Fund Governance bei Private Equity Fonds – die neuen ILPA-Prinzipien

Von Tarek Mardini und Uwe Bärenz, P+P Pöllath + Partners, Berlin

Einführung

Fragen der guten Unternehmensführung (Corporate Governance) haben bei börsennotierten Unternehmen schon lange große Bedeutung. Unter dem Begriff Fund Governance lassen sich entsprechende Regeln bei kollektiven Anlageformen (Fonds) zusammenfassen. Dieser Beitrag stellt aktuelle Entwicklungen der Fund Governance bei Private Equity Fonds dar und erläutert, warum die Kenntnis der best practice für institutionelle Investoren und Fondsmanager bei Vertragsverhandlungen und die Übertragung des Corporate Governance-Gedankens auf Fonds unerlässlich ist.

Wenn Führung (Management) und Inhaberschaft (Eigentum) eines Unternehmens auseinanderfallen, haben die Beteiligten unterschiedliche Interessen und Informationen. Dieses Spannungsverhältnis wird Prinzipal-Agent-Problem genannt. Ähnlich ist die Lage bei Fonds. Die Rolle der Investoren beschränkt sich in der Regel auf die passive Bereitstellung von Kapital. Die Entscheidung, welche Investments der Fonds mit Mitteln der Investoren erwirbt, trifft nur das Fondsmanagement.

Es bedarf eines Ordnungsrahmens, um die verschiedenen Interessen in Einklang zu bringen und Anreize für eine erfolgsorientierte Unternehmensführung zu setzen. Die Gesamtheit dieser Regeln wird bei (börsennotierten) Kapitalgesellschaften als Corporate Governance und bei Fonds als Fund Governance bezeichnet. Sie können sich aus Gesetzen, Rechtsprechung, Empfehlungen von Expertengremien, Marktstandards und Verhandlungen der Beteiligten im Einzelfall ergeben.

In einigen Bereichen lässt ein enges gesetzliches Regelwerk nur sehr eingeschränkt Abweichungen zu. Bei börsennotierten Unternehmen sehen Aktien- und Kapitalmarktgesetze zahlreiche Vorgaben zu Corporate Governance vor. Diese werden flankiert durch Empfehlungen der Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex. Bei Publikumsfonds (Wertpapierfonds und andere offene Fonds) gibt es ebenfalls eine Vielzahl von Vorgaben im Investmentgesetz sowie Wohlverhaltensregeln des BVI. Im Segment der geschlossenen Fonds, die sich an Kleinanleger richten (Retail-Fonds), hat die Rechtsprechung zu Publikumsgesellschaften den gesetzlichen Rahmen konkretisiert.

Besonderheiten bei Private Equity Fonds

Anders stellt sich die Lage bei geschlossenen Fonds dar, die sich an institutionelle Investoren (Banken, Versicherungen, Pensionsfonds, Dachfonds) richten. Dazu zählen beispielsweise Private Equity Fonds (Buyout und Venture Capital) und andere alternative Anlageformen wie Mezzanine-, Infrastruktur-, Immobilien- und Hedgefonds. Dem internationalen Standard entsprechend sind diese Fonds meist in der Rechtsform einer Personengesellschaft errichtet (Delaware/UK limited partnership; deutsche Kommanditgesellschaft). Diese verbindet steuerliche Transparenz mit beschränkter Haftung für die Investoren. Im Personengesellschaftsrecht gibt es zudem weniger zwingende gesetzliche Vorgaben als für Kapitalgesellschaften. Dieser Befund trifft auf die meisten Fondsstandorte zu (USA, UK, Offshore-Standorte, Deutschland).

Aus dieser Flexibilität folgt, dass individuellen Verhandlungen zwischen den Parteien eine große Rolle zukommt. Zudem sind Investoren bei geschlossenen Fonds, anders als bei börsennotierten Aktien oder offenen Fonds, grundsätzlich an ihre Anlageentscheidung für die gesamte Fondslaufzeit gebunden. Ein Sekundärmarkt für Fondsanteile existiert nur informell, so dass ein Exit über einen Anteilsverkauf nur eingeschränkt möglich ist. Umso wichtiger ist die Kenntnis der aktuellen best practice im Markt.

ILPA Prinzipien 1.0 und 2.0

Die Institutional Limited Partners Association (ILPA) ist ein gemeinnütziger Verband von institutionellen Anlegern, die in Private Equity Fonds investieren. ILPA will eine größere Transparenz der Vertragsbedingungen erreichen und eine Diskussion mit Fondsmanagern über langfristig erfolgreiche Strukturen zum Wohle der Anlageklasse Private Equity anstoßen. ILPAs Wort hat in der Branche Gewicht. Ihre mehr als 240 Mitglieder halten Private Equity-Beteiligungen von mehr als einer Billion US-Dollar.

