

ANDREAS RODIN

Private Equity – eine Anlageklasse in der Vermögensverwaltung, ein Segment des Kapitalmarkts, eine Anlageform für gemeinnützige Investoren

I. Einleitung

Rechtliche und steuerliche Beratung bei der Strukturierung von Private-Equity-Fonds zählt zu den Kerngeschäftsgebieten von P+P. Seit Private Equity vor ca. 30 Jahren auch in Deutschland in Erscheinung trat, sind die Partner der Sozietät in diesem Bereich tätig. Ein Phänomen, dessen wirtschaftliche Bedeutung kontinuierlich gewachsen ist, von Anbeginn seiner Entwicklung in allen seinen Ausprägungen und Erscheinungsformen begleiten zu können, ist ein Glücksfall im Berufsleben eines Anwalts, wie er einem nur selten zuteil wird. Es gibt eine Vielzahl von Gründen, warum P+P so intensiv an den rechtlichen und steuerlichen Fragen in diesem Bereich mitarbeiten konnte. Drei Gründe sind besonders wichtig gewesen:

- (i) Die relevanten Themen sind von unseren Mandanten an uns herangetragen worden. Ohne das Vertrauen, das sie uns seit über 30 Jahren in den Fragen zu Private Equity entgegenbringen, hätte sich dieser Bereich nie zu einem Kerngeschäftsgebiet bei P+P entwickeln können. Das erfüllt uns mit Dankbarkeit, und dieses Vertrauen zu erhalten, ist uns Verpflichtung auch für die Zukunft.
- (ii) Die Bedeutung von Private Equity schon sehr frühzeitig erkannt zu haben, ist das besondere Verdienst des Namenspartners der Sozietät. Die rechtswissenschaftliche, aber stets praxisbezogene Auseinandersetzung mit den rechtlichen und steuerlichen Fragen, ist seine unternehmerische Pionierleistung. Thematische Fokussierung, Verpflichtung auf Qualität sowie die Ausrichtung auf die Bedürfnisse der Mandanten sind sein Credo bei der Führung der Sozietät. Die Entwicklung von P+P im Bereich Private Equity gibt ihm Recht.
- (iii) Aufgrund der wirtschaftlichen Bedeutung von Private Equity beschäftigen die relevanten Fragen nicht nur die Private-Equity-Gesellschaften und ihre Berater, sondern auch die Rechtswissenschaft, die Finanzverwaltung und in jüngster Zeit auch den Gesetzgeber. Der Sache angemessene Antworten lassen sich nur im ständigen Dialog aller betroffenen Gruppen finden. Diesen Meinungs-austausch zu pflegen und fruchtbar zu machen, ist ein besonderes Anliegen von P+P. Insbesondere die Vertreter der Finanzverwaltung haben sich diesem Anliegen stets aufgeschlossen gegenüber gezeigt. Natürlich sind

die Diskussionen nicht einfach und manchmal von Rückschlägen gekennzeichnet. Aber der Umstand, dass sich in Deutschland wenigstens in Ansätzen eine Private-Equity-Kultur herausgebildet hat und sich, wenn auch in kleinen Schritten, entwickelt, beweist, wie wichtig auf Konsens ausgerichtete Gespräche sind.

Das Jahr 2007 war ein intensives für Private Equity. Im Sommer hat sich die Gelegenheit geboten, mit einem modernen Private-Equity-Gesetz nicht nur für Deutschland, sondern europaweit für dieses Segment Maßstäbe zu setzen. Diese Chance hat man nicht ergriffen. Der Kabinettsentwurf der Bundesregierung vom 15. August 2007 für ein Gesetz zur Modernisierung der Rahmenbedingungen für Kapitalbeteiligungen („MoRaKG“) greift nur bruchstückhaft einzelne Aspekte auf. Zu einer umfassenden Regelung fehlte offenbar der politische Gestaltungswille. Das ist bedauerlich, aber gleichzeitig Ansporn, im fortwährenden Dialog Missverständnisse auszuräumen und die Grundlagen für ein systemgerechtes Gesetz zu erarbeiten. Dazu soll dieser Festschriftbeitrag einen kleinen Beitrag leisten.

II. Gang der Darstellung

Private Equity ist ein wirtschaftlicher Gesamtsachverhalt, der sich dadurch auszeichnet, dass er drei verschiedene Gruppen von Beteiligten miteinander verzahnt. Dazu zählen die Investoren, die Kapital anbieten, die Private-Equity-Gesellschaften, die ein Portfolio von Kapitalanlagen aufbauen und verwalten, sowie Unternehmen, die Kapital suchen.

Die Erfahrung der Vergangenheit zeigt, dass das Zusammenwirken dieser drei Gruppen in dem wirtschaftlichen Gesamtsachverhalt kein Tagesphänomen ist. Privates Kapital, das außerhalb der Börse aufgebracht und investiert wird, hat es schon immer gegeben, und das wird auch so bleiben. Seine Bedeutung hat kontinuierlich zugenommen. Das Volumen wächst permanent, zwischen den einzelnen Volkswirtschaften besteht großer Wettbewerb um privates Kapital, und die Globalisierung hat auch in diesem Segment schon längst Einzug gehalten.

Das legt es nahe, für Private Equity einen dauerhaften Rahmen zu definieren. Unsere Nachbarn haben diese Notwendigkeit bereits erkannt und eigene Gesetze geschaffen. Je nach den Besonderheiten ihrer Volkswirtschaften legen ihre Private-Equity-Gesetze unterschiedliche Schwerpunkte. Ein Land wie z. B. Luxemburg rückt mehr die Private-Equity-Fonds in das Zentrum der gesetzlichen Regelung. Denn Luxemburg ist ein anerkannter Standort für Investment-Dienstleistungen. Anders dagegen ist die Situation z. B. in Frankreich oder Italien. Deren Position ist mit der Deutschlands vergleichbar. Hier wie dort gibt es Kapitalanbieter, Kapitalnachfrager sowie Private-Equity-Gesellschaften, die Angebot und Nachfrage koordinieren. Man muss kein Prophet sein, um vorherzusagen, dass es irgendwann auch bei uns in Deutschland ein Private-Equity-Gesetz geben wird. Warum war dafür im Sommer 2007 trotz vieler positiver Vorzeichen bei uns die Zeit noch nicht reif? Vielleicht lag es an Folgendem:

Jede der drei Gruppen von Beteiligten an dem wirtschaftlichen Gesamtsachverhalt ist durch sehr unterschiedliche Besonderheiten gekennzeichnet. Wer die Diskussion über Private Equity in den letzten Monaten verfolgt hat, musste feststellen, dass es nur Beiträge gab, die sich mit den verschiedenen Belangen der drei Beteiligtegruppen jeweils getrennt auseinandersetzen. Der Umstand, dass diese drei Gruppen aufs Engste miteinander verzahnt sind, wurde in der Diskussion leider überhaupt nicht berücksichtigt.

Im Folgenden werden daher zunächst die unterschiedlichen Besonderheiten der drei Beteiligtegruppen aufgezeigt, um anschließend für ihre Verzahnung einen systemgerechten Rahmen zu definieren.

III. Private Equity – eine Anlageklasse in der Vermögensverwaltung

1. Steuerneutralität bzw. Steuertransparenz

In der modernen Portfoliotheorie ist aus hier nicht näher dargelegten Gründen anerkannt, dass Private-Equity-Investitionen unverzichtbare Bestandteile eines institutionellen oder privaten Großvermögens sind zur dauerhaften Erhaltung und Wertsteigerung dieses Vermögens. Als Faustregel gilt, dass es sinnvoll ist, ca. 10 % des Gesamtvermögens in Private-Equity-Anlagen zu investieren.

Aus Investorensicht zählt Private Equity zu den wenigen Anlageklassen, die nicht *steuerorientiert* sind. Die Rendite auf das investierte Kapital wird nicht durch besondere steueroptimierende Gestaltungen erzielt.¹ Im Vordergrund steht ausschließlich das Gebot der *Steuerneutralität*, bzw. der vollständigen *Steuertransparenz*. Darunter versteht man, dass die einem Investor zuzurechnenden Einkünfte aus einer Private-Equity-Anlage ausschließlich auf seiner Ebene in seinem Ansässigkeitsstaat nach seinem persönlichen Steuerstatus besteuert werden. Wird der Investor mit anderen in einem Fonds zusammengefasst, dessen Portfolio von einer Private-Equity-Gesellschaft verwaltet wird, bedingt der Grundsatz der Steuerneutralität, dass zum einen auf der Fondsebene keine besonderen Steuern anfallen und zum anderen die Qualifikation der den Investoren zuzurechnenden Einkünfte nach Maßgabe ihres persönlichen Steuerstatus nicht durch die Art und Weise der Verwaltung des Portfolios durch die Private-Equity-Gesellschaft beeinflusst wird.

Aus dieser investorenspezifischen Sichtweise ergibt sich die Erklärung, warum in all den Staaten, die keine Spezialgesetze für Private Equity haben, Private-Equity-Fonds als nichtgewerbliche Personengesellschaften errichtet werden. Nach deutschem Recht sind Personengesellschaften für ertragsteuerliche Zwecke transparent. Sie sind kein eigenes Steuersubjekt. Steuersubjekte sind ausschließlich die Gesellschafter bezüglich der ihnen zuzurechnenden Anteile an den von der Personengesellschaft erzielten Einkünften. Die Ebene der Personengesellschaft ist lediglich insoweit relevant, als es um die Qualifikation der den

¹ Rodin, Steuerliche Fragen bei der Strukturierung von Private Equity-Fonds, StBJB 2002/2003, 469.

