zu Hedgefonds	17
a. Begriffserklärung	17
b. Unterschiede und Gemeinsamkeiten	17
4. Abgrenzung zu Venture Capital	20
a. Begriffserklärung	20
b. Unterschiede und Gemeinsamkeiten	22
c. Ergebnis	24
5. Volkswirtschaftliche Bedeutung von Private Equity	26
6. Historische Entwicklung des Private Equity	30

a.	Entstehung in den USA	30
b.	Anfänge in Deutschland	31
c.	Die Deutsche Wagnisfinanzierungsgesellschaft	32
d.	Die Konsolidierung und der Aufschwung	33
e.	Die Wiedervereinigung bis zur New Economy	34
f.	Erneute Konsolidierung bis zur Finanzkrise	36
g.	Von der Finanzkrise bis heute	37
II.	Aufbau, Beteiligte und Rendite eines Fonds	39
1.	Struktur eines Private Equity-Fonds	39
a.	Typische gesellschaftsrechtliche Struktur in Deutschland	39
b.	Konzeption des Fonds	41
aa.	Lebenszyklus	41
bb.	Kapitalzusagen	42
cc.	Beteiligungen	44
dd.	Vergütungen	44
ee.	Exit	46
c.	Typische Struktur im Ausland	47
d.	Atypische Struktur eines Fonds in Deutschland	47
aa.	Allgemeines Wirtschaftsleben	47
bb.	UG (haftungsbeschränkt) & Co. KG	48
2.	Beteiligte eines Private Equity-Fonds	49
a.	Initiatoren	49
aa.	Aufgaben	49
bb.	Maßnahmen zur Sicherung der Rendite	50
b.	Investoren und deren Sonderrechte	51
aa.	Allgemeine Stellung	51
bb.	Begründung der Sonderrechte	52
(1)	Ausgangspunkt Informationsasymmetrie	52
(2)	Gesellschafterversammlung/Beirat	53
(3)	Schlüsselpersonen	54
(4)	Abberufung des Managements	55
(5)	Ausschluss anderer Gesellschafter	55
3.	Rendite eines Private Equity-Fonds	56
a.	Berechnungsmethode	56
b.	Renditefaktoren	56
aa.	Wertsteigerung des Unternehmens	56
bb.	Fortentwicklung des Private Equity-Marktes	57
cc.	Steuerliche Beurteilung	57
dd.	Auswahl der Zielunternehmen bzw. -fonds	58

III. Grundformen und Sonderformen von Private Equity-Fonds	59
1. Buy-Outs	59
a. Bedeutung und Begriffserklärung	59
b. Management-Buy-Out	60
c. Management-Buy-In	61
d. Buy-In-Management-Buy-Out	61
e. Leveraged-Buy-Out	61
2. Dachfonds	63
a. Bedeutung und allgemeine Merkmale	63
b. Anlagestrategie	64
aa. Multi-Fonds	64
bb. Blind Pool	65
cc. Pre-Commitment	65
c. Unterschiede und Gemeinsamkeiten	66
aa. Gesellschaftsrechtliche Struktur	66
(1) Typische Struktur	66
(2) Kapitalgesellschaft	67
bb. Beteiligung	68
cc. Kapitalabrufe	68
dd. Vergütungen	68
d. Vor- und Nachteile	69
3. Andere Arten von Private Equity-Fonds	71
a. Feeder-Fonds	71
b. Alternative Investmentvehikel	72
c. Mezzanine-Kapital	72
aa. Entwicklung	72
bb. Begriffserklärung und Einsatzmöglichkeiten	73
cc. Ausgestaltung	74
dd. Vergütung	75
ee. Unterschiede und Gemeinsamkeiten	77
IV Steuerliche Behandlung eines Private Equity-Fonds	78
1. Abhängigkeit von der Einstufung des Fonds	78
a. Gewerbebetrieb	78
aa. Tatbestandsmerkmale	78
bb. Historische Entwicklung	79
cc. Gewerbebetrieb als Klassen- oder Typusbegriff	82
(1) Streitdarstellung	82
(2) Sichtweise des BFH	84
(3) Sichtweise der Literatur	86

(a) Klassenbegriffliches Verständnis	86
(b) Typusbegriffliches Verständnis	87
(4) Stellungnahme	90
dd. Vergleichbarkeit mit Begriffen außerhalb des EStG ...	92
(1) Gewerbebetrieb i.S.d. GewO	92
(2) Gewerbebetrieb, § 2 Abs. 1 GewStG	93
(3) Betrieb gewerblicher Art, § 4 Abs. 1 KStG	95
(4) Unternehmerbegriff, § 2 Abs. 1 UStG	96
(5) Handelsgewerbe, §§ 1, 2 HGB	97
(6) Wirtschaftlicher Geschäftsbetrieb, § 14 AO	99
b. Gewerbliche Prägung	100
c. Gewerbliche Infektion	102
2. Einstufung als vermögensverwaltend	103
a. Besteuerung natürlicher Personen	103
aa. Anteil im Privatvermögen	103
bb. Anteil im Betriebsvermögen	105
b. Besteuerung von Körperschaften	106
3. Einstufung als gewerblich	108
a. Natürliche Personen	108
b. Körperschaften	109
c. Besteuerung des Fonds	110
4. Carried Interest	110
a. Allgemeines	110
b. Modelle	112
aa. Deal-by-Deal	112
bb. Wasserfallmodell	112
c. Besteuerung	113
aa. Regelfall	113
bb. Spezielle Anwendungsfragen	115
(1) Kapitalgesellschaft als Bezieher	115
(2) Dachfonds als Bezieher	116
(3) Nebentätigkeiten	117
(4) Begriff der Vermögensverwaltung	118
d. Ausblick	121
5. Management-Fee	121
a. Allgemeines	121
b. Umsatzsteuer	122
aa. Allgemeines	122
bb. Umsatzsteuerbefreiung	124
(1) EuGH-Rechtsprechung	124

(2) Deutsche Umsetzung	125
cc. Vereinbarkeit der deutschen Vorschrift mit der Richtlinie	126
dd. Mögliche Konsequenzen	129
c. Stellungnahme	130

