

TOP-THEMA

Fondsbeteiligungen – Vertragliche Risiken bei Sekundärtransaktionen

RÜCKZAHLUNGSPFLICHTEN UND HAFTUNG BEDEUTEND – Wer sich am wachsenden Sekundärmarkt für geschlossene Fondsbeteiligungen engagieren möchte, muss einige vertragliche Fallstricke beachten, auf die im folgenden Beitrag von **Tarek Mardini** und **Christian Hillebrand** von der Kanzlei **P+P Pöllath + Partners** näher eingegangen wird.

Im derzeitigen Niedrigzinsumfeld suchen institutionelle Investoren nach Anlageformen, die eine Überrendite versprechen. Sie werden dabei oft fündig bei geschlossenen Fonds für institutionelle Investoren, insbesondere Private Equity Fonds. Der Zugang kann durch Erstzeichnung erfolgen (Primärbeteiligung). Man kann sich auch im Wege einer Sekundärtransaktion beteiligen. Dabei werden Fondsanteile von einem Investor an einen Erwerber veräußert. Die Reife dieser Anlageklasse kann man daran erkennen, dass sich ein großer Sekundärmarkt entwickelt hat (weltweit 40 Mrd. US-Dollar in 2015).

Die Motive hierfür sind vielfältig: auf Verkäuferseite z. B. die Umstrukturierung des eigenen Portfolios, erhöhte regulatorische Anforderungen oder Liquiditätsbedarf sowie auf Käuferseite der Zugang zu erfolgreichen Zielfonds mit festem Investorenkreis und attraktive Preisbewertung bei gleichzeitiger Vermeidung einer Blind Pool-Beteiligung. Im Regelfall wird aus Kostengründen nicht ein einzelner Fondsanteil verkauft, sondern ein Portfolio von Fondsanteilen.

Sekundärtransaktionen, insbesondere Portfolio-Verkäufe, laufen oft unter Einschaltung eines vom Verkäufer beauftragten Intermediärs im Bieterverfahren ab. Nach Abschluss von Vertraulichkeitsvereinbarungen beginnen die Interessenten mit der Due Diligence. Anschließend gibt jeder Bieter eine (rechtlich weitgehend unverbindliche) Absichtserklärung ab. Diese enthält Informationen zum Bieter, zur zeitlich begrenzten Exklusivität und den gebotenen Kaufpreis. Der Kaufpreis wird durch den vom Fondsmanager berichteten Nettoinventarwert (NAV) zum vereinbarten Stichtag beeinflusst. Bei Buyout Fonds wurden zuletzt 95-100 % und sogar Aufschläge gezahlt, bei Venture Capital Fonds sind Abschläge auf den NAV üblich. Der finale Kaufpreis wird durch Cash-Flow-Bewegungen (Ausschüttungen und Kapitalabrufe) zwischen dem Stichtag und dem vereinbarten Eigentumsübergang zum Closing angepasst.

Nach Auswahl des besten Angebots wird mit dem erfolgreichen Bieter über den Kaufvertrag verhandelt, um auf schuldrechtlicher Basis Rechte und Pflichten der Parteien festzulegen. Dabei sind die Parteien frei in der Wahl des anwendbaren Rechts. Nach der Unterzeichnung des Kaufvertrags folgt der eigentliche Vollzug. Dabei wird der dingliche Übergang des Eigentums am Zielfondsanteil gegen Kaufpreiszahlung separat in einer Übertragungsvereinbarung geregelt. Diese unterliegt dem Recht des Fonds. Teil der Übertragungsvereinbarung ist die Zustimmung des Fondsmanagers. Bei dem Kauf eines

Fondsanteils handelt es sich um einen Rechtskauf: den Erwerb eines Gesellschaftsanteils. Es gibt einige Gemeinsamkeiten zum Unternehmenskauf. Bei Verhandlung von Kauf- und Übertragungsverträgen sind aber – wegen der Fondsverträge – zahlreiche Besonderheiten zu beachten. Diese können sich auch nach ausländischem Recht ergeben (z. B. UK Stamp Duty). Zentrale Rolle spielen dabei Haftungsrisiken und Rückzahlungsverpflichtungen. Grundsätzlich tritt der Käufer ab dem Eigentumsübergang in die Rechtsposition des Verkäufers ein, d. h. in sämtliche Rechte und Pflichten in Bezug auf den Fondsanteil. Dazu gibt der Verkäufer Zusicherungen ab, um die Lastenfreiheit des Eigentums am Fondsanteil sicherzustellen. Anders als bei einem Unternehmenskauf, bei dem man auch Zusicherungen zum operativen Geschäft abgibt, beschränken sich die Zusicherungen auf Rechtsgarantien, da der Verkäufer keinen Einfluss auf das operative Geschäft des Fonds hat.

Es gibt auch Risiken, die nicht auf den Käufer übergehen sollen. So regeln Fondsverträge oft, dass Investoren bestimmte Ausschüttungen wieder an den Fonds zurückzahlen müssen. Diese Verpflichtung würde ansonsten auf den Käufer übergehen, selbst wenn der Verkäufer diese Ausschüttung erhalten hat. Hier ist nicht nur eine Prüfung des Fondsvertrages erforderlich, sondern auch eine Regelung im Kaufvertrag. Aus Käufersicht ist dabei das Ziel, dass alle Risiken, die auf Ereignissen (z. B. Ausschüttungen, Steuerrisiken) vor dem Übertragungs- bzw. Bewertungsstichtag beruhen, durch den Verkäufer zu tragen sind. Dies wird durch Freistellungsansprüche des Käufers abgebildet. In bestimmten Fällen kann das wirtschaftliche Risiko stattdessen auch eingepreist werden.

Auch im Übertragungsvertrag kommt der Risikoverteilung eine zentrale Rolle zu und zwar im Verhältnis zum Zielfonds. Üblich ist, dass ab dem Übertragungsstichtag alle Verpflichtungen des Veräußerers aus dem Fondsanteil auf den Erwerber übergehen. Der Veräußerer will eine ausdrückliche Regelung aufnehmen, wonach er im Verhältnis zum Fonds von sämtlichen Verpflichtungen aus der Beteiligung befreit wird. Im Innenverhältnis zwischen Verkäufer und Käufer bleibt es beim Vorrang des (differenzierteren) Kaufvertrags.

Der Sekundärmarkt für Fondsbeteiligungen gewinnt an Bedeutung. Damit eröffnen sich für Verkäufer und Käufer interessante Liquiditäts- und Zugangsmöglichkeiten bei einer an sich illiquiden Anlageklasse. Dabei sind Fallstricke zu beachten, die jedoch mit entsprechender Sorgfalt und Einbindung erfahrener Berater gut zu bewältigen sind. Weitergehende Informationen finden interessierte Leser auf der PLATOW Recht Homepage. ■

Latham & Watkins unterstützt Bankenconsortium

AKQUISITION VOLLSTÄNDIG REFINANZIERT – **Latham & Watkins** hat bei der Refinanzierung der **Schenck Process Gruppe** die finanzierenden Banken unter Führung der **Deutschen Bank, SEB** und **UniCredit Bank** beraten. Schenck mit ►