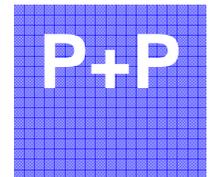


# **Hedge Fonds als Kapitalanlage für steuerbegünstigte Stiftungen**

**(stiftungs- und gemeinnützigkeitsrechtliche Aspekte)**

**17. Januar 2005**

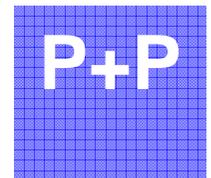
**RA Dr. Joachim Kayser  
RA Dr. Andreas Richter, LL.M.  
P+P Pöllath + Partner  
[www.pplaw.com](http://www.pplaw.com)**



# Überblick

- Wirtschaftlicher Hintergrund
- Stiftungszivilrecht
- Gemeinnützigkeitsrecht
- Produktstrukturen

# Wirtschaftlicher Hintergrund



# Wirtschaftlicher Hintergrund

- Stiftungen streben nach Anlagen mit günstigem Risiko- und Renditeprofil, um dauerhaft hinreichende Erträge zur Erfüllung des Stiftungszwecks zur Disposition zu haben.
- Hedge Fonds könnten diesem Anlagewunsch mit ihrem Grundanspruch, eine von der allgemeinen Marktentwicklung unabhängige, absolute Rendite zu erwirtschaften, entsprechen.

# Hedge Fonds-Allokation amerikanischer Universitäts-Endowments (Quelle: NACUBO)

Rang	Institution	Verwaltetes Vermögen (\$ Mrd.)	Anlage in Hedge Fonds
1	Harvard University	17,5	12 %
2	Yale University	10,5	27 %
3	University of Texas System	9,7	13 %
4	Princeton University	8,3	18 %
5	Stanford University	7,6	15 %
6	MIT	5,4	30 %
7	Emory University	4,5	-
8	Columbia University	4,2	22 %
9	University of California	4,2	5 %
10	The Texas A&M University System	3,7	10 %
	Top 10 Universitäts-Endowments	75,6	16 %

## Endowments im Jahr 2002 (Quelle: NACUBO)

	Hedge Fonds	Private Equity	Venture Capital	Nat. Resources	Andere
Mehr als \$ 1,0 Milliarde	17,8 %	4,3 %	3,9 %	1,7 %	72,3 %
\$ 501 Millionen bis \$ 1,0 Mrd.	11,4 %	3,5 %	2,4 %	0,8 %	81,9 %
\$ 101 Millionen bis \$ 500 Millionen	6,7 %	1,9 %	1,5 %	1,6 %	88,3 %
\$ 51 Millionen bis \$ 100 Millionen	4,1 %	0,2 %	0,2 %	0,1 %	95,4 %

# Asset-Allokation amerikanischer Universitäts- Endowments im Jahresdurchschnitt 1995 – 2002 (Quelle: NACUBO)

Classification	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Equity	56,9%	60,9%	63,4%	63,5%	64,3%	62,1%	59,4%	57,4%
Fixed Income	31,2%	28,5%	26,1%	25,6%	23,6%	23,3%	24,9%	26,9%
Real Estate	2,0%	1,9%	1,9%	2,1%	2,0%	2,0%	2,4%	2,7%
Cash	6,5%	5,3%	4,7%	4,3%	4,0%	4,1%	4,1%	3,9%
Hedge Funds	1,6%	1,8%	2,2%	2,8%	3,1%	3,0%	4,2%	5,1%
Private Equity	0,2%	0,2%	0,3%	0,4%	0,8%	1,0%	0,9%	0,9%
Venture Capital	0,6%	0,7%	0,7%	0,7%	1,4%	2,4%	1,5%	1,1%
Natural Resources	0,3%	0,2%	0,3%	0,2%	0,2%	0,4%	0,4%	0,4%
Andere	0,7%	0,5%	0,4%	0,4%	0,5%	1,7%	2,1%	1,6%

# England und Wales

- „Other types of investment, such as hedge funds [...], whilst within the wide definition of investment may well be rejected by charity trustees as too risky after exercising their duty of care.“ (*Warburton/Morris/Riddle*, Tudor on Charities, 9. Auflage, 2003, S. 267)
- „Investment in hedge funds may be ‚suitable‘ for a charity, but it is likely that it would only be so as a small part of a well-diversified investment portfolio.“ (*Charity Commission*, Investment of Charitable Funds, 2003, para. 99)

# Gesetzliche Rahmenbedingungen

- Stiftungszivilrecht
- Gemeinnützigkeitsrecht

# Stiftungszivilrecht

# Beispiel (I)

- Die Stiftung X beabsichtigt, einen Anteil ihres Stiftungsvermögens in eine von der Bank B herausgegebene nicht fungible „kapitalgarantierte Schuldverschreibung mit Hebel“ zu investieren.
- Diese Schuldverschreibung gibt dem Zeichner einen Anspruch auf variable jährliche Zinszahlungen und Rücknahme der Schuldverschreibung durch die Emittentin. Eine Rückgabemöglichkeit der Schuldverschreibung besteht in einem vierteljährlichen Turnus.

