



# **P+P Pöllath + Partners** **Rechtsanwälte • Steuerberater**

Berlin • Frankfurt • München



## **Dr. Philip Schwarz van Berk, LL.M.**

Tätigkeitsschwerpunkte: Private Equity / Venture Capital  
Fondsstrukturierung, öffentlicher Vertrieb

**P+P Pöllath + Partners** ▪ Berlin

E-mail: [philip.schwarzvanberk@pplaw.com](mailto:philip.schwarzvanberk@pplaw.com)

Tel.: +49 (30) 253 53-110

## 2. Hamburger Fonds-Gespräch 2. November 2009

Dr. Philip Schwarz van Berk, LL.M.

# Secondaries – Due Diligence und Vertragsgestaltung im aktuellen Marktumfeld

# Inhaltsübersicht

**I**

**Ablauf von Sekundärtransaktionen**

**II**

**Due Diligence bei Sekundärtransaktionen**

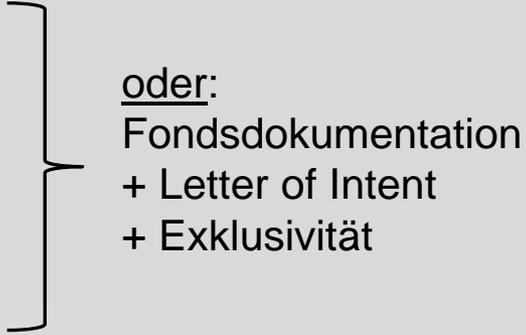
**III**

**Kaufvertragsgestaltung**

**IV**

**Übertragungsvereinbarung**

## Überblick/Typische Dokumente

1. Vertraulichkeitsvereinbarung
  2. Fondsdokumentation und Aufforderung zur Abgabe von Angeboten
  3. Angebot des Käufers
  4. Annahme
  5. Kaufvertrag
  6. Übertragungsvertrag
  7. Zustimmung des General Partners
- Vollzug (*Closing*)
- 
- oder:  
Fondsdokumentation  
+ Letter of Intent  
+ Exklusivität

## 1. Vertraulichkeitsvereinbarung (*Non Disclosure Agreement / Confidentiality Agreement*)

- grundsätzlich erforderlich, da Fondsverträge Zustimmung des GP und Vertraulichkeit für Weitergabe von Informationen vorsehen

## 2. Fondsdokumentation und Aufforderung zur Abgabe von Angeboten

- Kaufinteressenten erhalten vom Verkäufer (oder ggf. Intermediär) folgende Informationen:
  - PPM und LPA des Fonds
  - Entwurf Transfer Agreements (vom Fonds gestellt)
  - Höhe Commitment, noch offenes Commitment
  - NAV (*Net Asset Value*) der Beteiligung
  - Jahresberichte, Quartalsberichte
  - Identität des Verkäufers wird bei Maklertransaktionen teilw. nicht offengelegt
- Kaufinteressenten werden aufgefordert, bis zu einem Stichtag ein weitgehend bindendes Angebot abzugeben (*invitatio ad offerendum*).

## 3. Angebot des Käufers (*Offer Letter*)

Käufer gibt nach Prüfung der Fondsdokumentation (*Due Diligence*) ein weitgehend bindendes Angebot ab:

- Form: kurzer Offer Letter (1-2 Seiten), teilweise zur Gegenzeichnung
- Inhalt (Beispiel):
  - Bindendes Angebot zum Erwerb eines Anteils an Fonds X
  - Urspr. Kapitaleinlageverpflichtung: € 10,0 Mio.
  - Ausstehende Einlage: € 2,5 Mio.
  - Bewertungsstichtag: 30. Juni 2009
  - NAV zum Bewertungsstichtag: € 10,0 Mio.
  - Kaufpreisangebot : € 8,5 Mio. (= 15 % Abschlag auf NAV (*Discount*))
- Bedingungen:
  - Abschluss eines für beide Seiten akzeptablen Kaufvertrags (!)
  - Zustimmung des GP (zwischen Verkäufer und Fonds teilweise schon vorab geklärt)
- Annahmefrist (z.B. 2 Wochen)

