

Vertragsbedingungen

Aktuelle Entwicklungen bei Private-Equity-Fonds

Tarek Mardini und Amos Veith (beide P+P)



Amos Veith (P+P),
Tarek Mardini (P+P)

D

ie Zusammenfassung des Rückblicks auf die letzten Entwicklungen bei Vertragsbedingungen bei Private-Equity-Fonds könnte einem Bollywoodfilm entsprungen sein: „Same same, but different“. Vieles von dem, was die letzten zwölf Monate gebracht haben, hatte sich in Ansätzen schon beim letztjährigen MUPET-Panel zu Funds Terms abgezeichnet. Umso mehr lohnt ein genauer Blick auf die kleinen Unterschiede und Trends, die die Entwicklung zuletzt geprägt haben.

Betrachtet man die gegenwärtige Situation beim Fundraising, so wird schnell klar, dass die wirtschaftlichen Zahlen positiv sind – und das trotz des schwierigen Umfeldes, das politisch, steuerlich, regulatorisch und wirtschaftlich viele Fondsmanager um den Schlaf bringt. Politisch haben sich die Unsicherheiten des vergangenen Jahres weiter verschärft. Die Themenliste ist lang und reicht von der EU- und Eurokrise mit dem kürzlich beschlossenen Brexit über den anhaltenden Konflikt mit Russland bis hin zur Flüchtlingskrise. Das Thema Steuern

Wichtige regulatorische Fragen für Manager und Investoren sind weiterhin ungeklärt

gleich einer Dauerbaustelle: BEPS, FATCA/CRS, Investmentsteuerreformgesetz, Umsatzbesteuerung der Management Fee und weltweiter Druck auf die Carried-Interest-Besteuerung. Wichtige regulatorische Fragen für Manager und Investoren sind weiterhin ungeklärt. Neben

laufenden Gesetzesänderungen und -plänen (EU-Kapitalmarktunion, AIFM-Richtlinie Level II, Market Abuse Regulation, MiFID II) hält auch das Thema Enforcement, also die Durchsetzung bestehender Gesetze durch die Aufsichtsbehörden, die Fondsmanager in Atem. Zuletzt sahen sich besonders US-amerikanische Fondsmanager verschärften

Das viele Geld beschleunigte das Fundraising und führte zu Überzeichnungen

Kontrollen der Securities and Exchange Commission (SEC) ausgesetzt. Der praktisch einzige Lichtblick ist die regulatorische Erleichterung für Kreditfonds. Das wirtschaftliche Umfeld mit großer Marktvolatilität an den Börsen, niedrigen Rohstoffpreisen, Niedrigzins und dem Quantitative Easing der Zentralbanken sowie die Herabstufung der Bewertung von nicht börsennotierten „Unicorns“ in den USA taten ein Übriges, um die Lage einzutrüben.

Im Gegensatz dazu sind die Zahlen zum Fundraising erfreulich. Anleger in Private-Equity-Fonds haben hohe Erwartungen an die Rendite der Asset-Klasse. Mehr als 40 % erwarten ein Plus von 4,1 Prozentpunkten gegenüber den öffentlichen Kapitalmärkten. Hohe Erwartungen, die jedoch nicht enttäuscht wurden. In den Jahren 2014/2015 gab es die höchsten Nettoauszahlungen (d.h. mehr Ausschüttungen als Kapitalabrufe bei Fondsanlegern) seit der Finanzkrise. Die durchschnittliche Haltedauer verkürzte sich 2015 auf 5,5 Jahre (2014: 5,9 Jahre). Mehr als 30 % der Anleger gaben an, ihre Erwartungen an die

Asset-Klasse Private Equity seien übertrifft worden. Daher wollen mehr als 35 % der Anleger ihre Beteiligungen an Private-Equity-Fonds erhöhen. Zudem liegen 45 % der Anleger bislang noch unterhalb ihrer Zielallokation für Private Equity. Das viele Geld beschleunigte das Fundraising und führte zu Überzeichnungen. Das weltweite Fundraisingvolumen lag 2015 leicht über dem bereits hohen Vorjahresniveau. Die durchschnittliche Fondsgröße stieg auf USD 578 Mio., ein neues Rekordhoch. In Europa hielten sich die Werte des Vorjahres. Einzig in Deutschland waren die Zahlen schwächer als 2014.