Gesellschaftern zuzurechnenden Einkünfte geht. Hier wird auf den Tatbestand abgestellt, den die Gesellschafter in ihrer gesamthänderischen Verbundenheit über die Personengesellschaft verwirklichen.² Im Zusammenhang mit der Einkünftequalifikation lässt sich Steuerneutralität nur erreichen, wenn die Tätigkeit der Personengesellschaft als *private Vermögensverwaltung* einzuordnen ist, also keinen Gewerbebetrieb darstellt.

2. Die Kriterien der privaten Vermögensverwaltung

Das Gesetz enthält in § 15 Abs. 2 Satz 1 EStG eine Definition des Gewerbebetriebsbegriffes mit vier positiven Tatbestandsmerkmalen. Die Schwierigkeit besteht darin, dass auch Tätigkeiten, die nur zur Verwaltung privaten Vermögens unternommen werden, regelmäßig diese vier Positivmerkmale erfüllen.³ Daher gilt als weiteres ungeschriebenes Tatbestandsmerkmal des Gewerbebetriebs, dass die Betätigung den Rahmen der privaten Vermögensverwaltung überschreitet und sich nach dem Gesamtbild der Verhältnisse als eine unternehmerische Tätigkeit darstellt.⁴ Wann das der Fall ist, beschäftigt die Judikatur seit Errichtung des RFH mehr oder weniger ununterbrochen.⁵ Die Rechtsprechung lässt sich in folgendem Grundsatz zusammenfassen. Eine private Vermögensverwaltung liegt vor, wenn sich eine Beteiligung noch als Nutzung von Vermögen im Sinne einer Fruchtziehung aus zu erhaltenden Vermögenswerten darstellt und die Ausnutzung substantzieller Vermögenswerte entweder durch Umschichtung oder durch Verwertung nicht entscheidend in den Vordergrund tritt. Eine gewerbliche Tätigkeit zeichnet sich also durch *händlertypisches* oder *produzententypisches* Verhalten aus.⁶

Auf dieser Grundlage haben diejenigen Bundesländer, in denen Private-Equity-Gesellschaften tätig sind, in der Dekade zwischen 1990 und 2000 für Private-Equity-Anlagen spezifische Abgrenzungskriterien entwickelt. Sie haben sich in einer Vielzahl verbindlicher Auskünfte niedergeschlagen. Daraus hatte sich eine konsistent gehandhabte Verwaltungspraxis entwickelt, die faktisch bundeseinheitlich war. Beginnend mit dem Jahr 2001 wurde das Bedürfnis geäußert, diese Kriterien in einem Schreiben des BMF festzuhalten. Der Grund hierfür lag nicht darin, dass Private-Equity-Fonds in einzelnen Bundesländern unterschiedlich behandelt wurden. Ausschlaggebend war vielmehr die Erkenntnis, dass Private Equity aufgrund seiner stetig wachsenden Bedeutung zu einem bundesweiten Phänomen geworden ist. Das BMF-Schreiben wurde am 16. Dezember 2003 fertiggestellt.⁷

² BFH v. 25. 6. 1984 – GrS 4/82, BStBl. II 1984, 751.

³ BFH v. 31. 7. 1990 – I R 143/83, BStBl. II 1991, 66.

⁴ BFH v. 25. 6. 1984 – GrS 4/82, BStBl. II 1984, 751; BFH v. 20. 12. 2000 – X R 1/97, BStBl. II 2001, 706.

⁵ Vgl. die ausführliche Analyse bei Rodin/Veith, DB 2001, 883.

⁶ BFH v. 25. 7. 2001 – X R 55/97, BStBl. II 2001, 809 und die Anmerkungen dazu von Groh, DB 2001, 2569.

⁷ BMF v. 16. 12. 2003, IV A 6 – S2240 – 153/03, BStBl. I 2004, 40; nachfolgend das *PE-Schreiben*.

3. Das PE-Schreiben vom 16. 12. 2003

In methodischer Hinsicht knüpft auch das PE-Schreiben bei der steuerlichen Beurteilung von Private-Equity-Fonds an die investorenbezogenen Kriterien der privaten Vermögensverwaltung an. Die Prüfung, ob Investoren in ihrer gesamthänderischen Verbundenheit über eine Personengesellschaft beim Aufbau und bei der Verwaltung ihres Portfolios durch eine Private-Equity-Gesellschaft händlerisch oder produzententypisch tätig werden, richtet sich nach insgesamt acht Kriterien. Die vier wesentlichen sind nachfolgend kurz zusammengefasst.⁸

a) Kreditaufnahmeverbot

Im Gegensatz zu vielen anderen Vermögensanlagen indiziert nach Auffassung des BMF die langfristige Finanzierung von Beteiligungen mit Fremdkapital eine gewerbliche Tätigkeit. Deshalb normiert Tz. 9 des PE-Schreibens ein Kreditaufnahmeverbot auf Fondsebene. Zulässig sind lediglich die kurzfristige Kreditaufnahme zur Überbrückung der Abruffrist für Kapitaleinzahlungen der Investoren sowie die Inanspruchnahme staatlicher Fördermittel, auch wenn sie zivilrechtlich als Darlehen gewährt werden.

Neben der unmittelbaren Kreditaufnahme auf Fondsebene beschäftigt sich das PE-Schreiben auch mit der mittelbaren Kreditschöpfung durch Bestellung von Sicherheiten durch einen Private-Equity-Fonds für Verbindlichkeiten seiner Portfolio-Gesellschaften. Die Bestellung von Sicherheiten indiziert gemäß Tz. 10 des PE-Schreibens ebenfalls eine gewerbliche Tätigkeit, es sei denn, die rückgedeckten Kredite einer Portfolio-Gesellschaft stehen als Zwischenkredite im Zusammenhang mit noch ausstehenden Einlagen durch den Private-Equity-Fonds.

b) Keine kurzfristigen Beteiligungen

Da gemäß BFH-Rechtsprechung private Vermögensverwaltung durch Fruchtziehung aus zu *erhaltenden* Vermögenswerten gekennzeichnet ist, indizieren kurzfristige Beteiligungen eine gewerbliche Tätigkeit. Tz. 14 des PE-Schreibens verlangt daher, dass der gewogene Durchschnitt der Halteperiode aller Beteiligungen mindestens drei Jahre betragen soll. Bei der Gewichtung im Zusammenhang mit der Durchschnittsberechnung ist das in den einzelnen Beteiligungen investierte Kapital heranzuziehen.

Im Herbst 2004 hat die Finanzverwaltung zur Frage der Berücksichtigung von Kapitalzu- und -rückführungen während der Beteiligungsdauer Stellung genommen. Bei der Ermittlung des gewogenen Durchschnitts der Halteperiode wird nur auf das jeweilige Nominalkapital abgestellt. Der Gesamtbetrag gilt ab dem Tag der Erstinvestition als investiert; für das Ende der Halteperiode ist der

⁸ Eine Kommentierung aller Textziffern des PE-Schreibens mit umfassender Würdigung der einschlägigen Rechtsprechung und Literatur bietet: Pöllath + Partners/Deutsches Venture Capital Institut (Hrsg.): Private Equity Fonds; Einkommensteuerliche Behandlung von Venture Capital und Private Equity Fonds, 2006.

Zeitpunkt maßgeblich, zu dem der Private-Equity-Fonds mehr als 90 % der gesamten erworbenen Anteile an einer Portfolio-Gesellschaft veräußert oder übertragen hat.⁹

c) Keine Reinvestition von Veräußerungserlösen

Unstreitig indiziert händlertypisches Verhalten eine gewerbliche Tätigkeit. Bei der Prüfung der Umschichtung mag es naheliegen, die Frage zu stellen, ob ein Private-Equity-Fonds Veräußerungserlöse wieder anlegt oder an die Investoren ausschüttet. Vor diesem Hintergrund enthält Tz. 15 des PE-Schreibens als Grundsatz ein Reinvestitionsverbot. Aber nicht jede Reinvestition ist Ausdruck eines händlertypischen Verhaltens. Deshalb enthält das PE-Schreiben zwei Ausnahmen:

- (i) Soweit Kapitaleinzahlungen zur Finanzierung von Verwaltungskosten bzw. zur Finanzierung von Vorabausschüttungen auf den Ergebnisvorab der Private-Equity-Gesellschaft für Geschäftsführung verwendet wurden, können Veräußerungserlöse bis zu dieser Höhe in neue oder bereits bestehende Beteiligungen reinvestiert werden. Ein Private-Equity-Fonds kann also 100 % seines Fondskapitals in neue Beteiligungen investieren.
- (ii) Veräußerungserlöse in Höhe eines weiteren Betrags bis maximal 20 % des Fondskapitals können reinvestiert werden in Nachfolgefinauzierungen bei Portfolio-Gesellschaften, an denen der Private-Equity-Fonds bereits eine Beteiligung hält. Insgesamt ist also eine Investitionsquote von 120 % zulässig.

d) Kein unternehmerisches Tätigwerden in Portfolio-Gesellschaften

Produzententypisches Verhalten indiziert eine gewerbliche Tätigkeit. Bei Private-Equity-Fonds liegt es vor, wenn sich der Fonds oder seine Beauftragten am aktiven Management der Portfolio-Gesellschaften beteiligen. Ein derartiges Verhalten schließt daher Tz. 16 des PE-Schreibens aus. Zulässig ist die Verwaltung des Portfolios durch Ausübung der Gesellschafterrechte aus den Beteiligungen, allerdings ohne Ausübung unternehmerischer Leitungsmacht.

