

## 12. Hamburger Fondsgespräch

### Managed Accounts für Private Equity – Erfahrungen aus zwei Perspektiven

Dr. Sofia Harschar | Universal Investment  
Uwe Bärenz | P+P Pöllath + Partners

19. November 2019

■ **Misserfolg als Regel?**



**“Most things fail”**

*Paul Ormerod*

## Misserfolg als Regel?

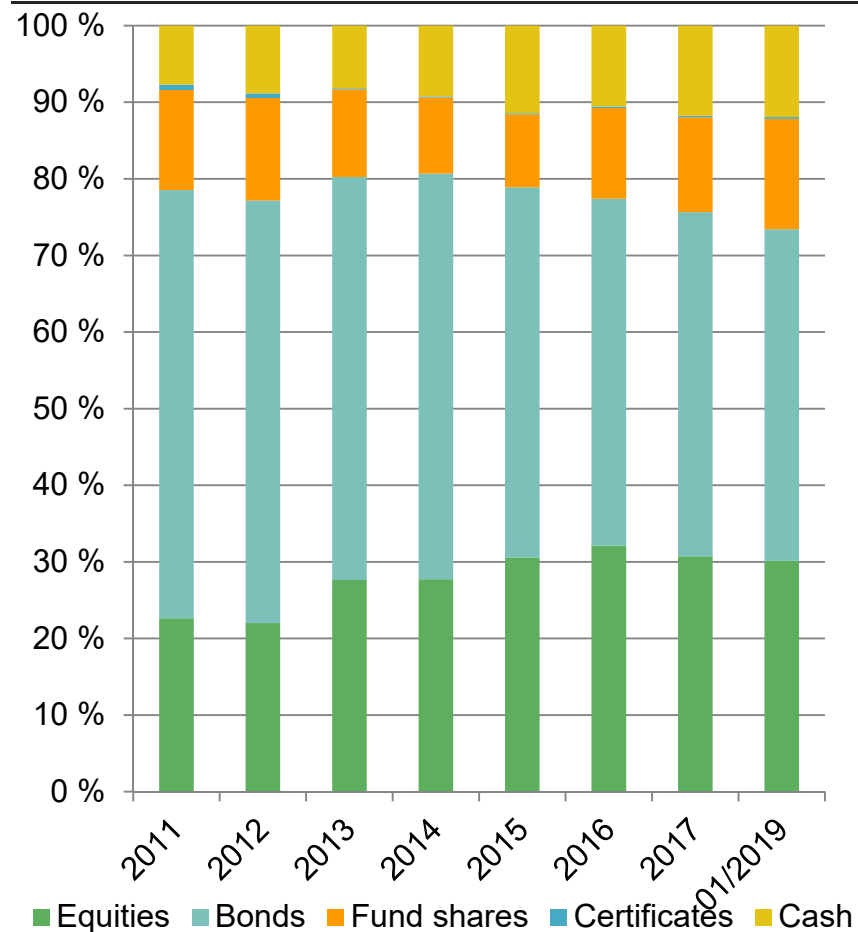
### Largest US companies in 2018 vs 2008

| 2018 |                 |         |      | 2008 |                  |         |      |
|------|-----------------|---------|------|------|------------------|---------|------|
| Rank | Company         | Founded | USbn | Rank | Company          | Founded | USbn |
| 1.   | Apple           | 1976    | 890  | 1.   | Exxon            | 1870    | 492  |
| 2.   | Google          | 1998    | 768  | 2.   | General Electric | 1892    | 358  |
| 3.   | Microsoft       | 1975    | 680  | 3.   | Microsoft        | 1975    | 313  |
| 4.   | Amazon          | 1994    | 592  | 4.   | AT&T             | 1885    | 238  |
| 5.   | Facebook        | 2004    | 545  | 5.   | Proctor & Gamble | 1837    | 226  |
| 6.   | Berkshire       | 1955    | 496  | 6.   | Berkshire        | 1955    | 206  |
| 7.   | J&J             | 1886    | 380  | 7.   | Google           | 1998    | 198  |
| 8.   | JP Morgan       | 1871    | 375  | 8.   | Chevron          | 1879    | 192  |
| 9.   | Exxon           | 1870    | 367  | 9.   | J&J              | 1886    | 192  |
| 10.  | Bank of America | 1909    | 316  | 10.  | Walmart          | 1962    | 184  |

Quelle: <https://milfordasset.com/insights/largest-companies-2008-vs-2018-lot-changed>

## Alternative Anlagen nehmen an Bedeutung zu

Grundlage: €306 Mrd. Spezialfonds



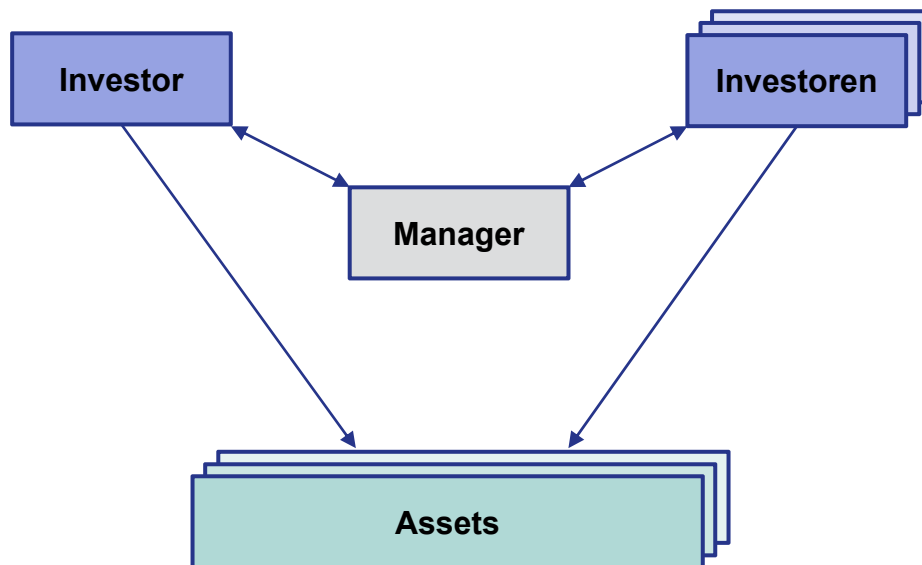
Source: Universal-Investment, As of 31.01.2019

