Recht der Finanzinstrumente

10. Jg. | 14.9.2020 | Seiten 161–240 | www.rdf-online.de

3 . 2020

Betriebs-Berater Kapitalmarkt

EDITORIAL

Prof. Dr. Jan Pieter Krahnen: Wie Europa die Kapitalmarktunion realisieren kann 161

AUFSÄTZE

AUFSICHTSRECHT

Prof. Dr. Christoph Schalast und Emre Türkmen: Anleihekäufe der EZB nach dem PSPP-Urteil des BVerfG 164

Lennart Lorenz und Adrian Heuzeroth: Convertible Loans (Wandeldarlehen) mit qualifiziertem Rangrücktritt – Gelddarlehen nach § 285 Abs. 2 KAGB? 170

ZIVILRECHT

Tarek Mardini und Dr. Christian Hillebrand: Sekundärtransaktionen bei geschlossenen Fondsbeteiligungen – Liquiditätsoptionen (nicht nur) in Corona-Zeiten 178

STEUERRECHT

Marco Brinkmann: Mitteilungspflicht grenzüberschreitender Steuergestaltungen mit Finanzinstrumenten – Klärung durch Umsetzungsgesetz und Entwurf eines BMF-Schreibens? 186

Florian Lechner und Oliver Staatz: Finanzinstrumente zur Absicherung und § 8b KStG 192

Dr. Philip Jensch, Gabriele Petzold und Christian Ebner: Kapitalbeteiligungs- und Immobilienquote bei Investmentfonds: Praktische Probleme der Quotenermittlung 200

Marc Roth-Lebeau und René Mohr: Quellenbesteuerung grenzüberschreitender Privatdarlehen in der EU 208

BILANZRECHT

Dr. Martin Bünning: Abweichungen des aufsichtsrechtlichen Kapitalbegriffs von der handels- und steuerbilanziellen Behandlung 212

LÄNDERREPORT

Dr. Harald S. Glander und Thomas Scharfenberg: RdF-EU-Report: Aktuelle Entwicklungen im Aufsichtsrecht für den Kapitalmarkt 220

Fachmedien Recht und Wirtschaft | dfv Mediengruppe | Frankfurt am Main

Sekundärtransaktionen bei geschlossenen Fondsbeteiligungen – Liquiditätsoptionen (nicht nur) in Corona-Zeiten

Beteiligungen an geschlossenen Fonds sind attraktive Kapitalanlagen für institutionelle Investoren. Sie haben aber im Vergleich zu vielen anderen Anlagemöglichkeiten einen Nachteil: Sie sind grundsätzlich illiquide. Seit der Finanzkrise 2008/09 hat sich aber ein stark wachsender Sekundärmarkt entwickelt, um den „Pferdefuß" der Illiquidität zu kompensieren. Krisenzeiten sind oft durch erhöhte Unsicherheiten über die Zukunft und damit erhöhten Liquiditätsbedarf geprägt. Daher suchen in der derzeitig noch andauernden, durch COVID-19 bedingten Krisensituation Investoren verstärkt nach Liquiditätsoptionen. Gleichzeitig benötigen Fondsmanager oftmals mehr Zeit und teilweise auch frisches Kapital, um das Portfolio ihrer Fonds zu stabilisieren und besser zu entwickeln. Zugleich gibt es viele Investoren, die die oftmals reduzierten Unternehmensbewertungen als attraktive Investitionschance sehen. Für all diese Interessen bieten Sekundärtransaktionen (secondaries) Lösungen, indem bestehende „gebrauchte" Fondsbeteiligungen verkauft werden. Inzwischen besteht der Sekundärmarkt aus einer reichhaltigen „Toolbox" an Strukturen und Instrumenten, die vielfältige, maßgeschneiderte Liquiditätslösungen ermöglichen. Der nachfolgende Beitrag erläutert das Grundkonzept von Sekundärtransaktionen, zeigt Strukturierungsvarianten auf und adressiert vertragliche, rechtliche und steuerliche Aspekte. Gleichzeitig beleuchtet er das Potenzial von Sekundärtransaktionen in der Krise und die Auswirkungen der Corona-Situation auf den Secondary-Bereich.

Tarek Mardini, LL.M. (UConn), RA, und Dr. Christian Hillebrand, M.Litt. (St. Andrews), EMBA, RA

I. Begriff und Marktentwicklungen

Geschlossene Fondsbeteiligungen sind von ihrer strukturellen Natur her höchst illiquide. Investoren verpflichten sich mit ihrer verbindlichen Kapitalzusage, dem Fonds über seine mehrjährige Laufzeit hinweg (im Bereich Private Equity regelmäßig zehn bis zwölf Jahre zzgl. etwaiger Verlängerungen) auf Abruf bestimmte Geldbeträge im Rahmen der zugesicherten Kapitalzusage zur Verfügung zu stellen, und müssen davon ausgehen, dass Kapitalrückflüsse grundsätzlich nicht vor Beendigung der Laufzeit erfolgen (vorbehaltlich zwischenzeitlicher Ausschüttungen).[1]

Um in diesem illiquiden Umfeld Optionen für Investoren zu schaffen, ihre Beteiligungen am Fonds bereits vor Ablauf der Laufzeit veräußern zu können, hat sich der Markt der sog. Sekundärtransaktionen in den vergangenen Jahren stark entwickelt.

Sekundärtransaktionen in Bezug auf Fondsbeteiligungen (fund secondaries) sind eine Art Zweiterwerb einer Fondsbeteiligung von einem Verkäufer, der die Beteiligung üblicherweise bei der Erstausgabe im Rahmen der Errichtung des Fonds erworben hat.[2] Hintergrund der Illiquidität von geschlossenen Fondsbeteiligungen ist häufig, dass die Anlagen des Fonds selbst regelmäßig höchst illiquide sind und es daher zu Liquiditätsproblemen auf Ebene des Fonds kommen würde, wenn ein Investor jederzeit die Rücknahme seiner Fondsbeteiligung durch die Fondsgesellschaft verlangen könnte.[3]

Gerade im Bereich von Private Equity Fonds ist dies gut darstellbar: Ein Private Equity Fonds investiert in Portfoliounternehmen und erwirbt an diesen eine Eigenkapitalbeteiligung. Wenn nun ein Investor des Private Equity Fonds seine Beteiligung am Fonds zurückgeben würde (und sein eingesetztes Kapital zurückverlangt), müsste der Private Equity Fonds möglicherweise ein von ihm erworbenes Portfoliounternehmen veräußern. Dass dies bei (nicht börsennotierten, d. h. privaten) Portfoliounternehmen weder wirtschaftlich noch praktisch sinnvoll möglich ist, liegt dabei auf der Hand. Anders wäre dies bspw. bei einem typischen Akti-

1 *Boxberger/Wilmes*, in: Jesch/Striegel/Boxberger (Hrsg.), Rechtshandbuch Private Equity, 2. Aufl. 2020, § 7, Rn. 1. Zum Lebenszyklus eines Fonds vgl. *Schwarz van Berk/Euhus*, in: Pöllath/Rodin/Wewel (Hrsg.), Private Equity und Venture Capital Fonds, 2018, § 3.