Im September 2009 veröffentlichte ILPA zum ersten Mal eine Reihe von Regeln zur Fund Governance bei Private Equity Fonds: die „ILPA Private Equity Principles“ (ILPA-Prinzipien 1.0). ILPA stellt drei Grundsätze für die Governance-Struktur von Private Equity Fonds auf: Interessengleichlauf, Anlegerschutz und Transparenz.

Die Veröffentlichung fiel in eine Zeit, in der die Verhandlungsposition der Fondsmanager durch die Finanzkrise geschwächt war. Die Publikation löste ein großes Echo in der Branche aus: Investoren begrüßten dies als wichtigen Beitrag für Vertragsverhandlungen, während die Manager in vielen Punkten eine Abweichung von bisherigen Marktstandards sahen.

Im Januar 2011 veröffentlichte ILPA eine überarbeitete Fassung der Grundsätze: die „ILPA-Prinzipien 2.0“. Die drei Kernprinzipien blieben unverändert. ILPA bemühte sich darin, Einzelheiten zu präzisieren und auf Kritik der Manager einzugehen. Insgesamt werden knapp 100 Einzelaspekte von Fondsstrukturen diskutiert, von denen einige hier dargestellt werden.

Interessengleichlauf und Vergütungsstrukturen

Wichtigster Grundsatz ist die Forderung nach einem Gleichlauf der Interessen von Investoren und Managern. Die Vergütungsstrukturen sollen Erfolgsanreize setzen und Fehlanreize vermeiden. Die Vergütung der Manager bei Private Equity Fonds setzt sich aus verschiedenen Komponenten zusammen. ILPA betont, dass eine variable, erfolgsabhängige Vergütung immer der wichtigste Bestandteil sein soll, während feste, erfolgsunabhängige Komponenten lediglich anfallende Kosten erstatten sollen, um erfolgsbezogene Anreize zu setzen. Zudem sollen die Manager selbst Kapital einsetzen (meist 1% bis 3% des gesamten Fondskapitals), um eigenes Geld „im Feuer“ zu haben und zu riskante Beteiligungen zu vermeiden („skin in the game“). Auf eine Offenlegung der Vergütungsverteilung innerhalb des Managementteams, wie noch in den ILPA-Prinzipien 1.0 verlangt, wird nunmehr verzichtet.

Die Manager erhalten eine kapitaldisproportionale Gewinnbeteiligung (Carried Interest; Carry), meist in Höhe von 20% des Gewinns, sind aber zu einem geringeren Teil am eingesetzten Kapital beteiligt. Bereits die ILPA-Prinzipien 1.0 sahen eine klare Präferenz für whole-of-fund Carry-Strukturen

vor, wie sie in Europa üblich sind. Eine Auszahlung des Carry erfolgt erst, nachdem die Investoren über die gesamte Fondslaufzeit ihr eingesetztes Kapital plus eine Mindestverzinsung (hurdle rate) zurück erhalten haben.

Die ILPA-Prinzipien 2.0 berücksichtigen, dass viele US-Fonds eine Einzelinvestment-bezogene Auszahlungsregelung vorsehen (deal-by-deal Carry). Soweit sich bei einer späteren Gesamtabrechnung herausstellt, dass den Managern zu viel gezahlt wurde, besteht eine Rückzahlungspflicht (Clawback). ILPA will Überzahlungen vermeiden und knüpft die Auszahlung an bestimmte Voraussetzungen (Einbeziehung sämtlicher, nicht bloß Deal-bezogener Kosten, Gebühren, Steuern, Abschreibungen). Die Rückzahlung soll zeitnah erfolgen und u.a. durch Treuhandkonten (Escrow, mindestens 30% des ausgezahlten Betrages) und durch gesamtschuldnerische Garantien des Managements oder verbundener Unternehmen besichert werden. Anders als zuvor erkennt ILPA nun an, dass die Rückzahlung unter Abzug von Steuern erfolgt. Dabei soll aber nicht, wie üblich, auf einen einheitlichen (Höchst-)Steuersatz für alle Manager, sondern auf die vom jeweiligen Manager tatsächlich gezahlten Steuern unter Berücksichtigung von Anrechnungsmöglichkeiten abgestellt werden. ILPA widmet dem Carry Clawback einen Anhang (Appendix B).

Die Verwaltungsgebühr (Management Fee) soll nur die tatsächlichen Kosten abdecken und nach Ablauf der Investitionsperiode gesenkt werden. Etwaige weitere Einnahmen und Beratungsgebühren, die das Fondsmanagement von den Portfolio-Gesellschaften bezieht, sollen nach ILPA vollständig auf die Verwaltungsgebühr angerechnet werden und dem Fonds zugutekommen (fee offset).