Wie schon im letzten Jahr ging die Schere zwischen den „haves“ und „have nots“ der Fondsmanager weiter auseinander. Den erfolgreichen Managern mit gutem Track Record, etabliertem Namen, klar definierter Anlagestrategie und geregelter Nachfolgeplanung fällt es leicht, in kurzer Zeit Anlegergelder einzusammeln. So sammelten

Im Bereich der Fondsvehikel gab es in mehreren Ländern Gesetzesinitiativen

10% aller Fonds 60% des weltweiten Kapitals ein. Zugleich spüren die weniger erfolgreichen Manager die abnehmende Loyalität der Investoren und die zunehmende Bedeutung zugkräftiger Brands. Aus Investorensicht nahm die Unterscheidbarkeit der Fonds eher ab (insbesondere im Bereich der großen Buy-out-Firmen).

Zu den Big-Picture-Trends im Fundraising gehört der weiterhin große Appetit der Investoren nach Co-Investments. Im Bereich der Fondsvehikel gab es in mehreren Ländern Gesetzesinitiativen. In

Amos Veith (P+P),
Tarek Mardini (P+P)



Luxemburg wird die Einführung des Reserved Alternative Investment Fund für die zweite Jahreshälfte 2016 erwartet. In Frankreich waren

Es lässt sich ein Trend zu komplexeren Fondsstrukturen erkennen

bislang vor allem vertragliche Sondervermögen (FCPR, FPCI) relevant. Mit der société de libre partenariat wird nun ein Pendant zur deutschen Kommanditgesellschaft erwartet. In England steht die seit Langem überfällige Reform der Limited Partnership an. Es lässt sich ein Trend zu komplexeren Fondsstrukturen erkennen. Master-Feeder-Strukturen sind die Regel geworden. Dabei kommt dem Vertrieb auch bei der Fondsstrukturierung inzwischen erhebliche Bedeutung zu. Denn nur eine Struktur, die in ein schlüssiges Vertriebskonzept eingebettet ist, ermöglicht ein erfolgreiches Fundraising. Durch komplexere Fondsstrukturen sind aber auch die Gründungskosten gestiegen. Eine neue Entwicklung sind Core-Private-Equity-Fonds nach dem Vorbild Berkshire Hathaway. Diese haben eine längere Investitionsperiode und Laufzeit sowie eine niedrigere Renditeerwartung als traditionelle Private-Equity-Fonds und wurden bislang nur von Mega-Buy-out-Firmen aufgelegt. Ob es sich dabei um eine Modeerscheinung oder eine dauerhafte Entwicklung handelt, bleibt abzuwarten.

Seit der Veröffentlichung der Panama Papers hat ein Umdenken beim Einsatz von Offshore-Vehikeln eingesetzt. Eine Beteiligung an einer steuerneutralen Cayman Islands Limited Partnership mag steuerlich nichts anderes sein als eine Beteiligung an einer ebenso

steuerneutralen deutschen Kommanditgesellschaft. Doch manch institutioneller Anleger fürchtet Reputationsverluste, sollte sein Name mit sogenannten Steueroasen in Verbindung gebracht werden. Es wird sich zeigen, ob dies zu einem Umschichten von Offshore- zu Onshore-Fonds führen wird.

Bei den Economics hält der Investorendruck auch auf erfolgreiche Manager weiter an. Der Interessengleichlauf von Management und Anlegern (Alignment of Interests) wird vor allem durch die eigene Kapitalbeteiligung des Managements sichergestellt („skin in the game“). Traditionell üblich ist nach wie vor ein Anteil von 1% des Fondsvolumens. Zunehmend finden sich bei etablierten Fonds mit größerem Team auch Beteiligungen von 2% und mehr.

Die Erwartungen von Investoren an die Transparenz der Fonds sind gewachsen. Anleger fordern häufiger Offenlegung von Budgets und detaillierte Kostenübersichten. Die Offenlegung von Kosten und Fees wird auch von der US-Aufsichtsbehörde SEC gefordert. Bei den sonstigen Fees (Transaktions-, Beratungs- und anderen Vergütungen, die Fondsmanager von Portfoliogesellschaften und Dritten erhalten) wird von Investorensicht eine Vollarrechnung auf die Management Fee erwartet, die inzwischen auch Marktstandard ist. Nur vereinzelt finden sich noch Teilarrechnungen.