C. Aufstellung von Abgrenzungskriterien..... 137

I. Ansicht der Finanzverwaltung im BMF-Schreiben	137
1. Kein Einsatz von Bankkrediten	137
2. Keine Übernahme von Sicherheiten	137
3. Keine eigene Organisation.....	138
4. Kein Ausnutzen eines Marktes unter Einsatz beruflicher Erfahrung	138
5. Kein Anbieten gegenüber der breiten Öffentlichkeit / Handeln auf eigene Rechnung	138
6. Keine kurzfristige Beteiligung.....	139
7. Keine Reinvestition von Veräußerungserlösen.....	139
8. Kein unternehmerisches Tätigwerden in Portfoliounternehmen.....	140
9. Keine gewerbliche Prägung oder Infektion	140
II. Kritik am BMF-Schreiben und Bedeutung in der Praxis	141
1. Allgemeine Kritik	141
a. Erweiterung des Anwendungsbereiches	141
b. Zustimmung	141
c. Kritik	142
d. Gänzliche Ablehnung.....	143
2. Die Merkmale im Einzelnen	144
a. Kein Einsatz von Bankkrediten / Teilziffer 9	144
aa. Zustimmung	144
bb. Ablehnung.....	145
cc. Umsetzung in der Praxis	146
b. Keine Übernahme von Sicherheiten / Teilziffer 10	147
aa. Kritik	147
bb. Umsetzung in der Praxis.....	148
c. Teilziffern 11, 12, 13	148
d. Keine kurzfristige Beteiligung / Teilziffer 14.....	149
aa. Zustimmung	149
bb. Ablehnung.....	149

e.	Keine Reinvestition von Veräußerungserlösen / Teilziffer 15	151
aa.	Zustimmung	151
bb.	Ablehnung	151
f.	Kein unternehmerisches Tätigwerden in Portfoliounternehmen / Teilziffer 16	153
aa.	Zustimmung	153
bb.	Ablehnung	153
cc.	Ausnahmeregelungen	155
III.	Änderung der Rechtsprechung zum Wertpapierhandel	155
1.	Verzicht auf das Verbot des Fremdkapitaleinsatzes	155
2.	Zustimmung	156
3.	Ablehnung	157
IV.	Entscheidung des BFH	157
1.	Inhalt der Entscheidung	157
2.	Kriterien des BFH	158
a.	Übertragung von Aufgaben der Managementgesellschaft	158
b.	Haltedauer	159
c.	Aktive Beteiligung an Portfoliogesellschaften	159
d.	Handeln auf fremde Rechnung	159
e.	Kreis der Anleger	159
f.	Fonds ist Finanzunternehmen	159
g.	Fremdfinanzierung	160
h.	Geschäftsmodell	160
3.	Kritik an den Merkmalen des BFH	160
a.	Allgemeine Kritik am Urteil	160
b.	Übertragung von Aufgaben der Managementgesellschaft	162
c.	Haltedauer	162
d.	Handeln auf fremde Rechnung	163
e.	Kreis der Anleger	164
f.	Fonds ist Finanzunternehmen	164
g.	Fremdfinanzierung	165
h.	Geschäftsmodell	166
V.	Entscheidungen des FG Münster	167
1.	Inhalt der Entscheidungen	167
2.	Kriterien der Abgrenzung	167
a.	Vortrag der Finanzverwaltung	167

b. Allgemeine Ausführungen.....	168
c. Haltedauer	168
d. Einfluss auf Portfoliogesellschaft.....	169
e. Selbst am Markt.....	169
f. Kreis der Anleger	169
g. Fremdfinanzierung.....	169
h. Geschäftsmodell	169
i. Managementgesellschaft.....	170
j. Höhe der Beteiligungen	170
k. Keine Reinvestition von Veräußerungsgewinnen.....	170
l. Anzahl der Beteiligungen.....	170
VI. Vergleich der Kriterien von BMF, BFH und FG Münster	171
1. Ausgangspunkt	171
2. Übertragung von Aufgaben der Managementgesellschaft ..	171
3. Haltedauer.....	172
4. Aktive Beteiligung an Portfoliogesellschaften	172
5. Handeln auf fremde Rechnung.....	173
6. Kreis der Anleger	173
7. Fonds ist Finanzunternehmen	173
8. Fremdfinanzierung.....	174
9. Geschäftsmodell	174
10. Weitere Kriterien	174
VII. Auswirkungen der Entscheidungen der Rechtsprechung	175
1. Gewerblichkeit	175
2. Betriebsstätte	176
3. Finanzverwaltung.....	176
D. Stellungnahme zu den Abgrenzungskriterien	177
I. Kriterien des BMF-Schreibens.....	177
II. Kriterien des BFH	181
III. Kriterien des FG Münster	186

E. Besteuerung im internationalen Vergleich	189
I. Großbritannien.....	189
1. Bedeutung von Private Equity.....	189
2. Struktur eines Fonds.....	189
3. Anforderungen und Besteuerung einer LP	190
4. Neuerung im Gesellschaftsrecht.....	191
II. USA	192
1. Bedeutung von Private Equity.....	192
2. Struktur.....	193
3. Unterschiede zu einer deutschen Struktur.....	193
4. Anforderungen	193
5. Besteuerung.....	195
III. Frankreich.....	195
1. Bedeutung von Private Equity.....	195
2. FPCI	196
a. Struktur	196
b. Anforderungen an die Gründung	197
c. Anlagegrenzen.....	197
d. Steuern	197
3. FCPR	198
4. SLP	199
IV. Spanien.....	201
1. Bedeutung von Private Equity.....	201
2. FCR.....	202
3. SCR.....	203
4. Anforderungen	203
5. Anlagegrenzen	204
6. Steuern.....	205
7. Vorteile des FCR gegenüber der SCR	206
8. Besonderheiten der SICC und des FICC.....	207
V. „Steuerparadiese“	207
1. Kaimaninseln.....	207
2. Britische Jungferninseln.....	209
3. Bermudainseln	210
4. Ausblick.....	211

F. Gesetzliche Lösung	215
I. Verfassungsrechtliche Probleme der aktuellen Situation	215
1. Wirkung der Grundrechte im Steuerrecht	215
2. Vorbehalt des Gesetzes.....	215
a. Verfassungsrechtliche Grundlage.....	215
b. Inhalt und Normadressat	216
c. Bestimmtheitsgebot, Normenklarheit, Wesentlichkeitsgrundsatz	218
d. Stellungnahme	219
II. Versuche des Gesetzgebers	221
1. Einleitung	221
2. MoRaKG und WKBG	221
3. EuVECA	223
4. UBG	224
III. Notwendigkeit der gesetzlichen Lösung	226
1. Abschaffung von Standortnachteilen in Deutschland	226
2. Vorteile einer gesetzlichen Lösung	228
a. Steuerbefreite Investoren	228
b. Ausländische Investoren.....	230
c. Vertrauensgewinn	230
d. Konkurrenzfähigkeit	231
G. Herleitung einer gesetzlichen Lösung durch Rechtsvergleichung	233
I. Stand der Diskussion.....	233
II. Grundüberlegungen.....	235
III. Anwendungsbereich des Gesetzes	236
IV. Anlagegrenzen.....	237
1. Investitionen in börsennotierte Unternehmen	237
2. Investitionen in ein Unternehmen	238
3. Verbundene Unternehmen.....	239
4. Anzahl der Beteiligungen	239
5. Zeitlicher Rahmen	240
V. Fremdfinanzierung.....	240

VI. Reinvestition von Veräußerungserlösen	242
VII. Anlegerschutz	242
1. Investoren	242
2. Manager und Aufsicht	244
VIII. Sonderregelungen	245
1. Dachfonds	245
2. Feeder-Fonds	247
IX. Folgen der gesetzlichen Lösung	248
1. Positive Auswirkungen	248
a. Rechtssicherheit und Planbarkeit	248
b. Vorteile für den Fondsstandort Deutschland	251
c. Wirtschaftswachstum	252
d. Vorteile für die kapitalaufnehmenden Unternehmen	253
e. Stärkung des Kapitalmarktes	254
f. Vertrauensgewinn	254
g. Erhöhung der Konkurrenzfähigkeit	255
h. Konkurrenz mit Luxemburg im Speziellen	256
2. Negative Auswirkungen	257
a. Anpassung des Gesetzes	257
b. Steuerliche Mindereinnahmen	258
3. Zusammenfassung	258
H. Literaturverzeichnis	261



A. Allgemeine Einführung

I. Abstrakte Problemdarstellung

Die Abgrenzungsfrage, ob schon eine Gewerblichkeit angenommen werden kann oder ob das Verhalten eines Steuerpflichtigen noch als Handeln im Rahmen der privaten Vermögensverwaltung anzusehen ist, ist nicht nur von rein steuertheoretischer Relevanz, sondern betrifft jeden Steuerpflichtigen, der sich aktiv am Geschäftsleben durch Kauf- oder Verkaufsvorgänge beteiligt.