Ergebnisse im Kern

- **Real Estate** Investitionsvolumen >€16 Mrd. bzw. 5.5 % Anteil an den Spezialfonds
- Investitionen in **Private Equity / Infrastruktur Projekte** belaufen sich auf €31 Mrd bzw. 10.7 %
- Circa **16.3 %** der Investitionen sind in **Alternative Assets / Real Estate**, verglichen mit weniger als 1 % im Jahr 2012
- Institutionelle Investoren haben ihren Anteil an indirekten Anlagen in **Aktien leicht reduziert** auf 30%
- Anteil allerdings **höher als 2012**, als er bei ca. 22 % lag
- **Anteil an Bonds** ist seit 2011 deutlich zurück gegangen von 56 % auf 43.3 %
- **Loans** haben sich vervielfacht und liegen nun bei etwa 5% der pension investments

## (Separately) Managed Account

'mæniɔʒd ə 'kaʊnt



Ein **Managed Account** oder auch Separately Managed Account (SMA) ist eine Anlageform, bei der ein Investor einen Dritten mit der Vermögensverwaltung der Einlagen bzw. Bestände eines (Handels-)Kontos mandatiert.

Der Verwalter versucht durch seine Tätigkeit Gewinne zugunsten des Kontos zu erzielen. Hierbei kann der Anleger dem Verwalter des Managed Accounts eine eingeschränkte oder umfassende Vollmacht erteilen, eine vereinbarte Anlagestrategie umzusetzen.

- individuelle Kapitalanlage
- feste oder variable Investmentstrategie
- mit oder ohne Entscheidungsbefugnis des Managers
- umfassende oder beschränkte Handlungsvollmacht

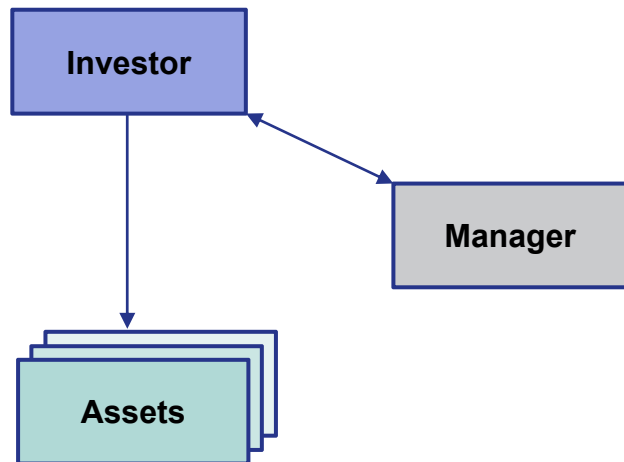
## Vor- und Nachteile typischer Strukturen

### 1. Allgemeine Unterschiede

| Managed Account                                                                                                                               | Investment Fund                                                                                                 |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ individuelle Kapitalanlage</li> </ul>                                                                | <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ kollektive Kapitalanlage</li> </ul>                                    |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ hohe Flexibilität</li> </ul>                                                                         | <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ begrenzte Flexibilität</li> </ul>                                      |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Bestimmung und Änderung der Investmentstrategie/Portfoliozusammensetzung</li> </ul>                  | <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ definierte Investmentstrategie und Portfoliozusammensetzung</li> </ul> |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Einfluss/Entscheidungsspielraum/Kontrolle</li> </ul>                                                 | <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Abhängigkeit von Mehrheitsentscheidungen</li> </ul>                    |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ unbegrenzte Laufzeit möglich</li> </ul>                                                              | <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ closed end typisch</li> </ul>                                          |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Reaktionsspielraum bei internen oder externen Entwicklungen (z. B. vorzeitige Beendigung)</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ begrenzter Reaktionsspielraum (Secondary)</li> </ul>                   |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Bindung des Investors (Kapitalsicherung)</li> </ul>                                                  | <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ begrenzte Bindung des Investors</li> </ul>                             |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ flexible Kostenstrukturen</li> </ul>                                                                 | <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ produktübliche Kostenstrukturen</li> </ul>                             |

