



Tarek Mardini, LL.M.  
RECHTSANWALT  
bei P+P PÖLLATH + PARTNERS, Berlin

TAREK MARDINI, LL.M. | P+P PÖLLATH + PARTNERS

## Aktuelle Entwicklungen zu Vertragsbedingungen bei Private Equity Fonds

„Auf dem Weg in die Zweiklassengesellschaft“ – so lässt sich der internationale Private Equity Markt plakativ zusammenfassen, wenn man die letzten 12 bis 18 Monate bei internationalen Fundraisings von Private Equity Fonds Revue passieren lässt. In der englischen Fachpresse war zuletzt vermehrt die Rede von einer Einteilung der Fondsmanager in die wenigen „Haves“, die einer Großzahl von „Have nots“ gegenüberstehen. Dies muss man im Hinterkopf behalten, wenn man von neuen Rekorden beim Fundraising liest. Vor diesem Hintergrund lohnt es sich, einen Blick auf die aktuellen Trends der Vertragsbedingungen (*Fund Terms*) von Private Equity Fonds (PE-Fonds) und anderen geschlossenen alternativen Investmentfonds für institutionelle Investoren zu werfen.

Die gegenwärtige Situation beim *Fundraising* zeichnet sich durch ein sehr kompetitives Bemühen der Fondsmanager um institutionelle Investoren aus. Dieses Umwerben der Anleger hat sich zuletzt in positiven Fundraising-Zahlen ausgedrückt. Die Nachfrage nach der „Über“-Rendite versprechenden Anlageklasse Private Equity ist im bestehenden Niedrigzinsumfeld hoch. Tritt man zunächst einen Schritt zurück und betrachtet das sonstige Umfeld von Fundraisings, dann ist man fast erstaunt, dass sich die Fundraising-Zahlen zuletzt sehr gut entwickelt haben und teilweise alte Rekordmarken überschritten werden konnten.

### Umfeld und Zahlen zum Fundraising

Das Fundraising-Umfeld bereitet vielen Fondsmanagern Sorgen: politisch, wirtschaftlich, steuerlich und regulatorisch. Denn *politisch* hat sich die weltweite Gemengelage des vergangenen Jahres weiter zugespitzt. Sie reicht von der kürzlich erfolgten Brexit-Entscheidung als letztem spektakulären Höhepunkt



Amos Veith, LL.M.  
PARTNER und RECHTSANWALT  
bei P+P PÖLLATH + PARTNERS, Berlin

AMOS VEITH, LL.M. | P+P PÖLLATH + PARTNERS

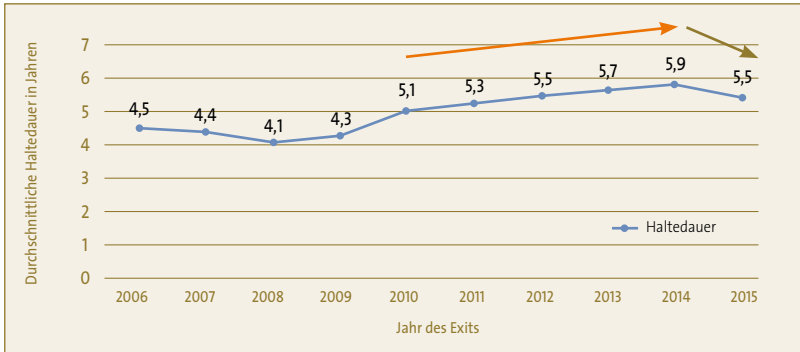
der nunmehr seit Jahren andauernden EU- und Eurokrise über den schwelenden politischen Konflikt mit Russland sowie der Flüchtlingskrise bis hin zum US-Präsidentschaftswahlkampf zwischen Hillary Clinton und Donald Trump. Auch das Thema *Steuern* ist weiterhin von aktueller Brisanz. Die Stichworte BEPS, FATCA/CRS, Investmentsteuerreformgesetz, Umsatzbesteuerung der Management Fee und weltweiter Druck auf die Carried Interest Besteuerung veranschaulichen, dass sich das steuerliche Karussell immer weiter dreht.