Das liegt daran, dass es für den Steuerpflichtigen wegen der steuerrechtlichen Nachteile, die mit der Gewerblichkeit einhergehen, im höchsten Maße unattraktiv ist, dass sein Handeln nicht geplant ein unternehmerisches Handeln darstellt und er damit gleichzeitig ungeplant Einkünfte aus Gewerbebetrieb erzielt.¹

Dies gilt umso mehr vor dem Hintergrund, dass zum Teil wegen der Kriterien der Rechtsprechung z.B. zum Grundstückshandel² erst durch ein wiederholtes Handeln eine Betätigung des Steuerpflichtigen als gewerblich anzusehen ist. Gleichzeitig werden allerdings rückwirkend die Handlungen des Steuerpflichtigen aus den letzten Jahren vollständig „gewerblich infiziert“. Dies kann zu einer beträchtlichen Steuernachzahlung des Steuerpflichtigen führen.

Dabei ist es für einen Steuerpflichtigen entscheidend, abzusehen, wie sein Handeln beurteilt werden wird, weil die private Vermögensverwaltung zum Vermögensaufbau grundsätzlich nicht steuerbar ist. Einzig in den steuerbaren Bereich können die „Früchte“ der Nutzung eigenen Vermögens fallen. So zum Beispiel bei privaten Veräußerungsgeschäften im Sinne des § 23 Abs. 1 S. 1 Nrn. 1 und 2 EStG. Dort wird ein anfallender Veräußerungsgewinn der Einkommensteuer, oft in diesem Zusammenhang auch als Spekulationssteuer bezeichnet, unterworfen, wenn gewisse Haltefristen unterschritten werden, so dass der Gesetzgeber davon ausgeht, dass Objekte nicht zum Zwecke des langfristigen Vermögensaufbaus, sondern zum Erzielen von Gewinnen erworben wurden.

¹ Jahn, DB 2012, 1947, 1952.

² BFH, VIII R 317/82, Urteil vom 09.12.1986, BStBl II 1988, 244.

Dagegen fallen bei Annahme einer gewerblichen Betätigung des Steuerpflichtigen sämtliche erzielten Veräußerungsgewinne unter die Einkommensteuer gemäß § 15 EStG und wegen Vorliegens eines Gewerbebetriebes gemäß § 2 GewStG auch unter die Gewerbesteuer.

Neben der zusätzlichen steuerlichen Belastung, die mit der Annahme einer Gewerblichkeit einhergeht, existieren noch andere steuerliche Auswirkungen. So kann der Steuerpflichtige bei Einstufung als gewerblich Handelnder seine erzielten Verluste aus Vermögensverwaltung nicht mit Gewinnen aus Gewerbebetrieb verrechnen.³

Trotz der Wichtigkeit der Abgrenzung wird sie in der Praxis fast ausschließlich durch die Rechtsprechung vorgenommen. So schreibt § 15 Abs. 2 S. 1 EStG zwar fest, wann ein Gewerbebetrieb vorliegt,⁴ alle gesetzlich aufgestellten positiven wie negativen Tatbestandsmerkmale werden aber auch von der privaten Vermögensverwaltung erfüllt.⁵ Aus diesem Grund wurde von der Rechtsprechung ein neues, nicht normiertes negatives Tatbestandsmerkmal „keine private Vermögensverwaltung“ entwickelt.⁶

Die Schwierigkeit der Auslegung des ungeschriebenen Tatbestandsmerkmals hat zu einer Vielzahl von Entscheidungen und einer nicht überschaubaren Kasuistik und einer Einzelfallgerechtigkeit anstelle einer klaren Linie der Rechtsprechung geführt. Schon allein aus diesem Grund ist es notwendig, für Rechtsprechung, Literatur und Praxis eine geeignete Regelung zu finden, die es ermöglicht, schnell und einfach abzusehen, ob noch eine private Vermögensverwaltung oder schon eine Gewerblichkeit vorliegt.

³ Schnorr, NJW 2004, 3214, 3215.

⁴ Schulz zur Wiesche in Bordewin/Brandt, § 15, Rn. 3.

⁵ Hopt, ZGR 1987, 145, 160.

⁶ BFH, I R 191/72, Urteil vom 17.01.1973, BStBl. II 1973, 260.

II. Konkrete Problemdarstellung

1. Ausgangspunkte der Rechtsprechung und der Verwaltung

a. Allgemeiner Ausgangspunkt der Rechtsprechung

Konkret in Bezug auf Private Equity-Fonds ist eine Abgrenzung zwischen der privaten Vermögensverwaltung und dem gewerblichen Beteiligungshandel vorzunehmen.

Anzumerken ist vorab, dass ein Private Equity-Fonds keine steueroptimierte Anlageform ist.⁷ Nichtsdestotrotz existieren selbstverständlich internationale Unterschiede bei der Besteuerung.⁸ In Deutschland richtet sie sich danach, ob ein Fonds noch als vermögensverwaltend oder als gewerblich eingestuft wird.⁹

Eine mögliche Einstufung als gewerblich kann entweder durch eine gewerbliche Infektion, eine gewerbliche Prägung oder durch eine originär gewerbliche Tätigkeit durch Begründung eines Gewerbebetriebes nach § 15 Abs. 2 S. 1 EStG entstehen.¹⁰ Der allgemeine Ausgangspunkt der Rechtsprechung, die Abgrenzung vorzunehmen, wird anhand der für alle Wirtschaftsgüter entwickelten Fruchtziehungsformel gewählt. Dabei ist für eine gewerbliche Tätigkeit erforderlich, dass sich eine Betätigung nicht mehr als Nutzung von Vermögen, sondern als Ausnutzung substantieller Vermögenswerte durch Umschichtung darstellt und diese entscheidend in den Vordergrund tritt.¹¹ Maßgeblich ist danach, ob das Verhalten des Steuerpflichtigen dem Bild eines Gewerbetreibenden entspricht und sein Verhalten somit der privaten Vermögensverwaltung fremd ist.¹² Im Kern geht es also um die Übereinstimmung des Verhaltens des Steuerpflichtigen mit sogenannten Urbildern des Gewerbetreibenden.¹³

⁷ P+P Pöllath und Partners, Private Equity Fonds, S. 18.