## Beispiel (II)

- Verzinsung und Rücknahmepreis richten sich nach der Wertentwicklung eines Hedge Fonds of Funds („HFoF“), mit einem breit diversifizierten und währungsabgesicherten USD Portfolio von Single Hedge Fonds als Underlying. Die jährliche Verzinsung beträgt 50 % des jährlichen Wertzuwachses des Underlyings. Der Rücknahmepreis ist der Nennwert, vergrößert um die Wertsteigerung des HFoF abzüglich der bereits erfolgten jährlichen Zinszahlungen.
- Die Schuldverschreibung ist mit einer Kapitalgarantie ausgestattet, mit der die emittierende Bank B die vollständige Rückzahlung des investierten Anlagebetrages am Ende der mehrjährigen Laufzeit zusagt.

# Allgemeines

- Stiftungen sind in der Anlage ihres Vermögens grundsätzlich frei (Schindler DB 2003, 297).
- Der Stifter kann spezielle Anlagekriterien aufstellen.
- Landesstiftungsgesetze nennen lediglich Kosten- und Verwaltungserwägungen (Sparsamkeit, Wirtschaftlichkeit, Ordnungsmäßigkeit): Vorgaben sind ungenau.

# Vermögensanlage in Hedge Fonds

- Eine Anlage in Hedge Fonds ist vom Grundsatz ebenso denkbar wie die üblichen Investments in Aktien, Immobilien oder festverzinsliche Wertpapiere.
- Der Grundsatz der sicheren und ertragreichen Vermögensanlage verpflichtet die Stiftungsorgane zu einer wertbeständigen (im Sinne des Gebots der Bestandserhaltung) und ertragreichen Anlage des Stiftungsvermögens.
- Für Stiftungen ist das gesetzlich vorgeschrieben, was alternative Investments grundsätzlich anstreben/versprechen: unter der Prämisse des realen Kapitalerhalts stets absolute Erträge zu erwirtschaften.

# Grundsatz der sicheren und ertragreichen Vermögensanlage (I)

- Probleme bei Hedge Fonds:
  - thesaurierend ausgestaltet;
  - negative Wertentwicklungen (bis hin zum Totalverlust) möglich.
- Dem Gebot einer die Bestandserhaltung sichernden Vermögensanlage kann durch eine Kapitalschutzgarantie des Investments Rechnung getragen werden (vgl. Beispiel).
- Die Praxis der Stiftungsaufsichtsbehörden stellt insoweit allein auf eine nominelle Kapitalerhaltung ab.

# Grundsatz der sicheren und ertragreichen Vermögensanlage (II)

- Ertragreich ist ein Investment nur dann, wenn es angemessene laufende Erträge sicherstellt, um den Stiftungszweck auf konstant hohem Niveau erfüllen zu können.
- Aber: Keine Anlagevariante kann sowohl Wertbeständigkeit als auch laufende Erträge auf höchstem Niveau sichern, so dass stets Zielkonflikte auszutarieren sind.

# Grundsatz der sicheren und ertragreichen Vermögensanlage (III)

- Zielkonflikten zwischen Risiko und Rendite kann insbesondere durch eine breite Streuung des Anlagevermögens begegnet werden.
- Dies schließt sowohl ein Investment in ausländische Anlagen als auch in alternative Kapitalanlagen ein.
- Abzustellen ist auf das Anlageverhalten der Stiftung insgesamt.
- Ein als Einzelanlage risikoreiches Investment kann auf die Gesamtstruktur eines Portfolios aufgrund einer günstigen Korrelation Risiko mindernd wirken (sog. Diversifikationseffekt).

# Verwaltungskosten (I)

- Die Verwaltungskosten für Hedge Fonds ergeben sich aus den Gebühren für die Dach-Hedge Fonds (jährlich ca. 2 % bis 2 ½ %) und die Kosten der enthaltenen Single-Hedge Fonds (jährliche Management Fee von ca. 1 % bis 2 % zzgl. einer Erfolgsbeteiligung von bis zu 25 % auf neue absolute Kurshöchststände nach Mindestverzinsung).
- Es stellt sich die Frage, ob unter diesen Gesichtspunkten noch von einer sparsamen Wirtschaftsführung i.S.d. meisten LStiftG bzw. entsprechender Anlagerichtlinien des Stifters gesprochen werden kann.