2 *Boxberger/Wilmes*, in: Jesch/Striegel/Boxberger (Hrsg.), Rechtshandbuch Private Equity, 2. Aufl. 2020, § 7, Rn. 2.

3 *Mardini*, in: Pöllath/Rodin/Wewel (Hrsg.), Private Equity und Venture Capital Fonds, 2018, § 37, Rn. 2.

enfonds zu bewerten, der bei Rückgabeverlangen eines Investors einfach einen Teil der von ihm gehaltenen und öffentlich gehandelten börsennotierten Aktien veräußert, um dem Rückgabeverlangen seines Investors nachzukommen.

Der Markt für Sekundärtransaktionen ist (mit wenigen Ausnahmen) sehr informell, d. h., es gibt i. d. R. keinen öffentlichen Handel mit den Beteiligungen. Käufer und Verkäufer finden daher entweder auf Vermittlung des jeweiligen Fonds selbst oder mit Hilfe von sog. Intermediären zusammen.[4] Als Käufer kommen regelmäßig Mitinvestoren in dem jeweiligen Fonds sowie auf den Sekundärerwerb von Fondsbeteiligungen spezialisierte Dachfonds (secondary funds) in Betracht.[5]

Der Markt für Sekundärtransaktionen bei geschlossenen Fondsbeteiligungen hat sich in letzten Jahren rasant entwickelt. Lag das Transaktionsvolumen vor gut zehn Jahren weltweit noch bei etwa zehn Mrd. US-Dollar, ist dieses im vergangenen Jahr auf rund 88 Mrd. US-Dollar gewachsen.[6] War der Markt zunächst von vornehmlich investoreninitiierten Transaktionen (LP-led transactions, s. Abschn. III.) geprägt, haben mittlerweile auch die Fondsmanager selbst die Vorzüge von Sekundärtransaktionen erkannt und führen vermehrt fondsmanagerinitiierte Transaktionen (GP-led transactions, s. Abschn. IV.) durch.

II. Besondere Herausforderungen durch Corona

Die wirtschaftlichen Verwerfungen durch die Corona-Krise betreffen die Zielunternehmen von Fonds und damit auch die Ertragsaussichten von Fondsbeteiligungen. Die größten Untersicherheiten bestehen dabei in Bewertungsfragen. Dies hat dazu geführt, dass in den ersten Monaten der Corona-Krise (insbesondere im März/April 2020) viele Transaktionen zunächst angehalten wurden. Seit Mai hat sich das Geschäft wieder belebt. Es bestehen aber immer noch regelmäßig abweichende Bewertungsvorstellungen von Käufern und Verkäufern (sog. bid ask spread). Zugleich ist die Corona-Krise zunächst eine Krise der operativen Unternehmen, die teilweise im Lockdown keine Produkte herstellen bzw. vertreiben konnten oder mit unterbrochenen Lieferketten zu kämpfen hatten. Anders als die Finanzkrise von 2008/09 handelt es sich (bislang) nicht um eine Liquiditätskrise, wenn es auch in Krisenzeiten immer einen Trend zu liquiden Anlagen gibt. Dadurch kam es bislang nur zu vereinzelten Notverkäufen. Es gibt es einige Instrumente (earn outs, deferred payments, MAC-Klausel, s. Abschn. V. 1.), die den Parteien bei Sekundärtransaktionen mehr Transaktionssicherheit geben.

III. Investoreninitiierte Transaktionen (LP-led transactions)

Im traditionellen Markt der Sekundärtransaktionen finden sich hauptsächlich investoreninitiierte Transaktionen wieder. Die Gründe, aus denen ein Investor seine Beteiligung an einem geschlossenen Fonds auf dem Sekundärmarkt veräußern möchte, können sehr vielfältig sein.

Neben dem Bedürfnis nach Liquidität können Sekundärtransaktionen auch ein beliebtes Instrument des aktiven Portfoliomanagements des Investors darstellen. So können etwa der Strategiewechsel des Investors (z. B. die Reallokation von einer Asset-Klasse in die nächste) oder die Unzufriedenheit des Investors mit der Entwicklung der Fondsbeteiligung einen wichtigen Grund für die Entscheidung zur Veräußerung der Fondsbeteiligung sein.[7] Aber auch regulatorisch kann sich auf Grund der Veränderung von Gesetzen und Schwellenwerten bei institutionellen und regulierten Investoren das Bedürfnis ergeben, einen Teil des Portfolios an geschlossenen Fondsbeteiligungen zu veräußern.[8]

Nicht zuletzt kann sich regelmäßig auch bei Dachfonds, deren Anlagestrategie in der Beteiligung an Zielfonds einer bestimmten Anlageklasse und/oder in einer bestimmten Region besteht, das Bedürfnis zur vollständigen Veräußerung des Portfolios ergeben – dies insbesondere dann, wenn der Dachfonds selbst am Ende seiner Laufzeit ist und die Investoren des Dachfonds nicht das Ende der Laufzeit aller unter dem Dachfonds liegenden Fondsbeteiligungen abwarten möchten (sog. tail end portfolio sale). In einem solchen Szenario werden typischerweise sämtliche Fondsbeteiligungen des Dachfonds-Portfolios zusammengefasst und als ein „Paket“ verkauft (Portfolio-Transaktion).

1. Portfolio-Transaktionen und Ablauf von Bieterverfahren

Investoreninitiierte Sekundärtransaktionen in Form von Portfolio-Transaktionen werden häufig als Auktions-/Bieterverfahren strukturiert. Zu Beginn des Prozesses beauftragt der Verkäufer typischerweise einen Intermediär (financial adviser), der sodann den Prozess strukturiert und mit Hilfe erfahrener Rechtsanwälte steuert. Der Prozess gestaltet sich, angelehnt an ähnliche Bie-

4 *Mardini*, in: Pöllath/Rodin/Wewel (Hrsg.), Private Equity und Venture Capital Fonds, 2018, § 37, Rn. 3.
5 S. zur Abgrenzung zu sog. Secondary Direct-Transaktionen auch *Mardini*, in: Pöllath/Rodin/Wewel (Hrsg.), Private Equity und Venture Capital Fonds, 2018, § 37, Rn. 1, 4 ff.
6 Vgl. *Greenhill*, Global Secondary Market Trends & Outlook (July 2019), S. 2. Konservativer *Setter Capital*, Volume Report FY 2019, S. 4 (84,5 Mrd. US-Dollar); *Lazard*, Financial Sponsor Secondary Market 2019 Year-End Review, S. 1 (83 Mrd. US-Dollar).
7 *Jinkens/Kleymenova*, in: Talmor/Vasvani (Hrsg.), International Private Equity, 2011, S. 192.
8 Dazu können bspw. aufsichtsrechtliche Vorgaben für regulierten Investoren nach der AnlV, Solvency II oder dem Bankaufsichtsrecht (Basel IV/CRD/CRR oder dem US Dodd-Frank Act) führen.

