

# Private-Debt-Fonds im Aufwind

Rechtliche und steuerliche Aspekte einer aufstrebenden Anlageklasse



**Tarek Mardini**  
LL.M., Partner  
bei P+P Pöllath + Partners



**Dr. Christian Hillebrand**  
Senior Associate  
bei P+P Pöllath + Partners

Private-Debt-Fonds legen seit Jahren einen beeindruckenden Aufstieg im Bereich alternativer Anlagen hin. Mit einem verwalteten Vermögen von 638 Mrd. Dollar (Stand: Juni 2017) liegt der Bereich Private Debt noch weit entfernt vom Bereich Private Equity (2829 Mrd. Dollar). Der stete Anstieg des Fundraisings deutet darauf hin, dass Private Debt eines Tages zum Bereich Private Equity aufschließen kann. Prominente Marktteilnehmer (z.B. David Rubenstein, Gründer der Carlyle Group) erwarten sogar, dass das Volumen von Private Debt mittelfristig die Asset-Klasse Private Equity überflügeln wird. Auch institutionelle Anleger suchen vermehrt Zugang zu Private-Debt-Fonds und müssen aufsichts- und steuerrechtliche Anforderungen beachten.

Beteiligungen an Private-Debt-Fonds sind aus vielen Gründen attraktiv. Sie bieten stabile Erträge, die über denen von herkömmlichen Anleihen liegen. Sie weisen ein von börsennotierten Aktien und Anleihen abweichendes Risikoprofil mit einer geringen Korrelation auf und gelten als relativ sichere Anlage. Private-Debt-Fonds sind in der Regel geschlossene Fonds, die verschiedene Anlagestrategien verfolgen. Man unterscheidet die Bereiche Direct Lending/Senior Debt, Mezzanine und Special Situations.

*Viele institutionelle Investoren haben aufsichtsrechtliche Vorgaben zu beachten*

Alle begeben außerbörsliche Fremdkapitalinstrumente. Während Direct Lending-/Senior-Debt-Fonds Kredite an Portfoliounternehmen vergeben, die im Insolvenzfall vorrangig besichert sind, spezialisieren sich Mezzanine-Fonds auf Investitionen in nachrangige Mezzanine-Instrumente. Special-Situations-Fonds fokussieren sich auf Fremdkapitalinvestitionen in Portfoliounternehmen, die sich in einer wirtschaftlichen Schieflage befinden. Im Rahmen der Vorerwerbsprüfung (Due Diligence) müssen – neben der Marktüblichkeitsprüfung der Vertragsbedingungen – rechtliche und steuerliche Stolpersteine für eine Investition in Private-Debt-Fonds aus dem Weg geräumt werden.

Viele institutionelle Investoren haben aufsichtsrechtliche Vorgaben bei der Kapitalanlage zu beachten. Kleine Versicherungsunternehmen, Pensions- und Sterbekassen sowie Versorgungswerke unterliegen dem Versicherungsaufsichtsgesetz (VAG) und der Anlageverordnung (AnlV). Das Ende 2017 aktualisierte Kapitalanlagerundschreiben (BaFin-Schreiben) brachte neue Regelungen, nicht aber die nötige Klarheit für Beteiligungen an Private Debt Fonds. Nach der AnlV sind Investitionen des Sicherungsvermögens nur innerhalb bestimmter Grenzen möglich. Man unterscheidet bestimmte Fondskategorien.