# Verwaltungskosten (II)

Dr. Ambros Schindler, DB 2003, S. 297

- „Minimale Kosten entsprechen als Zielvorgabe nur dann dem Rationalprinzip, wenn sie auf einen bestimmten Ertrag bezogen werden.“
- Ansonsten wäre die Alternative 6% Bruttoertrag bei 0,6% Aufwand, somit 10% Aufwandsquote, der Alternative 13% Bruttoertrag bei 1,5% Aufwandsquote, somit 11,5% Aufwandsquote, vorzuziehen, obwohl zusätzlich 6,1%-Punkte und damit mehr als doppelt so hohe Mittel für Satzungszwecke eingesetzt werden könnten.

# Haftungsrisiken (I)

- Angesichts komplexer Strukturen und mangelnder Transparenz lässt sich das Risiko von Hedge Fonds regelmäßig nicht abschätzen.
- Der Stiftungsvorstand kann sich mit dem bloßen Hinweis auf eine externe Beratung nicht exkulpieren.
- Eine Rückversicherung durch die Stiftungsaufsicht wird in der Regel nicht zu erlangen sein.

# Haftungsrisiken (II)

- Hedge Fonds können einerseits bei entsprechendem Einsatz Risiken mindern, andererseits bei spekulativem Einsatz mit der beabsichtigten Hebelwirkung Risiken extrem erhöhen.
- Kann durch eine breite Streuung des Anlagevermögens erreicht werden, dass nach der Entscheidung über die Anlagekategorie mangelnde Sorgfalt bei der Auswahl einzelner Titel nicht angenommen werden kann?
- Entstehen Haftungsrisiken von vornherein nicht, wenn der Stifter durch die Satzung die Anlage in hochrentierlichen aber risikobehafteten Werten angeordnet hat oder dazu ermutigt?

# Zwischenergebnis

- Stiftungen eine Anlage in Hedge Fonds unter dem Gesichtspunkt fehlender laufender Erträge bzw. einer hohen Risikoneigung grundsätzlich zu verwehren, ließe die positiven, sich aus der Diversifikation ergebenden Folgen unberücksichtigt.
- Umgekehrt wäre eine alleinige oder überwiegende Anlage in Hedge Fonds unter Diversifikationsgesichtspunkten kaum zu rechtfertigen.
- Eine Begrenzung aus stiftungsrechtlicher Sicht für ein Engagement in Hedge Fonds ergibt sich jedenfalls unter quantitativen Gesichtspunkten einer seriösen und marktüblichen Asset Allocation.

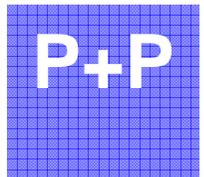
# Gemeinnützigkeitsrecht

# Gebot der zeitnahen Mittelverwendung

- Gemeinnützige Stiftungen haben ihre Mittel grundsätzlich zeitnah und in voller Höhe für ihre steuerbegünstigten satzungsmäßigen Zwecke zu verwenden (vgl. § 55 Abs. 1 Nr. 5 Satz 1 AO).
- „Zeitnah“ bedeutet spätestens bis zum Ende des auf ihre Vereinnahmung folgenden Veranlagungszeitraums (vgl. § 55 Abs. 1 Nr. 5 Satz 3 AO).
- „Mittel“ i.d.S. sind grundsätzlich alle Vermögenswerte einer gemeinnützigen Stiftung (vgl. BFH BStBl. II 1990, 28); nicht jedoch das Grundstockvermögen und durch Vermögensumschichtungen erzielte Gewinne.
- Ein Verstoß gegen das Gebot der zeitnahen Mittelverwendung ist vorbehaltlich der Bildung von zulässigen Rücklagen gemeinnützigkeitsschädlich.

# Rücklagen

- Zweckgebundene Rücklagen zur Durchführung von Reparatur- und Erhaltungsmaßnahmen an Gebäuden (§ 21 EStG).
- Zweckgebundene Rücklagen zum Erwerb von Gesellschaftsrechten oder zur Erhaltung von Beteiligungen an Kapitalgesellschaften (§ 58 Nr. 7b AO).
- Zweckgebundene Rücklagen, soweit erforderlich um satzungsmäßige Zwecke der gemeinnützigen Stiftung erfüllen zu können (§ 58 Nr. 6 AO).
- Freie Rücklage i.H.v. höchstens ein Drittel des Überschusses aus Vermögensverwaltung (§ 58 Nr. 7a AO).
- Stiftung darf Überschüsse aus der Vermögensverwaltung im Jahr ihrer Errichtung und in den zwei folgenden Kalenderjahren ihrem Vermögen zuführen (§ 58 Nr. 12 AO).



