

- Steuerliches Umfeld
 - AIFM-StAnpG
 - FATCA
 - BFH-Urteil vom 24. August 2011, I R 46/10, zu PE Fonds
 - Carried Interest Besteuerung (politischer Druck weltweit)
 - Umsatzsteuer Management Fee
 - Besteuerung von Veräußerungsgewinnen für KapGes (Einschränkung § 8 b (2) KStG) in Deutschland

■ First Closing

- Fonds sind seltener überzeichnet
→ traditioneller Ausgleichszins nicht genug
- Anreize für First Closing Investoren
 - „Early Bird“ Discounts (z.B. Reduzierung Management Fee)
 - Co-Investments (Side Letter)
 - Transparenz (z.B. Beobachterstatus im Beirat → kleinere Investoren)
 - Discounts für alle vs. bedeutende Investoren
 - Vorab-Berücksichtigung von ILPA-Prinzipien / begründetes Abweichen
 - effizientes Fundraising (z.B. Umgang mit Kommentaren, Vorab DD Questionnaire des Fonds, Side Letter Kompendium)

■ ILPA-Prinzipien

- LP-“Wunschliste“ vs. notwendige Korrektur?
- Evolution der ILPA-Prinzipien
 - Version 1.0 in 09/2009: teilweise signifikante Abweichungen von hergebrachten Standards (Carry, No Fault-Rechte)
 - Version 2.0 in 01/2011: näher an Marktstandard, mehr Wahlrechte
- zunehmende Akzeptanz bei Managern
 - Akzeptanz der drei ILPA-Grundprinzipien (*Alignment of Interest, Transparency, Fund Governance / Investor Protection*) / Widerstand bei Einzelfragen
 - Begründung bei Abweichungen („*comply or explain*“) / proaktiver Umgang mit Investorenverlangen ist wichtig

■ Management Fee

- traditionell 2 % p.a. (1,5 - 2,5 %), step-down nach Investitionsperiode / Nachfolgefonds
evtl. step-down / 0 % bei Laufzeitverlängerung
- Kostendruck, aber relativ stabil
- Abhängig von: Größe, Strategie
(buy & build, VC, mid-market/mega BO, Mezz)
- ILPA: nur Kostendeckung, Budget/Transparenz?
- VAT (echter Gewinn-Vorab?)

- **Andere Fees / Management Fee Offset**
 - TRADITIONELL: 0 % - 50 % Anrechnung von anderen Fees (Transaction / Monitoring Fees)
 - HEUTE: größter Kostendruck
 - mind. 80 %, oft 100 % Anrechnung;
selten: abhängig von Fee-Kategorie, Wahlrecht
 - ILPA: 100 % Anrechnung
- **Expenses (Organisational / Operating)**
 - Cap: %-Begrenzung, eher fixer Maximalbetrag
 - Belastung von Placement Agent Fees (ILPA: nein!)

■ Carried Interest

- (enhanced) **Deal-by-Deal** vs. **Whole-of-Fund**
 - ILPA: klare Präferenz für WoF, aber „enhanced“ DbB wird akzeptiert
 - Preqin-Daten (Vintage 2013/14):
 - **USA**: 26 % DbD, 74 % WoF; **Europa**: 13 % DbD, 85 % WoF;
Asien: 23 % DbD, 74 % WoF; **Rest**: 8 % DbD, 88 % WoF;
 - Interim/Final Clawbacks (ILPA: 30 %) / abzgl. tatsächl./fiktive Steuern
 - Besicherung Clawback-Anspruch (insbes. bei Deal-by-Deal Carry):
 - Sperrkonto (Carry Escrow Accounts) / NAV Tests (ILPA: 125 %)
 - persönliche Garantien der Carry-Empfänger / Muttergesellschaft
 - Transparenz zu Carry-Verteilung im Management Team
- **Hurdle Rate**:
 - traditionell: 8 %, GP-Druck 6 - 8 %, selten: Wahlrechte

■ Carried Interest

- Catch-up Period: 100 % vs. 80 % - 20 %
- Carry-Höhe:
 - traditionell: 20 %, praktisch keine Bewegung
 - Fonds mit traditionell höherem Carry (25 / 30 %) haben Carry z.T. reduziert
 - selten: Wahlrechte (Anteilsklassen / Parallelfonds),
 - Vorteil: kreativer Umgang mit Investorendruck auf Kosten
 - Problem: Cashflow-Vorhersage / -Planung des Managements
 - Beispiel US Buyout Fonds:
 - 1,5 % Mgmt. Fee / 20 % Carry / 7 % Hurdle
 - 1,0 % Mgmt. Fee / 30 % Carry / 7 % Hurdle
 - 0,5 % Mgmt. Fee / 30 % Carry / 0 % Hurdle

- **Management Team Commitment**
 - traditionell: 1 % des Fondsvolumens
 - Investorendruck: 1,5 % - 5 % (insbes. 2 - 3 %)
 - **ILPA:**
 - substantielle Eigenbeteiligung in cash (≠ bloßer Mgmt. Fee Waiver)
 - kein cherry-picking: Beteiligung an allen Investments

■ Key Person Event

- Definition „Key Person“
 - gestufte Key Person Klauseln / Gewichtung / strengere Zeiterfordernisse
- Aussetzung der Investitionsperiode?
 - automatisch? (Regelfall / ILPA, Ausnahme: Gesellschafterbeschluss)
 - Dauer (üblich: sechs Monate, teilweise bis zu 12 Monaten)
 - Ersetzen durch neue Key Person: wer entscheidet?
- automatische Reduzierung Management Fee?
- Wiederaufleben der Investitionsperiode:
Investorenabstimmung (ILPA) vs. automatisch

■ Change of Control

□ Definition „Change of Control“

- Welche Gesellschaft(en)?
- Definition: „Change of Control“: 25 % vs. 50 %?
- geringerer Prozentsatz: Mitteilungspflicht? Zustimmungspflicht?
- nur Stimmrechte oder auch (wirtschaftliche) Beteiligung am Kapital?
- absolutes Verbot vs. Zustimmungserfordernis?