Im Rahmen der „Beteiligungsquote“ (15% des Sicherungsvermögens) ist eine Anlage in Fonds möglich, die in eigenkapitalähnliche oder „andere Instrumente der Unternehmensfinanzierung“ investieren (§2 Abs. 1 Nr. 13 Buchst. b) AnlV). Nach der amtlichen Begründung zur AnlV können darunter auch Private-Debt-Fonds mit einer aktiven Debt-Strategie fallen. Voraussetzung ist, dass sich die Tätigkeit nicht in der schlichten Kreditverwaltung erschöpft, sondern jede Darlehensvergabe individuell geprüft und überwacht wird. Diese Fonds begrenzen das Anlagerisiko nicht durch passive Streuung, sondern durch aktives Portfoliomanagement (Due Diligence, Überwachung, Einräumung von vertraglichen Rechten). Unsicherheiten bestehen aber durch das neue BaFin-Schreiben, welches die AnlV konkretisiert. Dieses will zwar die bisherige aufsichtsbehördliche Praxis weiterführen. Bei der Frage der Zulässigkeit der Darlehensvergabe stellt das Schreiben aber auf die Zielunternehmen des Fonds und nicht auf den Fonds selbst ab. In Betracht komme danach eine Einordnung eines Private-Debt-Fonds unter Nr. 13b), wenn sich der Fonds an Unternehmen beteiligt, deren Tätigkeit sich nicht in der schlichten Kreditverwaltung erschöpft, sondern die jede Darlehensvergabe individuell prüfen

und überwachen. Von der (aktiven) Darlehensvergabe des Fonds selber ist hingegen nicht die Rede. Dies stellt einen systematischen Bruch dar, denn Nr. 13b) stellt sonst auf den Fonds selber ab. Es sollte richtigerweise nur darauf ankommen, ob der Fonds selbst mit Instrumenten der Unternehmensfinanzierung eine aktive unternehmerische Strategie verfolgt. Dies sollte auf die meisten Private-Debt-Fonds zutreffen, auch viele mit Senior-Debt-Strategien. Die unglückliche Formulierung im BaFin-Schreiben führt zu Unsicherheiten in der Praxis. Wenn eine Beteiligung nach Nr. 13b) ausscheidet, kann eine Investition nach Nr. 17 als „alternative Anlage“ erfolgen. Fonds und Fondsmanager müssen dafür ihren Sitz in einem EWR-Staat haben und von einem nach der AIFM-Richtlinie vollregulierten Manager verwaltet werden. Hingegen erlaubt Nr. 13b) auch eine Beteiligung an US-Fonds

und bloß registrierten Fondsmanagern. Es bleibt zu hoffen, dass diese Unklarheiten zeitnah beseitigt werden. Bis dahin ist bei Beteiligungen an Private-Debt-Fonds eine eingehende aufsichtsrechtliche Einzelfallprüfung erforderlich.

Auch steuerlich sind Fallstricke zu beachten. Viele Private-Debt-Fonds haben einen US-Fokus. 68 der größten 100 Private-Debt-Fondsmanager haben ihren Sitz in den USA. Institutionelle Anleger kommen nicht umhin, sich mit steuerlichen Folgen einer Beteiligung an einem US-Fonds zu beschäftigen. Zu prüfen ist insbesondere, ob die Beteiligung gewerbliche US-Einkünfte (ECI-Einkünfte) vermittelt. Dies würde zu einer beschränkten Steuer(erklärungs)pflcht des Investors in den USA führen und erheblichen Verfahrens- und Kostenaufwand auslösen. Relevant wird dies bei Senior-Debt-/Direct-

*Es ist zu prüfen, ob die Beteiligung gewerbliche US-Einkünfte vermittelt*

Lending-Fonds, die vorrangig besicherte Darlehen vergeben. Je nach Ausgestaltung wird darin eine bankenähnliche gewerbliche Tätigkeit gesehen (Loan Origination). In der Praxis haben sich verschiedene Lösungsmöglichkeiten entwickelt, mit denen steuerliche Mehrbelastungen durch ECI-Einkünfte minimiert werden sollen. Im Einzelfall muss geprüft werden, welche Strukturierungsmöglichkeit vorzugswürdig ist (z. B. Season-and-Sell-Strukturen, Einsatz von irischen ICAVs).

Fazit: Private-Debt-Fonds sind eine interessante Anlageklasse für institutionelle Investoren. Bei allem Optimismus darf man die rechtlichen und steuerlichen Besonderheiten nicht aus den Augen verlieren. Mit einer eingehenden Einzelfallprüfung und international erfahrenen Beratern an der Seite lassen sich die Herausforderungen jedoch meistern.