# Mittelverwendung bei thesaurierenden Hedge Fonds

- Ausgangspunkt ist der Zeitpunkt des Mittelzuflusses (vgl. § 55 Abs. 1 Nr. 5 Satz 3 AO).
- Mangels einer Definition von Zufluss in der AO ist auf den Zuflussbegriff des § 11 Abs. 1 Satz 1 EStG abzustellen.
- Ein Zufluss i.S.d. § 11 Abs. 1 Satz 1 EStG liegt vor, soweit Leistungen zur tatsächlichen Verfügungsmacht des Gläubigers erbracht worden sind.
- Eine Verfügungsmöglichkeit hinsichtlich nicht ausgeschütteter Erträge hat die Stiftung erst im Zeitpunkt der Fälligkeit bzw. Veräußerung der entsprechenden Kapitalanlage.
- Erst ab diesem Zeitpunkt unterliegen nicht ausgeschüttete Erträge dem Gebot der zeitnahen Mittelverwendung.

# Begünstigungsverbot

- Eine gemeinnützige Stiftung darf niemanden durch zweckfremde Ausgaben oder durch unverhältnismäßig hohe Vergütungen begünstigen (vgl. § 55 Abs. 1 Nr. 3 AO).
- Das Begünstigungsverbot enthält kein Gebot zur sparsamen und effektiven Mittelverwendung, sondern verbietet nur unverhältnismäßig hohe Vergütungen, bei denen zu Lasten der gemeinnützigen Körperschaft ein Missverhältnis zwischen Leistung und Gegenleistung entsteht.
- Ein Missverhältnis besteht nicht schon deshalb, weil bei dem Erwerb, der Veräußerung und dem Halten eines Finanzprodukts hohe Kosten anfallen.
- Solange die Kostenstruktur einheitlich gegenüber jedermann gilt, darf eine Stiftung auch in „teure“ Anlageobjekte investieren, die neben einer laufenden Management Fee eine zusätzliche erfolgsabhängige Vergütung vorsehen.

# Abgrenzung Vermögensverwaltung – wirtschaftlicher Geschäftsbetrieb

- (Steuerfreie) Vermögensverwaltung liegt gemäß § 14 Satz 3 AO dann vor, wenn Vermögen genutzt wird.
- BFH: Die Betätigung muss sich noch als Nutzung i.S.e. Fruchtziehung aus zu erhaltenden Substanzwerten darstellen.
- Die Anlage in Hedge Fonds bewegt sich grundsätzlich innerhalb des Leitbilds der bei größeren privaten Vermögen heute üblichen Vermögensverwaltung, solange die einzelne Anlage nicht gewerblich ist.
- Besonders häufige Vermögensumschichtungen können jedoch eine gewerbliche und somit steuerschädliche Tätigkeit begründen.

# Verluste in der Vermögensverwaltung (I)

- Angesichts der Risikostruktur einiger Hedge Fonds sind negative Wertentwicklungen bis hin zum Totalverlust des eingesetzten Kapitals nicht auszuschließen.
- Grundsatz:
  - Alle Einnahmen sind dem ideellen Bereich zuzuführen und unterliegen dem Gebot der zeitnahen Mittelverwendung.
  - Weder Erträge noch das Vermögen selbst dürfen bzw. darf zum Verlustausgleich verwendet werden.
  - Die Regelungen über die steuerlichen Auswirkungen von Verlusten im wirtschaftlichen Geschäftsbetrieb gelten entsprechend für die Vermögensverwaltung (vgl. AEAO Nr. 9 zu § 55 Abs. 1 Satz 1).