## Vor- und Nachteile typischer Strukturen

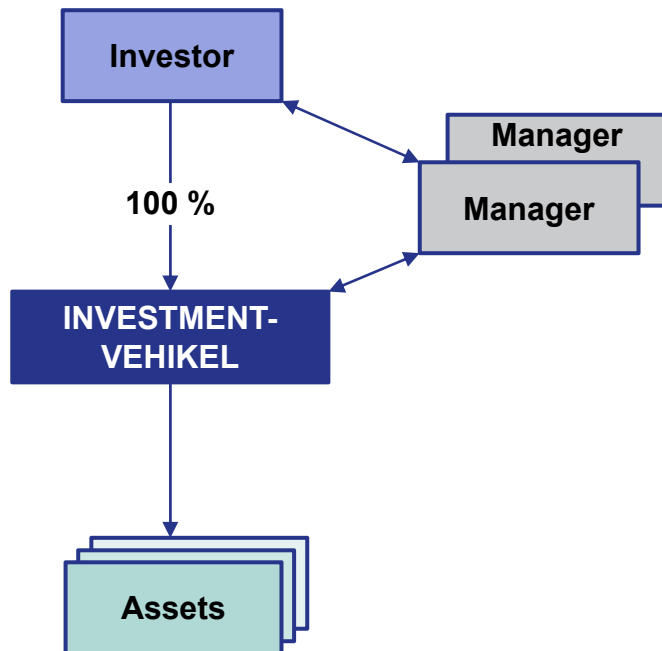
### 2. Modell eigene Bilanz



| Vorteile                                                                                    | Nachteile                                                                                                                                 |
|---------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ unmittelbarer Rechtsinhaber (Kontrolle)</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Haftung</li> </ul>                                                                               |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ geringere Abhängigkeit vom Manager</li> </ul>      | <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Rechtsausübung (Org.)</li> </ul>                                                                 |
|                                                                                             | <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ unmittelbarer Niederschlag in Bilanz</li> </ul>                                                  |
|                                                                                             | <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ steuerliche Nachteile im Verhältnis zum Management (Umsatzsteuer, Erfolgsbeteiligung)</li> </ul> |

## Vor- und Nachteile typischer Strukturen

### 3. Modell Investmentvehikel



| Vorteile                                                                                                             | Nachteile                                                                                        |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Rechteinhaber (begrenzte Kontrolle)</li> </ul>                              | <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ eigenständige Organisations- und Kostenebene</li> </ul> |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Übertragbarkeit der Verwaltung und/oder Beratung auf den Manager</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Berücksichtigung von Ansprüchen der Manager</li> </ul>  |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Konsolidierungseffekte</li> </ul>                                           |                                                                                                  |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Gestaltung der steuerlichen Folgen</li> </ul>                               |                                                                                                  |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ handelsrechtliche Steuerungsmöglichkeiten</li> </ul>                        |                                                                                                  |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Haftungsbegrenzung</li> </ul>                                               |                                                                                                  |

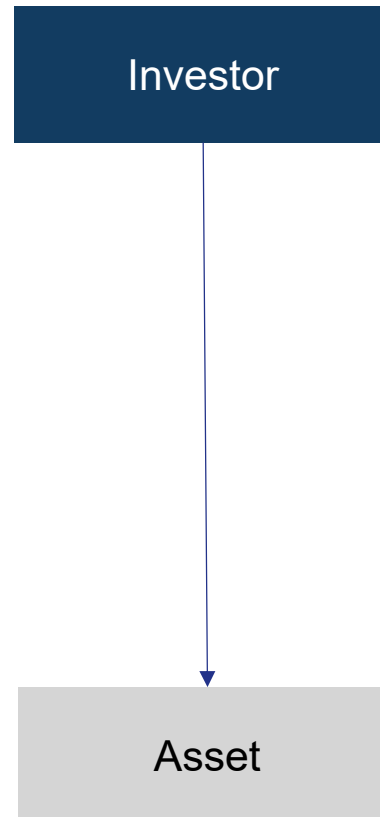


Lehre #1

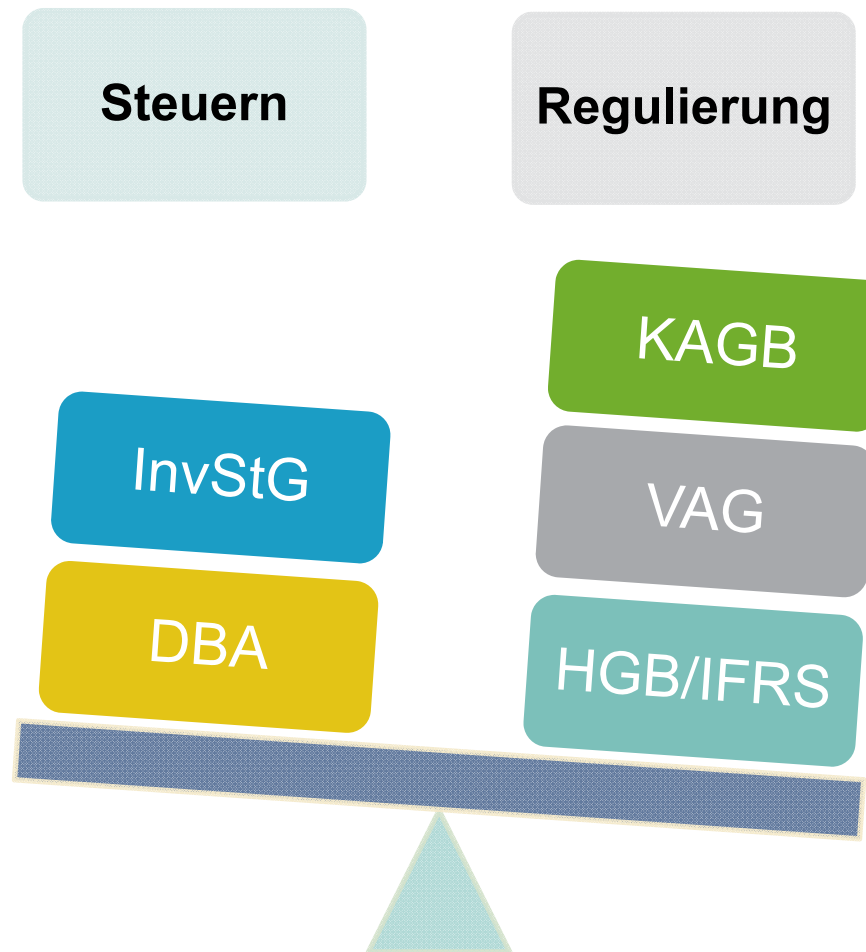
**Überschätze die  
Möglichkeiten, alle  
Probleme im Projekt zu  
lösen**