⁸ So z.B. dargestellt im Gutachten von Deloitte.

⁹ Schüppen/Ehlermann, Corporate Venture Capital, Rn. 111, 112.

¹⁰ Kaeser/Geberth in Grotherr, Handbuch der internationalen Steuerplanung, S. 1427.

¹¹ BFH, I R 191/72, Urteil vom 17.01.1973, BStBl. II 1973, 260.

¹² BFH, XR 107-108/89, Urteil vom 05.09.1990, BStBl II 1990, 1060, 1061.

¹³ BFH, X R 183/96, Beschluss vom 29.10.1997, DStR 1998, 367, 368.

b. Ausgangspunkt der Verwaltung

Um eine schnelle und verhältnismäßig einfache Bearbeitung der Grenzfälle solcher Private Equity-Fonds zu gewährleisten, hat das Bundesministerium der Finanzen (BMF) in einem Erlass aus dem Jahre 2003¹⁴ (im Folgenden: BMF-Schreiben) festgeschrieben, dass solche Fonds in der Verwaltungspraxis nach den für die Abgrenzung zwischen privatem und gewerblichem Wertpapierhandel aufgestellten Grundsätzen¹⁵ sowie eines Urteils¹⁶ zum Handel mit GmbH-Anteilen¹⁷ behandelt werden sollen.

c. Entscheidung des Bundesfinanzhofes

Im Jahr 2011 erging die erste und einzige Entscheidung des BFH¹⁸ in Bezug auf einen Private Equity-Fonds. Dementsprechend fehlt es bisher bei Private Equity-Fonds an einer den anderen Abgrenzungsfragen entsprechenden Kasuistik.¹⁹

In der Entscheidung führte der BFH aus, dass grundlegende Punkte des Private Equity-Erlasses der Finanzverwaltung gerade kein taugliches Mittel zur Abgrenzung darstellen würden und er vielmehr eigene, teilweise im Widerspruch zur Finanzverwaltung stehende, Kriterien aufstelle. Auch zeigt sich die ablehnende Haltung des BFH gegenüber dem Private Equity-Erlass in der Pressemitteilung zur Entscheidung, in der veröffentlicht wurde, dass der BFH die Praxis der deutschen Finanzverwaltung grundlegend in Frage stelle.²⁰ Die Finanzverwaltung veröffentlichte schließlich die Entscheidung des BFH im Jahre 2014 kommentarlos im Bundessteuerblatt.²¹

d. Entscheidung des FG Münster

Die Diskrepanz zwischen Finanzverwaltung und Rechtsprechung zeigt sich auch in zwei aktuellen Entscheidungen des FG Münster aus dem

¹⁴ BMF-Schreiben vom 16.12.2003, IV A 6 – S2240 – 153/03, BStBl. I 2004, 40; berichtigt durch BMF-Schreiben vom 21.03.2007, IV B 7 – G 1412/0 – DOK, BStBl. I 2006, 632.

¹⁵ BMF-Schreiben vom 16.12.2003, Tz. 7, BStBl. I 2004, 40.

¹⁶ BFH, X R 55/97, Urteil vom 25.07.2001, BFHE 195, 402.

¹⁷ BMF-Schreiben vom 16.12.2003, Tz. 8, BStBl. I 2004, 40.

¹⁸ BFH, I R 46/10, Urteil vom 24.08.2011, BFHE 234, 339.

¹⁹ Anzinger/Jekerle, IStR 2008, 821, 824.

²⁰ Pressemitteilung Nr. 86 des BFH vom 26.10.2011.

²¹ BStBl II, 2014, 764.

April 2017.²² Hier versuchte das Finanzamt erfolglos, einen Fonds aus Großbritannien als vermögensverwaltend einzustufen.²³ Dabei stellte es erneut auf die Haltedauer von drei bis fünf Jahren ab.²⁴ Also auf ein Kriterium, das explizit vom BFH verworfen wurde. Darüber hinaus wurde von der Finanzverwaltung die Anzahl der Beteiligungen als Beweisanzeichen für eine Vermögensverwaltung angeführt.²⁵ Ein solches Merkmal wurde weder in dem BMF-Schreiben von 2003 noch in der Entscheidung des BFH genannt.

Unklarheiten existieren aber auch innerhalb der Rechtsprechung. So führte das FG Münster aus, dass für eine gewerbliche Tätigkeit spreche, dass Veräußerungsgewinne ausgeschüttet und nicht reinvestiert wurden.²⁶ Genau das Gegenteil sagt das BMF-Schreiben,²⁷ das der BFH insoweit nicht angegriffen hat. In der Praxis ist es sogar komplett unüblich, dass Veräußerungserlöse reinvestiert werden.²⁸

Des Weiteren führte das FG Münster aus, dass es zwar langfristige Haltedauern der Beteiligungen gab, allerdings für eine Gewerblichkeit spreche, dass es auch Verkäufe vor Ablauf von zwei Jahren gegeben habe.²⁹ Diese Sichtweise erscheint deshalb problematisch, weil es sowohl nach BFH als auch nach BMF-Schreiben auf eine durchschnittliche Haltedauer ankommt.³⁰ Dass gewisse Umstände einen Fonds zu einem früheren Verkauf zwingen können, ist dabei von beiden einkalkuliert worden.

2. Betroffener Personenkreis der Abgrenzung

Die Abgrenzung hat für einen Private Equity-Fonds erhebliche Bedeutung. Dabei geht es im Kern um drei entscheidende Probleme.

Zunächst sind die ausländischen Investoren in einem gewerblichen, inländischen Fonds oder die ausländischen Investoren in ausländischen

²² FG Münster, 10 K 106/13 F, Urteil vom 28.04.2017; 10 K 3435/13 F, Urteil vom 28.04.2017.

²³ FG Münster, 10 K 106/13 F, Rn. 44; 10 K 3435/13 F, Rn. 30.

²⁴ FG Münster, 10 K 106/13 F, Rn. 44; 10 K 3435/13 F, Rn. 30.

²⁵ FG Münster, 10 K 106/13 F, Rn. 44; 10 K 3435/13 F, Rn. 30.

²⁶ FG Münster, 10 K 106/13 F, Rn. 84; 10 K 3435/13 F, Rn. 66.

²⁷ BMF-Schreiben, vom 16.12.2003, Tz. 15.

²⁸ Kirchner, Private Equity im deutschen Steuersystem, S. 3,

²⁹ FG Münster, 10 K 106/13 F, Rn. 91; 10 K 3435/13 F, Rn. 73.

³⁰ BFH, I R 46/10, Urteil vom 24.08.2011, BFHE 234, 339, Rn. 22; BMF-Schreiben vom 16.12.2003, Tz. 14.

Fonds, die in Deutschland Gewinne erzielen, die mit einer Betriebsstätte verknüpft sind, zu nennen. Diese trifft nämlich in einer solchen Konstellation eine Abgabepflicht einer Steuererklärung in Deutschland.³¹ Alleine diese Gefahr stellt für ausländische Investoren oftmals einen „Dealbreaker“ bei einem Investment dar, unabhängig davon, ob tatsächlich eine Steuer anfällt oder nicht.