### 4. Annahme

- erfolgt durch Verkäufer (Identität des Verkäufers wird bei Transaktion unter Beteiligung eines Maklers spätestens zu diesem Zeitpunkt aufgedeckt)
- Wirksamer Kaufvertrag zu diesem Zeitpunkt? Oder nur Vorvertrag?
  - Wesentliche Vertragsbedingungen vereinbart
  - Aber: Bedingung ist Abschluss eines Kaufvertrags (nur Nebenpflichten offen, z.B. Garantien)

### Alternativer Ablauf bei individuell verhandelten Transaktionen

- Vertraulichkeitsvereinbarung
- Übersendung Fondsdokumentation
- *Letter of Intent* (LOI) mit zeitlich begrenzter Exklusivität für Due Diligence-Phase und Verhandlungen
- Verhandlung und Abschluss Kaufvertrag

### 5. Kaufvertrag (*Sale and Purchase Agreement*)

- Verhandlung des Kaufvertrags
- Offene Punkte z.B. Garantien, Haftung, Freistellung
- Besonderheiten bei Portfoliotransaktionen (Vertragsgestaltung)
- Festlegung Akquisitionsvehikel
- Festlegung Übertragungstichtag
- Vertragsunterzeichnung (*Signing*) zwischen Käufer und Verkäufer

### 6. Übertragungsvertrag (*Transfer Agreement / Assignment and Assumption Agreement*)

- Unterzeichnung Transfer Agreement durch Käufer, Verkäufer und General Partner

### 7. Zustimmung des General Partners (*GP Consent*)

- Häufig Bestandteil des Übertragungsvertrags

## 8. Vollzug (*Closing*)

Abschluss des Kaufvertrags

- + Unterzeichnung des Transfer Agreements durch Käufer und Verkäufer
  - + Erteilung der Genehmigung (*GP Consent*)
  - Problem: Verweigerung einzelner Genehmigungen bei Portfoliotransaktionen
  - + Abgabe Closing Certificates (wenn vorgesehen)
  - + Kaufpreiszahlung
  - + Erreichen des Closing Dates
- 
- = Abtretung der Beteiligung

# Inhaltsübersicht

**I**

**Ablauf der Transaktion**

**II**

**Due Diligence bei Sekundärtransaktionen**

**III**

**Kaufvertragsgestaltung**

**IV**

**Übertragungsvereinbarung**

### Due Diligence (Legal / Business)

#### → Durchsicht der Fondsunterlagen

- Gesellschaftsvertrag (samt Änderungen)
- PPM (samt Nachträgen)
- Zeichnungsvertrag (*subscription agreement*)
- vertragliche Nebenabreden (*side letter*)
- Management-/Beratungsvertrag (*management advisory agreement*)
- persönliche Garantieverprechen betr. GP Carried Interest Clawback (*personal guarantees*)
- rechtliche und steuerliche Stellungnahmen (*legal/tax opinions*)
- Berichtswesen des Fonds (insbesondere geprüfte Jahresabschlüsse, ungeprüfte Quartalsberichte (Aktualität!), Steuererklärungen des Fonds)
- Unterlagen / Informationen zu Portfolio-Gesellschaften (Aktualität!)

### Steuerliche Due Diligence: insbes. deutsche steuerliche Besonderheiten

#### Bsp. Sekundär-Dachfonds

- Typischerweise gewerbliche Fonds (gewerbliche Personengesellschaften), evtl. KapG (SICAV)
- Gewerbliche Infektion (§ 15 Abs. 3 Nr. 1 EStG) durch Beteiligung an gewerblichen Zielfonds
  - Investments an Zielfonds können nicht einzeln (nach-)verhandelt werden
    - nicht auszuschließen, dass einzelne Fonds gewerblich geprägt bzw. tätig sind
- Nicht ausgeschlossen, dass Sekundär-Dachfonds selbst gewerblich tätig ist (auch bei Blocker)
  - keine Verwaltungspraxis zu Sekundär-Fonds, aber zu Lebensversicherungs-Zweitmarktfonds
- ABER: Notwendigkeit für Prüfung der steuerlichen Einordnung der Zielfonds entfällt nicht
  - Prüfung von InvStG und insbesondere Gewerblichkeit (insbes. gewerbliche Prägung; oftmals nicht eindeutig, sofern GP eine LLC ist) wichtig
  - Feststellung, ob gewerbsteuerliche Kürzung bei Dachfonds bzw. Blocker-Gesellschaft möglich ist (§ 9 Nr. 2 GewStG)
- Ausländisches Steuerrecht (z.B. ECI-Einkünfte in USA; *publicly traded partnership*: 2%-Regel)