■ Lehre #1



■ Lehre #2

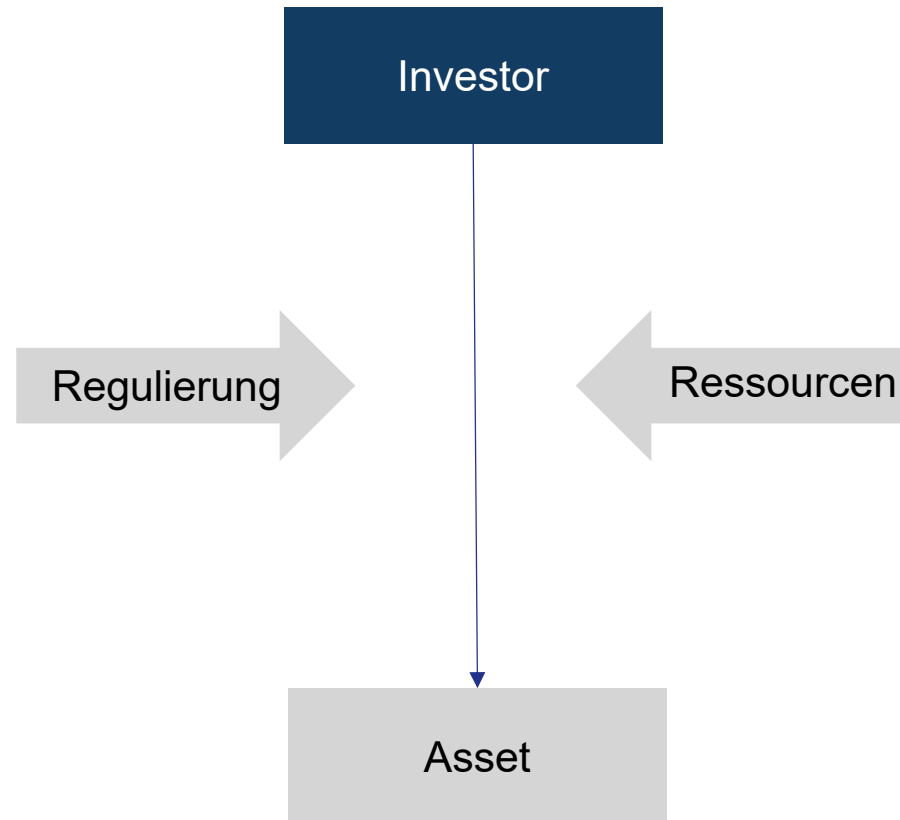


## Lehre #2

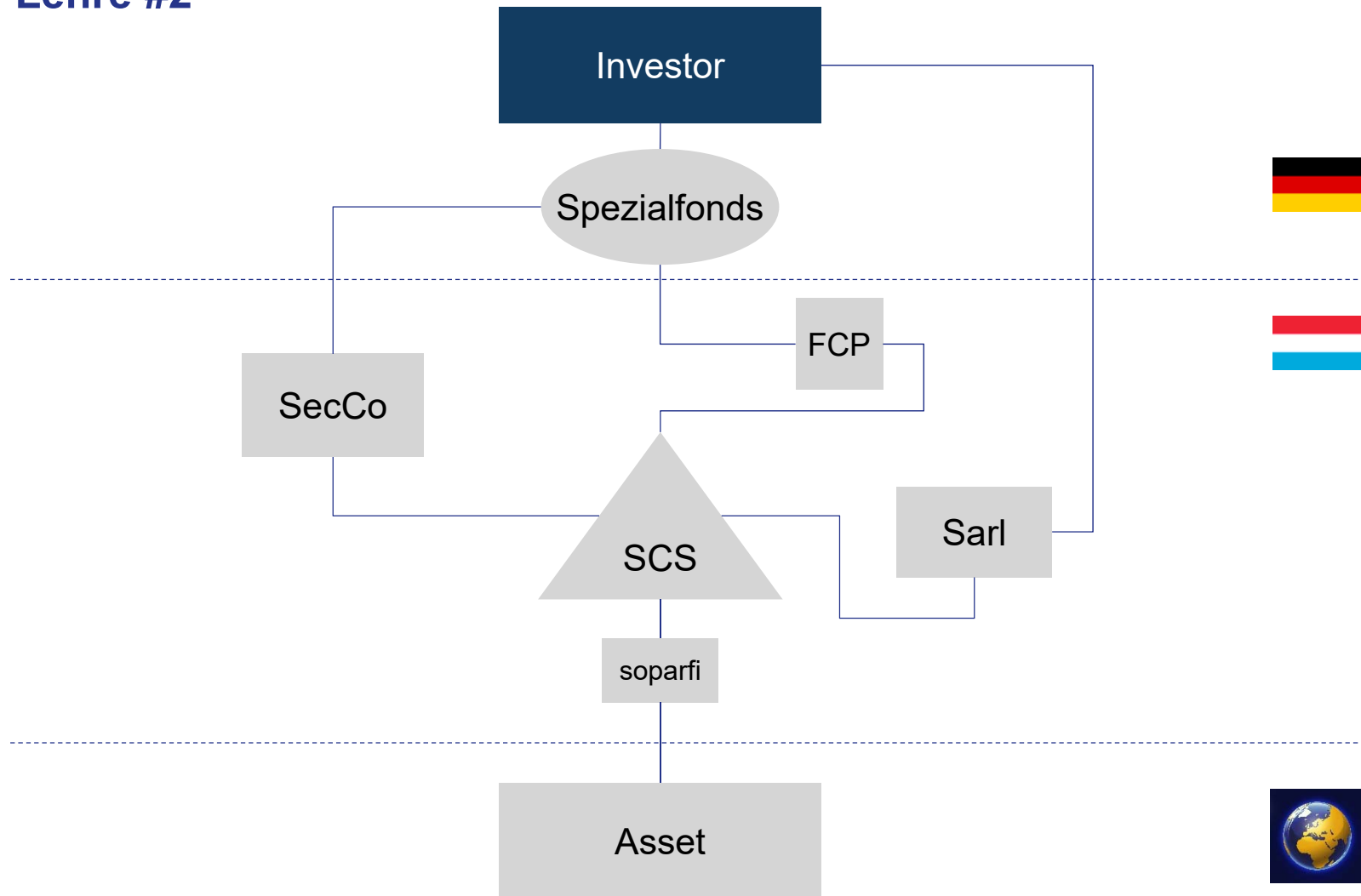
### Typische Fragestellungen vor Auflage