Wichtige *regulatorische* Aspekte für Manager und Investoren sind weiterhin nicht ausreichend geklärt und werden durch neue Anforderungen verschärft. Neben laufenden Gesetzesänderungen und -plänen (EU-Kapitalmarktunion, AIFM-RL II, *Market Abuse Regulation*, MiFID II) strapaziert auch das Thema *Enforcement*, also die Durchsetzung bestehender Gesetze durch die Aufsichtsbehörden, die Nerven der Fondsmanager. Zuletzt sahen sich besonders US-amerikanische Fondsmanager verschärften Kontrollen der SEC ausgesetzt. Allerdings gab es auch wenige Lichtblicke. Erfreulich sind beispielsweise die regulatorischen Erleichterungen für Kreditfonds durch das OGAW V-Umsetzungsgesetz und die BaFin-Praxis. Darüber hinaus hat das *wirtschaftliche* Umfeld mit großer Marktvolatilität an den Börsen, niedrigen Rohstoffpreisen, Niedrigzins und dem Quantitative Easing der Zentralbanken sowie der Herabstufung der Bewertung von nicht börsennotierten „*Unicorns*“ in den USA die Lage teilweise eingetrübt.

Nichtsdestotrotz sind die Zahlen der vergangenen Monate zum Fundraising verheißungsvoll. Die Anleger von PE-Fonds haben hohe Renditeerwartungen an die Asset-Klasse. Umfragen zufolge erwarten mehr als 40 % der Investoren ein Plus von 4,1 Prozentpunkten gegenüber den öffentlichen Kapitalmärkten. Diese hohen Erwartungen wurden zuletzt nicht enttäuscht. Seit der Finanzkrise gab es in den Jahren 2014 und 2015 die höchsten Netto-Auszahlungen (d. h. mehr Ausschüttungen als Kapitalabrufe bei Fondsanlegern). Die durchschnittliche Haltedauer verkürzte sich 2015 auf 5,5 Jahre (2014: 5,9 Jahre). Dies führte dazu, dass Investoren das eingesetzte Kapital schneller zurück bekommen. Auch dies machte die Asset Klasse Private Equity zuletzt attraktiver.

Globale Buyout Haltedauern: seit 2015 kürzer

Abb. 1



Quelle: Preqin Buyout Deals Analyst

Mehr als 30 % der Anleger gaben an, dass ihre Erwartungen an die Asset-Klasse Private Equity zuletzt übertroffen wurden. Daher wollen mehr als 35 % der Investoren ihre Beteiligungen an PE-Fonds erhöhen. Zudem liegen 45 % der Anleger bislang noch unterhalb ihrer Zielallokation für Private Equity. Die hohe Investorenachfrage beschleunigt das Fundraising und führt bei einigen Fonds sogar zu Überzeichnungen. Weltweit lag das Fundraising-Volumen 2015 leicht über dem bereits hohen Vorjahresniveau. Die durchschnittliche Fondsgröße stieg auf USD 578 Mio., ein neues Rekordhoch. Dabei erreichten *First Time Funds* einen Durchschnittswert von USD 237 Mio., wohingegen erfahrene Manager sogar einen Wert von USD 657 Mio. erzielten, ebenfalls ein neues Rekordhoch. In Europa hielten sich die Werte des Vorjahres trotz eines zahlenmäßigen Rückgangs von Fonds stabil. Einzig in Deutschland waren die Zahlen schwächer als 2014. In 2016 hält der Wachstumstrend weltweit bislang an, auch in Europa und Deutschland, und verspricht neue Rekordstände.