terverfahren aus dem M&A-bereich, dabei typischerweise wie folgt:[9]

Nach Aufbereitung sämtlicher Portfoliounterlagen in einem Datenraum und dem Abschluss von Vertraulichkeitsvereinbarungen (non-disclosure agreements – NDA) mit möglichen Käufern erhalten diese Zugriff auf die Fondsdokumente, um sich einen Überblick über das Portfolio zu verschaffen.[10] Nach einer zuvor festgelegten Zeit (üblicherweise wenige Wochen) werden die potentiellen Käufer gebeten, eine nicht-verbindliche Absichtserklärung in Form eines sog. Letter of Intent (LoI) abzugeben.[11] Auf Grundlage der erhaltenen LoI und des von den potentiellen Käufern in Aussicht gestellten Kaufpreises wird der Verkäufer dann zwei bis drei Bieter in die nächste Runde des Auktionsverfahrens einladen, in welcher diese nach weiterer eingehender Prüfung des Zielfondsportfolios am Ende ein verbindliches Angebot (binding LoI) abgeben können.

Neben dem rein preislichen Aspekt ist bei der Auswahl des Käufers auch die sog. Transaktionssicherheit von Bedeutung. Hierunter fallen insbesondere die Erfahrung des potentiellen Käufers mit ähnlichen Transaktionen und zu erwartende Schwierigkeiten bei der Verhandlung der Verträge. Um letzteren Punkt einschätzen zu können, erhalten die Bieter der zweiten Auktionsrunde teilweise bereits in diesem Stadium den Entwurf eines Kaufvertrags mit der Bitte um Durchsicht und Kommentierung. Nach Auswahl des erfolgreichen Bieters und finaler Verhandlung sowie Unterzeichnung des Kaufvertrags (sale and purchase agreement – SPA) beginnt die Vorbereitung des sog. Closing-Prozesses, mit dem nach dem schuldrechtlichem Verpflichtungsgeschäft auch das sachenrechtliche Verfügungsgeschäft in Form der Übertragung der einzelnen Fondsbeteiligungen vollzogen werden soll.

Die Übertragung der Fondsbeteiligungen erfolgt dann anhand von Übertragungsverträgen (transfer agreements). Bei diesen handelt es sich nicht um bilaterale Verträge zwischen Verkäufer und Käufer, sondern meist um trilaterale Verträge zwischen Käufer, Verkäufer und dem jeweiligen Fonds bzw. Fondsmanagement.[12] Hintergrund ist, dass die Fondsverträge üblicherweise vorsehen, dass der Fondsmanager der Übertragung einer Beteiligung an dem Fonds zustimmen muss. Nur so kann der Fonds sicherstellen, dass die an ihm beteiligten Investoren die regulatorisch und steuerlich erforderlichen Qualifikationen aufweisen (s. Abschn. V. 2).[13] Zugleich behält der Manager, auch mit Blick auf künftige Fundraisings, die Kontrolle über seinen Investorenkreis.

2. Einzel-Transaktionen

Eine von einem Investor initiierte Sekundärtransaktion kann sich auch lediglich auf eine einzelne Beteiligung an einem speziellen Zielfonds beziehen. Die Gründe hierfür können auch wieder vielfältig sein (z. B. kurzfristiger Liquiditätsbedarf oder in der Unzufriedenheit mit der wirtschaftlichen Performance des Fonds). Nachteil einer solchen Einzeltransaktion ist, dass das Volumen regelmäßig geringer ist und die Transaktionskosten relativ gesehen höher sind. So wird meist die Einschaltung eines Intermediärs aus Kostengründen ausscheiden.[14]

Entsprechend ist eine Veräußerung regelmäßig im Kreise der Mitinvestoren des betreffenden Zielfonds sinnvoll. So sehen einige Gesellschaftsverträge ausdrücklich vor, dass bei beabsichtigtem Verkauf einer Beteiligung zunächst den Mitinvestoren ein Vorkaufsrecht (sog. right of first offer/refusal – ROFR) eingeräumt wird. Hier ist zunächst der Fondsmanager über die beabsichtigte Veräußerung zu informieren, damit dieser die anderen Bestandsinvestoren über die Höhe der angebotenen Beteiligung informiert. Nach Ablauf einer (meist vorgeschriebenen) Periode können Mitinvestoren ihr Interesse geltend machen. Gibt es mehr als einen Interessenten, erfolgt eine pro-rata-Aufteilung des Verkaufs an die verschiedenen, interessierten Mitinvestoren.

Gibt es hingegen kein Vorkaufsrecht der Mitinvestoren, werden diese bei Einzeltransaktionen dennoch häufig mit eingebunden. Regelmäßig werden im Rahmen der Erstbeteiligung von Investoren an einem Fonds sog. Nebenvereinbarungen (side letter) zwischen Investoren und Fonds bzw. Fondsmanagement geschlossen. Inhalt dieser Nebenvereinbarungen kann dabei auch sein, dass das Fondsmanagement sich gegenüber dem Investor verpflichtet, über Veräußerungsabsichten eines Mitinvestors informiert zu werden.

IV. Fondsmanagerinitiierte Transaktionen (GP-led transactions)

Neben den „traditionellen" Sekundärtransaktionen, die auf Initiative der Investoren erfolgen, haben gerade in den letzten Jahren auch Sekundärtransaktionen zunehmend an Bedeutung gewonnen, die seitens des Fondsmanagements initiiert wurden (GP-led transactions).[15] Die Ausgestaltungen können hierbei ganz unterschiedlich sein. Es lassen sich verschiedene Kategorien bilden.

9 Ausführlich hierzu *Mardini*, in: Pöllath/Rodin/Wewel (Hrsg.), Private Equity und Venture Capital Fonds, 2018, § 37, Rn. 23 ff.; *Jinkens/Kleymenova*, in: Talmor/Vasvani (Hrsg.), International Private Equity, 2011, S. 195 ff.
10 *von Beauvais/Hellich*, in: Jesch/Striegel/Boxberger (Hrsg.), Rechtshandbuch Private Equity, 2. Aufl. 2020, § 19, Rn. 144.
11 *von Beauvais/Hellich*, in: Jesch/Striegel/Boxberger (Hrsg.), Rechtshandbuch Private Equity, 2. Aufl. 2020, § 19, Rn. 142.
12 *Mardini/Schwarz van Berk*, AbsolutReport 2009-05, 28, 29.
13 *Mardini*, in: Pöllath/Rodin/Wewel (Hrsg.) Private Equity und Venture Capital Fonds, 2018, § 37, Rn. 75, 78.
14 *Mardini/Schwarz van Berk*, AbsolutReport 2009-05, 28, 29.
15 2018 lag der Anteil von GP-led Transactions am Gesamtvolumen des Secondary-Markts bei 32 %; vgl. *Greenhill*, Secondary Market Analysis – another record for transaction volume, 31.1.2019.