|                                     |                                                                                    |                                    |
|-------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------|
| Reportinganforderungen              | Anlagepolitik bzw. Art der Investments                                             | Ausgestaltung des Vehikels         |
| Investmentprozess                   | <b>Individuelle Lösungen durch Fokussierung auf Kundenwünsche</b>                  | Informationsanforderungen des AIFM |
| Anbindung Anlageberater             | <b>Funktion als Sparringspartner dank umfangreicher Strukturierungserfahrungen</b> | Volumen / Laufzeit                 |
| Investorenspezifische Anforderungen | Berücksichtigung aufsichts- und steuerrechtlicher Aspekte                          | Einsatz von Derivaten / Hedging    |

■ Lehre #2

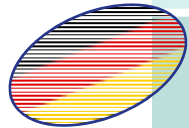


Lehre #2



## Vor- und Nachteile typischer Strukturen

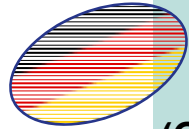
### 4. Auswahl des Investmentvehikels



| Investmentvehikel             | Vorteile                                                                                                                                                                                                                                   | Nachteile                                                                                                                                                                                                        |
|-------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>GmbH</b>                   | <ul style="list-style-type: none"> <li>kein AIFM/Depotbank etc. erforderlich</li> <li>Thesaurierungsmöglichkeiten</li> <li>Finanzierung durch Gesellschafterdarlehen</li> <li>Ertragssteuerung</li> <li>steuerliche Abschirmung</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>Körperschaft- und Gewerbesteuer</li> <li>(KESt auf Dividendenausschüttungen)</li> <li>USt auf Management-/ Beratung-/ Performancevergütung</li> </ul>                     |
| <b>GmbH – Investmentfonds</b> | <ul style="list-style-type: none"> <li>nur bestimmte Einkünfte aus deutschen Quellen unterliegen der deutschen Besteuerung</li> <li>steuerliche Entlastung bei Aktien- und Mischfonds</li> <li>steuerliche Abschirmung</li> </ul>          | <ul style="list-style-type: none"> <li>AIFM erforderlich</li> <li>Vorab-Pauschale (InvStG)</li> <li>kein § 8b KStG beim Investor</li> <li>Gewerbesteuer bei aktiver unternehmerischer Bewirtschaftung</li> </ul> |

## Vor- und Nachteile typischer Strukturen

### 4. Auswahl des Investmentvehikels



| Investmentvehikel                    | Vorteile                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      | Nachteile                                                                                                                                                                                                                                                       |
|--------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>(GmbH &amp; Co) KG</b>            | <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ vertragliche Flexibilität</li> <li>▪ keine Besteuerung auf Ebene der SCSp</li> <li>▪ steuerliche Transparenz (§ 8b KStG)</li> <li>▪ Integration von Managementbeteiligung, Erfolgsbeteiligung (Carried Interest)</li> </ul>                                                                                          | <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Gewerbesteuer-Risiken</li> <li>▪ Dry-Income-Risiken</li> <li>▪ Transparenz- / Compliance-Risiken</li> <li>▪ USt-/Ertragsteuer-Risiken für Manager</li> <li>▪ keine steuerliche Abschirmung</li> </ul>                  |
| <b>Spezialfonds (Sondervermögen)</b> | <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ mit und ohne Transparenzoption (InvStG) gestaltbar</li> <li>▪ Anrechnung nur der 10 größten Aussteller/Schuldner auf Streuungsgrenzen nach AnIV</li> <li>▪ keine Konsolidierungspflicht (HGB) bei § 284 KAGB</li> <li>▪ mögliche Ausgleichseffekte mit anderen Anlagen</li> <li>▪ steuerliche Abschirmung</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ KVG/AIFM erforderlich</li> <li>▪ nur zulässige Vermögensgegenstände erwerbbar</li> <li>▪ AnIV - Infektionsrisiko</li> <li>▪ AI nur als Beimischung</li> <li>▪ keine aktive unternehmerische Bewirtschaftung</li> </ul> |