### **Gesellschaftsrechtliche Due Diligence:**

#### **Haftungsfragen (*Limited Partner Liability Giveback*) / Reinvestitionen**

(→ *siehe bei Kaufvertrag*)

#### **Anforderung an Übertragung von Fondsbeteiligungen**

Private Equity Fonds sind ganz überwiegend geschlossene Fonds

→ Übertragung soll Ausnahme sein

(→ *siehe bei Übertragungsvertrag*)

#### **Fund Governance**

→ zunehmende Bedeutung von Investorenrechten, gerade in Finanzkrise

- Fondsmanagement (Key Persons, Vergütungsstrukturen, Haftung und Haftungsfreistellung)
- Kündigungsrechte (außerordentlich / ordentlich) und sonstige Kontrollrechte der Investoren
- Interessenkonflikte / Informationsrechte / Investorenbeirat
- Berichtswesen / Bewertungsfragen

# Inhaltsübersicht

**I**

**Ablauf der Transaktion**

**II**

**Due Diligence bei Sekundärtransaktionen**

**III**

**Kaufvertragsgestaltung**

**IV**

**Übertragungsvereinbarung**

## Vertragstyp, Form

- Rechtskauf
- Regelmäßig formfrei (Ausnahme: GmbH-Anteile, § 15 Abs. 4 GmbHG)

## Anwendbares Recht

- Für Kaufvertrag regelmäßig frei wählbar, nicht zwingend Recht des Fonds
- Anwendbares Recht für Kaufvertrag und Übertragungsvertrag können daher auseinanderfallen
- Deutsche rechtliche Beratung problematisch, wenn Verkäufer oder Makler zwingend ausländisches Recht verlangen

## Mehrheit von Verkäufern, Käufern und Beteiligungen

- Regelmäßig lösbar durch Tabellendarstellung, auf die im Kaufvertrag verwiesen wird:

Seller	Fund	Reference Date	Initial Capital Commitment	NAV as of Reference Date	Purchaser 1	Purchaser 2
Seller 1	A	June 30, 2009	€ 3.0 m	€ 1.5 m	60 %	40 %
Seller 1	B	June 30, 2009	€ 3.0 m	€ 1.2 m	60 %	40 %
Seller 2	B	June 30, 2009	€ 2.0 m	€ 800,000	60 %	40 %

## Kaufpreisbemessung

- Problem: NAV und Kaufpreisangebot auf Stichtag in der Vergangenheit, z.B. 30. Juni 2009 (*Reference Date* oder *Cut-Off-Date*)
- Lösung (Marktstandard für Kaufpreisanpassung (*Purchase Price Adjustment*)):
  - Kaufpreis zum Stichtag
  - + Einzahlungen durch Verkäufer nach dem Stichtag
  - ./. Auszahlungen an Verkäufer nach dem Stichtag
  - = Endgültiger Kaufpreis
- Beachte:
  - Keine Verzinsung der Zahlungen durch/an Verkäufer
  - Zahlungen durch/an Käufer sind unbeachtlich

## Zusicherungen und Gewährleistung (*Representations and Warranties*)

- Getrennt nach Verkäufer und Käufer. Typische Klauseln:
  - Existenz des Verkäufers/Käufers (*Organization*)
  - Berechtigung zum Verkauf/Erwerb des Anteils (*Authority*)
  - Eigentum des Verkäufers an Anteil (*Ownership*)
  - Keine Beschränkungen oder Rechte Dritter (*Free of any encumbrances*)
  - Kein Rechtsstreit in Bezug auf Anteil
  - Bisherige Kapitaleinzahlungen geleistet, kein Verzug des Verkäufers (wenn möglich, zusätzliche Bestätigung vom Fonds)
  - Richtigkeit der Angaben zu Kapitalkonten und NAV (wenn nicht vom Fonds bestätigt)