### „Haves“ und Have nots“ – was man für ein erfolgreiches Fundraising braucht

Wie schon im letzten Jahr ging die Schere zwischen den „haves“ und den „have nots“ der Fondsmanager zuletzt weiter auseinander. Dabei sammelten die erfolgreichen Manager mit gutem *Track Record*, etabliertem Namen, klar definierter

Anlagestrategie, hoher Eigenbeteiligung am Fonds, stabilem Team und geregelter Nachfolgeplanung in kurzer Zeit Anlegergelder ein. Diesen erfolgreichen Fondsmanagern gelingt es regelmäßig, das Fundraising in sechs Monaten (in Ausnahmefällen sogar in drei Monaten) abzuschließen. Die Mehrzahl der Fondsmanager jedoch, insbesondere junge oder weniger erfolgreiche Teams, sind rund zwölf Monate (oder gar 18 Monate) „on the road“, um das Fundraising abzuschließen. Bei Fundraisings erfolgreicher Manager geht der Trend zu einem einzigen Closing („one and done“) – wobei es sich dabei manchmal nur um eine schöne „Verpackung“ der wortreichen *Placement Agents* handelt, die das Fundraising begleiten.

So wird dann ganz leicht für das zweite oder dritte Closing eine neue kreative Bezeichnung gefunden: „Closing 1B bzw 1C“. Gemeint ist aber, dass Folge-Closings in enger zeitlicher Nähe zum ersten Closing erfolgen. In jedem Falle ist die Arbeit, die hinter einem erfolgreichen Fundraising steht (nicht zuletzt auf rechtlicher, regulatorischer und steuerlicher Seite bei der Fondsstrukturierung), nach außen nicht immer voll sichtbar. Dabei drückt sich der Erfolg im Fundraising nicht nur in seiner Geschwindigkeit, sondern insbesondere auch in der Höhe des Zeichnungskapitals aus. So sammeln 10 % aller Fonds 60 % des weltweiten Kapitals ein. Dies muss bei der Bewertung von neuen Fundraising-Rekorden berücksichtigt werden. Demgegenüber merken die weniger erfolgreichen Manager („*have nots*“) die abnehmende Loyalität der Investoren und zunehmende Bedeutung zugkräftiger Brands.

Dennoch nahm aus Investorensicht die Unterscheidbarkeit der Fonds eher ab (insbesondere im Bereich der großen Buyout-Firmen). Statistisch gesehen zeigt sich bereits beim ersten Closing anhand von Dauer und eingesammeltem Kapital, ob das Fundraising ein Erfolg werden wird. Dies hebt die Bedeutung eines erfolgreichen ersten Closings hervor. Neben den aus Investorensicht entscheidenden Aspekten Team, *Track Record* und Anlagestrategie können finanzielle und sonstige Anreize (Early Bird Discounts, Co-Investmentrechte, Beiratssitze etc.) für First Closing Investoren besonders attraktiv sein. Dabei hat insbesondere die Bedeutung von Co-Investments für Investoren zugenommen. Die große Nachfrage der Investoren nach Co-Investments drückt sich in längeren Verhandlungen zu entsprechenden Side Letter Klauseln und detaillierten *Co-Investment Policies* der Fonds aus.

## Big Picture – Trends im Fundraising

Zu den *Big Picture*-Trends im Fundraising gehören verschiedene Gesetzesinitiativen in Ländern, die sich bemühen, ein attraktiver Standort für Fondsmanager zu sein. An vorderster Stelle ist Luxemburg zu nennen: Das Gesetz zur neuen Rechtsform *Reserved Alternative Investment Fund* ist im Sommer 2016 in Kraft getreten. In Frankreich waren bislang vor allem vertragliche Sondervermögen (FCPR, FPCI) üblich. Mit der *société de libre partenariat* wird nun ein Pendant zur deutschen KG bzw. angelsächsischen *Limited Partnership* geschaffen. In England steht die seit langem überfällige Reform der *Limited Partnership* an. Hingegen war der deutsche Gesetzgeber zuletzt untätig, um den Fondsstandort Deutschland attraktiver zu machen (mit Ausnahme der neuen Regeln zu Kreditfonds).