1. Tender Offer

Sowohl im Bereich von Fonds für institutionelle Anleger als auch gerade auch im Bereich von Fonds für Privatanleger (retail funds) haben sich im Bereich der fondsmanagerinitiierten Transaktionen die sog. Tender Offer etabliert. Die englische Bezeichnung „Tender" lehnt sich an die Bezeichnung für öffentliche Übernahmen bei börsennotierten Aktien an. Dabei hat das Fondsmanagement einen geeigneten Käufer für einen (Groß-)Teil des Fonds identifiziert und bietet den Anlegern im Rahmen eines strukturierten Prozesses an, ihre jeweilige Beteiligung zu einem festen, vorab abgestimmten Preis an den Käufer zu veräußern und allen oder einem großen Teil der Anleger eines Fonds hierdurch vorzeitig Liquidität zu schaffen.[16]

Der Käufer legt hierfür mit dem Fondsmanagement einen einheitlichen Kauf- und Übertragungsvertrag sowie einen einheitlichen Preis in Bezug auf den Nettoinventarwert der Beteiligung fest. Durch den Verzicht auf individuelle Verhandlungen sollen eine faire Behandlung aller Anleger sichergestellt und zugleich Transaktionskosten reduziert werden. Die Investoren erhalten seitens des Fondsmanagements eine Erläuterung über das „Angebot" und den Prozess. Innerhalb einer festgelegten Angebotsfrist haben die Investoren die Möglichkeit, dem Käufer ihre Beteiligung anzudienen. Rechtlich gesehen handelt es sich dabei seitens des Käufers gegenüber den Anlegern noch nicht um ein rechtlich verbindliches Angebot zum Abschluss eines Vertrags i. S. v. § 145 BGB, sondern zunächst nur um eine Invitatio ad Offerendum, d. h. die Aufforderung zur Abgabe eines Angebots.[17] Rechtlich bindende Willenserklärungen werden hingegen erst durch Abgabe eines Angebots (die Andienung) des jeweiligen Anlegers gegenüber dem Käufer und – im Nachgang – die Annahmeerklärung des Käufers i. S. d. § 147 BGB abgegeben.

Auch wenn eine Tender Offer strukturell einem Übernahmeangebot i. S. v. §§ 29 WpÜG ähnelt, sind die bei Übernahmeangeboten geltenden rechtlichen Rahmenbedingungen des WpÜG auf die hier beschriebenen Tender Offer nicht anwendbar.[18] Dies folgt daraus, dass es sich bei Beteiligungen an (nicht börsennotierten, d. h. „privaten") geschlossenen Fondsbeteiligungen aufsichtsrechtlich nicht um Wertpapiere handelt, an deren Eigenschaft die §§ 29 ff. WpÜG knüpfen.[19] Eine vergleichbare Vorschrift auch für nicht-börsennotierte Fondsbeteiligungen existiert jedoch (bisher) nicht, so dass die beteiligten Akteure (aufsichts-)rechtlich weitgehend frei sind in der Gestaltung der Transaktion.

2. Fonds-Restrukturierung

Eine ähnliche, wenn auch weitaus komplexere Ausgestaltung einer fondsmanagementinitiierten Sekundärtransaktion ist die sog. Fonds-Restrukturierung (fund restructuring).[20] Bei dieser wird ähnlich wie bei einem Tender Offer den bestehenden Investoren angeboten, dass ein externer Dritter deren Anteile in einem vorher zusammen mit dem Fondsmanagement strukturierten Verfahren und zu einem festgelegten Kaufpreis erwirbt.[21] Hierdurch wird den Bestandsinvestoren wieder eine vorzeitige Liquiditätslösung zur Verfügung gestellt.

Daneben verpflichtet sich der Käufer jedoch auch gegenüber dem Fonds bzw. dem Fondsmanagement, eine weitere Kapitalzusage an dem bestehenden Fonds zu übernehmen.[22] Mit dem frischen Kapital des Käufers ausgestattet, erwirbt der Fonds dann in der Folgezeit entweder neue Beteiligungen und/oder geht Folgeinvestitionen in bereits bestehende Portfoliounternehmen ein. Letzteres kann insbesondere auch im Bereich von Venture Capital relevant werden, wenn etwa ein erfolgreiches Portfoliounternehmen eines Fonds eine neue Finanzierungsrunde beabsichtigt, der Fonds aber keine weiteren ausstehenden Kapitalzusagen der Bestandsinvestoren hat. Durch diese Rekapitalisierung des Fonds in Folge der „frischen" Kapitalzusage des Käufers wird der Fonds auch in künftigen Finanzierungsrunden des Portfoliounternehmens teilnehmen können. Komplex wird eine solche Fonds-Restrukturierung insbesondere durch den Umstand, dass bei der Berechnung der Ergebniszuweisungen und Ausschüttungen an die Investoren der neue Investor eine Auszahlungspräferenz haben möchte. Hier gilt es, die Interessen aller Investoren sachgerecht zu adressieren. Zudem kann es wirtschaftlich sinnvoll sein, einen „Neustart" bei den Vergütungsregeln (fund economics) für das Fondsmanagement zu

16 *Mardini*, in: Pöllath/Rodin/Wewel (Hrsg.), Private Equity und Venture Capital Fonds, 2018, § 37, Rn. 12.

17 Vgl. hierzu allgemein *Busche*, in: Säcker u. a. (Hrsg.), Münchener Kommentar zum BGB, Bd. 1, 8. Aufl. 2018, § 145, Rn. 10; *Armbrüster*, in: Erman, BGB, 15. Aufl. 2017, § 145, Rn. 4. Für Sekundärtransaktionen: *Mardini*, in: Pöllath/Rodin/Wewel (Hrsg.), Private Equity und Venture Capital Fonds, 2018, § 37, Rn. 12; *Jinkens/Kleymenova*, in: Talmor/Vasvani (Hrsg.), International Private Equity, 2011, S. 195 ff.

18 § 1 Abs. 1 WpÜG: Dieses Gesetz ist anzuwenden auf Angebote zum Erwerb von Wertpapieren, die von einer Zielgesellschaft ausgegeben wurden und zum Handel an einem organisierten Markt zugelassen sind; vgl. hierzu: *Angerer*, in: Angerer/Geibel/Süßmann (Hrsg.), WpÜG Kommentar, 3. Aufl. 2017, § 1, Rn. 58 ff.

19 Zum Übernahmeangebot i. S. v. § 29 WpÜG s. *Emmerich/Habersack*, in: Emmerich/Habersack (Hrsg.), Konzernrecht, 11. Aufl. 2020, § 9a, Rn. 7 f. Zur aufsichtsrechtlichen Einordnung der Anteile an geschlossenen Fonds: *Angerer*, in: Angerer/Geibel/Süßmann (Hrsg.), WpÜG Kommentar, 3. Aufl. 2017, § 1, Rn. 44 ff.