□ Rechtsfolgen

- Benachrichtigungspflicht (vorab / danach)
- automatische Aussetzung / Beendigung der Investitionsperiode / Fonds

- Cause Events (Manager-Fehlverhalten)
 - Was ist „Cause“ und wer entscheidet darüber?
 - Definition „Cause“: Was ist alles erfasst?
 - Heilungsmöglichkeit (z.B. Kündigung Mitarbeiter)?
 - Gerichtsentscheidung (Regelfall): erstinstanzlich / letztinstanzlich
 - nur Gesellschafterbeschluss ohne Gerichtsentscheidung?
 - Gesellschafterbeschluss zu Cause Event
 - einfache Mehrheit (ILPA) vs. qualifizierte Mehrheit (2/3-Mehrheit)

- Cause Events (Manager-Fehlverhalten)
 - Rechtsfolgen / Optionen (einige vs. alle [ILPA])
 - Suspendierung / Beendigung Investitionsperiode
 - Beendigung der Laufzeit des Fonds
 - Kündigung / Abwahl des Managers
 - weitere Rechtsfolgen
 - (keine) Abfindung bezüglich Management Fee
 - Auswirkungen auf Carried Interest
 - Cause-Recht in Praxis
 - Nachweis schwer, lange Dauer von Gerichtsverfahren
→ DAHER: No Fault-Rechte haben größere Bedeutung

- **No Fault Rights (wichtiger in Praxis!)**
- **Ausgestaltung (einige vs. alle [ILPA])**
 - Suspendierung / Beendigung Investitionsperiode
 - Beendigung der Laufzeit des Fonds
 - Kündigung / Abwahl des Managers (Problem: Anreize für neues Team)
- **Gesellschafterbeschluss (qualifizierte Mehrheit)**
 - historisch: hohes Mehrheitserfordernis, teilweise bis 85 - 90 %
 - heute: ILPA: 66,66 % bzw. 75 % vs. 75 / 80 %-Mehrheit
- **Rechtsfolgen**
 - „Abfindung“ des Managers bezüglich Management Fee
 - Auswirkung auf Carried Interest (Vesting) / Carried Interest nur auf Bestandsportfolio

■ Investoren-Beirat

- gewachsene Bedeutung / größere Rolle
 - Gesellschafterbeschluss vs. Beschluss des Investoren-Beirats?
- ILPA: detaillierte Empfehlungen, stärkere Rolle
 - Interessenskonflikte
 - Bewertungen / sonstige Zuständigkeiten
 - sonstige Zustimmungsvorbehalte im Gesellschaftsvertrag, insbesondere
 - Anlagebeschränkungen
 - Laufzeitverlängerung
 - ILPA: Treffen ohne Manager, eigener Rechtsberater des Beirats?

■ Interessenkonflikte

□ klarere / engere Regeln

- Vorgängerfonds / Nachfolgefonds
- Zuweisung von Beteiligungsmöglichkeiten
- Zeiteinsatz
- Co-Investments durch Management-Team / verbundene Unternehmen
- Beteiligungen an Unternehmen, an denen bereits Management-Team bzw. andere vom Fonds / Managed Accounts des Teams beteiligt sind (*Cross-Over*)
- Geschäfte mit Management-Gesellschaft / verbundenen Unternehmen

□ Umgang mit Konflikten:

- alle Konflikte (ILPA) vs. „material conflicts“
- „Konfliktlösungsgremium“: Investoren-Beirat (ILPA) vs. Gesellschafter auch Initiativrechte der Gesellschafter / Beirat?

- **Anlagebeschränkungen**
 - klarere, engere Regeln (Sorge: „style drift“)
 - ESG-Standards
 - gestiegene Investorenanforderungen (Steuern, Regulierung)
 - Diversifikation (geographisch, Branchen)

■ Policies

□ Transfers

- zunehmende Bedeutung von Sekundär-Transaktionen
- Themen: Vorkaufsrechte (ROFR, insbesondere bei Default), indirekte Transfers
- US-Steuerrecht: publicly traded partnerships

□ Side Letter

- Meistbegünstigungsklausel (MFN): Offenlegung / Wahlrechte
- höhere Anforderungen der Investoren betr. steuerliches / regulatorisches Reporting
- ESG Standards (z.B. UN Principles for Responsible Investments, IFC Governance)

□ Co-Investments

■ Berichtswesen

□ Formen:

- Jahresberichte, Quartalsberichte
- Kapitalabrufe / -auszahlungen
- ad-hoc Benachrichtigungen

□ strengere Anforderungen, mehr Transparenz

□ Standardisierungsbestrebungen

- ILPA standardised reporting templates

■ Bewertungen

□ Standards (EVCA)

- Fazit
 - Verhandlungen von Fund Terms sind dynamischer, Spielräume nutzen!
 - individueller Track Record und Konsistenz (Team, Strategie) zählen mehr denn je!



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