Insgesamt lässt sich ein Trend zu komplexeren Fondstrukturen erkennen. Master-Feeder-Strukturen sind inzwischen die Regel. Waren früher vor allem steuerliche Aspekte der Treiber für die jeweilige Fondsstruktur, so kommt daneben inzwischen dem Vertrieb auch bei der Fondsstrukturierung erhebliche Bedeutung zu. Denn nur eine Struktur, die in ein schlüssiges Vertriebskonzept eingebettet ist, ermöglicht ein erfolgreiches Fundraising. Komplexere Fondsstrukturen haben zuletzt die Gründungskosten ansteigen lassen.

Eine neue Entwicklung stellen *Core PE-Fonds* nach dem Vorbild *Berkshire Hathaway* dar. Diese haben eine längere Investitionsperiode und Laufzeit sowie eine niedrigere Renditeerwartung als traditionelle PE-Fonds und wurden bislang nur von Mega-Buyout-Firmen für sehr langfristig orientierte Investoren (Pensionsfonds, Versicherungen) aufgelegt. Es bleibt abzuwarten, ob es sich dabei um eine Modeerscheinung oder eine dauerhafte Entwicklung handelt.

Im Bereich der *Secondaries* hat sich zuletzt ein leicht sinkendes Transaktionsvolumen abgezeichnet, allerdings auf hohem Niveau. Dabei standen Fonds-Restrukturierungen (einschließlich „Tender Offer“-artiger Transaktionen), *Stapled Transactions* und ein vermehrter Einsatz von *Leverage* im Mittelpunkt. Zugleich waren die *Secondary Funds* zuletzt sehr erfolgreich im Fundraising. Das viele eingesammelte „*dry powder*“ lässt erwarten, dass das *Secondary-Transaktionsvolumen* in Zukunft wieder ansteigen wird.

Seit der Veröffentlichung der *Panama Papers* fürchtet manch institutioneller Anleger Reputationsverluste. Es zeichnet sich ein Umdenken beim Einsatz von Offshore-Vehikeln ab, weil niemand seinen Namen mit „Steueroasen“ in Verbindung gebracht sehen möchte – erst recht nicht bei eher undifferenzierten Schlagzeilen auf der Titelseite von Zeitungen. Dabei ist eine Beteiligung an einer steuerneutralen *Cayman Islands Limited Partnership* steuerlich nicht anders zu bewerten als eine Beteiligung an einer ebenso steuerneutralen deutschen Kommanditgesellschaft. Zudem sind aus Sicht der Fondsmanager teilweise auch regulatorische Vertriebsgründe nach dem KAGB ausschlaggebend, um beispielsweise ein Jersey bzw. Guernsey-Feedervehikel einem „Onshore“-Vehikel vorzuziehen. Es wird sich zeigen, ob die Reputationsfrage zu einem substantiellen Umschichten von *Offshore-* zu *Onshore-*Fonds führen wird.

### **Fund Economics – das Herzstück jedes Fondsvertrags**

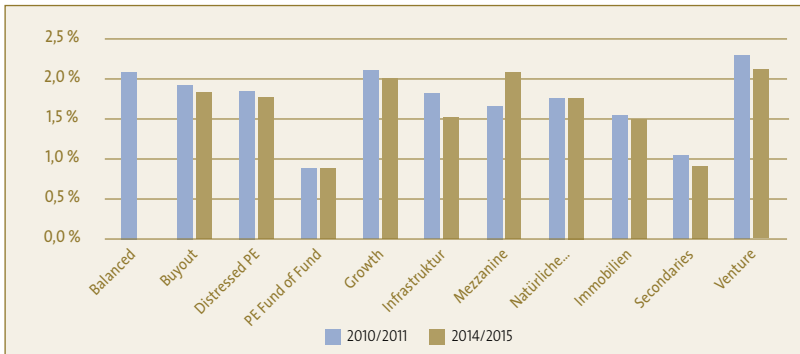
Im Fokus jeder Betrachtung zu Fund Terms stehen die *Economics*. Sie bilden das Herzstück jeden Fondsvertrags. Hier sehen sich auch erfolgreiche Manager weiterhin dem Investorendruck ausgesetzt. Der Interessengleichlauf von Management und Anlegern (*Alignment of Interests*) wird vor allem durch die eigene Kapitalbeteiligung des Managements sichergestellt („*skin in the game*“). Dabei ist nach wie vor der „traditionelle“ Anteil von 1 % des Fondsvolumens üblich. Allerdings finden sich bei etablierten Fonds mit größerem Team zunehmend auch Beteiligungen von 2 % und mehr. Dieses *Alignment of Interests* ist wichtig für den langfristigen Erfolg von Private Equity und erklärt, warum sich die grundlegenden ökonomischen Parameter bei PE-Fonds auch nach der Finanzkrise nicht geändert haben.