# Verluste in der Vermögensverwaltung (II)

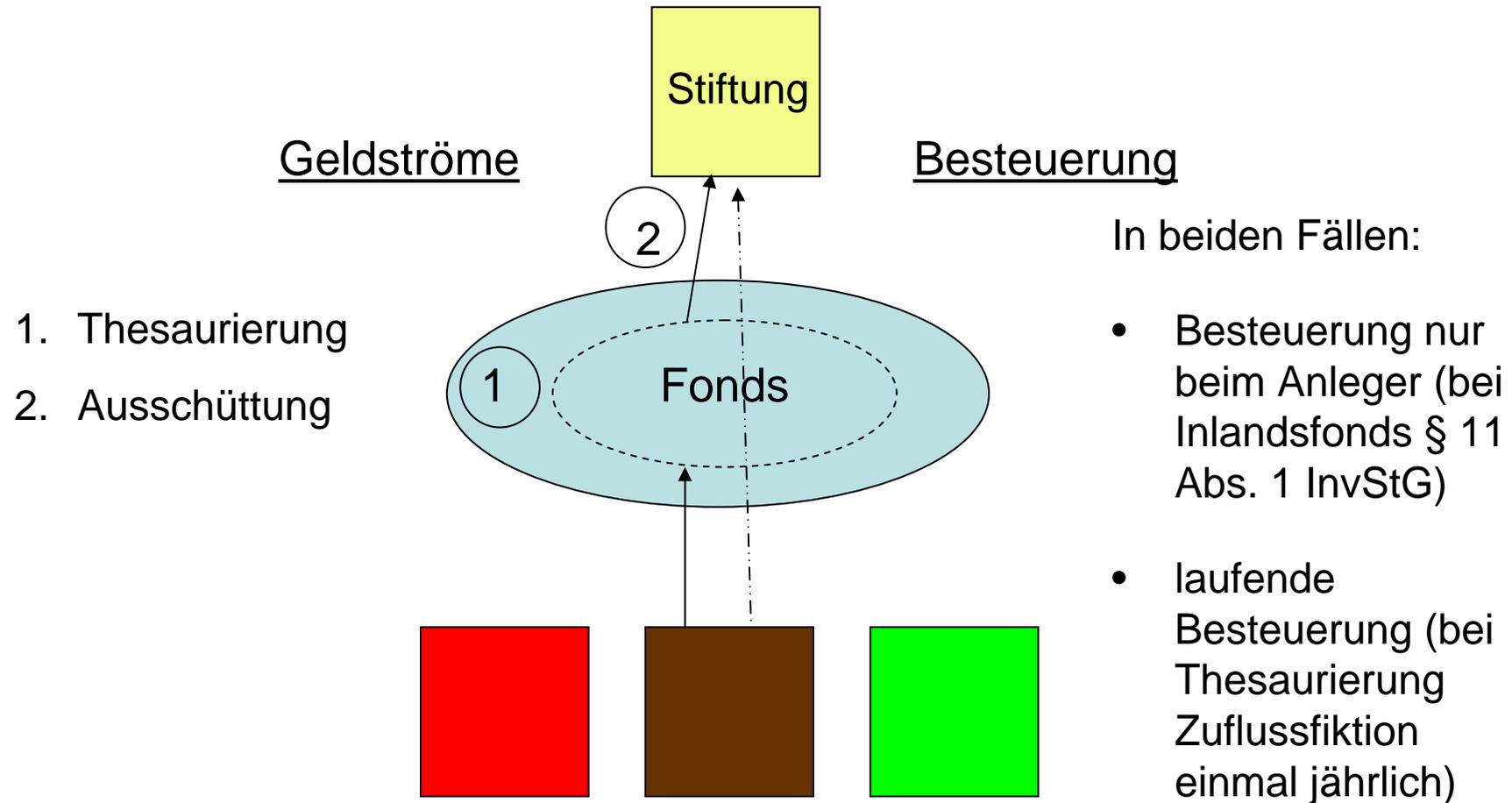
- Ausnahme: Dem ideellen Bereich wurde in den sechs vorangegangenen Jahren Überschüsse aus der Vermögensverwaltung in mindestens gleicher Höhe zugeführt.
- Aber: Unschädlich ist der Verlustausgleich lediglich dann, wenn
  - der Verlust auf einer Fehlkalkulation beruht,
  - die Stiftung innerhalb von 12 Monaten nach Ende des Wirtschaftsjahres in dem der Verlust entstanden ist, dem ideellen Bereich wieder Mittel in entsprechender Höhe zuführt und
  - die zugeführten Mittel nicht aus Zweckbetrieben, aus dem Bereich des steuerpflichtigen wirtschaftlichen Geschäftsbetriebs, aus Beiträgen oder aus anderen Zuwendungen, die zur Förderung der steuerbegünstigten Zwecke der Körperschaft bestimmt sind, stammen.

# Exkurs: Besteuerung von Hedge Fonds nach dem InvStG

# Grundlagen

- **Transparenzgrundsatz.**
- **Gleichbehandlung** von In- und Auslandsfonds angestrebt.
- Besteuerung abhängig von der **Bekanntmachung der Besteuerungsgrundlagen** (§ 5 InvStG):
  - Bei **ordnungsgemäßer Bekanntmachung** Regelbesteuerung: Transparenzgrundsatz mit Privilegierung bestimmter Veräußerungsgewinne (§ 2 InvStG);
  - Bei nicht ordnungsgemäßer Bekanntmachung **steuerbelastender Tatsachen**: Pauschalbesteuerung (§ 6 InvStG);
  - Bei nicht ordnungsgemäßer Bekanntmachung **steuerentlastender Tatsachen**: Versagung der Privilegierung, jedoch keine Pauschalbesteuerung (§ 5 Abs. 1 S. 2 InvStG).

# Transparenzgrundsatz



# Regelbesteuerung (laufende Erträge)

* Legende: Th = thesaurierte Erträge/ Au = ausgeschüttete Erträge/ Dir = Direktanlage	Privatvermögens- verwaltende Stiftung			Natürliche Person		
	Th*	Au*	Dir*	Th	Au	Dir
Zinsen & sonstige Erträge	+	+	+	+	+	+
Dividenden	5%	5%	5%	1/2	1/2	1/2
Termingeschäftsgewinne (Hd. < 1 J.)	-	-	+	-	-	+
Veräußerungsgewinne inkl. Leerverkäufe (Aktien, Hd. < 1J.)	-	-	5%	-	-	1/2
Veräußerungsgewinne inkl. Leerverkäufe (sonstige Wertpapiere Hd. < 1 J.)	-	-	+	-	-	+



= Fondsprivileg



= Ausweitung v. § 8b KStG/§ 3 Nr. 40 EStG auf ausl. Investmentanteile

# Regelbesteuerung (Gewinne aus Anteilsveräußerung)

- Veräußerungsgewinn grundsätzlich steuerfrei, soweit Haltedauer mehr als ein Jahr betragen hat; sonst voll steuerpflichtig.
- Aber: Wiedereinführung der Besteuerung des Zwischengewinns (= unterjährig aufgelaufener Zinseinkünfte) durch das EURLUmsG ab dem 01.01.2005 – für Hedge Fonds Anwendung derzeit noch strittig.