Des Weiteren ist die Abgrenzung relevant für steuerbefreite Investoren. Bei diesen ist es wichtig, eine Gewerblichkeit zu vermeiden, damit kein Verlust der Steuerfreiheit droht.³² Durch die Erzielung von Erträgen aus einer Mitunternehmerschaft wird grundsätzlich ein Betrieb gewerblicher Art begründet, der zur Gleichstellung der steuerbefreiten mit steuerpflichtigen Körperschaften führt.³³

Die Abgrenzung von Vermögensverwaltung und Gewerblichkeit hat darüber hinaus noch Bedeutung für den geschäftsführenden Kommanditisten, welcher üblicherweise eine disproportionale Zusatzvergütung, das sogenannte Carried Interest, erhält, wenn der Jahresgewinn eine gewisse Mindestverzinsungshürde übersteigt.³⁴ Bei Übersteigen dieser Hürde werden Gewinne im Verhältnis 80/20 (80% an die Investoren, 20% an die Initiatoren) verteilt.³⁵ Diese Erträge werden aber gemäß § 18 Abs. 1 Nr. 4 EStG nur dann als Einkünfte aus selbstständiger Arbeit angesehen und zu 40% steuerfrei gestellt, wenn auch der Fonds vermögensverwaltend ist.³⁶ Gerade der Manager, der den Fonds gründet, hat also ein beträchtliches Interesse daran, dass der Fonds als vermögensverwaltend angesehen wird. Die Ansicht, die darauf abstellt, die Abgrenzung hätte nur noch in Bezug auf die anfallende Gewerbesteuer Relevanz,³⁷ kann aus den vorstehend aufgezeigten Punkten nicht überzeugen.

3. Weitere steuerliche Problemstellung

Neben der aufgezeigten Abgrenzungsproblematik existiert in Deutschland ein weiterer steuerrechtlicher Nachteil aus Initiatorensicht. Dieser er-

³¹ P+P Pöllath und Partners, Private Equity Fonds, Mandanteninformation, S. 11, 12.

³² Elser in Wassermeyer/Richter/Schnittker, Rn. 9.82.

³³ Elser in Wassermeyer/Richter/Schnittker, Rn. 9.85.

³⁴ Cornelius, International Investments in Private Equity, S. 22.

³⁵ Lerner/Leamon/Hardymon, S. 41.

³⁶ Bode in Blümich, § 15 EStG, Rn. 155.

³⁷ Watrin/Wittkowski/Pott, DB 2007, 1939.

gibt sich aus § 4 Nr. 8 h UStG in der geltenden Fassung ab 01.01.2018.³⁸ Dort ist geregelt, dass eine Managementvergütung von der Umsatzsteuer befreit sein kann. Das Management eines Private Equity-Fonds erfüllt diese Kriterien regelmäßig nicht, weshalb 19% Umsatzsteuer erhoben werden.³⁹ Das ist völlig unüblich in Europa. Weder in Spanien, noch in Frankreich oder Großbritannien wird bei Vergütungen des Managements eine Umsatzsteuerpflicht ausgelöst.⁴⁰

Außerdem könnte es unter Umständen sogar europarechtswidrig sein. Der EuGH führte Ende 2015⁴¹ aus, dass geschlossene alternative Investmentfonds, zu denen auch Private Equity-Fonds zählen, die einer staatlichen Regulierung unterliegen, unter die Umsatzsteuerbefreiung aus Art. 135 Abs. 1 lit. g der Mehrwertsteuersystemrichtlinie fallen.⁴²

III. Zusammenfassung der aktuellen Lage

Aufgrund der aufgezeigten steuerrechtlichen Probleme ist Deutschland aktuell ein eher uninteressantes Land als Standort für einen Private Equity-Fonds. Dass ein gesetzlicher Handlungsbedarf bestand und besteht, hat auch die deutsche Bundesregierung erkannt. Schon im Koalitionsvertrag von CDU/CSU und SPD vom 11.11.2005 wurde verankert, ein Private Equity-Gesetz zu schaffen.⁴³ Dieser Punkt des Koalitionsvertrages wurde leider nicht umgesetzt.⁴⁴

Auch in folgenden Koalitionsverträgen (2009, 2013 und 2018) wurden Verbesserungsmaßnahmen angestrebt. Der Koalitionsvertrag von CDU/CSU und FDP führte nur allgemein aus, dass Deutschland ein Gründerland werden soll, in dem es bessere Rahmenbedingungen für Chancen- und Beteiligungskapital geben werde.⁴⁵ Dagegen planten CDU/CSU und SPD, Deutschland durch Schaffung eines Venture Capital-Gesetzes international als Investitionsstandort attraktiv zu machen.⁴⁶ Tatsächlich um-

³⁸ Gesetz zur Reform der Investmentbesteuerung, BGBl I 2016, 1730.

³⁹ P+P Pöllath + Partners, Reform des Investmentsteuergesetzes, S. 15, 16.

⁴⁰ Kaserer/Achleitner/von Einem/Schiereck, Private Equity in Deutschland, S. 75.

⁴¹ EuGH, Urteil vom 09.12.2015, Rs. C-595/13.

⁴² P+P Pöllath + Partners, Reform des Investmentsteuergesetzes, S. 14.

⁴³ Koalitionsvertrag von CDU, CSU und SPD vom 11.11.2005, S. 86.

⁴⁴ Rodin, Festschrift P+P, Pöllath + Partners, 2008, 541, 551.

⁴⁵ Koalitionsvertrag von CDU, CSU und FDP vom 26.10.2009, S. 25.

⁴⁶ Koalitionsvertrag von CDU, CSU und SPD vom 14.12.2013, S. 98.

gesetzt wurden aber die Pläne nicht. Im aktuellen Koalitionsvertrag werden nur ganz allgemein Förderungen der Gründerkultur und die Verbesserung der Bedingungen für Wagniskapital angestrebt.⁴⁷

Der letzte Versuch des Gesetzgebers, zumindest einem Teil der Private Equity-Branche, nämlich Venture Capital, einen klaren gesetzlichen Rahmen für die Abgrenzung zur Gewerblichkeit zu geben, stammte aus dem Jahr 2008. Dort wurde im Rahmen des „Gesetzes zur Modernisierung der Rahmenbedingungen für Kapitalbeteiligungen“⁴⁸ § 19 WKBG geschaffen. Die europäische Kommission sah allerdings in dieser Vorschrift eine unerlaubte Beihilfe, weil diese Norm noch eher zu der Annahme einer privaten Vermögensverwaltung führen würde, als der bestehende Private Equity-Erlass. So läge praktisch eine selektive Gewerbesteuerbefreiung für Venture Capital-Fonds vor.⁴⁹ Die Norm trat daher nie in Kraft.