20 Verbreitet sind hier v. a. die „Whole of Fund Liquidity Solution" und die „Roll-over Fund Liquidity Solution" unter Einsatz eines sog. Continuation Vehicle; vgl. hierzu: *Mardini*, in: Pöllath/Rodin/Wewel (Hrsg.), Private Equity und Venture Capital Fonds, 2018, § 37, Rn. 15 ff.

21 Praxisbeispiel: *Cole*, Deal Mechanic – New lease of life, Private Equity International, Issue 151, Dez. 2016/ Jan 2017, abrufbar unter https://www.collercapital.com/sites/default/files/PEI_Irving_Place_Coller_Capital_v2_1.pdf (Abruf: 5.8.2020), 26 f.

22 *Mardini*, in: Pöllath/Rodin/Wewel (Hrsg.), Private Equity und Venture Capital Fonds, 2018, § 37, Rn. 14.

erwirken, um neue ökonomische Anreize für ein das Management des Restportfolios zu setzen.

Alternativ zur Weiterführung der bestehenden Fondsstruktur kann eine Fonds-Restrukturierung aber auch dergestalt stattfinden, dass (einige) veräußerungswillige Altinvestoren ihre Beteiligung an den Käufer veräußern und der Bestandsfonds seine Vermögenswerte in eine neues Fondsvehikel (continuation vehicle genannt) überträgt, an dem sodann diejenigen Altinvestoren, die keine Verkaufsoption ausgewählt haben, und der Neuinvestor/Käufer beteiligt sind. Auch hier wird der Käufer wieder „frisches" Kapital zur Verfügung stellen, etwa um Nachfolgefinanzierungen in Portfoliounternehmen zu sichern. Neben der vertragsrechtlich hohen Komplexität der Übertragung der Vermögenswerte auf ein neues Fondsvehikel stellen sich hierbei jedoch auch komplexe steuerrechtliche Fragen, etwa im Zusammenhang mit der Bewertung der eingebrachten Beteiligungen und einer etwaigen Aufdeckung stiller Reserven.[23]

3. Weitere Formen – insbesondere Single Asset Sale

In der Zwischenzeit hat sich eine ganze Reihe weiterer Formen von fondsmanagerinitiierten Transaktionen herausgebildet. So kann sich eine Fonds-Restrukturierung anstelle eines Portfolios auch bloß auf eine einzige Portfolio-Gesellschaft beziehen (single asset sale). In diesem Fall ähnelt die Transaktion einem Unternehmenskauf. Denkbar sind auch sog. Strip Sales, bei denen nur ein prozentualer Anteil eines Portfolios verkauft wird. Häufiger sieht man inzwischen auch Transaktionen, bei denen mit Hilfe von hybriden, tendenziell fremdkaptalartigen Finanzinstrumenten (preferred equity) eine Liquiditätslösung angeboten wird, bei welcher der Altinvestor formal Gesellschafter bleibt. Man sieht, dass sich der Bereich der Sekundärtransaktionen weiterhin dynamisch entwickelt und sich regelmäßig neue Transaktionsformen herausbilden.

V. Ausgewählte Aspekte von Sekundärtransaktionen

Genau wie in klassischen M&A-Transaktionen geht es auch in Sekundärtransaktionen regelmäßig um die Übertragung von Gesellschaftsanteilen. In vielen Punkten weisen beide Transaktionsarten Gemeinsamkeiten auf.[24] Die spezielle operative Aufgabenverteilung in geschlossenen alternativen Investmentfonds und einige bereichsspezifische Standards (z. B. Kaufpreismechanismen oder Haftungsbeschränkungen)[25] machen eine individuelle Kaufvertragsgestaltung jedoch unumgänglich. Einige der rechtlichen Besonderheiten im Bereich von Sekundärtransaktionen bei Fondsbeteiligungen sollen nachfolgend erläutert werden.

1. Besonderheiten bei Kaufverträgen

Grundsätzlich tritt der Käufer ab dem Eigentumsübergang in die Rechtsposition des Verkäufers ein. Gemeint sind sämtliche Rechte und Pflichten in Bezug auf den Fondsanteil. Um die Lastenfreiheit des Eigentums am Fondsanteil sicherzustellen, gibt der Verkäufer Zusicherungen ab. Anders als bei einem Unternehmenskauf (mit Zusicherungen zum operativen Geschäft) beschränken sich die Zusicherungen auf sog. Rechtsgarantien. Das ist dem Umstand geschuldet, dass das operative Geschäft des Fonds beim Fondsmanager liegt.[26] Zugleich gibt es 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 ohne Freistellung im Kaufvertrag auf den Käufer übergehen, selbst wenn der Verkäufer diese Ausschüttung erhalten hat. Ziel des Käufers sind deshalb Vertragsklauseln, die alle Risiken (z. B. Steuerrisiken), die auf Ereignissen (z. B. Ausschüttungen) vor dem Übertragungs- bzw. Bewertungsstichtag beruhen, auf den Verkäufer abwälzen.[27] In Sonderkonstellationen kann es sich anbieten, Risiken eher einzupreisen. Insbesondere bei veräußernden Dachfonds, die ihr eigenes Laufzeitende fast erreicht haben (tail end funds) und die im Anschluss an die Transaktion abgewikkelt werden, würden vertragliche Freistellungen regelmäßig leerlaufen, weswegen die Anpassung des Kaufpreises den praktikableren Weg bietet.

Der Kaufpreis in Sekundärtransaktionen wird meist unter Bezugnahme auf den vom Fondsmanager ermittelten Buchwert der Kapitalkonten (net asset value – NAV) des Veräußerers zu einem bestimmten Bewertungsstichtag (sog. reference- oder cut-off-date) festgelegt.[28] Bezugsgröße ist die Bewertung des Fondsma-

23 Zu steuerlichen Fragestellungen bei Secondaries s. *Mardini/Schwarz van Berk*, AbsolutReport 2009-05, 28, 32 f.; *Mardini*, Steuerliche Fallstricke beim Zweiterwerb geschlossener Fondsbeteiligungen (Fund Secondaries), HB Steuerboard, 25.9.2014, abrufbar unter https://blog.handelsblatt.com/steuerboard/2014/09/25/steuerliche-fallstricke-beim-zweiterwerb-geschlossener-fondsbeteiligungen-fund-secondaries/ (Abruf: 4.8.2020); vgl. auch *von Beauvais/Hellich*, in: Jesch/Striegel/Boxberger (Hrsg.), Rechtshandbuch Private Equity, 2. Aufl. 2020, § 19, Rn. 98 ff.

24 *Mardini*, in: Pöllath/Rodin/Wewel (Hrsg.), Private Equity und Venture Capital Fonds, 2018, § 37, Rn. 71.

25 Ausführlich zu den Besonderheiten: *Mardini*, in: Pöllath/Rodin/Wewel (Hrsg.), Private Equity und Venture Capital Fonds, 2018, § 37, Rn. 45 ff.; *Mardini/Schwarz van Berk*, AbsolutReport 2009-05, 28 (34 ff.).