# Bekanntmachung von Besteuerungsgrundlagen (Pflichten)

- Bekanntmachung der **Besteuerungsgrundlagen** nach § 5 Abs. 1, 2 InvStG **bei Ausschüttung** bzw. **spätestens vier Monate nach Zuflussfiktion**.
- Bekanntmachung der Besteuerungsgrundlagen im elektronischen Bundesanzeiger mit **Bestätigungsvermerk** eines StB/WP/einer vergleichbaren Stelle.
- Bekanntmachung des **Jahresberichts** oder seiner Fundstelle im **elektronischen Bundesanzeiger**, soweit nach dem Investmentgesetz die Pflicht besteht, einen Jahresbericht zu erstellen.
- Angaben **pro Anteilsschein** und in **deutscher Sprache**.
- Auslandsfonds: auf Verlangen des Bundesamts für Finanzen: **Nachweis der Richtigkeit** innerhalb von drei Monaten in deutscher Sprache.

# Bekanntmachung von Besteuerungsgrundlagen (Sanktionen)

- Nicht ordnungsgemäße Bekanntmachung steuerentlastender Tatsachen: Nichtberücksichtigung steuerentlastender Vorschriften (z.B. § 3 Nr. 40 EStG, § 8b KStG, § 2 Abs. 3 InvStG, § 4 Abs. 1 InvStG, § 8 InvStG).
- Nicht ordnungsgemäße Bekanntmachung steuerbelastender Tatsachen:
  - **Mehrbetragsbesteuerung:** Besteuerung aller Ausschüttungen und 70% der Wertsteigerung des Investmentanteils;
  - Mindestbesteuerung** (fiktive Mehrertragsbesteuerung): 6% des Wertes des Investmentanteils;
  - Konsequenz: konfiskatorische Besteuerung (d.h. Besteuerung der Substanz) möglich.

# Anwendungsbereich des Investmentsteuergesetzes

- Inländisches Investmentvermögen (formeller Investmentbegriff):
  - Investmentfonds i.S.d § 2 Abs. 1, 2 InvG;
  - Investmentaktiengesellschaft i.S.d. § 2 Abs. 5 InvG.
- Ausländisches Investmentvermögen (materieller Investmentbegriff - sehr weit, HF stets davon erfasst):
  - Vermögen zur gemeinschaftlichen Kapitalanlage;
  - Anlage nach dem Grundsatz der Risikomischung;
  - Anlagegüter i.S.d. § 2 Abs. 4 InvG;
  - Rechtsform unerheblich.

# Konsequenzen für die Strukturierung

# „Repackaging“ ausländischer Fonds

## Aktuelle Strukturen am Markt:

- ergebnisabhängige Schuldverschreibungen („Zertifikate“)
- Eigenkapital-Instrumente (z.B. Rückversicherungsaktien oder Genussscheine)
- Options- oder Termingeschäfte auf Hedge Fonds-Portfolios (oder daraus gebildete Indices)

## Fragen/Probleme:

- Zurechnung wirtschaftlichen Eigentums? (=Pauschalbesteuerung)
- zusätzliche Kosten
- Komplexität/Anlegerschutz