Die Forderungen von Investoren nach mehr *Transparenz* der Fonds sind gestiegen. Anleger fordern häufiger die Offenlegung von Budgets und detaillierte Kostenübersichten. Auch die US-Aufsichtsbehörde SEC verlangt die Offenlegung von Kosten und Fees. Letzteres wirkt sich in detaillierterer Dokumentation im Fondsvertrag und Platzierungsprospekt aus. Bei den sonstigen *Fees* (Transaktions-, Beratungs- und anderen Vergütungen, die der Fondsmanager von Portfolio-Gesellschaften und Dritten erhält), hat sich die Vollenrechnung auf die *Manage-*

ment Fee inzwischen auch zum Marktstandard entwickelt. Nur vereinzelt finden sich noch Teilanrechnungen (z. B. nur 80 %ige Anrechnung oder Ausnahme bestimmter Fees). Die Höhe der Management Fee ist seit längerer Zeit bei etwa 2 % konstant (üblich sind abhängig von Fondsgröße und Strategie: 1,75 %-2,25 % des Fondsvolumens).

#### Management Fee (2010/11 vs 2014/15): Investorendruck spürbar

Abb. 2



Quelle: Preqin Private Equity Fund Terms Advisor 2011 und 2015

Zuletzt ist jedoch ein leichter Abwärtstrend zu verzeichnen, der sich vor allem bei Fonds mit einem Volumen von mehr als USD 1 Mrd. auswirkt. In Ausnahmefällen geben einzelne Fonds auch dem Investorendruck nach, bereits vor Ablauf der Investitionsperiode auf das in Beteiligungen gebundene Kapital („*invested capital*“) statt des gezeichneten Kapitals („*committed capital*“) abzustellen. Insgesamt geht der Trend bei der Management Fee zu individuellen Lösungen, abhängig von Strategie, Marktsegment und Teamgröße. In der Offenlegung der Budgets besteht aus Managementsicht auch eine Chance, denn bei bestimmten, besonders personalintensiven Anlagestrategien (z. B. *Turnaround-Fonds*) lassen sich im Einzelfall dadurch sogar höhere Fees durchsetzen. Hinsichtlich der laufenden Kosten (*Expenses*) zeichnet sich ebenfalls eine erhöhte Transparenz ab.

Der im letzten Jahr beobachtete Trend zu *Wahlrechten* bei den ökonomischen Parametern setzt sich fort – auch wenn es sich bislang nur um wenige Einzelfälle handelt. Dabei bieten einzelne internationale Fonds Investoren die Wahl

zwischen alternativen Modellen für *Management Fee* und *Carried Interest* (kapitaldisproportionale Gewinnbeteiligung des Fondsmanagements) an. Die Alternativen sind dabei so ausgestaltet, dass eine niedrigere Management Fee mit einem höheren Carried Interest und eventuell dem Wegfall der *Hurdle Rate* verbunden ist. Ein Mega US-Buyout-Fonds hat Investoren z. B. folgende drei Optionen angeboten: (a) 1,5 % Fee + 20 % Carry + 7 % Hurdle, (b) 1 % Fee + 30 % Carry + 7 % Hurdle, (c) 0,5 % Fee + 30 % Carry + keine Hurdle.