26 *Schwarz van Berk/Euhus*, in: Pöllath/Rodin/Wewel (Hrsg.), Private Equity und Venture Capital Fonds, 2018, § 1, Rn. 4; *Philipp*, FS P+P Pöllath + Partners, 2008, S. 459; *Ritter*, Die Abgrenzung der privaten Vermoägensverwaltung von der Gewerblichkeit bei Private Equity-Fonds, 2019, S. 49.

27 *Mardini*, in: Pöllath/Rodin/Wewel (Hrsg.), Private Equity und Venture Capital Fonds, 2018, § 37, Rn. 59.

28 *Mardini*, in: Pöllath/Rodin/Wewel (Hrsg.), Private Equity und Venture Capital Fonds, 2018, § 37, Rn. 52. Ausführlich zur Preisfindung und Bewertung *Jinkens/Kleymenova*, in: Talmor/Vasvani (Hrsg.), International Private Equity, 2011, S. 197 ff.

nagers im letzten Quartalsbericht. In Zusammenschau mit einer Vielzahl anderer Faktoren, die den Wert der Fondsbeteiligung beeinflussen, nennt der Käufer einen Basis-Kaufpreis (base purchase price).[29] Da zwischen Festlegung des Basis-Kaufpreises und Zeitpunkt des Closing oftmals viel Zeit vergeht, wird auf der Grundlage des Basis-Kaufpreises ein Kaufpreisanpassungsmechanismus vereinbart, der zwischenzeitliche Cashflow-Bewegungen erfasst. Dieser funktioniert wie folgt:

	Kaufpreis zum Bewertungsstichtag (Basis-Kaufpreis)
+	Einzahlungen durch den Verkäufer nach dem Stichtag bis zum Closing
./.	Auszahlungen an den Verkäufer nach dem Stichtag bis zum Closing
=	Finaler Kaufpreis.[30]

Da der Kaufpreisanpassungsmechanismus keine Wertentwicklungen erfasst und nur Zahlungsströme berücksichtigt, können zusätzliche Vereinbarungen und Mechanismen ratsam sein. Das gilt in Zeiten wirtschaftlich schwer abschätzbarer Entwicklungen umso mehr.

Zur Abfederung wesentlich nachteiliger Veränderungen zwischen Signing und Closing kann eine Material-Adverse-Change-Klausel (kurz MAC-Klausel) vereinbart werden. Auch Käufer in Sekundärtransaktionen können sie zur Bedingung der Anteilsübernahme machen, indem sie bspw. Klauseln für externe und zunächst nicht wirtschaftliche Ereignisse fordern (Force Majeur – MAC). MAC-Klauseln sehen eine Vertragsauflösung oder -anpassung für den Fall wesentlicher nachteiliger Änderungen im Zeitraum zwischen Signing und Closing vor. Sie definieren i. d. R. primäre Rücktrittsrechte für den Käufer, denen in der praktischen Ausgestaltung Verhandlungen über eine Reduzierung des Kaufpreises vorausgehen.[31] Aus Verkäufersicht sind MAC-Klauseln regelmäßig unerwünscht, weil sie eine Unsicherheit in der Vertragsdurchführung bedeuten. Zweckdienlicher und wirtschaftlich sinnvoller erscheinen deshalb Lösungen, bei denen eine nachträgliche Kaufpreisanpassung möglich ist (z. B. Earn-out-Regelung, auch Besserungsschein genannt). Sie beziehen sich auf die Bewertung der Fondsbeteiligung. Hierbei wird die Höhe von Teilen des Kaufpreises an zuvor festgelegte wirtschaftliche Entwicklungen der Beteiligung gekoppelt.[32] So können die Zahlung eines durch messbare Kriterien ermittelten Kaufpreises durch den Käufer und die Partizipation des Verkäufers an der Entwicklung des Unternehmens als adäquater Ausgleich für die bisherigen Investitionen in Einklang gebracht werden.[33] Das potentielle Missbrauchspotenzial durch Bilanzsteuerung des Erwerbers wie bei M&A-Transaktionen besteht bei Sekundärtransaktionen nicht, da der Käufer der Fondsbeteiligung nicht am operativen Geschäft des Fonds beteiligt ist.[34] Damit sind Earn-Out-Regelungen (teilweise kombiniert mit aufschiebenden Zahlungszielen für den Kaufpreis – deferred payments) gerade in Zeiten wirtschaftlicher Unsicherheit ein effektives Mittel, um die unterschiedlichen Preisvorstellungen von Verkäufern und Käufern (bid-ask spread) zusammenzubringen.

2. Besonderheiten bei sachenrechtlichen Übertragungsverträgen

Sachenrechtliche Übertragungsverträge werden meist seitens des Fonds vorgegeben und setzen die Zustimmung des Fondsmanagements für eine wirksame Übertragung der Beteiligung vor.[35] Zum einen möchte das Fondsmanagement sicherstellen, dass nur solvente Parteien künftig dem Fonds als Investoren beitreten. Zum anderen muss das Fondsmanagement aber auch sicherstellen, dass durch den Investorenwechsel keine steuerlichen oder regulatorischen Nachteile einhergehen.

Folgendes Beispiel verdeutlicht dies: Private Equity Fonds sind in Deutschland typischerweise als sog. Spezial-AIF strukturiert. Anteile an einem deutschen geschlossenen Spezial-AIF dürfen nach den Regelungen des Kapitalanlagegesetzbuchs (KAGB) nur von professionellen sowie semiprofessionellen Anlegern i. S. d. § 1 Abs. 19 Nr. 32 und 33 KAGB erworben werden (vgl. § 1 Abs. 6 S. 1 KAGB).[36] Andernfalls würde der Spezial-AIF in einen Publikums-AIF umqualifizieren, was aufsichtsrechtlich gravierende Folgen hätte. So müsste der Publikums-AIF eine Verwahrstelle bestellen (was ansonsten nur bei vollreguliertem Fondsmanager erforderlich wäre) und für die Verwaltung eines Publikums-AIF bedürfte es einer gänzlich anderen Erlaubnis bzw. Registrierung der AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft.[37] Führt man sich vor Augen, dass Verstöße gegen das KAGB mitunter strafbewehrt sind (vgl. §§ 339 ff. KAGB), wird die Bedeu-