Da in einer deutschen Aktiengesellschaft die Rechte und Kompetenzen zwischen Gesellschafterversammlung, Aufsichtsgremium und Geschäftsführung gesetzlich zwingend vorgegeben sind, orientiert sich Tz. 16 an diesem Leitbild. Vertreter des Private-Equity-Fonds dürfen im Aufsichtsgremium Mandate wahrnehmen. Das Aufsichtsgremium darf für die Geschäftsführung eine Geschäftsordnung erlassen und sich Zustimmungsvorbehalte für Geschäftsführungsmaßnahmen einräumen lassen analog § 111 Abs. 4 Satz 2 AktG, es sei denn, es werden Zustimmungsvorbehalte in einem Maße eingeräumt, dass der Geschäftsführung der Portfolio-Gesellschaft kein echter Spielraum für unternehmerische Entscheidungen bleibt.

⁹ Zu den Einzelheiten vgl. z. B. OFD München, Vfg. v. 15.10.2004, S 2241 – 55 St 41/42, DB 2005, 77.

4. Kritik am PE-Schreiben

a) Methodischer Ansatz

Mangels spezialgesetzlicher Regelungen in Deutschland für Private Equity sind für die steuerliche Beurteilung von Private-Equity-Fonds die allgemeinen Regeln zur Abgrenzung der privaten Vermögensverwaltung vom Gewerbebetrieb maßgeblich. Diese Regeln knüpfen an das Verhalten eines Anlegers beim Aufbau und der Verwaltung seines Vermögens an; sie enthalten also anlegerbezogene Restriktionen.

Dieser Ansatz lässt aber völlig außer Betracht, dass Private Equity nicht nur eine aus Investorensicht zu beurteilende Anlageklasse ist, sondern aus der Sicht der kapitalsuchenden Unternehmen ein wichtiges Finanzierungsinstrument darstellt. Diese Finanzierungsfunktion von Private Equity findet in der steuerlichen Beurteilung von Private-Equity-Fonds gemäß PE-Schreiben keine Berücksichtigung. Denn das geltende Recht enthält nur anlegerbezogene Abgrenzungskriterien, nicht aber solche, die sich auf die Anlageklasse beziehen. Darauf ist im Einzelnen bei der Erörterung des Rahmens eines Private-Equity-Gesetzes einzugehen.

b) Keine Planungs- bzw. Rechtssicherheit

Private Equity ist kein statischer, sondern ein dynamischer Sachverhalt, der sich kontinuierlich und permanent weiterentwickelt. Die Kriterien des PE-Schreibens berücksichtigen dies nicht in ausreichendem Maß. Sie sind zu starr. Sie reflektieren im Wesentlichen den Stand der Entwicklung in dem Zeitraum der Entstehung des PE-Schreibens, also zwischen Anfang 2001 und Ende 2003. Die Entwicklung ist aber nicht auf diesem Stand stehengeblieben, sondern weitergegangen.

Das führt dazu, dass die Finanzverwaltung auch unter Geltung des PE-Schreibens nach wie vor um verbindliche Auskünfte gebeten wird, soweit im Einzelfall die Kriterien des PE-Schreibens keine eindeutige steuerliche Beurteilung zulassen. Der gegenwärtige Zustand ist leider in hohem Maße von Planungs- und Rechtsunsicherheit gekennzeichnet.

5. Private-Equity-Anlagen gemeinnütziger Institutionen

Gemeinnützige Institutionen, insbesondere Stiftungen, verfügen häufig über ein so großes Vermögen, dass Fragen der professionellen Vermögensverwaltung in den letzten Jahren verstärkt erörtert wurden. Alternative Investments wie Anlagen in Private-Equity- oder Hedge-Fonds gewinnen dabei zunehmend an Bedeutung. Ihre Zulässigkeit steht im Spannungsfeld zwischen einer an der modernen Portfoliotheorie orientierten Asset Allocation einerseits und den Anforderungen an die Vermögensverwaltung von Stiftungen aus zivil- und steuerrechtlicher Sicht andererseits.¹⁰

¹⁰ Vgl. dazu *Kayser/Richter*, Hedge Fonds als Kapitalanlage für Stiftungen? Absolutreport 2004, 27; die dort für Hedge-Fonds gemachten Aussagen gelten auch für Private-Equity-Fonds.

a) *Zivilrechtliche Vorgaben für die Vermögensverwaltung*

Die Landesstiftungsgesetze enthalten zwei Grundsätze, die Stiftungen im Rahmen ihrer Vermögensverwaltung zu beachten haben. Zum einen sind Stiftungen verpflichtet, die Erträge des Stiftungsvermögens ausschließlich für den Stiftungszweck einzusetzen. Zum anderen ist das Stiftungsvermögen in seinem Bestand ungeschmälert zu erhalten.

Das Ertragsverwendungsgebot umfasst die Verpflichtung, Vermögenserträge zeitnah für die Erreichung des Stiftungszweckes zu verwenden. Die Zuführung der Erträge zum Stiftungsvermögen ist grundsätzlich nicht erlaubt. Enthält die Stiftungssatzung keine präzisen Vorgaben, hat der Stiftungsvorstand ein Ermessen darüber, wie er zur Zweckerfüllung die Erträge verwendet, z. B. unmittelbar durch Finanzierung bestimmter ideeller Maßnahmen oder mittelbar durch Begleichung von Aufwendungen.

Das Bestandserhaltungsgebot umfasst die Verpflichtung, das Stiftungsvermögen in seinem Bestand ungeschmälert zu erhalten. Es darf grundsätzlich nicht verbraucht werden, sondern lediglich zur Erzielung von Erträgen gebraucht werden. Maßgeblich für die Richtlinien zur Vermögenserhaltung ist in erster Linie der Stifterwille. Bis zur Grenze des Verbots der sog. Selbstzweckstiftung ist es z. B. zulässig, anfänglich sämtliche Erträge zu thesaurieren, um die Leistungskraft der Stiftung zunächst einmal aufzubauen.

Aus zivilrechtlicher Sicht ergibt sich also keine generelle Unzulässigkeit der Anlage von Stiftungsvermögen in Private Equity.

b) *Steuerrechtliche Vorgaben für die Vermögensanlage*

Steuerrechtliche Vorgaben ergeben sich aus den Vorschriften in der Abgabenordnung zur Gemeinnützigkeit. Sie sind nachstehend kurz behandelt.

Grundsatz der Selbstlosigkeit. Eine gemeinnützige Stiftung hat ihre Tätigkeit so auszuüben, dass sie die Allgemeinheit selbstlos fördert, § 52 Abs. 1 AO. Diesem Gebot ist dann Genüge getan, wenn die Stiftung nicht in erster Linie eigenwirtschaftliche Zwecke verfolgt, § 55 Abs. 1 AO. Unterhält sie einen wirtschaftlichen Geschäftsbetrieb im Sinne von § 14 Satz 1 AO, darf die Tätigkeit im Rahmen dieses Geschäftsbetriebs der Stiftung nicht das Gepräge geben. Die Verfolgung der gemeinnützigen Zwecke muss also im Vordergrund stehen.

Grundsatz der zeitnahen Mittelverwendung. Eine weitere Ausprägung des Grundsatzes der Selbstlosigkeit ist das Gebot der zeitnahen Verwendung der Stiftungsmittel in voller Höhe für die satzungsgemäßen Zwecke, § 55 Abs. 1 Nr. 5 AO. Grundsätzlich müssen die Mittel bis zum Ende des auf die Vereinnahmung folgenden Veranlagungszeitraumes verwendet werden. Zu den Mitteln im Sinne dieser Vorschrift zählt das gesamte Stiftungsvermögen einschließlich seiner Erträge. Ausgenommen sind aber das Grundstockvermögen, die durch Vermögensumschichtung realisierten Gewinne sowie die gemäß § 58 Nr. 6 und 7 zulässigerweise gebildeten Rücklagen. Nicht explizit im Gesetz geregelt ist die Frage, ob Erträge aus der Vermögensanlage, die nicht an die Stiftung ausgeschüttet werden,

vom Gebot der zeitnahen Mittelverwendung erfasst werden. Da der Wortlaut gemäß § 55 Abs. 1 Nr. 5 Satz 3 AO das Verwendungsgebot lediglich auf zugeflossene Mittel erstreckt, ist diese Frage m. E. zu verneinen.