## Gemeinsame Verpflichtungen (*Mutual Covenants*)

- Im Wesentlichen: Verpflichtung, alle Rechtshandlungen vorzunehmen, um die Übertragung herbeizuführen

## Bedingungen für die Abtretung (*Closing Conditions*)

- Getrennt nach Verkäufer und Käufer:
  - Käufer muss Fondsdokumentation erhalten haben
  - Verkäufer muss Kaufpreis erhalten haben
  - jeweils Abgabe der *Closing Certificates* (Bestätigung, dass die Angaben im Kaufvertrag zum Übertragungstichtag noch korrekt sind)
- Gemeinsame Bedingungen:
  - Erhalt der Zustimmung des GPs
  - Portfoliotransaktionen: Teilweise mehrere Closing-Termine
- MAC-Klauseln:
  - Käufer verlangen z.T. MAC-Klausel (Vertragsauflösung für den Fall wesentlicher nachteiliger Änderungen (*material adverse change*)). Für Verkäufer äußerst ungünstig.

### Zustimmungsverweigerung bei Portfoliotransaktionen

- Zwei denkbare Modelle: Alles-oder-Nichts vs. Teilvollzug
- Bei Teilvollzug: Jede Übertragung muss abgrenzbaren Kaufpreis haben
- Gestaltungsmöglichkeit bei Kaufpreisbemessung innerhalb des Portfolios:
  - Käufer hat Interesse daran, den Kaufpreis für die Beteiligungen hoch anzusetzen, bei denen die Zustimmung verweigert werden könnte.

### Vorkaufsrechte bei Portfoliotransaktionen

Käufer (und Verkäufer) haben ein Interesse daran, den Kaufpreis für die Anteile hoch anzusetzen, die mit einem Vorkaufsrecht behaftet sind, um dessen Ausübung zu verhindern.

Aber: Unzulässig wegen gesellschaftsrechtlicher Treuepflicht

# Inhaltsübersicht

I

Ablauf der Transaktion

II

Due Diligence bei Sekundärtransaktionen

III

Kaufvertragsgestaltung

IV

Übertragungsvereinbarung

### Allgemeine Voraussetzungen für Übertragung (immer)

#### 1. Zustimmung des General Partner

Zustimmung des General Partner ist immer erforderlich (vorab, schriftlich, in freiem Ermessen)

- Ausnahmen: bei Übertragung auf nahestehende Person / verbundenes Unternehmen
- ABER: Konzernprivileg bei Sekundär-Transaktion an Dritte nicht anwendbar!

#### 2. Kein Eingreifen von Ausschlussgründen

Übertragung unzulässig, bei Verstoß gegen regulatorischen, steuerlichen oder sonstigen rechtlichen Status des Fonds bzw. sonstigen Nachteilen für Fonds / Fondsgesellschafter

#### 3. Anforderungen an neuen Gesellschafter

Unterzeichnung von Dokumenten / finanzielle Voraussetzungen (*reputation and financial standing*)

#### 4. Stellungnahmen rechtlicher Berater

(z.T. ausreichend: In-House Legal Counsel; Verzicht möglich)

#### 5. weitere Informationsanforderungen des General Partner

#### 6. Kostenübernahme betr. Übertragungskosten des Fonds / General Partners (nur externe Kosten)

#### 7. Vorgabe des Übertragungsvertrages samt Anlagen durch Fonds / GP

→ Anlagen wie im Zeichnungsschein, einschließlich QP & AML

### **Besondere Voraussetzungen für Übertragung (nicht immer)**

#### **1. Fristen für Offenlegung ggü. General Partner betr. geplanter Übertragung**

#### **2. Offenlegungspflicht betr. bestimmter Details der Transaktionen**

Insbes. Kaufpreis (kann problematisch bei Portfolio-Transaktion sein). Offenlegungspflicht aufgrund Generalklausel für steuerrechtliche Anforderungen (USA)?