Für den Fall, dass sich das Management im Rahmen von Co-Investments mit dem Fonds an Investments beteiligt, soll dies nicht selektiv geschehen, sondern muss mit dem Fonds in alle Portfolio-Gesellschaften investiert werden.

Governance und Investorenrechte

Das Fondsmanagement ist für die Geschäftsführung allein verantwortlich. Daher sollen Veränderungen im Personalbestand angezeigt werden. Das Ausscheiden einer bestimmten Zahl von Managern aus der Geschäftsführung (Key Person Event) soll automatisch zu einer Aussetzung der Investitionstätigkeit des Fonds führen. Die prospektierte Anlagestrategie soll beibehalten (kein style drift) und Anlagegrenzen eingehalten werden.

Bei einem Fehlverhalten (cause) sollen die Investoren das Management ausschließen bzw. die Anlageperiode oder die Laufzeit des Fonds mit einfachem Mehrheitsbeschluss beenden können. Auch ohne Fehlverhalten der Manager soll der Fondsvertrag Investorenrechte vorsehen, die durch Gesellschafterbeschluss mit qualifizierter Mehrheit ausgeübt werden können (no fault-Rechte). Die Investitionsperiode kann mit 2/3-Mehrheit (ILPA-Prinzipien 1.0: einfache Mehrheit) beendet werden und die Investoren können die Abwahl des Fondsmanagement bzw. die vorzeitige Beendigung der Gesellschaft mit 3/4-Mehrheit (ILPA-Prinzipien 1.0: 2/3-Mehrheit) beschließen.

Neben der Gesellschafterversammlung betont ILPA die Rolle des Investorenbeirats und widmet diesem einen ganzen Anhang (Appendix A). Mögliche Interessenkonflikte des Managements sollen dem Investorenbeirat offen gelegt werden und bestimmte Transaktionen bedürfen seiner Zustimmung.

Transparenz

Die ILPA-Prinzipien 2.0 enthalten einen neuen Anhang (Appendix C inkl. Standardized Reporting Format), der Vorgaben für das Berichtswesen, Kapitalabruf- und Auszahlungsmitteilungen enthält. Daneben soll das Management sämtliche Gebühren und sonstigen Einkünfte offen legen. Neu ist, dass das Management im Jahresabschluss einen Abschnitt zum Risikomanagement auf Ebene des Fonds und der Portfoliounternehmen aufnehmen soll (z.B. zu Kredit- und Währungsrisiken). Weitere Vorgaben werden für Quartalsberichte und den Jahresabschluss gemacht.

Fazit

ILPA betont, dass die Prinzipien nicht als Checkliste zu verstehen seien und Besonderheiten des jeweiligen Fonds berücksichtigt werden müssen. In vielen Punkten stellen die ILPA-Prinzipien eine Weiterentwicklung bestehender Marktstandards dar: Evolution statt Revolution. Eine große Zahl von Fonds hat die drei Kerngedanken (Interessengleichlauf, Governance, Transparenz) der ILPA-Prinzipien ausdrücklich anerkannt. Dennoch werden Investoren und Manager Einzelpunkte weiterhin hart verhandeln. Weiteren Einfluss auf die Fund Governance wird die Änderung des regulatorischen Umfelds für Fonds haben (AIFM-Richtlinie, Dodd-Frank-Act). Für institutionelle Investoren und Fondsinitiatoren bedeutet dies, dass das Hinzuziehen erfahrener Berater mit Kenntnis der best practice unerlässlich ist, um die enger werdenden Verhandlungsspielräume zu nutzen.

Weitere Informationen im Kanzleiprofil am Ende des Handbuchs.

Tarek Mardini

Uwe Bärenz

P+P Pöllath + Partners, Berlin

Tarek Mardini, LL.M. (UConn) und **Uwe Bärenz** sind Rechtsanwälte im Berliner Büro von P+P Pöllath + Partners.

Tarek Mardini, LL.M. (UConn) ist Counsel und spezialisiert auf die gesellschafts-, aufsichts- und steuerrechtliche Beratung von Investoren und Managern von Private Equity-Fonds und alternativen Anlagenformen. Er studierte in Berlin, UK und den USA (Fulbright-Stipendium), arbeitete ein Jahr in einer renommierten Kanzlei in den USA und ist seit 2005 als Rechtsanwalt bei P+P tätig. Er ist Vorstandsmitglied der Deutsch-Amerikanischen Juristen-Vereinigung.

Uwe Bärenz ist Partner im Bereich Private Funds und berät seit 1999 institutionelle Investoren, Manager, Initiatoren und Intermediäre bei alternativen Kapitalanlagen und entsprechenden Fondsstrukturen. Dabei stehen die Erarbeitung und Umsetzung steuer-, gesellschafts- und aufsichtsrechtlicher Konzepte im Rahmen von Produktgestaltungen und Beteiligungsstrukturen im Vordergrund.