Begünstigungsverbot. Stiftungen dürfen Personen nicht dadurch begünstigen, dass sie mit ihnen unverhältnismäßige Vergütungen vereinbaren, § 55 Abs. 1 Nr. 3 AO. Dieses Verbot gilt sowohl gegenüber stiftungsinternen als auch stiftungsexternen Personen und bezieht sich auf alle von der Stiftung zu zahlenden Entgelte. Erfasst werden aber nur unverhältnismäßige Vergütungen, also nur solche, bei denen zu Lasten der Stiftung ein Missverhältnis zwischen Leistung und Gegenleistung besteht. Ein über das Begünstigungsverbot hinausgehendes Gebot zur generellen Sparsamkeit besteht nicht.

Beschränkungen bezüglich wirtschaftlicher Geschäftsbetriebe. Ein wirtschaftlicher Geschäftsbetrieb im Sinne von § 14 Satz 1 AO ist gleichbedeutend mit einem Gewerbebetrieb im Sinne von § 15 Abs. 2 Satz 1 EStG. Einer gemeinnützigen Stiftung ist es nicht generell untersagt, einen wirtschaftlichen Geschäftsbetrieb zu unterhalten. Er muss aber von untergeordneter Bedeutung sein und darf der Stiftung nicht insgesamt das Gepräge geben (siehe oben). Allerdings sind Einnahmen der Stiftung aus ihrem wirtschaftlichen Geschäftsbetrieb steuerpflichtig, §§ 64, 14 Satz 1 AO i. V. m. § 5 Abs. 1 Nr. 9 Satz 2 KStG.

Aus den vorstehend erläuterten steuerrechtlichen Vorgaben ergibt sich m. E. Folgendes. Auch eine gemeinnützige Stiftung kann einen Teil ihres Stiftungsvermögens in Private Equity anlegen. Qualifizieren die Fonds, in die die Stiftung investiert, für private Vermögensverwaltung, stellt das Private-Equity-Portfolio der Stiftung keinen wirtschaftlichen Geschäftsbetrieb im Sinne von § 14 Satz 1 AO dar. Der ihr zuzurechnende Anteil an den Erträgen aus den Private-Equity-Investitionen der Fonds ist von ihrer subjektiven Steuerbefreiung erfasst. Vor dem Hintergrund des Gebots der zeitnahen Verwendung zugeflossener Mittel empfiehlt es sich, dass eine gemeinnützige Stiftung ihr Portfolio aus Beteiligungen an Private-Equity-Fonds nicht unmittelbar hält, sondern mittelbar über eine separate Kapitalgesellschaft. Schüttet diese Gesellschaft die von Private-Equity-Fonds erhaltene Liquidität nicht aus, sondern verwendet sie diese zur Bedienung der Kapitaleinzahlungsverpflichtungen gegenüber anderen Private-Equity-Fonds, wird das Gebot der zeitnahen Mittelverwendung nicht berührt, da der Stiftung gar keine Mittel zufließen. Jedenfalls dann, wenn der Umfang aller (mittelbaren) Privat-Equity-Anlagen den sich aus der modernen Portfoliotheorie ergebenden Rahmen von ca. 10 % des Stiftungsvermögens nicht übersteigt, ist eine solche Gestaltung m. E. auch steuerlich anzuerkennen.

IV. Private Equity – eine Dienstleistung von Private-Equity-Gesellschaften

Im Abschnitt II oben wurde kurz bereits ausgeführt, dass die Private-Equity-Gesellschaften im arbeitsteiligen Zusammenwirken der Beteiligungsgruppen die Funktion der Koordination von Angebot und Nachfrage nach privatem Kapital wahrnehmen. Sie legen Private-Equity-Fonds auf, attrahieren Investoren für

diese Anlageklasse, identifizieren Kapital suchende Unternehmen, bauen das Portfolio des Fonds von Beteiligungen an Unternehmen auf, verwalten den Fonds sowie die Beteiligungen und verwerten sie.

Diese Aufgaben erfüllen die Private-Equity-Gesellschaften, indem sie sich an den von ihnen aufgelegten Fonds ebenfalls als Gesellschafter beteiligen. Während die Investoren Geldbeiträge erbringen, leisten die Private-Equity-Gesellschaften mit der Übernahme der Geschäftsführung einen immateriellen Gesellschafterbeitrag zur Erreichung des Gesellschaftszwecks. Er wird vergütet durch einen Anteil am Ergebnis des Private-Equity-Fonds. Seine Höhe orientiert sich am Volumen des verwalteten Fondsvermögens.

Die umsatzsteuerliche Behandlung der Fondsgeschäftsführung durch die Private-Equity-Gesellschaften wirft national wie international schon seit Jahren immer wieder Fragen auf. Liegt nichtsteuerbare Leistungsvereinigung vor oder steuerbarer Leistungsaustausch, für den ggf. eine sachliche Umsatzsteuerbefreiung eingreift? Diese Frage ist insbesondere für Private-Equity-Fonds relevant. Denn sie sind im umsatzsteuerlichen Sinn regelmäßig keine Unternehmer. Wenn die Geschäftsführung einen steuerbaren und steuerpflichtigen Leistungsaustausch darstellt, hat die auf dem Entgelt lastende Umsatzsteuer effektiv Kostencharakter.

Die Lösungsansätze in der BFH-Rechtsprechung reichen von der vollständigen Nichtsteuerbarkeit nach der Organwalterrechtsprechung von 1980¹¹ bis zu ihrer Aufgabe im Jahre 2002.¹² Die Finanzverwaltung hat in den Umsatzsteuer-richtlinien stets versucht, die jeweilige BFH-Rechtsprechung wiederzugeben. Derzeit regelt Abschnitt 6 Absätze 3 und 4 der Umsatzsteuerrichtlinien 2005 die umsatzsteuerliche Behandlung von Leistungen eines Gesellschafters an die Personengesellschaft.

Nichtsteuerbare Leistungsvereinigung liegt vor, wenn die Leistung des Gesellschafters auf gesellschaftsrechtlicher Grundlage als Beitrag zur Erreichung des Gesellschaftszwecks erbracht wird und dieser Gesellschafterbeitrag mit einem Anteil am Gewinn der Personengesellschaft abgegolten wird. Maßgebend ist der Handelsbilanzgewinn.

Von diesen Grundsätzen hat die Finanzverwaltung in dem BMF-Schreiben vom 31. Mai 2007 jedoch wieder eine Ausnahme gemacht. Wird die Vergütung an den leistenden Gesellschafter in der Gewinn- und Verlustrechnung der Personengesellschaft nicht als Aufwand behandelt, sondern erst bei der Ergebnisverwendung berücksichtigt, soll gleichwohl ein steuerbarer und steuerpflichtiger Leistungsaustausch vorliegen, wenn sich die Zahlung der Vergütung bei den anderen Gesellschaftern im Rahmen ihrer eigenen Einkünfteermittlung ergebnismindernd auswirkt.

Die Verquickung von zwei völlig unterschiedlichen Steuerarten (nämlich Umsatzsteuer und Ertragsteuer) und Personengruppen (nämlich das Verhältnis zwischen dem leistenden Gesellschafter und der Personengesellschaft sowie das

¹¹ BFH v. 17. 7. 1980 – V R 5/72, BStBl. II 1980, 622.

¹² BFH v. 6. 6. 2002 – V R 43/01, BStBl. II 2003, 36.

Verhältnis der übrigen Gesellschafter untereinander) in dem BMF-Schreiben hat zu Recht Kritik bei den Betroffenen ausgelöst. Am 24. Juli 2007 fand ein klärendes Gespräch zwischen Vertretern des BMF und des Bundesverbandes deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften statt. Das Ergebnis hat das BMF in einem Schreiben vom 6. August 2007 zusammengefasst. Wenn sich die Länder bis zum 10. September 2007 nicht gegenteilig zu dem Gesprächsvermerk äußern, gilt es als zwischen den obersten Finanzbehörden des Bundes und der Länder abgestimmt.

In dem Gespräch vom 24. Juli 2007 wurde folgende Übereinstimmung in den Auffassungen erzielt. (Geschäftsführungs-)Vergütungen, die im Rahmen der jährlichen Ergebnisverwendung an einen (geschäftsführenden) Gesellschafter als Vorabanteil nur bei entsprechendem (Handels-)Bilanzgewinn zu zahlen sind und im Rahmen der Endabrechnung des Fonds mit den (Carry-)Gewinnanteilen der Fondsinitiatoren verrechnet werden, waren, sind und bleiben nichtsteuerbar.

V. Private Equity – ein Segment des Kapitalmarktes

1. Einführung

In der Gesetzesbegründung zum Investmentmodernisierungsgesetz¹³ findet sich die Aussage, dass alternative Formen der Unternehmensfinanzierung wie Private Equity und Venture Capital nicht vom Anwendungsbereich des Investmentmodernisierungsgesetzes erfasst werden;¹⁴ für dieses Segment soll eine eigene gesetzliche Regelung getroffen werden. Bemerkenswert an dieser Aussage ist der Umstand, dass hier zum ersten Mal zum Ausdruck kommt, dass Private Equity ein Teil des Kapitalmarktes ist. Ausgehend von dieser Erkenntnis scheint es nahezu zwingend vorgegeben zu sein, ein Private-Equity-Gesetz auch in Deutschland zu schaffen. Denn es gibt praktisch keine mit Deutschland vergleichbare Volkswirtschaft, die ein so wichtiges Segment des Kapitalmarktes unter diesem Blickwinkel nicht geregelt hätte. Der Auftrag im Koalitionsvertrag vom November 2005, die Rahmenbedingungen für Private Equity zu regeln und – gemessen am heutigen Stand – zu verbessern, war vor diesem Hintergrund ein Gebot der Sachlogik.