## Vor- und Nachteile typischer Strukturen

### 4. Auswahl des Investmentvehikels



| Investmentvehikel    | Vorteile                                                                                                                                                                                                                                                                                                         | Nachteile                                                                                                                                                                                                                      |
|----------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>SCSp</b>          | <ul style="list-style-type: none"> <li>keine Besteuerung auf Ebene der SCSp</li> <li>steuerliche Transparenz (§ 8b KStG)</li> <li>keine USt auf Management- und/oder Beratungsvergütung</li> <li>vertragliche Flexibilität/Teilfonds möglich</li> <li>Integration von Erfolgsbeteiligung des Managers</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>AIFM erforderlich</li> <li>grenzüberschreitende Struktur (Kosten)</li> <li>Dry-Income-Risiko</li> <li>Transparenz-/Compliance-Risiken</li> <li>keine steuerliche Abschirmung</li> </ul> |
| <b>S.C.A. (RAIF)</b> | <ul style="list-style-type: none"> <li>keine Besteuerung auf Ebene der SCA</li> <li>keine KEST auf Ausschüttungen</li> <li>Ertragssteuerung</li> <li>Behandlung als Aktien- oder Mischfonds möglich</li> <li>Teilfonds möglich</li> <li>steuerliche Abschirmung</li> </ul>                                       | <ul style="list-style-type: none"> <li>AIFM und zusätzliche Gesellschaft (GP) erforderlich</li> <li>kein § 8b KStG auf Investorenebene</li> <li>Vorab-Pauschale (InvStG)</li> </ul>                                            |

## Vor- und Nachteile typischer Strukturen



### 4. Auswahl des Investmentvehikels



| Investmentvehikel  | Vorteile                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  | Nachteile                                                                                                                                                                         |
|--------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>S. A. (SIF)</b> | <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ keine Besteuerung auf Ebene der S. A.</li> <li>▪ keine KEST auf Ausschüttungen</li> <li>▪ Ertragssteuerung</li> <li>▪ Behandlung als Aktien- oder Mischfonds möglich</li> <li>▪ Teilfonds möglich</li> <li>▪ steuerliche Abschirmung</li> <li>▪ vollständige gesellschaftsrechtliche Kontrolle durch Investor möglich</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ kein § 8b KStG auf Investorenebene</li> <li>▪ Vorab-Pauschale (InvStG)</li> <li>▪ Prüfung Fondsdokumentation durch CSSF (SIF)</li> </ul> |

## Vor- und Nachteile typischer Strukturen

### 4. Auswahl des Investmentvehikels

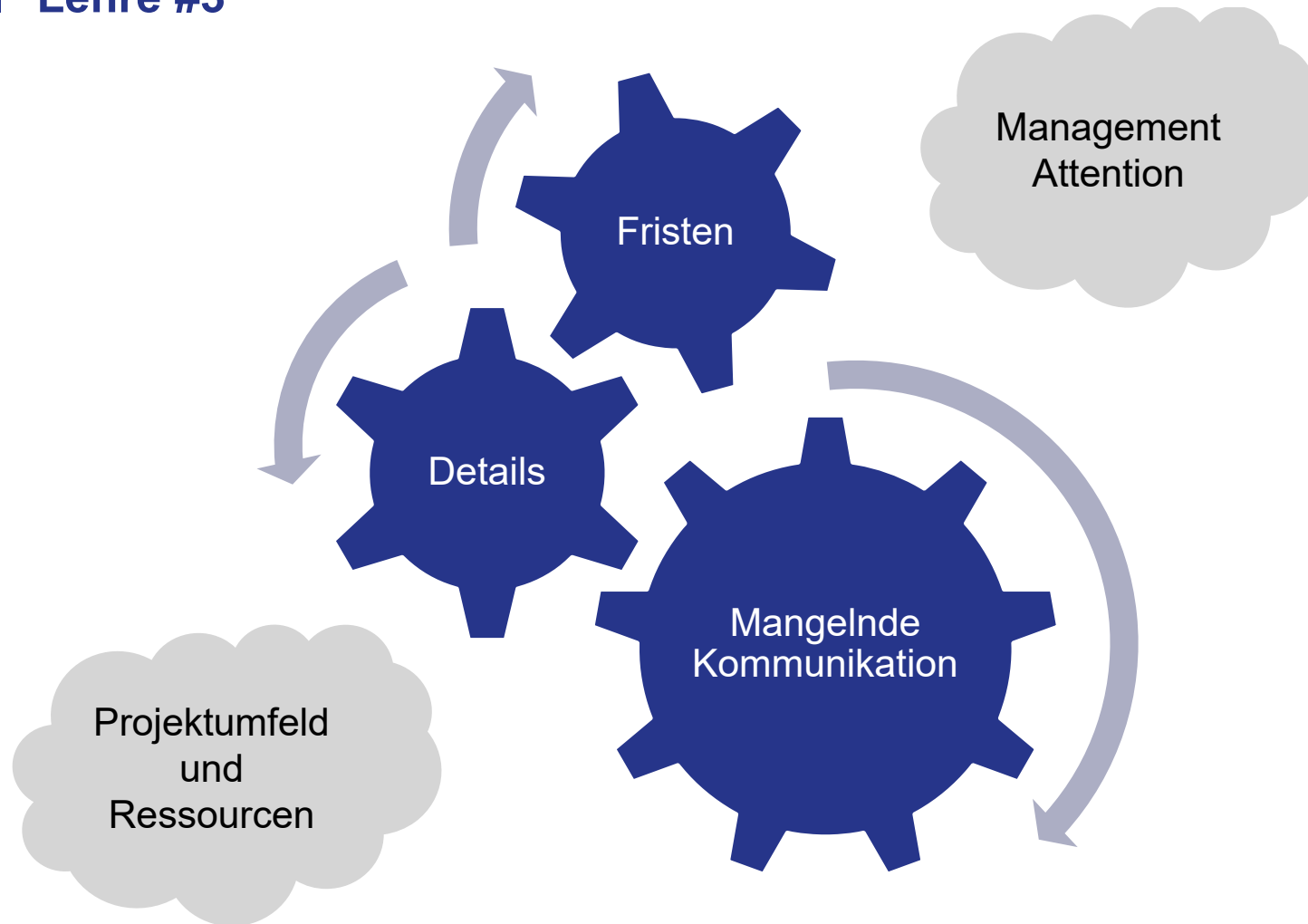
| Investmentvehikel                                                                                                                                                                                   | Vorteile                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                | Nachteile                                                                                                                                                                                                                             |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <br><br><b>UK- / Scottish LP</b> | <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ kein AIFM/Depotbank etc. erforderlich</li> <li>▪ keine Besteuerung auf Ebene der LP</li> <li>▪ steuerliche Transparenz (§ 8b KStG)</li> <li>▪ keine USt auf Management- und/oder Beratungsvergütung</li> <li>▪ vertragliche Flexibilität</li> <li>▪ Integration von Erfolgsbeteiligung des Managers</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Brexit-Risiken</li> <li>▪ grenzüberschreitende Struktur (Kosten)</li> <li>▪ Dry-Income-Risiko</li> <li>▪ keine steuerliche Abschirmung</li> <li>▪ Transparenz-/Compliance-Risiken</li> </ul> |