### Beispiele für Wahlrechte (kein einheitliches Bild)

Abb. 3

**SPECIAL SITUATIONS FONDS: 2 Optionen**  
1 % Fee + 30 % Carry vs. 1,75 % Fee + 25 % Carry

**US MEGA BUYOUT FONDS: 3 Optionen**  
1,5 % Fee + 20 % Carry + 7 % Hurdle  
1,0 % Fee + 30 % Carry + 7 % Hurdle  
0,5 % Fee + 30 % Carry + keine Hurdle

**SECONDARY DACHFONDS: 2 Optionen**  
1,5 % Fee + 10 % Carry vs. 0,85 % Fee + 20 % Carry

**EU BIG BUYOUT FONDS: 2 Optionen**  
Whole-of-Fund Waterfall vs. Deal-by-Deal Waterfall + 7,5 bps weniger Fee

Derartige Modelle sind jedoch nur für etablierte Manager geeignet, die ihre Fixkosten nicht zwingend durch die Management Fee abdecken müssen. Auch sollten buchungstechnische und steuerliche Komplikationen beachtet werden. Die zunehmende *Individualisierung* zeigt sich auch an häufigeren Verhandlungen einzelner Modalitäten der Management Fee (etwa Beginn oder Zeitpunkt und Umfang der Reduzierung nach der Anlageperiode). Hier müssen Manager weiterhin mit Anfragen der Anleger nach *Early Bird-*, *Loyalty Discounts* und Abschlägen wegen hoher Zeichnungssummen rechnen.

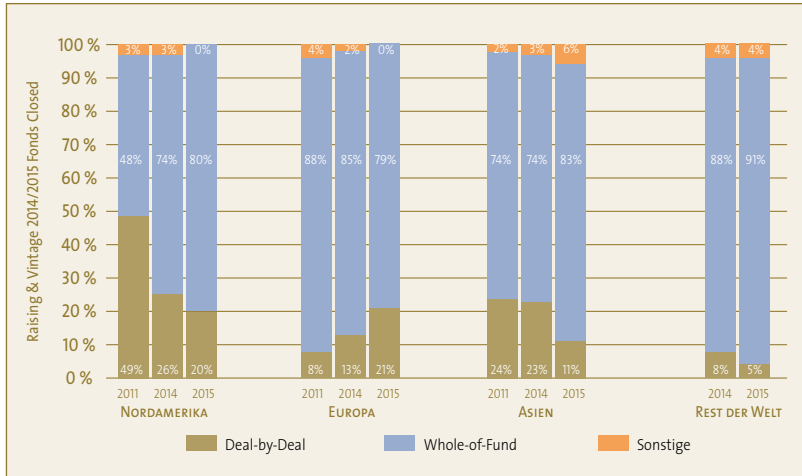
Die *Whole-of-Fund* Berechnungsmethode für den *Carried Interest* hat sich inzwischen international durchgesetzt. So liegt ihr Anteil in den USA, Europa und dem Rest der Welt bei rund 80 %. Dies war in den USA vor wenigen Jahren un-



vorstellbar, da dort traditionell die *Deal-by-Deal*-Berechnungsmethode üblich war. Zum Vergleich: Vor fünf Jahren (2011) betrug der Anteil der *Deal-by-Deal*-Strukturen noch 49 % – ein Paradigmenwechsel im Bereich der sich sonst eher langsam ändernden *Fund Terms*.

**Whole-of-Fund setzt sich weltweit durch**

Abb. 4



Quelle: The 2015 Preqin Private Equity Fund Terms Advisor (Gegenüberstellungen aus Voraufgaben von 2011 und 2014)

Zugleich hat sich die Diskussion zur Besicherung des *General Partner Clawback* entspannt, da eine Überzahlung bei *Whole-of-Fund*-Berechnung seltener ist. Bei den Sicherungsmitteln sind *Personal Guarantees* der *Carry*-Bezieher üblicher als Sperrkonten. Die *Carry Rate* liegt bei den meisten Fonds bei 20 %. Einzelne Fonds von besonders erfolgreichen Fondsmanagern sehen in Ausnahmefällen einen *Super-Carry* (25 % oder 30 %) bei Erreichen bestimmter Schwellenwerte (etwa 2,5x *Net Money Multiple*) vor.