Im Sommer 2007 fehlte es jedoch am politischen Gestaltungswillen, für Private Equity ein modernes und international wettbewerbfähiges Kapitalmarktgesetz zu formulieren. Der Kabinettsentwurf der Bundesregierung vom 15. August 2007 trägt zwar die Überschrift „Gesetz zur Modernisierung der Rahmenbedingungen für Kapitalbeteiligungen – MoRaKG“. Das Kernstück, nämlich das „Gesetz zur Förderung von Wagniskapitalbeteiligungen – WKBG“ ist aber kein Kapitalmarktgesetz, sondern ein Fördergesetz für Investitionen in Unternehmen, die sich in der Gründungs- und Anlaufphase ihrer Unternehmensentwicklung befinden.¹⁵

¹³ BGBl. I 2003, 2676 ff.

¹⁴ BT-Drs. 15/1553, 65.

¹⁵ Siehe dazu Abschnitt VI. unten.

Die Gründe, warum die Umsetzung des Koalitionsauftrags in diesem Sommer scheiterte, sind vielfältig. Die Diskussion war stark, wahrscheinlich zu stark, von steuerlichen Argumenten geprägt. Die Verwirklichung des Grundsatzes der Steuerneutralität bzw. vollständigen Steuertransparenz von Private-Equity-Fonds wurde seitens des BMF als nicht finanzierbares Privileg gewertet; denn sie würde zu Steuerausfällen in der Größenordnung zwischen Euro 15 Mrd. und Euro 20 Mrd. führen.¹⁶ Die primär steuerlich geprägte Diskussion ging leider am Kern der Sache vorbei. In einem Kapitalmarktgesetz müssen keine Steuervorteile oder gar Privilegien enthalten sein. Bei allem Verständnis für manche Kritik in der öffentlichen Diskussion um Private Equity muss man aber auch festhalten, dass Derartiges gar nicht gefordert wurde.

Trotz des Scheiterns im ersten Anlauf liegt eine Gestaltungsaufgabe vor uns, die in naher Zukunft gelöst werden muss. In diesem Abschnitt wird der Versuch unternommen, die wesentlichen Parameter eines Kapitalmarktrahmens für Private Equity darzustellen. Ausgangspunkt sind die eingangs dargestellten drei Beteiligungsgruppen, die in diesem Segment arbeitsteilig zusammenwirken. Ihre jeweiligen Besonderheiten gilt es zunächst herauszuarbeiten, um anschließend für ihr Zusammenwirken einen abgestimmten Rahmen zu definieren.

2. Geschäftstätigkeit

a) Anwendungsbereich

Persönlicher Anwendungsbereich. Am Kapitalmarkt ist das Private-Equity-Segment über Fonds vertreten. Sie werden vom persönlichen Anwendungsbereich erfasst, wenn ihr Geschäftsgegenstand in dem Erwerb, der Verwaltung und der Verwertung von privaten Kapitalbeteiligungen an Portfolio-Unternehmen unter dem Aspekt der Risikomischung besteht. Auf die Rechtsform kommt es nicht an; ein Private-Equity-Gesetz gilt sowohl für körperschaftlich organisierte Fonds als auch für solche, die Personengesellschaften sind.

Private Equity ist schon längst ein internationaler, grenzüberschreitender Sachverhalt. Diesen Umstand muss ein Private-Equity-Gesetz berücksichtigen. Der Anwendungsbereich soll sich daher auf alle inländischen Fonds erstrecken, d.h. solche, die entweder nach deutschem Recht errichtet oder von einer in Deutschland ansässigen Private-Equity-Gesellschaft verwaltet werden. Weiterhin muss sich der Anwendungsbereich auf diejenigen ausländischen Fonds erstrecken, die am deutschen Kapitalmarkt teilnehmen, sei es, weil sich in Deutschland ansässige Investoren am Fonds beteiligen, sei es, weil sie in deutsche Portfolio-Unternehmen investieren.

¹⁶ Warum die Besteuerung der Erträge aus Private-Equity-Investitionen auf der Ebene des Investors in seinem Ansässigkeitsstaat nach seinen persönlichen Besteuerungsmerkmalen ein Steuerprivileg darstellen soll, ist ebenso wenig nachvollziehbar wie die prognostizierten Steuerausfälle. Die oben dargestellten Kriterien für private Vermögensverwaltung als Voraussetzung der vollständigen Steuertransparenz berücksichtigen die über mehr als ein Jahrzehnt konsequent gehandhabte Verwaltungspraxis!

Dachfonds werden vom persönlichen Anwendungsbereich erfasst, wenn sie ihrerseits ausschließlich (oder fast ausschließlich) in Anteile an Private-Equity-Fonds investieren.

Vom persönlichen Anwendungsbereich sind Sondervermögen im Sinne des Investmentgesetzes ausgeschlossen.

Sachlicher Anwendungsbereich. Der sachliche Anwendungsbereich eines Private-Equity-Gesetzes muss sich auf alle Formen von privatem Kapital erstrecken, z. B. (i) offene Beteiligungen am Grund- oder Stammkapital, (ii) stille Beteiligungen, (iii) Genussrechte, bzw. Genussscheine, (iv) partiarische Darlehen, (v) Schuldkapitalinstrumente mit sonstigem Eigenkapitalbezug, wie z. B. Wandel- oder Optionsdarlehen sowie Darlehen mit Rangrücktritt, (vi) sonstige Schuldkapitalinstrumente, die im Zusammenhang mit einer der vorstehend genannten Beteiligung eingegangen werden.

Aus der Internationalität von Private Equity ergibt sich weiterhin, dass zum einen Finanzierungsformen deutschem oder ausländischem Recht unterstehen können, und zum anderen, dass sie deutschen oder ausländischen Portfolio-Unternehmen ausgereicht werden können.

Fondssonderformen. Ein Private-Equity-Gesetz sollte zwischen drei Sonderformen differenzieren:

Unabhängige bzw. integrierte Fonds. Ein Fonds ist unabhängig, wenn kein beteiligter Investor die Mehrheit der Stimmen oder des Kapitals auf sich vereinigt. Bei dieser Berechnung werden Anteile von verbundenen Unternehmen (i. S. v. § 271 Abs. 2 HGB), nahestehende Personen (i. S. v. § 15 AO) bzw. Konsorten mit vertraglich vereinbarter Stimmrechtsausübung zusammengerechnet. Bei börsennotierten Fonds kann statt des obigen Mehrheitserfordernisses ggf. auf eine geringe Quote, z. B. mindestens 35 %, abgestellt werden.

Ein Fonds ist integriert, wenn er nicht im obigen Sinne unabhängig ist. Auf integrierte Fonds findet das Private-Equity-Gesetz nur auf deren Antrag bei der Aufsichtsbehörde Anwendung. Für integrierte Fonds gelten zusätzliche Anlagebeschränkungen.

Wagniskapitalbeteiligungsfonds. Wagniskapitalbeteiligungsfonds sind solche Private-Equity-Fonds, die ausschließlich (oder fast ausschließlich) in Wagniskapitalgesellschaften investieren. Für die Qualifikation eines Portfolio-Unternehmens als Wagniskapitalgesellschaft kann auf die Kriterien des Gesetzesentwurfs für Wagniskapitalbeteiligungsgesellschaften zurückgegriffen werden.¹⁷

Geschlossene und offene Fonds. Ein Private-Equity-Gesetz muss sowohl Fonds erfassen, die hinsichtlich ihrer Laufzeit und Investorenzahl offen sind, als auch geschlossene Fonds.

b) Kapitalausstattungen

Ob Investoren von einem Private-Equity-Fonds ausgegebene Fremdkapital- oder Eigenkapitalanteile zeichnen, ist ohne Belang. Investoren, die ihrerseits einer

¹⁷ Siehe dazu Abschnitt VI. unten.

besonderen Aufsicht unterliegen (z. B. Versicherungen oder Pensionskassen), haben häufig bei der Zusammensetzung ihres (Sicherungs-)Vermögens besondere Vorgaben zu beachten. Ein Private-Equity-Fonds muss die Möglichkeit haben, bei der Ausgestaltung der von ihm ausgegebenen Fondsanteile solche Vorgaben berücksichtigen zu können. In jedem Fall müssen jedoch Private-Equity-Fonds über ein ausreichendes voll eingezahltes Fondshaftkapital (also Grund- bzw. Stammkapital bei Körperschaften bzw. Kapitalanteile bei Personengesellschaften) verfügen (z. B. Euro 1 Mio.).

c) Anlagegrundsätze

Risikomischung. Ein Private-Equity-Fonds muss sein Portfolio zulässiger privater Finanzierungsformen nach dem Grundsatz der Risikomischung aufbauen. Dabei sind absolute Anlagegrenzen zu definieren, die an die Bilanzsumme des Private-Equity-Fonds anknüpfen, sowie relative Anlagegrenzen, die auf die relevante Kapitalausstattung des einzelnen Portfolio-Unternehmens abstellen. Bei den relativen Anlagegrenzen ist allerdings zu berücksichtigen, dass offene Mehrheitsbeteiligungen uneingeschränkt zulässig sind. Denn auch Buy-out-Fonds, die regelmäßig nur Mehrheitsbeteiligungen eingehen, müssen als Teilnehmer am Kapitalmarkt von einem Private-Equity-Gesetz erfasst werden.