#### **3. Vorkaufsrechte der übrigen Investoren und/oder des General Partners**

→ eher selten

#### **4. Vorgaben des Fonds betr. „qualified matching service“**

#### **5. Besonderheiten bei bestimmten ausländischen Fonds (z.B. niederländische CV)**

#### **6. Besonderheiten bei deutscher KG**

- Zustimmung des geschäftsführenden Kommanditisten (statt GP)
- Zeitpunkt des Beginns des Gesellschafterstellung (Innenverhältnis / Außenverhältnis)
- Übergang des wirtschaftlichen Eigentums bereits zu früherem Stichtag
- Notariell beglaubigte Handelsregistervollmacht (bei Gesellschaften: notarieller Vertretungsnachweis)
- Handelsregister: Übergang im Wege der Sonderrechtsnachfolge (Kommanditistenhaftung)

### **Übertragungsvertrag** (*Transfer Agreement, Assignment and Assumption Agreement*): **Regelungsgegenstand**

- Dingliche Übertragung des Fondsanteils und Übernahme der Verpflichtungen aus der Fondsbeteiligung
  - KG-Anteile, LP Interests, Aktien (z.B. SICAV, KGaA), Beteiligungen an Sondervermögen („Units“ bei FCP + FCPR) etc.
  - Beachte: im deutschen Personengesellschaftsrecht kann eine Person nur einen Gesellschaftsanteil halten (anders im Kapitalgesellschaftsrecht: eine Person kann mehrere Gesellschaftsanteile halten)
- Da dies die Aufnahme in die Gesellschaft erfordert, wird General Partner regelmäßig in Übertragungsvertrag einbezogen

### Übertragungsvertrag: Typische Klauseln (1)

#### Käufer will

- nur Verpflichtungen aus dem Fondsgesellschaftsvertrag und sonstigen, ausdrücklich aufgezählten Verträgen übernehmen  
(nicht: vollständige Übernahme sämtlicher Pflichten aus Fondsbeteiligung auch gegenüber sonstigen Dritten, z.B. Steuerbehörden)
- Bestätigung vom General Partner, dass sämtliche Übertragungsvoraussetzungen vorliegen bzw. erlassen werden
- Bestätigung der Höhe der ursprünglich vom Verkäufer übernommene Kapitaleinlageverpflichtung und den Betrag des noch abrufbaren Zeichnungskapitals
- Bei Notverkauf (Verkäufer ist mit Kapitaleinzahlung in Verzug): Klarstellung von GP, dass Käufer nach Zahlung des offenen Betrages wieder Verzugsstatus verliert und weitere Rechtsfolgen nicht zu befürchten hat

#### Verkäufer will

- von GP von künftigen Verpflichtungen aus Fondsbeteiligung (insbesondere Pflicht zu weiteren Kapitaleinzahlungen) entlassen werden

### Übertragungsvertrag: Typische Klauseln (2)

General Partner will, dass

- der Käufer die Bedingungen des Gesellschaftsvertrages, Zeichnungsvertrages (insbesondere übliche Zusicherungen und Gewährleistungen eines Fondsinvestors, z.B. Erklärungen zu GeldwäscheG) und sonstiger Verträge akzeptiert
  - Käufer sämtlicher Kapitaleinzahlungsverpflichtungen auf den Anteil übernimmt (Problem: Wiederabruf)
  - Käufer und Verkäufer den GP von Haftung aus Übertragungsvorgang selbst freistellen (Käufer und Verkäufer werden dem nur im Hinblick auf eigenes Handeln/Unterlassen, nicht aber auf solches von den anderen Beteiligten zustimmen)
- Erteilung der Zustimmung des General Partner zu Übertragung (soweit nicht als separates Dokument: *General Partner Consent Letter*)

## FAZIT

Vielen Dank für Ihre Aufmerksamkeit!



**Dr. Philip Schwarz van Berk, LL.M.**

P+P Pöllath + Partners ▪ Berlin

E-mail: [philip.schwarzvanberk@pplaw.com](mailto:philip.schwarzvanberk@pplaw.com)

Tel.: +49 (30) 253 53-110