Aus der aktuell unklaren Rechtslage und den Diskrepanzen zwischen Finanzverwaltung und Rechtsprechung ergibt sich auf dem Gebiet des Private Equity eine erhebliche Rechtsunsicherheit. Diese Gründe werden von vielen Investoren als so bedeutend angesehen, dass sie von Investments in Fonds, die auf einer deutschen Rechts- und Steuerstruktur basieren, absehen.⁵⁰ Somit ist eine Verbesserung von zentraler Bedeutung für den Fondsstandort Deutschland.⁵¹

Gut zusammengefasst ist die Lage in einem Gutachten von KPMG über den europäischen Private Equity-Markt.⁵² In verschiedenen Kategorien wurden Punkte zwischen 1,00 und 3,00 verteilt, wobei 1,00 die Bestnote war. Während der europäische Durchschnitt bei 1,85 lag, erreichte Deutschland nur 2,18 Punkte und befand sich damit auf Platz 23 von 28.⁵³ Das lag besonders an den steuerlichen Wertungen. So erhielt Deutschland die schlechteste Note in der Kategorie, die sich mit der Steuersituation der Investoren und des Managements beschäftigt.⁵⁴

⁴⁷ Koalitionsvertrag von CDU, CSU und SPD vom 12.03.2018, S. 42, Zeilen-Nr. 1844 ff.

⁴⁸ Gesetz zur Modernisierung der Rahmenbedingungen für Kapitalbeteiligungen (MoRaKG), vom 12. August 2008, BGBl. I 2008, 1672.

⁴⁹ Entscheidung der Kommission vom 30.09.2009, S. 16 Rn. 67.

⁵⁰ Kaserer/Achleitner/von Einem/Schiereck, Private Equity in Deutschland, S. 58.

⁵¹ Friedrichs/Köhler, DB 2006, 1396, 1397.

⁵² KPMG, Benchmarking European Tax and Legal Environments.

⁵³ KPMG, Benchmarking European Tax and Legal Environments, S. 10.

⁵⁴ KPMG, Benchmarking European Tax and Legal Environments, S. 10.

Frankreich, Großbritannien oder Spanien belegten mit den Wertungen 1,23; 1,45 und 1,58 sowie mit der Wertung 1,00 in der Steuerkategorie die Plätze 1, 4 und 6.⁵⁵

IV. Ziel

Das Ziel dieser Dissertation ist es, zumindest die Eckpfeiler einer gesetzlichen Lösung für die Problematik zu formulieren, um eine klare und eindeutige Rechtsanwendung und eine damit verbundene Rechtssicherheit zu schaffen.

Dabei ist zu beachten, dass Private Equity-Fonds ein weltweites Phänomen sind, so dass die Erarbeitung einer Lösung bei alleiniger Betrachtung Deutschlands nicht zielführend ist. Vielmehr werden als Vergleichsmaßstab die bestehenden Rechtslagen in Großbritannien, den USA, Spanien, Frankreich und sogenannter „Steuroasen“ herangezogen. All diese Länder haben spezielle Gesellschaftsformen und gesetzliche Regelungen geschaffen, die es ermöglichen, ohne Folgerisiken einen Private Equity-Fonds aufzulegen oder zu verwalten.

Eine gesetzliche Lösung ist auch deshalb notwendig, weil der bisherige Zustand praktische und verfassungsrechtliche Probleme aufwirft. So wird die Abgrenzung tatsächlich durch die Kriterien der Finanzverwaltung, mithin durch die Exekutive, erfolgen. Kommt es tatsächlich zu einem Prozess kämen wiederum die Kriterien der Judikative zum Tragen. Dem demokratischen Sinn nach sollte allein die Legislative über zentrale Fragen entscheiden.

Mit der Verabschiedung eines Private Equity-Gesetzes könnte Deutschland im weltweiten oder zumindest europäischen Vergleich eine stärkere Rolle bei der Ansiedlung und Verwaltung von Private Equity-Fonds einnehmen, was mittelbar zu einer Stärkung der deutschen Wirtschaft führen wird.

⁵⁵ KPMG, Benchmarking European Tax and Legal Environments, S. 10.



B. Gewerblicher Beteiligungshandel

I. Private Equity-Fonds

1. Definition

a. Begriffserklärung

Eine allgemeingültige Definition des Begriffes „Private Equity“ existiert nicht und hätte wegen der Schnellebigkeit der Branche wohl auch keinen langfristigen Bestand.⁵⁶ Dennoch kann man sich einer Definition durch Betrachtung der beiden Begriffsteile „Private“ und „Equity“ nähern. Bei „Equity“ handelt es sich generell um haftendes Eigenkapital, also um Unternehmensanteile wie Aktien, die dem Inhaber gewisse Rechte wie Stimmrecht oder Anspruch auf Gewinne oder Dividenden einräumen.⁵⁷ Der Begriff „Private“ wird zum Teil damit erklärt, dass es sich um eine private, also nicht börsennotierte Unternehmensfinanzierung handelt⁵⁸ oder damit, dass es sich allgemein um eine Finanzierung abseits des organisierten Marktes, also im Privaten handelt.⁵⁹ Der Gegensatz dazu stellt das Investieren in ein börsennotiertes Unternehmen (public company) dar.⁶⁰ Der Begriff „Private“ bedeutet dagegen nicht, dass ausschließlich Privatinvestoren das Kapital zur Verfügung stellen müssen.⁶¹

Es wäre aber verkürzt, ausschließlich den Erwerb von Anteilen an nicht börsennotierten Unternehmen einzuschließen. Es besteht auch die Möglichkeit, Anteile zu erwerben und das Unternehmen anschließend über einen Squeeze-Out oder ein Delisting von der Börse zu nehmen.⁶² Trotzdem wird im Regelfall in nicht börsennotierte Gesellschaften investiert.⁶³ Diese Vorgehensweise hat den Vorteil, dass Maßnahmen innerhalb der Gesellschaft, wie z.B. ein Strategiewechsel oder der Austausch der Ge-

⁵⁶ Jäckle/Strehle/Clauss in Beck'sches M&A-Handbuch, § 49, Rn. 3.

⁵⁷ Bayaz, „Heuschrecken“ zwischen Rendite, Reportage und Regulierung, S. 39.

⁵⁸ Maurenbacher, S. 51.

⁵⁹ Bayaz, „Heuschrecken“ zwischen Rendite, Reportage und Regulierung, S. 39, 40.

⁶⁰ Bayaz, „Heuschrecken“ zwischen Rendite, Reportage und Regulierung, S. 40.

⁶¹ Levedag in Münchener Handbuch des Gesellschaftsrechts, § 71, Rn. 200.

⁶² Jäckle/Strehle/Clauss in Beck'sches M&A-Handbuch, § 49, Rn. 5.