Börsennotierte Finanzierungsformen. Privates Eigenkapital kann auch börsennotierten Gesellschaften zur Verfügung gestellt werden. Um Private-Equity-Fonds von Wertpapier- und Beteiligungssondervermögen im Sinne des Investmentgesetzes abzugrenzen, ist eine substantielle Beteiligung erforderlich unter Wahrung relativer und absoluter Anlagegrenzen.

Zum einen sind Investitionen in börsennotierte Gesellschaften nur zulässig, wenn die Beteiligung des Private-Equity-Fonds mindestens z. B. 3 % der Stimmen bzw. der Summe aus Grund- und Genussrechtskapital repräsentiert.

Zum anderen darf die Summe aller börsennotierten Finanzierungsformen eines Private-Equity-Fonds zu Anschaffungskosten z. B. 30 % der Bilanzsumme gemäß Einzelabschluss des Fonds nicht überschreiten.

Auf die vorstehende relative und absolute Anlagegrenze werden Beteiligungen an solchen Portfolio-Unternehmen nicht angerechnet, die im Zeitpunkt des Erwerbs der Beteiligung noch nicht börsennotiert sind, sondern erst später an die Börse gebracht werden, wenn die Beteiligung nicht länger als fünf Jahre nach Börseneinführung gehalten wird.

Beteiligungen von Dachfonds an börsennotierten Private-Equity-Fonds sind ohne Beschränkung möglich.

Kreditaufnahmen. Ein Private-Equity-Fonds darf von dritter Seite Fremdkapital aufnehmen und Sicherheiten für Verbindlichkeiten seiner Portfolio-Unternehmen gewähren. Jedoch darf die Summe aus Fremdkapital Dritter zur Finanzierung von Anlagen und aus gewährten Sicherheiten das von den Investoren gezeichnete Fondskapital zu keinem Zeitpunkt überschreiten.

d) Zulässige Hilfsgeschäfte

Folgende Geschäfte sind einem Private-Equity-Fonds als zulässig gestattet:

- Anlage freier Liquidität in anderen als den oben genannten Finanzierungsformen,
- Wahrnehmung von Aufsichtsrats-, Beiratsmandaten mit Überwachungsfunktion durch Vertreter bzw. Beauftragte der Private-Equity-Gesellschaft,
- Übernahme von Geschäftsführungsfunktionen in Portfolio-Unternehmen durch Vertreter bzw. Beauftragte der Private-Equity-Gesellschaft für maximal ein Jahr (mit Zustimmung der Aufsichtsbehörde kann diese Frist verlängert werden),
- Beratung der Portfolio-Unternehmen im Hinblick auf Geschäftstätigkeit durch die Private-Equity-Gesellschaft, bzw. mit ihr verbundene Unternehmen.

e) Verbotene Geschäfte

Als Teil des Kapitalmarktes dürfen Private-Equity-Fonds keine Konzernstrukturen schaffen und keine geschäftsführenden Holdingfunktionen wahrnehmen. Vor diesem Hintergrund sind folgende Geschäfte unzulässig:

- Erwerb von Beteiligungen an Portfolio-Unternehmen, an denen ein zu mindestens 20 % am Fonds beteiligter Investor allein oder zusammen mit verbundenen Unternehmen mindestens 20 % der Stimmen oder des Kapitals des Portfolio-Unternehmens hält,
- Abschluss von Unternehmensverträgen im Sinne des AktG zwischen den Private-Equity-Fonds und Portfolio-Unternehmen (ausgenommen Teilgewinnabführungsverträge, z. B. im Rahmen von stillen Beteiligungen),
- Abschluss von Unternehmensverträgen im Sinne des AktG zwischen dem Private-Equity-Fonds und einem Investor (ausgenommen Teilgewinnabführungsverträge, z. B. im Rahmen von stillen Beteiligungen),
- Übernahme von Geschäftsführungsfunktionen in Portfolio-Unternehmen durch Vertreter bzw. Beauftragte der Private-Equity-Gesellschaft, soweit dies nicht ein zulässiges Hilfsgeschäft darstellt,
- Umwandlungsvorgänge in Bezug auf Private-Equity-Fonds gemäß dem Umwandlungsgesetz, ausgenommen der bloße Rechtsformwechsel (mit Zustimmung der Aufsichtsbehörde können mehrere Private-Equity-Fonds miteinander verschmolzen werden),
- Anwachsung des Fondsvermögens bei Ausscheiden des vorletzten Gesellschafters aus einem Private-Equity-Fonds, der als Personengesellschaft organisiert ist; stattdessen ist der Private-Equity-Fonds zu liquidieren.

f) Sonderbestimmungen

Integrierte Fonds. Integrierte Fonds dürfen keine Beteiligungen eingehen, die zur Konsolidierung des betreffenden Portfolio-Unternehmens bei dem Investor führen, in den der Private-Equity-Fonds integriert ist.

Eigenkapitalersatz. Die Bestimmungen des Eigenkapitalersatzes gemäß GmbHG bzw. InsO finden auf Fremdkapital, das ein Private-Equity-Fonds, einer seiner Investoren bzw. ein mit einem Investor verbundenes Unternehmen einem Portfolio-Unternehmen ausreicht, keine Anwendung.

3. Aufsicht

Jedes Segment des Kapitalmarktes, also auch Private Equity, untersteht einer staatlichen Aufsicht. Dabei sind zwei Ebenen auseinanderzuhalten, nämlich die Aufsicht über die Private-Equity-Fonds und die Aufsicht über die Private-Equity-Gesellschaft.

a) Fondsebene

Geschäftstätigkeit. Die Einhaltung der Beschränkungen für die Geschäftstätigkeit überwacht eine zu bestimmende Aufsichtsbehörde. Sie kann in Anlehnung an das UBGG das jeweilige Landeswirtschaftsministerium sein oder in Anlehnung an das InvestmentG die BaFin.

Für den Jahresabschluss von Private-Equity-Fonds besteht eine Prüfungspflicht. Das Testat des Wirtschaftsprüfers muss auch die Einhaltung der Beschränkung für die Geschäftstätigkeit umfassen.

Vertrieb. Die bereits bestehenden allgemeinen gesetzlichen Bestimmungen des Verkaufsprospektgesetzes sind ausreichend. Eine Prospektspflicht mit dem Erfordernis der Freigabe durch die BaFin besteht nur bei öffentlichem Vertrieb und Mindestzeichnungssummen von Euro 200.000 oder weniger.

Offenlegungspflichten. Die geprüften Jahresabschlüsse von Private-Equity-Fonds sind bei der Aufsichtsbehörde zu hinterlegen.

Bei den Offenlegungspflichten gegenüber Investoren ist zwischen Publikumsfonds und solchen Fonds zu unterscheiden, die nur institutionellen Anlegern offenstehen. In beiden Fällen ist einmal jährlich die Zusammensetzung des Fondsvermögens und dessen Bewertung zu Verkehrswerten (ermittelt nach IFRS oder IAS oder gemäß den Bewertungsregeln der European Venture Capital Association) den Investoren bekanntzugeben; bei Publikumsfonds ist nur der Gesamtverkehrswert des Fondsvermögens offenzulegen. Diese Angaben sind zusätzlich bei der Aufsichtsbehörde einzureichen.

Einmal jährlich erhalten die Investoren einen Bericht über den Verlauf der Geschäftstätigkeit des Private-Equity-Fonds und seiner Portfolio-Unternehmen. Der Jahresbericht muss den Anforderungen der Reporting Guidelines der European Venture Capital Association genügen. Publikumsfonds müssen einen verkürzten Jahresbericht erstellen, der um vertrauliche Informationen über Portfolio-Unternehmen gekürzt ist. In beiden Fällen ist der verkürzte Jahresbericht auch bei der Aufsichtsbehörde einzureichen.

Offenlegungspflichten nach anderen gesetzlichen Bestimmungen bzw. Börsenordnungen bleiben von den Offenlegungspflichten gemäß dem Private-Equity-Gesetz unberührt und sind zusätzlich zu erfüllen.

b) Private-Equity-Gesellschaften

Erlaubnispflicht. Private-Equity-Gesellschaften bedürfen für die Verwaltung von Private-Equity-Fonds einer staatlichen Erlaubnis durch die Aufsichtsbehörde. Sie wird nur erteilt, wenn die Private-Equity-Gesellschaft über eine ausreichende Kapitalausstattung verfügt und die fachliche Befähigung der Geschäftsleiter nachgewiesen ist.

Für Private-Equity-Gesellschaften, die bezüglich ihrer Tätigkeit der Aufsicht in einem anderen EU-Staat unterliegen, gilt der EU-Passport. Private-Equity-Gesellschaften, die in den USA der Aufsicht durch die US-Wertpapieraufsichtsbehörde unterliegen, müssen einmal jährlich der deutschen Aufsichtsbehörde den Bestand ihrer Erlaubnis gemäß US-Recht nachweisen.