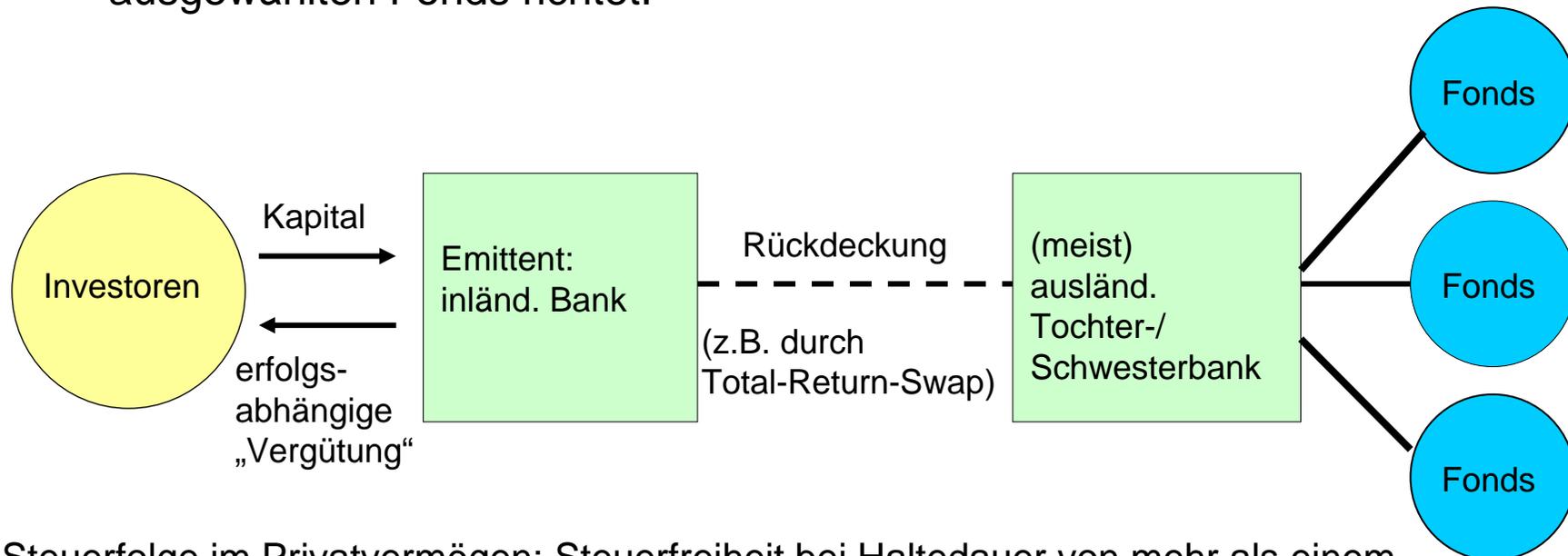
# Schuldverschreibungen

## Performance Linked Notes:

Schuldverschreibungen, durch die sich der Emittent zur Zahlung eines Geldbetrages verpflichtet, dessen Höhe sich nach der Wertentwicklung eines ausgewählten Fonds richtet.

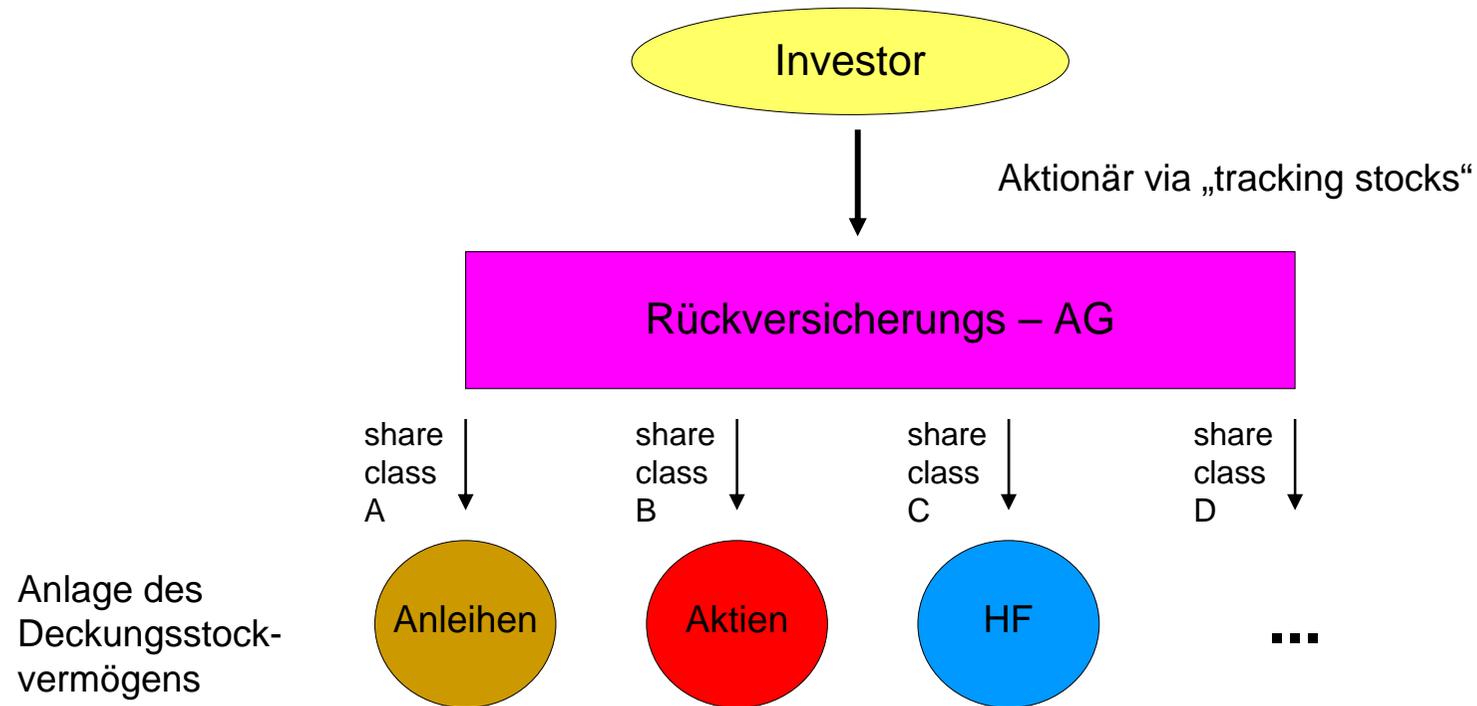
## Indexzertifikate:

Schuldverschreibungen, die an die Performance eines künstlich geschaffenen Fonds-Index anknüpfen.



Steuerfolge im Privatvermögen: Steuerfreiheit bei Haltedauer von mehr als einem Jahr, wenn keine Kapitalgarantie oder fester Zins zugesagt (ansonsten volle Steuer).

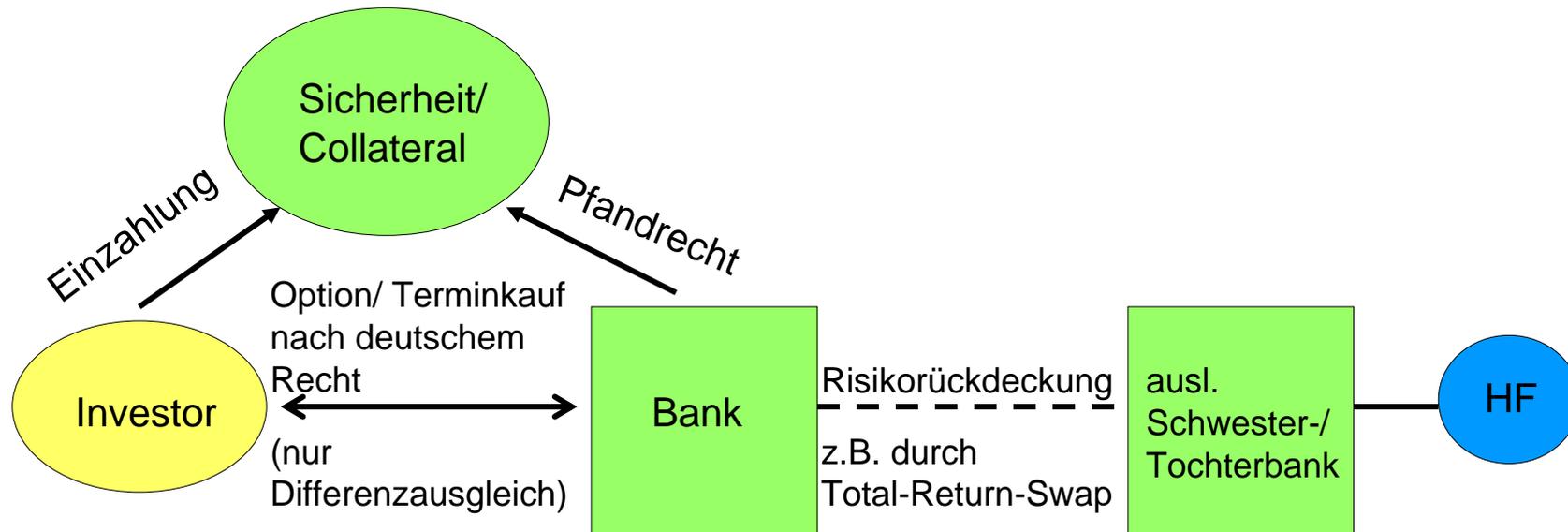
# Struktur (Rück-)Versicherungsaktie



## Steuerfolge für Private:

- 1) Dividenden: Halbeinkünfteverfahren
- 2) Veräußerungsgewinne: Steuerfreiheit bei Haltedauer von mehr als 1 Jahr und keiner „wesentlichen Beteiligung“ (< 1%)

# Struktur Terminkauf/Kaufoption



## Steuerfolge für Private:

- 1) Steuerfreiheit des Differenzausgleichs bei Laufzeit von mehr als einem Jahr
- 2) „normale“ Steuerpflicht der Erträge aus der Sicherheit

# Vielen Dank für Ihre Aufmerksamkeit!

**Dr. Joachim Kayser  
Dr. Andreas Richter, LL.M.  
P+P Pöllath + Partner  
Linkstraße 2  
10785 Berlin  
[www.pplaw.com](http://www.pplaw.com)**

Phone: +49(0)30-253 53 132

Fax: +49(0)30-253 53 999

E-Mail: [andreas.richter@pplaw.com](mailto:andreas.richter@pplaw.com)

[joachim.kayser@pplaw.com](mailto:joachim.kayser@pplaw.com)