⁶³ Risse/Kästle/Gebler, M&A and Corporate Finance von A-Z, S. 136.

schäftsführung, leichter und schneller vonstattengehen, wenn das Unternehmen nicht börsennotiert ist.⁶⁴

b. Gründe für die Aufnahme von Private Equity

Wie eben dargestellt, werden Eigenkapital- oder eigenkapitalähnliche Beteiligungen an Portfoliounternehmen erworben.⁶⁵ Eigenkapital wird dem Unternehmen dauerhaft zur Verfügung gestellt.⁶⁶ Fremdkapital dagegen zeichnet sich durch eine feste Laufzeit und Verzinsung aus, nimmt dafür aber nicht am Gewinn und Verlust eines Unternehmens teil. Der Eigenkapitalinvestor unterliegt einem erhöhten Risiko, da unternehmerische Verluste zunächst zu Lasten des Eigenkapitals gehen. Im Gegenzug profitiert er bei positiver Unternehmensentwicklung oft weit über der dem Fremdkapitalgeber gewährten Verzinsung.⁶⁷

Im Gegensatz zu einer „normalen“ Eigenkapitalbeteiligung verstehen sich die Kapitalgeber bei Private Equity-Finanzierungen als „Partner auf Zeit“ für die Zielgesellschaften. Nur, wenn in einem absehbaren Zeitraum eine Veräußerung der Anteile, die an einer Portfoliogesellschaft erworben werden, realistisch erscheint, wird es zum Erwerb einer Beteiligung kommen.⁶⁸

Das Kapital wird zur Verfügung gestellt, um zu expandieren, neue Märkte zu erschließen, eine Übernahme zu finanzieren sowie um wirtschaftliche Krisenzeiten zu überbrücken.⁶⁹ Gerade in den Krisenzeiten kann die Zuführung von Private Equity zur Erhöhung der Eigenkapitalquote des Unternehmens führen. Das wiederum kann zu einer Verbesserung des Ratings eines Unternehmens führen, weil dieses primär auf die Eigenkapitalquote abstellt. Mit einer Private Equity-Beteiligung kann also eine Verbesserung der Finanzierungsbedingungen einhergehen.⁷⁰ Neben der finanziellen Bereitstellung von Kapital wird auch das Management der Zielgesellschaft beratend vom Investor unterstützt.⁷¹ Als Zusatzleistungen

⁶⁴ Särve, PIPE Investments of Private Equity Funds, S. 15.

⁶⁵ Rodin/Veith/Bärenz in Aktuelles zu Private Equity, S. 46.

⁶⁶ Veith/Euhus, Private Equity & Venture Capital, S. 2.

⁶⁷ BAI, Informationsbroschüre Private Equity, S. 6, 7.

⁶⁸ Börner/Geldmacher, FB 2001, 695.

⁶⁹ Levedag in Münchener Handbuch des Gesellschaftsrechts, § 71, Rn. 198.

⁷⁰ Schneck, Handbuch Alternative Finanzierungsformen, S. 253.

⁷¹ Oehler/Schalkowski, BFuP 2013, 534.

kommen das Nutzen der Kompetenzen des Investors, seine Finanzberatung und die Nutzungsmöglichkeit bestehender Netzwerke in Betracht.⁷²

Aus diesem Grund ist Private Equity insbesondere bei Mittelstands- und Familienunternehmen als Finanzierungsform angekommen, weil das Unternehmen einerseits professionelle Hilfe bei der Entwicklung erhält und andererseits der Investor das Unternehmen nach einiger Zeit wieder verlässt.⁷³

Trotz der aufgezeigten Vorteile gilt Private Equity für die Zielunternehmen als teure Investitionsform.⁷⁴ Daher greifen Unternehmen bei zusätzlichem Finanzierungsbedarf regelmäßig zunächst auf Fremdkapital zurück, da angenommen wird, Informations- und Anreizprobleme im Rahmen einer Kreditvergabebeziehung besser handhaben zu können.⁷⁵ Gelingt es dem Unternehmen jedoch, eine Fremdfinanzierung durchzuführen, so kann sich die ständige Rückzahlung dann als Problem erweisen, wenn die Innenfinanzierungskraft des Unternehmens nicht ausreicht, die laufenden Zins- und Tilgungsauszahlungen zu decken.⁷⁶

Trotzdem wird Private Equity häufig erst dann von den Kapitalnehmern in Anspruch genommen, wenn ihnen der Zugang zum Kapitalmarkt oder zu Kreditfinanzierungen verwehrt ist.⁷⁷ Aufgrund dessen zählen Investitionen in Private Equity als Risikobeteiligungen.⁷⁸

c. Private Equity aus Investorensicht

Private Equity darf aber nicht nur als Beteiligungskapital aus Sicht des zu finanzierenden Unternehmens verstanden werden, sondern stellt eine eigene Anlageklasse dar, welche zur übergeordneten Anlageklasse „Alternative Investments“ zählt.⁷⁹ Innerhalb dieser Anlageklasse stellt Private Equity einen Gesamtsachverhalt dar, der drei verschiedene Gruppen miteinander vereint. Dazu zählen die Investoren, die Initiatoren und

⁷² Weinheimer in Hölters, Handbuch Unternehmenskauf, Teil 12, Rn. 12.12.

⁷³ Bergjan/Volhard/Schwarz van Berk in Holzapfel/Pöllath, Rn. 1699.

⁷⁴ Lerch, Private Equity aus Investorensicht, S. 8.

⁷⁵ Rudolph/Fischer, FB 2000, 49, 56.

⁷⁶ Kußmaul/Richter, DStR 2000, 1155, 1156.

⁷⁷ Lerch, Private Equity aus Investorensicht, S. 8.

⁷⁸ Engel, S. 343.

⁷⁹ von Kuhlberg/Seidel in Rechtshandbuch Private Equity, S. 37; a.A. Ang, Asset Management, Kapitel 18, S. 1.

die Unternehmen, die Kapital suchen.⁸⁰ Die Investoren zählen innerhalb der Assetklasse wiederum zu den Finanzinvestoren.⁸¹ Das Kapital wird von privaten oder sonstigen Anlegern zur Verfügung gestellt, mit dem Ziel, über einen langfristigen Zeitraum durch die Wertsteigerung des Zielunternehmens eine Rendite zu erzielen.⁸²

Genutzt wird also Private Equity als Möglichkeit der Vermögensverwaltung.⁸³ Durch das hohe Risiko wegen der fehlenden Sicherheiten⁸⁴ muss die geplante Rendite des Investments entsprechend hoch sein, damit sich ein Engagement lohnt.⁸⁵ Gerade alternative Anlageklassen bieten aufgrund ihres intransparenten Wesens und der illiquiden Struktur der Beteiligung eher die Möglichkeit, durch Informationsvorsprünge Überrenditen zu erzielen.⁸⁶

Daher ist es gerade in Zeiten der Niedrigzinsen vorteilhaft, in Private Equity zu investieren, da diese Investments, verglichen mit ähnlich risikobehafteten Investitionen, überdurchschnittliche Erträge erzielen.⁸⁷ Als Faustregel gilt, dass es sinnvoll ist, ca. 10% seines Gesamtvermögens in Private Equity-Anlagen zu investieren.⁸⁸

d. Kreis der Anleger

Typische Investoren in Private Equity Fonds sind Banken, Pensionskassen, Stiftungen und wohlhabende Familien.⁸⁹ Als potentielle Investoren eines Fonds kommen aber auch öffentlich-rechtliche Geldgeber in Betracht. Dies ist häufig strukturpolitisch motiviert, um durch ihr Kapital zumindest auch der regionalen Wirtschaftsförderung zu dienen.⁹⁰ Bezeichnend für einen Private Equity-Fonds ist es, dass die Beteiligung während der Laufzeit nicht vorzeitig gekündigt werden kann.⁹¹ Dadurch, dass Versicherungsunternehmen und Pensionsfonds einen eher langfristigen An-

⁸⁰ Rodin, Festschrift P+P, Pöllath + Partners, 2008, 541, 542.