Fondsverwaltung. Für jeden gemäß Private-Equity-Gesetz aufzulegenden Fonds bedarf die Private-Equity-Gesellschaft der Anerkennung des Status dieses Fonds als Private-Equity-Fonds durch die Aufsichtsbehörde. Bei der Beantragung der Anerkennung sind der Aufsichtsbehörde die Platzierungsdokumente (Prospekt und Gesellschaftsvertrag) einzureichen. Aus den Platzierungsdokumenten müssen sich die Voraussetzungen für die Anerkennung ergeben (persönlicher und sachlicher Anwendungsbereich, sowie die Beschränkung der Geschäftstätigkeit im Gesellschaftsvertrag auf die zulässigen Geschäfte). Die Aufsichtsbehörde ist verpflichtet, innerhalb einer angemessenen Frist (z. B. zwei Monate) nach Eingang der vollständigen Antragsunterlagen über die Anerkennung zu entscheiden.

Die Private-Equity-Gesellschaft ist der Aufsichtsbehörde gegenüber zur Einhaltung der Bestimmungen über die Geschäftstätigkeit der von ihr verwalteten Fonds sowie zur Einhaltung der Offenlegungspflichten verantwortlich. Zur Durchsetzung der Aufsicht hat die Behörde Prüfungsrechte und kann Anordnungen treffen. Die Sanktionen bei Verstößen umfassen neben Zwangsgeldern und Geldbußen auch die Aberkennung des Status des betroffenen Fonds als Private-Equity-Fonds sowie als ultima ratio den Entzug der Erlaubnis der Private-Equity-Gesellschaft.

Ausländische Private-Equity-Gesellschaften müssen zur Durchsetzung der Aufsicht über Fonds, die in den Anwendungsbereich des Private-Equity-Gesetzes fallen, einen inländischen Vertreter bestellen.

4. Besteuerung

a) Ertragsteuern, Gewerbesteuer

Private-Equity-Fonds unterhalten keinen Gewerbebetrieb und unterliegen daher nicht der Gewerbesteuer.

Sie sind steuerlich transparent. Die Erträge eines Private-Equity-Fonds werden steuerlich ausschließlich beim Investor erfasst und sind in seinem Ansässigkeitsstaat nach seinen persönlichen Besteuerungsmerkmalen zu versteuern. Bei im Ausland ansässigen Investoren gelten die Regeln der beschränkten Steuerpflicht für Kapitaleinkünfte unter Beachtung der Doppelbesteuerungsabkommen.

Bei Fonds, die als Personengesellschaften organisiert sind, ergibt sich die Steuertransparenz wegen des Fehlens eines Gewerbebetriebs bereits aus den allgemeinen Vorschriften. Bei Fonds, die Körperschaften sind, muss als Korrelat zur vollen Besteuerung auf Investorenebene die subjektive Körperschaftsteuerbefreiung vorgesehen werden.

Die volle steuerliche Transparenz von Private-Equity-Fonds ist in der Diskussion über ein Private-Equity-Gesetz vom BMF stets als Steuerprivileg qualifiziert worden, das zudem zu unvertretbaren Steuerausfällen führt. Diese Aussage kann nicht unwidersprochen im Raum stehen bleiben. Denn sie trifft nicht zu:

- (i) Als Segment eines „geordneten“ Kapitalmarktes unterliegt auch die Geschäftstätigkeit eines Private-Equity-Fonds Beschränkungen. Sie sind oben dargestellt. Wenn man sie näher analysiert, weisen sie zu einem großen Teil Bezüge zu den im PE-Schreiben niedergelegten Kriterien der privaten Vermögensverwaltung auf. Es besteht jedoch ein Unterschied.

Die Kriterien der privaten Vermögensverwaltung knüpfen an die Tätigkeiten eines Investors bei der Verwaltung seines Vermögens an. Das ist insoweit berechtigt, als Private Equity eine wichtige Anlageklasse für die Zusammensetzung eines Großvermögens darstellt. Diese Sichtweise lässt aber vollständig außer Betracht, dass Private Equity unter dem Blickwinkel seines Einsatzes eine alternative Form der Unternehmensfinanzierung darstellt und insoweit dem Kapitalmarkt als eigenständiges Segment zuzuordnen ist.

Diese Doppelnatur führt bei der steuerlichen Qualifikation einer Private-Equity-Tätigkeit zu permanenten Friktionen. Eine systemgerechte Qualifikation muss beim Schwerpunkt dieser Tätigkeit ansetzen. Er liegt m. E. eindeutig auf der Einordnung von Private Equity als eigenständigem Segment des Kapitalmarkts.

Das bedeutet nicht, dass die Kriterien der privaten Vermögensverwaltung obsolet wären. Da sie sich aber auf das Anlageverhalten des Investors bei der Verwaltung seines (Gesamt-)Vermögens beziehen, sind sie nicht tauglich für die Qualifikation der einzelnen Anlageklasse „Private Equity“.

Die steuerliche Transparenz ist kein Steuerprivileg. Investoren und Private-Equity-Gesellschaften haben in der öffentlichen Diskussion nie die Forderung erhoben, dass im Rahmen der steuerlichen Qualifikation von Private Equity sämtliche Beschränkungen hinsichtlich der Geschäftstätigkeit aufzuheben seien. Es geht vielmehr ausschließlich darum, die zu beachtenden Tätigkeitsbeschränkungen kapitalmarktbezogen zu definieren statt wie bisher investorenbezogen unter dem Blickwinkel der Investorenvermögensverwaltung.

Lediglich kapitalmarktbezogene Tätigkeitsbeschränkungen erlauben Planungs- und Rechtssicherheit für den Einsatz dieses wichtigen Instruments der Unternehmensfinanzierung.

- (ii) Die Methodik, dass die Beachtung von kapitalmarktbezogenen Tätigkeitsbeschränkungen die volle steuerliche Transparenz bedingt, ist kein Privileg für Private-Equity-Fonds. Für das Kapitalmarktsegment der Investmentfonds gilt die Steuertransparenz seit jeher und hat sich bewährt.

(iii) Im Zusammenhang mit der Einführung des German REIT ist gegen die Steuertransparenz das Argument des Wegfalls einer Besteuerungsebene für den deutschen Fiskus eingewendet worden. Das ist methodisch richtig, weil für die Besteuerung von Immobilien im Grundsatz das Belegenheitsprinzip gilt. Wird der Eigentümer einer in Deutschland belegenen Immobilie nicht mehr besteuert, verliert der deutsche Fiskus in der Tat eine Besteuerungsebene.

Für die Besteuerung von Kapitalbeteiligungen gilt nicht das Belegenheitsprinzip, sondern das Wohnsitzprinzip. Im Grundsatz werden Erträge aus Kapitalbeteiligungen im Ansässigkeitsstaat des Investors besteuert. Auch unter diesem Aspekt ist die volle steuerliche Transparenz von Private-Equity-Fonds kein Systembruch.

b) Umsatzsteuer

Die Vergütungen an die Private-Equity-Gesellschaft für die Fondsgeschäftsführung unterliegen nicht der Umsatzsteuer. Für Private-Equity-Fonds, die als Personengesellschaften strukturiert sind, und an denen sich die Private-Equity-Gesellschaft als geschäftsführender Gesellschafter beteiligt, ergibt sich dies aus den in Abschnitt IV. dargelegten Ausführungen zur nichtsteuerbaren Leistungsvereinigung.

Anders ist die Rechtslage bei Private-Equity-Fonds zu beurteilen, die als Körperschaften strukturiert sind. In diesem Fall ist die Geschäftsführung kein Gesellschafterbeitrag, sondern wird auf schuldrechtlicher Grundlage nach Maßgabe eines Geschäftsbesorgungsvertrags erbracht. Es liegt ein steuerbarer Leistungsaustausch vor.

Artikel 135 Abs.1 Buchst. g der Mehrwertsteuer-Systemrichtlinie sieht eine Umsatzsteuerbefreiung der Verwaltung von Sondervermögen vor. Zur Auslegung dieses Begriffs hat der EuGH jüngst Stellung genommen.¹⁸ Bei der Definition der Fonds, die für Zwecke der Umsatzsteuerbefreiung unter den Begriff des Sondervermögens fallen, haben die Mitgliedstaaten zwar ein Ermessen. Bei der Ausübung dieses Ermessens haben sie aber neben dem Ziel, durch die Umsatzsteuerbefreiung Anlegern die Anlage in EU-richtlinienkonformen Investmentfonds zu erleichtern, auch den Grundsatz der steuerlichen Neutralität zwischen Kapitalanlagegesellschaften zu beachten, die entweder EU-richtlinienkonforme oder sonstige Sondervermögen verwalten.

Daraus ergibt sich m. E. die Verpflichtung des deutschen Gesetzgebers, für die Verwaltung von Private-Equity-Fonds die in der Mehrwertsteuer-Systemrichtlinie geforderte Umsatzsteuerbefreiung vorzusehen.

c) Carried Interest

Für die kapital-disproportionalen Ergebnisanteile der Initiatoren von Private-Equity-Fonds ist die Besteuerung nach dem Teileinkünfteverfahren vorzusehen.

