



P+P Pöllath + Partners **Rechtsanwälte · Steuerberater**

Berlin · Frankfurt · München

FONDS AM ENDE DER LAUFZEIT – RECHTLICHE ASPEKTE DER LIQUIDATION UND VERSCHIEDENER HANDLUNGSOPTIONEN

6. Hamburger Fondsgespräch
Hamburg, 7. November 2013

Amos Veith, LL.M., P+P Pöllath + Partners

Inhaltsverzeichnis:

- Liquidation – rechtliche Grundlagen
- Handlungsoption 1 – Laufzeitverlängerung
- Handlungsoption 2 – Annex Fund
- Handlungsoption 3 – Kapitalerhöhung auf Fondsebene
- Handlungsoption 4 – „Rauskaufen“ nicht verlängerungswilliger LPs
- Handlungsoption 5 – Paketverkauf des Portfolios im Rahmen einer Sekundärtransaktion
- Handlungsoption 6 – Verkauf des Portfolios an SPV mit Besserungsschein

1. Auflösungsgründe, Wirkung der Auflösung

- Zeitablauf (ohne Gesellschafterbeschluss):
z.B. 31. Dezember 2013; 10 Jahre nach First Closing mit Verlängerungsoption 2 mal um 1 Jahr
- Gesellschafterbeschluss:
Immer möglich, oft 75 % der abgegebenen oder vorhandenen Stimmen und Zustimmung Komplementär oder geschäftsführender Kommanditist
- Sonderereignisse:
 - Insolvenz der Gesellschaft; Gerichtsbeschluss (§ 132 Abs. 1 HGB)
 - Nicht mehr: Tod, Kündigung oder Insolvenz eines Gesellschafters. Führen nur zum Ausscheiden des Gesellschafters (§ 132 Abs. 3 HGB)
 - Gesellschaftsvertraglich geregelte Sonderereignisse, z.B. Ausscheiden des geschäftsführenden Kommanditisten ohne Bestellung eines Nachfolgers

2. Liquidator

- Geschäftsführungs- und Vertretungsbefugnis der Gesellschafter (Komplementär und geschäftsführender Kommanditist) endet mit Auflösung und geht an den Liquidator über
- Liquidator bestimmt sich in der Praxis nach dem Gesellschaftsvertrag oder wird durch Gesellschafterbeschluss gewählt (gesetzlicher Normalfall: alle Gesellschafter, einschließlich Kommanditisten werden Liquidatoren – nicht praktikabel)
- Liquidator kann Dritter sein (Durchbrechung des Grundsatzes der Selbstorganschaft)
- Liquidator wird im Handelsregister eingetragen

2. Liquidator

- Aufgaben (§ 149 HGB):
 - Aufstellung der Liquidationsbilanzen (Liquidationseröffnungs- und -schlussbilanz)
 - Beendigung der laufenden Geschäfte
 - Einbringung der Forderungen
 - Umsetzung des Vermögens in Geld (i.d.R. durch Verkauf)
 - Befriedigung der Gläubiger

- Vergütung:
 - Kann im Gesellschaftsvertrag vereinbart werden
 - Wenn nichts geregelt ist, erhalten Gesellschafter (persönlich haftender Gesellschafter, geschäftsführender Kommanditist) als Liquidatoren im Zweifel keine Vergütung
 - Bei Private Equity-Fonds ebenso: Im Zweifel keine Vergütung (Argument: begrenzte Laufzeit, Anreiz zur schnellen Beendigung des Fonds)

3. Liquidation eines Private Equity (Dach-)Fonds

Szenario: Private Equity Fonds am Ende der Laufzeit hält noch Beteiligungen, die schwer oder nur zu ungünstigen Konditionen veräußerbar sind (insb. bei Dachfonds).

Weiterhalten oder veräußern um jeden Preis?

- § 149 Satz 1 HGB: Liquidatoren haben das Vermögen in Geld umzusetzen
- Verkauf ist regelmäßig Pflicht und grds. nicht rechtfertigungsbedürftig, sofern der Marktpreis erzielt wird (problematisch bei Verkauf an Gesellschafter oder nahestehende Personen)
- Art des Verkaufs im Ermessen des Liquidators (freihändig, Auktion etc.)
- Zeitpunkt des Verkaufs im Ermessen des Liquidators; Weiterhalten daher zulässig, aber nicht unbegrenzt lange

Praxis: Restportfolio analysieren, bei Dachfonds Restlaufzeit der Zielfonds, Übertragungskonditionen ermitteln, Sekundärmarktpreise ermitteln, Entscheidungsgrundlage dokumentieren

- Verlängerungsoptionen nach Regelungen im Gesellschaftsvertrag (im Ermessen des GP; mit Zustimmung Anlegerbeirat; mit Zustimmung der (qualifizierten) Mehrheit der Gesellschafterversammlung)
- Verlängerung über maximale im Gesellschaftsvertrag vorgesehene Laufzeit hinaus bedarf mindestens vertragsändernder Mehrheit der Gesellschafter
- Laufzeitverlängerung berührt Kernbereich der Mitgliedschaftsrechte der Gesellschafter = grds. einstimmiger Beschluss erforderlich?
- Bei Publikumsgesellschaften ist eine Dreiviertelmehrheit ausreichend, wobei den widersprechenden Gesellschaften ein Kündigungsrecht eingeräumt wird (ggf. Zustimmungspflicht aus gesellschaftlicher Treuepflicht)