Der Trend zu Wahlrechten setzt sich fort. Den Investoren wird zunehmend, auch wenn dies immer noch Einzelfälle sind, die Wahl zwischen alternativen Modellen für Management Fee und Carried Interest (die kapitaldisproportionale Gewinnbeteiligung des Fondsmanagements) eingeräumt. 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. Derartige Modelle sind 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 Discounts und Loyalty Discounts sowie Abschlägen wegen hoher Zeichnungshöhen rechnen.

Die Whole-of-Fund-Berechnungsmethode für den Carried Interest hat sich inzwischen international durchgesetzt. Ihr Anteil liegt weltweit jetzt bei rund 80%. In den USA war dies noch vor weni-

Das Thema ESG gewinnt im Rahmen der Operations und der Fondsdokumentation weiter an Bedeutung

gen Jahren anders, die dort historisch überwiegende Deal-by-Deal-Berechnung hatte 2011 noch einen Anteil von 49%. Ein Quantensprung für die sich sonst eher langsam bewegenden Fund Terms.

Zugleich hat sich die Diskussion zur Besicherung des General Partner Clawback entspannt, da eine Überzahlung bei Deal-by-Deal-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 sehen einen Super-Carry (25% oder 30%) bei Erreichen bestimmter Schwellenwerte (etwa 2,5x Net Money Multiple) vor. Dies zeigt, dass die Investoren bei allem Druck auf die Fixkosten bereit sind, Spitzenperformance zu honorieren. Die Hurdle Rate liegt weiterhin meist bei 8%. Angesichts



des Niedrigzinsumfelds können Manager zunehmend geringere Raten durchsetzen: 2010/2011 lagen noch 65% aller Fonds bei 8%, 2014/2015 nur noch 56%. Die Zahl der Fonds mit einer Hurdle Rate von 6% bzw. 7% hat sich leicht erhöht.

Im Bereich der Fund Governance ist eine Professionalisierung der Investoren zu verzeichnen. Vielen Investoren dienen die ILPA Principles weiter als Orientierung. Daneben bemüht sich die ILPA (Institutional Limited Partners Association) um eine Standardisierung. So gibt es verschiedene Empfehlungen (ILPA Templates) zu Kapitalabrufen, Ausschüttungsmittlungen und zum Berichtswesen. Anfang 2016 kam ein neues Fee Reporting Template hinzu. Bislang haben sich diese Standardisierungen noch nicht am Markt durchsetzen können. Im Juni 2016 hat die ILPA eine ambitionierte Initiative zur Standardisierung von Non-Economic Terms in Fondsverträgen gestartet. Der Schwerpunkt der Governance-Verhandlungen liegt weiter auf den Key-Person-Klauseln, die – abhängig von der Teamgröße – verstärkt gestufte und ausdifferenzierte Regelungen aufweisen.

Das Thema ESG (Environmental, Social and Governance) gewinnt im Rahmen der Operations und der Fondsdokumentation weiter an Bedeutung. Zentral ist die Frage, wie ESG-Programme auf der Ebene von Fonds und Portfoliogesellschaften umgesetzt werden. Der Umfang von Side Letter und Zeichnungsunterlagen wächst weiter. Verhandlungen nehmen viel Zeit in Anspruch, sodass Fondsmanager zunehmend Wahlrechte im Rahmen der Meistbegünstigungsklausel einschränken und die Auswahl vom jeweiligen Zeichnungsbetrag des Investors abhängig machen.

Trotz zuletzt überzeichneter Fonds können die Manager in vielen Punkten nicht die Vertragsbedingungen der Boomzeit vor der Finanzkrise erreichen. Stattdessen sind ausdifferenziertere Key-Person-Regelungen verbunden mit wenigen Experimenten zu Wahlrechten und Super-Carry zu beobachten. Der Trend zu „Evolution statt Revolution“ hält weiter an – oder, wie man in Bollywood sagt: „Same same, but different“!