Lehre #3

**Ein Alternative Asset ist  
ein Alternative Asset ist –  
kein Alternative Asset?**



■ Lehre #3

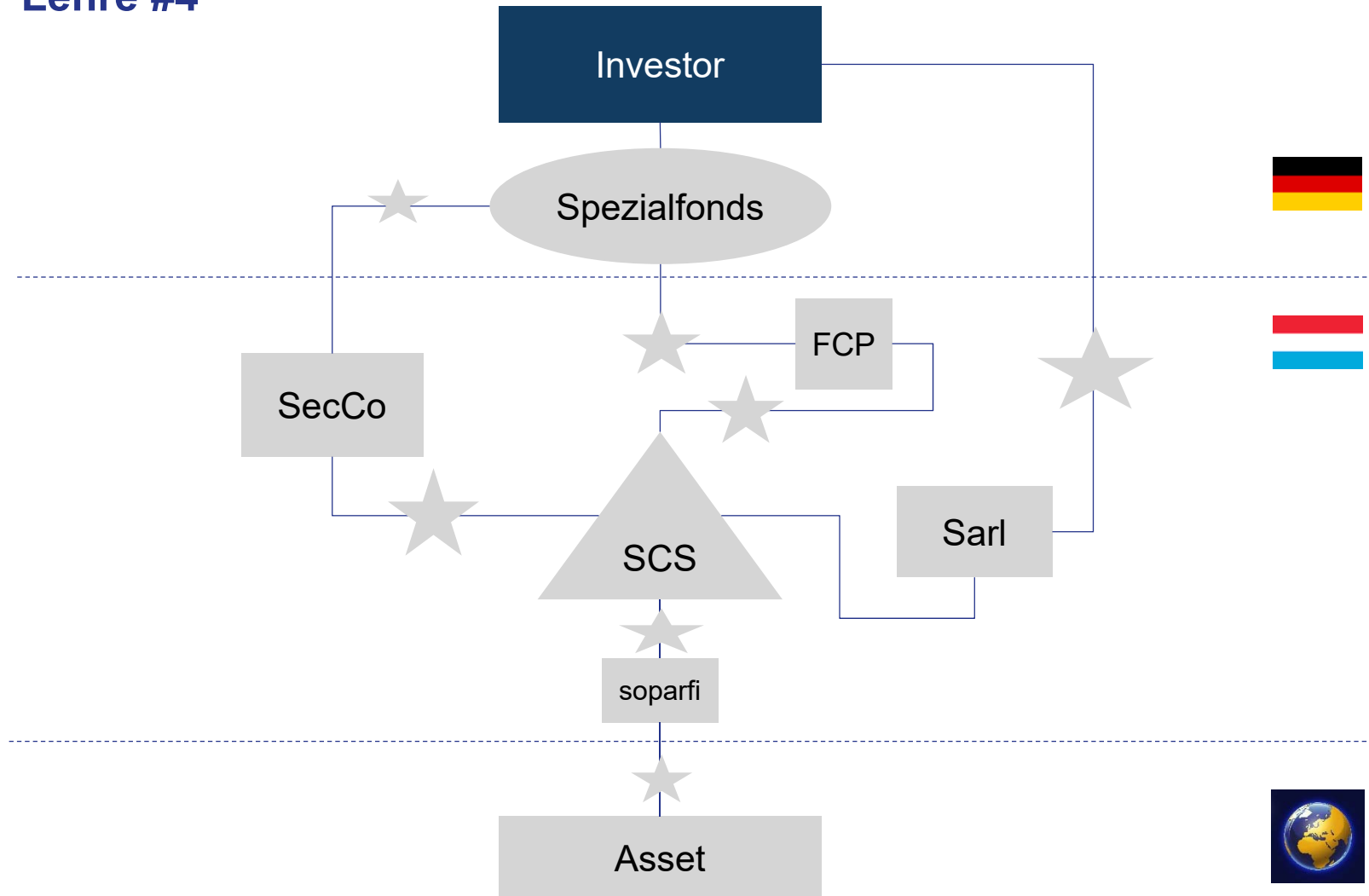


■ Lehre #4

**Schaffe starre Strukturen**



**Lehre #4**



## Anforderungen an die Ausgestaltung

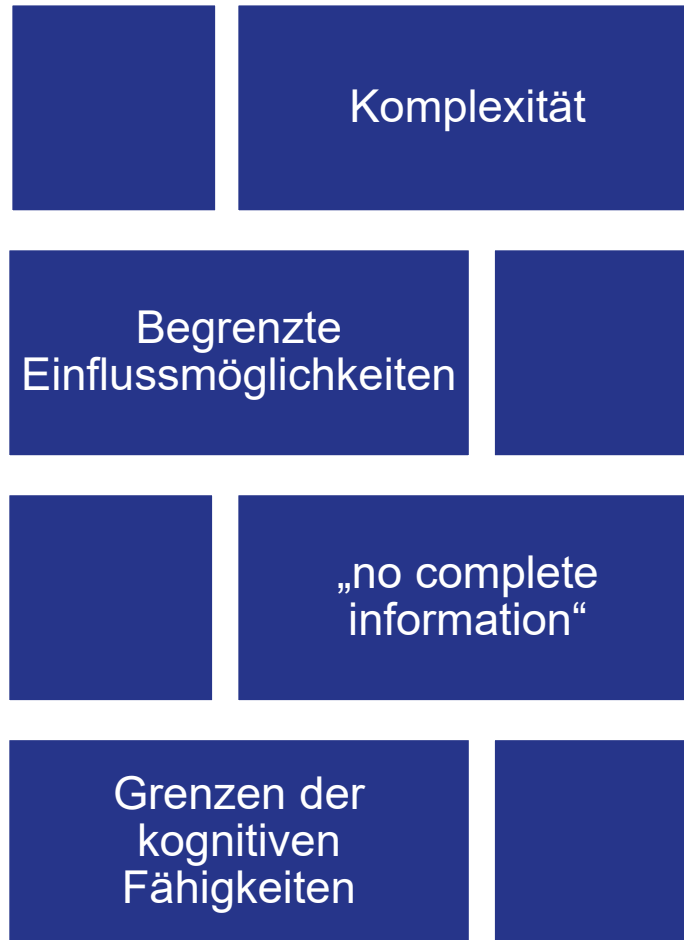
| Investor                               | Anforderung                                                                                                                                                                                                                                                | Mögliche Struktur                                  |
|----------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------|
| 1. <b>Lebens-/ Krankenversicherung</b> | <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Reduktion steuerlicher Risiken, v. a. im Ausland</li> <li>▪ Prudent Person Prinzipien (Kontrolle, Übertragbarkeit, begrenzte Haftung etc.)</li> <li>▪ Eigenmittelanforderungen (SCR) unter Solvency II</li> </ul> | flexibel, abhängig vom Schwerpunkt der Anforderung |
| 2. <b>Sachversicherung/ Corporates</b> | <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Nutzung § 8b KStG</li> <li>▪ Prudent Person Prinzipien</li> <li>▪ Eigenmittelanforderungen (SCR) unter Solvency II</li> </ul>                                                                                     | KG, Spezialfonds, SCSp, UK LP                      |
| 3. <b>Pensionskasse</b>                | <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ steuerliche Abschirmwirkung</li> <li>▪ Zulässigkeit unter AnIV</li> <li>▪ Prudent Person Prinzipien</li> <li>▪ Vermeidung von KEST</li> </ul>                                                                     | GmbH-Investmentfonds, Spezialfonds, S.C.A./S.A.    |