29 *Boxberger/Wilmes*, in: Jesch/Striegel/Boxberger (Hrsg.), Rechtshandbuch Private Equity, 2. Aufl. 2020, § 7, Rn. 25.
30 *Mardini*, in: Pöllath/Rodin/Wewel (Hrsg.), Private Equity und Venture Capital Fonds, 2018, § 37, Rn. 53; *Mardini/Schwarz van Berk*, AbsolutReport 2009-05, 28, 35.
31 *Engelhardt/Maltzahn*, in: Holzapfel/Pöllath (Hrsg.), Unternehmenskauf in Recht und Praxis, 15. Aufl. 2017, Rn. 1212.
32 *von Beauvais/Hellich*, in: Jesch/Striegel/Boxberger (Hrsg.), Rechtshandbuch Private Equity, 2. Aufl. 2020, § 19, Rn. 46.
33 *von Beauvais/Hellich*, in: Jesch/Striegel/Boxberger (Hrsg.), Rechtshandbuch Private Equity, 2. Aufl. 2020, § 19, Rn. 46.
34 Zum Missbrauchspotenzial: *von Beauvais/Hellich*, in: Jesch/Striegel/Boxberger (Hrsg.), Rechtshandbuch Private Equity, 2. Aufl. 2020, § 19, Rn. 48.
35 *Boxberger/Wilmes*, in: Jesch/Striegel/Boxberger (Hrsg.), Rechtshandbuch Private Equity, 2. Aufl. 2020, § 7, Rn. 41.
36 § 1 Abs. 6 S. 1 KAGB: „Spezial-AIF sind AIF, deren Anteile […] nur erworben werden dürfen von: professionellen Anlegern i. S. d. Abs. 19 Nr. 32 und semiprofessionellen Anlegern i. S. d. Abs. 19 Nr. 33 […]." Ausführlich zu professionellen und semiprofessionellen Anlegern *Volhard/Jang*, in: Weitnauer/Boxberger/Anders (Hrsg.), KAGB, 2. Aufl. 2017, § 1, Rn. 108 ff.
37 Zu Fondsmanagern mit Vollerlaubnis s. *Käpplinger*, in: Pöllath/Rodin/Wewel (Hrsg.), Private Equity und Venture Capital Fonds, 2018, § 5, Rn. 1 ff.

tung der Einhaltung der geltenden regulatorischen Anforderungen schnell bewusst. Ähnliche aufsichtsrechtliche Anforderungen existieren auch bei ausländischen Fonds.

Möchte also ein Investor seine Beteiligung an einem deutschen Spezial-AIF auf einen Käufer übertragen, wird der Fondsmanager die Eigenschaft des Käufers als professioneller oder semiprofessioneller Anleger i. S. d. § 1 Abs. 19 Nr. 32 und 33 KAGB prüfen müssen. Wenngleich das Gesetz für Erbfälle mittlerweile eine Erleichterung dergestalt vorgesehen hat, dass beim gesetzlichen Erwerb eine Fiktion für den Erben als semiprofessionellen Anleger angenommen wird (vgl. § 1 Abs. 6 S. 1 Nr. 2 KAGB), ist vorgenannte Thematik nicht nur rein theoretischer Natur. Denn auch vermögende Privatleute oder Family Offices können bei beabsichtigtem Erwerb mitunter als Privatanleger gelten, wenn sie aufgrund ihrer Größe nicht als professioneller Anleger und – etwa mangels ausreichender Marktkenntnisse und Erfahrungen – nicht als semiprofessioneller Anleger qualifizieren.[38]

Um diese Fälle zu vermeiden, werden die Transfer Agreements von den Erwerbern weitreichende Zusicherungen verlangen, mit denen diese ihre Qualifikation nachweisen und den Fonds für den Fall des Eintritts von negativen Konsequenzen auf Grund des Investorenwechsels freistellen.[39] Erst wenn das Transfer Agreement unterzeichnet ist, geht die Beteiligung auch auf den Neuinvestor/Käufer der Beteiligung über. Aus buchhalterischen Aspekten wird dies regelmäßig nur zum Monats- oder Quartalsende, bei einigen Fonds auch nur zum Halb-/oder Jahresende erfolgen.[40] Zumindest bei Fondsgesellschaften in der Rechtsform der deutschen GmbH & Co. KG ist zudem noch zu beachten, dass im Außenverhältnis regelmäßig die Eintragung des neuen Investors als Kommanditist im Handelsregister als aufschiebende Bedingung aufgenommen wird.[41] Hintergrund dessen ist, dass der (an sich beschränkt haftende) Kommanditist ansonsten einer Rechtsscheinhaftung vor Eintragung unterliegen kann und somit unbeschränkt wie ein Komplementär haften würde (§ 176 Abs. 2 HGB).

3. Steuern

Wie bei jeder Transaktion spielen auch bei Sekundärtransaktionen von Fondsbeteiligungen steuerliche Aspekte eine maßgebliche Rolle. Für einen in Deutschland steuerpflichtigen Käufer einer auf dem Sekundärmarkt gehandelten Fondsbeteiligung stellt sich zunächst aus steuerlicher Sicht die Frage, ob es sich bei der Fondsbeteiligung um eine Beteiligung an einer privat vermögensverwaltenden oder einer gewerblichen Gesellschaft handelt.[42] Auch das deutsche Investmentsteuerrecht nach dem Investmentsteuergesetz (InvStG) kann dabei relevant werden, wenn es sich bei der Zielfondsbeteiligung um einen körperschaftlich verfassten Zielfonds oder einen Zielfonds in Vertragsform handelt (bspw. um eine luxemburgische Société Anonyme, die einer deutschen Aktiengesellschaft vergleichbar ist und somit grundsätzlich unter das InvStG fallen kann, bzw. luxemburgischer Fonds Commun de Placement – FCP).[43] Auch wenn viele Private Equity Fonds steuerlich in den Bereich der privaten Vermögensverwaltung fallen, sind zudem potentielle gewerbesteuerliche Risiken (§ 7 S. 2 GewStG) besonders zu beachten und im SPA zu adressieren.

Auch das ausländische Steuerrecht spielt bei Sekundärtransaktionen immer mehr eine Rolle. Beinhaltet die Sekundärtransaktion eine Beteiligung an einem Fonds, der entweder selbst in den USA errichtet wurde oder in den USA Investitionen eingegangen ist, sind US-Quellensteuereinbehalte nicht auszuschließen. Dies gilt schon länger bei Fonds mit US-Immobilienvermögen, die nach dem Foreign Investment in Real Property Tax Act (FIRPTA) grundsätzlich die Pflicht zum Quellensteuereinbehalt in Höhe von mittlerweile 15% (vormals 10%) des Kaufpreises auslösen können. Besonders brisant kann dies werden, weil nicht nur reine Immobilien-Fonds mit US-Bezug von einem FIRPTA-Quellensteuereinbehalt betroffen sein können, sondern auch Private-Equity- oder insbesondere Energie- und Infrastruktur-Fonds mit einem gewissen Immobilienbezug.[44]

Seit 2018 gibt es bei Sekundärtransaktionen ein höchst relevantes US-Steuerthema: der drohende US-Quellensteuereinbehalt bei Übertragung und Verkauf von Fondsbeteiligungen, die gewerbliche US-Einkünfte (effectively connected income – ECI)

38 Für gekorene professionelle Anleger s. *Volhard/Jang*, in: Weitnauer/Boxberger/Anders (Hrsg.), KAGB, 2. Aufl. 2017, § 1, Rn. 110 f; für semiprofessionelle Anleger *Volhard/Jang*, in: Weitnauer/Boxberger/Anders (Hrsg.), KAGB, 2. Aufl. 2017, § 1, Rn. 114 f.