⁸¹ Bünn, S. 19.

⁸² Tormöhlen in Braun/Günther, Das Steuerhandbuch, Private Equity.

⁸³ Baker/Filbeck/Kiyamaz, Private Equity, S. 3.

⁸⁴ Geisel, Eigenkapitalfinanzierung, S. 65.

⁸⁵ Gocksch, Besteuerung inländischer Private Equity-Fonds, S. 6.

⁸⁶ von Oppenheim, Festschrift Rödl, 2008, 325, 327.

⁸⁷ P+P Pöllath und Partners, Private Equity Magazin, S. 54.

⁸⁸ Rodin, Festschrift P+P, Pöllath + Partners, 2008, 541, 543.

⁸⁹ Graf/Gruber/Grünbichler in Grünbichler/Graf/Gruber, S. 26, 27.

⁹⁰ Bergjan/Volhard/Schwarz van Berk in Holzapfel/Pöllath, Rn. 1706.

⁹¹ Jesch/Kreuter, FB 2002, 407.

lagehorizont haben, ist die mangelnde Fungibilität der Anteile für sie weniger nachteilig als für kurzfristig denkende Anleger.⁹²

2. Unterschiedliche Anlagemöglichkeiten

a. Direktinvestition

Dem Grunde nach gibt es zwei verschiedene Möglichkeiten, in Private Equity zu investieren. Entweder erwirbt man eine direkte Beteiligung an einem Zielunternehmen oder eine indirekte Beteiligung über einen Fonds.

Eine direkte Investition verzichtet vollständig auf den Einbezug von Intermediären. Sie ist mit dem größten Aufwand für den Investor verbunden. Schließlich muss er sowohl die Investitions-, als auch die Deinvestitionsentscheidungen selber treffen.⁹³ Eine Direktbeteiligung ist also nur dann sinnvoll, wenn der Investor über hinreichende fachliche und persönliche Kompetenzen verfügt.⁹⁴

Darüber hinaus bietet eine Direktinvestition kein Diversifikationspotential zur Risikoverminderung, weil die finanzielle Beteiligung regelmäßig zu umfangreich ist, um in eine Vielzahl von Projekten zu investieren.⁹⁵ Für Privatpersonen ist die Direktinvestition daher nicht empfehlenswert, weil das Ausfallrisiko und das damit verbundene finanzielle Risiko zu groß sind.⁹⁶ Etwas anderes kann nur für große institutionelle Investoren gelten, die zum einen über die notwendigen Fachkenntnisse und zum anderen über so viel Kapital verfügen, dass mehrere direkte Investitionen getätigt werden können.⁹⁷

b. Indirekte Investition über Fonds

Durch die Verwendung eines Private Equity-Fonds als Intermediär zwischen Geldgeber und Zielunternehmen erreicht der Investor eine bessere Risikostreuung bei gleichzeitiger Begrenzung der Haftung auf seine In-

⁹² Jesch/Kreuter, FB 2002, 407.

⁹³ Graf/Gruber/Grünbichler in Grünbichler/Graf/Gruber, S. 37.

⁹⁴ Thum/Timmreck/Keul, Private Equity, S. 15.

⁹⁵ Graf/Gruber/Grünbichler in Grünbichler/Graf/Gruber, S. 37.

⁹⁶ Lerch, Private Equity aus Investorensicht, S. 6.

⁹⁷ von Oppenheim, Festschrift Rödl, 2008, 325, 340.

vestitionssumme.⁹⁸ Ein Fonds baut nämlich mit dem Kapital ein Beteiligungsportfolio auf, von dem er sich Wertsteigerungspotential erhofft.⁹⁹ Durch diese breite Streuung ist die Wahrscheinlichkeit höher, ein sehr gutes Portfoliounternehmen ausfindig zu machen.¹⁰⁰ Das höchste Maß an Diversifikation erreicht man über Dachfonds.¹⁰¹

Des Weiteren hat ein Fonds die Ressourcen, um vor einem Investment eine umfangreiche Prüfung des Zielunternehmens, die sogenannte Due Diligence, vorzunehmen.¹⁰² Bei dieser Prüfung werden transaktionsbezogene interne Informationsquellen der Zielgesellschaft auf die Vereinbarkeit mit dem Investitionsziel untersucht.¹⁰³ Dadurch vermindert sich signifikant das Risiko eines Fehlinvestments.

Ein weiterer Vorteil eines indirekten Investments ist die Vereinfachung des Investierens in einen Fonds. Die Auswahl der Zielgesellschaft wird vollends von der Geschäftsführung übernommen. Der Investor wählt nur noch den Fonds aus. Er benötigt also weniger Fachkenntnisse. Als wesentliches Auswahlkriterium wird dabei häufig der „Track Record“, also die Erfolgsbilanz der letzten Jahre, herangezogen.¹⁰⁴ Aufgelegt werden die Fonds von darauf spezialisierten Private Equity-Gesellschaften.¹⁰⁵ Innerhalb dieser Gesellschaften kommt es stärker zur Konzentrierung. So sammelten 10% aller Fondsgesellschaften 60% des weltweiten Kapitals ein.¹⁰⁶ Aber auch auf Geschäftsführungsebene kommt es zur Spezialisierung auf einzelne Marktsegmente.¹⁰⁷

Aus den vorstehenden Gründen gelangt der Investor durch die Verwendung eines Private Equity-Fonds zur Diversifikation des eigenen Portfolios und damit entweder zu höheren Renditen bei gleichem Risiko oder gleichen Renditen bei niedrigerem Risiko.¹⁰⁸ Das führt dazu, dass heutz-

⁹⁸ Graf/Gruber/Grünbichler in Grünbichler/Graf/Gruber, S. 38.

⁹⁹ Engel, S. 343.

¹⁰⁰ Jesch, Private-Equity-Beteiligungen, S. 135.

¹⁰¹ Graf/Gruber/Grünbichler in Grünbichler/Graf/Gruber, S. 38.

¹⁰² Lerner/Hardymon/Leamon, Venture Capital and Private Equity, S. 1.

¹⁰³ Liekefett, Due Diligence bei M&A-Transaktionen, S. 29.

¹⁰⁴ Graf/Gruber/Grünbichler in Grünbichler/Graf/Gruber, S. 38.

¹⁰⁵ Risse/Kästle/Gebler, M&A and Corporate Finance von A-Z, S. 137.

¹⁰⁶ P+P Pöllath und Partners, Private Equity Magazin, S. 64.

¹⁰⁷ Cornelius, International Investments in Private Equity, S. 16.

¹⁰⁸ von Kuhlberg/Seidel in Rechtshandbuch Private Equity, S. 39.