## Anforderungen an die Ausgestaltung

| Investor                  | Anforderung                                                                                                                                    | Mögliche Struktur           |
|---------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------|
| <b>4. Versorgungswerk</b> | <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Zulässigkeit unter AnIV</li> <li>▪ Vermeidung von KEST</li> </ul>                                     | relativ flexibel            |
| <b>5. FO</b>              | <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ steuerliche Optimierung</li> <li>▪ Kontrolle</li> </ul>                                               | sehr flexibel               |
| <b>6. Spezialfonds</b>    | <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ zulässiger Vermögensgegenstand</li> <li>▪ weitere Anforderungen abhängig vom Anlegerprofil</li> </ul> | Sondervermögen (FCP)        |
| <b>7. Manager</b>         | <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ steuerliche Optimierung</li> <li>▪ Governance</li> </ul>                                              | tendenziell KG, SCSp, UK LP |

## Fazit?



Quelle: „Why most things fail?“ Paul Ormerod

## Fazit?





**Dr. Sofia Harrschar**

Executive Director /  
Member of the Management Board

**Tätigkeitsschwerpunkte:**

- Private Debt als Anlageklasse
- Strukturelle Überlegungen in Deutschland und Luxemburg
- Praktische Erfahrungen mit Aufsatz und Management

Universal Investment  
[sofia.harrschar@universal-investment.com](mailto:sofia.harrschar@universal-investment.com)  
Tel.: +49 (69) 710 43 260



**Uwe Bärenz**

Rechtsanwalt  
Partner

**Tätigkeitsschwerpunkte:**

- Investment Funds für alternative Kapitalanlagen
- Asset Management-Lösungen für alternative Kapitalanlagen
- Asset Management-Transaktionen (Alternative Funds)

P+P Pöllath + Partners Berlin  
[uwe.baerenz@pplaw.com](mailto:uwe.baerenz@pplaw.com)  
Tel.: +49 (30) 253 53 122