1. Annex Fund als Co-Investor in nachfolgenden Finanzierungsrunden

- Annex Fund wird als separate Gesellschaft aufgelegt; bestehende LPs und ggf. außenstehende Dritte werden zur Beteiligung am Annex Fund eingeladen
- Annex Fund tätigt Nachfolgeinvestitionen in bestehende Portfolio-Gesellschaften des Hauptfonds
- Problem:
 - Interessenkonflikt bei weiteren Finanzierungsrunden in bestehenden Portfolio-Gesellschaften; Management muss gleichzeitig die Interessen der LPs im Hauptfonds und im Annex Fund (sowohl als bestehender Gesellschafter als auch als neuer Investor in der weiteren Finanzierungsrunde) vertreten
 - ggf. Argument bei Beteiligung Dritter, dass diese Drittvergleichskonditionen verhandeln

2. Annex Fund als Erwerber des kompletten Rest-Portfolios

- Annex Fund wird als separate Gesellschaft aufgelegt; bestehende LPs und ggf. außenstehende Dritte werden zur Beteiligung am Annex Fund eingeladen
- Annex Fund erwirbt das komplette Rest-Portfolio des Hauptfonds in einem Blockerwerb
- Problem:
 - Bewertung des Portfolios (Kaufpreis) löst Interessenkonflikt aus
 - aber: jeder LP hat grundsätzlich die Möglichkeit, sich am Annex Fund zu beteiligen (wenn er Kaufpreis für zu niedrig hält) – stimmt allerdings nicht immer
 - „Überprüfung“ der Bewertung durch Wirtschaftsprüfer (schwierig) oder durch Beteiligung Dritter am Annex Fund (belegt nur, dass Kaufpreis nicht zu hoch ist)

Angebot an alle LPs im Fonds (und ggf. auch an Dritte), sich an einer Kapitalerhöhung der Fondsgesellschaft zu beteiligen

- bei Beteiligung aller bestehenden LPs (und ohne Beteiligung Dritter) unproblematisch (bedarf allerdings 100 % Zustimmung)
- bei Beteiligung nur eines Teils der LPs (und ggf. Dritter) müssen für die weiteren Follow-On Investments jeweils separate Buchungskreise gebildet werden
- zum einen gleiche Fragestellung wie bei Laufzeitverlängerung (Folie Nr. 4), weil die Kapitalerhöhung natürlich nur zusammen mit Laufzeitverlängerung Sinn macht
- gleiche Interessenkonfliktsituation wie bei Annex Fund, der weitere Finanzierungsrunden in bestehende Portfolio-Gesellschaften tätigt (Management wird auf beiden Seiten tätig)

- Manager/GP identifiziert Käufer (z.B. Secondary Player), der jeden nicht verlängerungswilligen LP aus dem Fonds „herauskauft“
- Kaufpreis wird mit dem potentiellen Käufer im Vorfeld abgestimmt, so dass jeder LP sich entscheiden kann, ob er am Fonds beteiligt bleiben (und verlängern) will oder seinen Anteil veräußern möchte
- Probleme:
 - Kein LP kann zur Veräußerung gezwungen werden, wenn ihm der angebotene Kaufpreis nicht ausreicht
 - LP, der nicht veräußert ist deshalb nicht unbedingt gezwungen, einer Laufzeitverlängerung zuzustimmen
 - es wird oft schwierig sein, einen potentiellen Käufer zu finden, der bereit ist, jede noch so kleine Sekundärposition zu erwerben und die Due Diligence bzw. das „Pricing“ durchzuführen, ohne dass klar ist, ob und wie viel am konkreten Fonds veräußert wird

- komplettes Portfolio des Fonds wird im Rahmen eines Sekundärverkaufs an einen Verkäufer verkauft
- klassische Form der Liquidation eines Fonds am Ende seiner Laufzeit (= Verwertung)
- Ermessensentscheidung des Fondsmanagements (keine Zustimmung der LPs zum Verkauf und insbesondere zum Kaufpreis für Rest-Portfolio erforderlich)
- Problem: Käufer finden, der Rest-Portfolio zu einem (nach Ansicht des GP) angemessenen Kaufpreis erwirbt

- Rest-Portfolio wird an ein SPV veräußert; Kaufpreis z. B. EUR 1 mit dem Recht auf zusätzliche variable Kaufpreiszahlungen, wenn SPV Erträge aus dem Portfolio oder dessen Verwertung erzielt (Besserungsschein)
- Ergebnis: Vermögenswerte des Fonds sind veräußert; Besserungsschein wird anteilig an LPs übertragen, danach wird Fonds liquidiert
- Probleme:
 - ist Sachwertausschüttung in Form der Abtretung der Ansprüche aus dem Besserungsschein im LPA zugelassen?
 - Umgehung der Liquidationsvorschriften des LPAs? (Verkauf an SPV stellt keine wirkliche Verwertung dar, weil LP weiterhin den Besserungsschein als Asset hält)
 - Liquidation durch Realteilung bedarf zumindest eines (einfachen) Gesellschafterbeschlusses
 - Kosten der Verwaltung des SPV?
 - Management des SPV?



Amos Veith, LL.M.

Tätigkeitsschwerpunkte: steuerliche und rechtliche Beratung in- und ausländischer institutioneller Investoren und Initiatoren in den Bereichen Private Equity, Mezzanine und Secondaries.

P+P Pöllath + Partners ▪ Berlin

E-Mail: amos.veith@pplaw.com

Telefon: +49 (30) 25353-124

www.pplaw.com