Bei allem Druck auf die Fixkosten zeigt dies die Bereitschaft der Investoren, Spitzenperformance zu honorieren. Die *Hurdle Rate* liegt weiterhin meist bei 8 %, wobei Manager angesichts des Niedrigzinsumfelds zunehmend versuchen,

geringere Raten durchzusetzen. Dies gelingt bislang aber nur selten: 2010/11 lagen noch 65 % aller Fonds bei 8 %, 2014/15 waren es nur noch 56 %. Zugleich hat sich die Zahl der Fonds mit einer *Hurdle Rate* von 6 % bzw. 7 % leicht erhöht.

### **Fund Governance – Schutz von Investoren in stürmischen Zeiten**

Im Bereich der *Fund Governance* ist eine Professionalisierung der Investoren zu verzeichnen. Diese haben in der Finanzkrise gelernt (bzw. lernen müssen), dass die Regeln zur *Fund Governance*, also der rechtliche Ordnungsrahmen des Fonds einschließlich Investorenrechte, gerade in Zeiten wichtig ist, in denen es zu einer Krisensituation bei einem Fonds kommt. Vielen Investoren dienen dabei die ILPA Principles weiter als Orientierung. Die *Institutional Limited Partner Association* (ILPA), ein internationaler Zusammenschluss institutioneller Investoren, bemüht sich um eine weitere *Standardisierung* bei PE-Fonds. So gibt es verschiedene Empfehlungen (*ILPA Templates*) zu Kapitalabrufen, Ausschüttungsmitteln und Berichtswesen. Anfang 2016 kam ein neues *Fee Reporting Template* hinzu. Bislang haben sich diese Templates noch nicht am Markt durchsetzen können. Im Juni 2016 hat ILPA eine ambitionierte Initiative zur Standardisierung *non-Economic Terms* in Fondsverträgen gestartet. Im Übrigen dreht sich der Schwerpunkt der *Governance*-Verhandlungen weiter um die *Key Person*-Klauseln. Dort sieht man, abhängig von Teamgröße, verstärkt gestufte und ausdifferenzierte Regelungen. Zudem werden vermehrt die technischen Ausgestaltungen der *Change of Control*, *Investor Giveback Obligations* und *No Fault*-Rechte verhandelt.

### **Fonstdokumentation und ESG-Thematik – Side Letter und kein Ende**

Das ESG-Thema (= *Environmental, Social, Governance*) gewinnt im Rahmen der *Operations* und Fonstdokumentation weiter an Bedeutung und hat sich als *core value creation strategy* etabliert. Von zentraler Bedeutung ist die Frage, wie ESG-Programme auf Ebene von Fonds und Portfolio-Gesellschaften umgesetzt werden. Der Umfang von *Side Letter* und Zeichnungsunterlagen wächst aufgrund der gestiegenen regulatorischen Anforderungen und komplexeren Fondsstrukturen weiter. Verhandlungen nehmen viel Zeit in Anspruch, sodass Fondsmanager zuneh-

مند Wahlrechte im Rahmen der Meistbegünstigungsklausel einschränken und die Auswahl vom jeweiligen Zeichnungsbetrag des Investors abhängig machen.

### **Fazit – wohin die Reise geht**

Der Trend zur Zweiklassengesellschaft bei den Fondsmanagern hält an. Die erfolgreichsten Manager konnten die vertraglichen Stellschrauben in den letzten 12-18 Monaten teilweise zu ihren Gunsten verändern. Es bleibt aber festzuhalten, dass die Vertragsbedingungen in vielen Punkten nicht auf das sehr Managerfreundliche Niveau von vor der Finanzkrise zurückgeschraubt werden konnten. Daran ändern auch zuletzt überzeichnete Fonds wenig. Stattdessen sieht man Änderungen bei einzelnen Klauseln: ausdifferenziertere Key Person Regelungen verbunden mit wenigen Experimenten bei Wahlrechten und Super-Carry. Somit hält der Trend von „*Evolution statt Revolution*“ ein weiteres Jahr an. *Panta rhei* – alles fließt!

Tarek.Mardini@pplaw.com | Amos.Veith@pplaw.com