39 *Mardini*, in: Pöllath/Rodin/Wewel (Hrsg.), Private Equity und Venture Capital Fonds, 2018, § 37, Rn. 78.

40 *Boxberger/Wilmes*, in: Jesch/Striegel/Boxberger (Hrsg.), Rechtshandbuch Private Equity, 2. Aufl. 2020, § 7, Rn. 45.

41 *Schmidt*, in: Schmidt (Hrsg.), Münchener Kommentar zum HGB, Bd. 3, 4. Aufl. 2019, § 176, Rn. 29 f.

42 Zur Abgrenzung von Vermögensverwaltung und Gewerblichkeit bei PE Fonds s. BMF v. 16.12.2003 – IV A 6 – S 2240 – 153/03, BStBl. I 2004, 40. Vgl. auch *Buge*, in: Pöllath/Rodin/Wewel (Hrsg.), Private Equity und Venture Capital Fonds, 2018, § 25, Rn. 10 ff.; *Bärenz/Veith*, BB 2004, 251; *Gemmeke/Bauer*, DStR 2004, 580; *Kußmaul/Gräbe*, Ubg 2008, 331; *Schnittker/Steinbiß*, FR 2012, 39, FR 2016, 1069; *Wiese/Klass*, FR 2004, 324; *Ritter*, Die Abgrenzung der privaten Vermoägensverwaltung von der Gewerblichkeit bei Private Equity-Fonds, 2019, S. 78 ff.

43 Vgl. hierzu *Bujotzek/Blischke*, in: Pöllath/Rodin/Wewel (Hrsg.), Private Equity und Venture Capital Fonds, 2018, § 25, Rn. 157 ff.; *Buge/Bujotzek/Steinmüller*, DB 2016, 1592. Zum Anwendungsbereich *Bödecker*, in: Bödecker/Ernst/Hartmann (Hrsg.), Beck'scher Online-Kommentar InvStG 2018, 6. Ed., Stand: 1.6.2020, § 1, Rn. 25 ff.

44 *Mardini*, Steuerliche Fallstricke beim Zweiterwerb geschlossener Fondsbeteiligungen (Fund Secondaries), HB Steuerboard, 25.9.2014, abrufbar unter https://blog.handelsblatt.com/steuerboard/2014/09/25/steuerliche-fallstricke-beim-zweiterwerb-geschlossener-fondsbeteiligungen-fund-secondaries/ (Abruf: 4.8.2020).

vermitteln.[45] Ende 2017 wurde die Pflicht eingeführt, dass grundsätzlich ein Quellensteuereinbehalt von mindestens 10% des Kaufpreises dann erforderlich ist, wenn die in Rede stehende Fondsbeteiligung ECI beinhaltet.[46] Konkret bedeutet dies, dass der Verkäufer einer Fondsbeteiligung (mindestens dann, wenn der Fonds einen US-Bezug hat) vor Übertragung prüfen muss, ob der Fonds in den letzten drei Jahren vor Übertragung ECI-Einkünfte vermittelt hat. Hierfür ist insbesondere die Durchsicht und Prüfung der Steuererklärungen und ähnlicher Dokumente des jeweiligen Fonds aus den vergangenen Jahren erforderlich. Stellt sich bei der Prüfung heraus, dass der Fonds keine ECI-Einkünfte vermittelt hat, kann der Verkäufer vor Übertragung der Beteiligung dem Käufer ein Zertifikat ausstellen, dass die Bedingungen für einen Verzicht auf den Quellensteuereinbehalt gegeben sind (es also keine ECI-Einkünfte in den vergangenen drei Jahren gab). Kann ein solches Zertifikat seitens des Verkäufers nicht ausgestellt werden, so wird der Käufer in aller Regel einen Quellensteuereinbehalt geltend machen. Es liegt dann am Verkäufer, sich bei den US-Steuerbehörden um eine Erstattung der einbehaltenen Quellensteuern zu bemühen. Möglich sind aber auch Absprachen im SPA mit Freistellungen für Steuerrisiken.

ZUSAMMENFASSUNG

1. Der Bereich der Sekundärtransaktionen von geschlossenen Fondsbeteiligungen hat sich über die Jahre zu einem eigenständigen Markt entwickelt, der insbesondere im Bereich Private Equity und Venture Capital sehr gereift und von hohen Transaktionsvolumina geprägt ist.
2. Traditionell wurden Sekundärtransaktionen durch die Investoren selbst angestoßen. Mittlerweile haben sich auch Transaktionsstrukturen etabliert, bei denen die Fondsmanager selbst treibende Kraft sind. Die Beweggründe und Ausgestaltungen sind dabei vielfältig. Ausschlaggebend dürfte häufig der Vorteil sein, den Investoren vorzeitige Liquiditätsoptionen in einem höchst illiquiden Markt zu verschaffen.
3. 3. Im Gegensatz zu typischen M&A-Transaktionen verfügen Sekundärtransaktionen von geschlossenen Fondsbeteiligungen über eigene Marktstandards. Aufgrund der Komplexität und der Vielzahl der involvierten Parteien ist eine tiefgreifende Expertise und Kenntnis der Besonderheiten unter Einschaltung spezialisierter Rechtsberater erforderlich. Dies betrifft neben den wirtschaftlichen Aspekten insbesondere auch die rechtlichen und steuerlichen Aspekte.
4. 4. Die Corona-Krise bringt wirtschaftliche Unsicherheiten für die Zukunft und damit Bewertungsunsicherheiten für Portfolio-Gesellschaften und Fonds. Es stehen verschiedene rechtliche Instrumente (earn outs, deferred payments, MAC-Klauseln) zur Verfügung, um diese Unsicherheiten abzufedern und auch in Corona-Zeiten Transaktionen zu ermöglichen.

AUTOREN

***Tarek Mardini**, LL.M. (UConn), RA, ist Partner der Sozietät P+P Pöllath + Partners. Beratungsschwerpunkte sind deutsches und internationales Gesellschafts-, Steuer- und Aufsichtsrecht mit Bezug zu Private Equity Fonds und Asset Management.*

***Dr. Christian Hillebrand**, M. Litt. (St. Andrews), EMBA, RA, ist Counsel bei P+P Pöllath + Partners. Schwerpunkte seiner Tätigkeit sind die Strukturierung von Private Equity- und VC-Fonds sowie Sekundärtransaktionen.*

45 Überblicksartig: *Dendorfer/Möller-Gosoge*, RIW 2018, 752; *Klass/Lay*, in: Jesch/Striegel/Boxberger (Hrsg.), Rechtshandbuch Private Equity 2. Aufl. 2020, § 5, Rn. 80 ff.

46 *Beber/Higonnet/Poindexter*, in: Pöllath/Rodin/Wewel (Hrsg.), Private Equity und Venture Capital Fonds, 2018, § 54, Rn. 63 ff.