¹⁸ EuGH-Urteil vom 28. 6. 2007 – Rs. C-363/05, DB 2007, 1570.

*VI. Private Equity – eine Anlageform für gemeinnützige Investoren
und ein Instrument bei der Lösung volkswirtschaftlicher Aufgaben*

1. Das MoRaKG

Am 15. August 2007 hat das Bundeskabinett den Entwurf eines Gesetzes zur Modernisierung der Rahmenbedingungen für Kapitalmarkteteiligungen – MoRaKG – verabschiedet. Kernstück ist das Gesetz über Wagniskapitalbeteiligungsgesellschaften – WKBG.

Ausweislich der Gesetzesbegründung handelt es sich um ein Fördergesetz. Junge und mittelständische Unternehmen spielen zwar eine wichtige Rolle für die deutsche Volkswirtschaft, da sie das Innovations- und Wachstumspotenzial der Volkswirtschaft verbessern. Aber sie haben Probleme bei der Kapitalbeschaffung. In Zeiten defizitärer Staatshaushalte ist die Förderung mit öffentlichen Mitteln sehr stark zurückgegangen. Für privates Kapital besteht eine Finanzierungslücke, die es durch Anreize zu schließen gilt. Investitionen von Private-Equity-Fonds in der Form von Wagniskapitalbeteiligungsgesellschaften sollen durch folgende Regelungen gezielt gefördert werden:

- (i) Der Geschäftsgegenstand der Fonds muss auf Beteiligungen an Portfolio-Unternehmen beschränkt sein, deren Sitz und Geschäftsleitung im Europäischen Wirtschaftsraum liegen, die zum Zeitpunkt des Beteiligungserwerbs nicht älter als zehn Jahre sind und deren Eigenkapital zu diesem Zeitpunkt nicht größer als Euro 20 Mio. ist.
- (ii) Zulässig sind offene Beteiligungen des Fonds. Es gelten bestimmte relative und absolute Anlagegrenzen.
- (iii) Die Beteiligungsdauer ist auf maximal 15 Jahre beschränkt; wird ein Portfolio-Unternehmen nach Beteiligungserwerb an die Börse gebracht, muss der Fonds seine Beteiligung spätestens drei Jahre danach veräußert haben.
- (iv) Der Fonds selbst darf spätestens fünf Jahre nach seiner Anerkennung als Wagniskapitalbeteiligungsgesellschaft kein Tochterunternehmen i. S. v. § 290 HGB mehr sein. Ein Investor darf nach Ablauf dieser Frist nicht mehr maßgeblich an dem Fonds beteiligt sein; die Maßgeblichkeitsgrenze liegt bei 40 % des Fondskapitals.
- (v) Die Portfolio-Unternehmen dürfen in ihrer eigenen Geschäftstätigkeit von einer 100%igen Tochter des Fonds beraten werden und von dieser Tochter Darlehen nehmen oder sich Bürgschaften stellen lassen.
- (vi) Auf der Ebene der Fonds besteht die Förderung darin, dass die Geschäftstätigkeit als vermögensverwaltend im steuerlichen Sinne gilt.
- (vii) Auf der Ebene der Portfolio-Unternehmen besteht die Förderung insbesondere darin, dass die Verlustabzugsbeschränkungen gemäß § 8c KStG in der Fassung der Unternehmenssteuerreform 2008 nicht gelten.
- (viii) Um sogenannte Business Angels zu Investitionen anzureizen, wird der Freibetrag für Veräußerungsgewinne gemäß § 17 Abs. 3 EStG auf Euro 20.000 angehoben.

- (ix) Zur Gegenfinanzierung wird die sachliche Steuerbefreiung des Carried Interest von derzeit 50 % generell auf 40 % gesenkt.
- (x) Wagniskapitalbeteiligungsgesellschaften unterliegen der staatlichen Aufsicht durch die BaFin. Diesen Status können nur inländische Fonds erlangen.

Auf die Einzelheiten der gesetzlichen Regelung kann an dieser Stelle nicht eingegangen werden. Insgesamt hat die Bundesregierung einen Schritt in die richtige Richtung gemacht. In der praktischen Umsetzung wirft das WKBG erhebliche Probleme auf. Dies betrifft insbesondere die Regelung, dass Portfolio-Unternehmen nur von einer 100 %-Tochter beraten werden dürfen.

2. Finanzierung von Ausgründungen durch gemeinnützige Forschungseinrichtungen

Es ist wohl unbestritten, dass Deutschland eine exzellente technologische Infrastruktur hat. Dazu zählen insbesondere Forschungseinrichtungen wie die Fraunhofergesellschaft und die Max-Planck-Gesellschaft mit ihren jeweiligen Instituten sowie die Hochschulen. Diese Einrichtungen betreiben nicht nur Grundlagenforschung, sondern in großem Ausmaß auch anwenderorientierte Forschung. Die dabei erzielten Forschungsergebnisse (Patente, Technologien) sind häufig die Grundlage für erfolgreiche kommerzielle Unternehmen.

Während andere Staaten mit vergleichbarer technologischer Infrastruktur seit Jahrzehnten die Prozessschritte bei der Entwicklung von Forschungsergebnissen in kommerzielle Unternehmen (im Englischen heißt das „to turn a technology into a business“) sehr erfolgreich beherrschen, ist dieses Gebiet in Deutschland absolute „terra incognita“. Dies ist umso erstaunlicher vor dem Hintergrund, dass deutsche Forschungseinrichtungen zu einem großen Teil durch Zuwendungen des Staates bzw. Privater finanziert werden. Der „Return“ auf dieses Investment beträgt bis heute in Deutschland praktisch „Null“.

Es ist zu bedauern, dass dieser Aspekt in der öffentlichen Diskussion um Private Equity bislang keinerlei Aufmerksamkeit gefunden hat. Solange ein Gemeinwesen sich das leisten kann, mag es keinen besonderen Anlass zur Beschäftigung mit diesem Thema geben. Richtiges Verständnis kann man dafür aber nicht aufbringen. Wer Innovations- und Wachstumspotenziale verbessern möchte, kommt nicht umhin, auch die Rahmenbedingungen für Unternehmensausgründungen durch Forschungseinrichtungen zu verbessern.

In steuerlicher Hinsicht gestalten sich die dazu notwendigen Prozessschritte besonders schwierig, weil die Forschungseinrichtungen gemeinnützig sind. Das wirft eine Vielzahl von Fragen auf, die allenfalls rudimentär, jedenfalls völlig unzureichend behandelt werden. Dazu zählen z. B. die folgenden:

- (i) Unternehmensausgründungen sind geschäftliche Tätigkeiten. Stellen diese Aktivitäten im Sinne des Gemeinnützigkeitsrechts noch „Zweckbetriebe“ dar oder begründen sie bereits wirtschaftliche Geschäftsbetriebe im Sinne von § 14 Satz 1 AO?¹⁹ Nach der gegenwärtigen Praxis handelt es sich wohl um ei-

¹⁹ Vgl. dazu BMF v. 22. 9. 1999, IV C6 – S 0171 – 97/99, BStBl. I 1999, 944; FinMin Bayern v. 13. 4. 2000, S 0171 – 81/33, DB 2000, 954.

nen wirtschaftlichen Geschäftsbetrieb. Werden die im Rahmen der Unternehmensausgründung anfallenden Tätigkeiten durch die Forschungseinrichtung selbst ausgeübt, wird das steuerpflichtige Ergebnis nach der Gewinnaufschlagsmethode ermittelt.

- (ii) Vollzieht sich die Unternehmensausgründung als Errichtung einer Gesellschaft, stellt sich die Frage nach der Beteiligung der Forschungsgesellschaft. Wird ein gewerbliches Schutzrecht eingebracht, ergibt sich eine Bewertungsfrage, die Auswirkungen auf die Höhe der Beteiligungsquote hat.²⁰ Häufig wird die maximale Beteiligungsquote einer Forschungseinrichtung losgelöst vom Wert des eingebrachten gewerblichen Schutzrechts festgelegt zur Vermeidung eines Gewerbebetriebs durch Innehalten einer wesentlichen Beteiligung mit unternehmerischem Einfluss.
- (iii) An den Ausgründungsvorgang schließt sich die Kapitalausstattung des neu gegründeten Unternehmens an. Hier stellt sich die Frage, ob und in welchem Umfang unter dem Aspekt der Selbstlosigkeit und der zeitnahen Mittelverwendung eine gemeinnützige Forschungseinrichtung an Kapitalerhöhungen teilnehmen kann.²¹ In der Praxis machen Forschungseinrichtungen von ihren gesetzlichen Bezugsrechten bei Kapitalerhöhung keinen Gebrauch und werden bereits bei der ersten Finanzierungsrunde deutlich verwässert. Ob das ein gewollter Anreiz für die Beteiligung privater Investoren ist, mag bezweifelt werden.

Eine eingehende und hoffentlich positive Erörterung dieser Themen bleibt der Festschrift zum 20-jährigen Bestehen der Sozietät vorbehalten.

²⁰ Vgl. dazu z. B. *Arnold*, DStR 2005, 581; *Rooff*, DB 1985, 1156.

²¹ Vgl. dazu z. B. *Strahl*, DStR 2000, 2163.