

Absolutreport

Neue Perspektiven für
institutionelle Investoren



Beitrag in Ausgabe 01 | 2024

AMOS VEITH UND **DAVID PEROZ** POELLATH

Investorenschutzrechte in Private Markets



Investorenschutzrechte in Private Markets

Die Verhandlungsposition von Investoren im Bereich alternativer Anlagen könnte sich durch die aktuellen Marktentwicklungen verändern. Die Autoren von POELLATH beschreiben, welche Schutzrechte zugunsten von Investoren besonders wichtig sind und worauf im Rahmen der Verhandlungen geachtet werden sollte.



AMOS VEITH, LL.M.
Rechtsanwalt, Partner
POELLATH
Berlin



DAVID PEROZ, EMBA
Rechtsanwalt, Counsel
POELLATH
Berlin

Einleitung

Im Rahmen der rechtlichen Begleitung von Investoren bei der Beteiligung an alternativen Anlagen stellt die Verhandlung von Investorenschutzrechten einen wichtigen Pfeiler der optimalen Vertretung der Mandanteninteressen dar. Daneben sind für typische Anleger im Bereich alternativer Anlagen neben den zugrunde liegenden wirtschaftlichen Parametern üblicherweise das Reporting des jeweiligen Zielfonds, die Möglichkeit zur internen Weitergabe vertraulicher Informationen, erleichterte Übertragungsmöglichkeiten der Fondsbeteiligung an verbundene Unternehmen, die Sicherstellung interner Anlagerichtlinien und -verbote sowie essenzielle deutsche Steuerklauseln besonders wichtig.

Während die letztgenannten Punkte vorrangig im Rahmen von vertraglichen Nebenabreden, sog. Side Letters, zugesichert werden, sind Investorenschutzrechte klassischerweise Teil der jeweiligen Gesellschaftsverträge eines Beteiligungsprogramms und gelten damit im Gegensatz zu Side-Letter-Klauseln nicht nur inter partes, sondern erga omnes zugunsten aller Investoren eines Zielfonds. Entsprechend hart wurden und werden diese Punkte üblicherweise verhandelt. Der Erfolg bei der Verhandlung von Investorenschutzrechten hängt dabei von verschiedenen Faktoren ab, allen voran der Verhandlungsmacht der Beteiligten und dem aktuellen Marktumfeld.

Veränderung des Marktes

In jüngerer Zeit hat sich das Kräfteverhältnis zwischen Investoren und Initiatoren aufgrund politischer Entscheidungen in Europa und den USA verändert. Insbesondere die Zinswende hat zu einer Abnahme des verfügbaren Kapitals am Markt geführt, was den Investoren wieder mehr Verhandlungsspielraum verschafft.

Während Fondsmanager im Marktumfeld des Niedrigzinses regelmäßig keine Probleme bei dem Vertrieb ihrer Beteiligungsprogramme hatten und diese oftmals überzeichnet wurden, wird es aktuell immer schwerer für eben diese Fondsmanager, ihre anvisierten Zielvolumina zu erreichen. Da die vertraglichen Parameter von Investmentfonds letztlich über Angebot und Nachfrage geregelt werden, könnte sich das veränderte Marktumfeld und die erstarkte Verhandlungsposition von Investoren nun zu ihren Gunsten auswirken.

Im Folgenden werden einige klassische Investorenschutzrechte erläutert, die in Verhandlungen im Rahmen von Beteiligungen an alternativen Anlageprogrammen eine zentrale Rolle spielen und dargestellt, welche Erfahrungen die Autoren zurzeit im Hinblick auf aktuelle Marktentwicklungen machen.

Investorenschutzrechte im Fokus

Exklusivitätsklauseln

Investmentfonds grenzen sich zunächst über ihre jeweilige Anlagestrategie voneinander ab. Besonders wichtig für Investoren ist das zuständige Management und ihr individueller Track Record. So stellt das jeweilige Managementteam regelmäßig den echten Unique Selling Point eines Investmentfonds dar. Üblicherweise wünschen Anleger, dass Fondsmanager exklusiv das Beteiligungsprogramm verwalten, in das sie investiert sind. Sobald es sich aber um einen Fondsmanager handelt, der über mehrere Generationen von Beteiligungsprogrammen verfügt, ist es schwierig, eine entsprechende Zusicherung zu erhalten. Ist der betreffende Investor seinerseits an diversen Generationen eines Beteiligungsprogramms beteiligt, entspricht es letztlich auch seinem Interesse, wenn sich der betreffende Fondsmanager auch entsprechenden Vorgänger- und Nachfolgefonds widmen darf bzw. muss.

Als Mindestmaß an Investorenschutz sollte jedoch gewährleistet sein, dass Nachfolgefonds, also nach dem ersten Zeichnungsschluss des betreffenden Beteiligungsprogramms aufgesetzte Beteiligungsprogramme, deren Investmentfokus dem des betreffenden Beteiligungsprogramms entspricht, erst dann aufgesetzt werden dürfen, wenn ein bestimmter Teil (meist 75 % bis 80%) des jeweiligen verfügbaren Zeichnungskapitals des betreffenden Beteiligungsprogramms investiert oder verbindlich zugesagt wurde.

Managementfreundliche Gesellschaftsverträge umfassen bei diesen Grenzwerten auch reservierte Beträge für erwartete Ausgaben bzw. Nachfolgeinvestitionen. Da dies meist im Ermessen des jeweiligen Managements steht, liegt darin ein Instrument, den Zeitpunkt, zu dem ein Nachfolgefonds zulässigerweise aufgesetzt werden darf, künstlich vorzulegen.

Entsprechend unbeliebt ist eine solche Regelung aus Sicht der Investoren. Unserer Erfahrung nach lässt sich die Möglichkeit zu solchen Kapitalreservierungen seit der Zinswende zunehmend schwerer durchsetzen.

No Fault Divorce, No Fault Dissolution, No Fault Termination

Diese Klauseln ermöglichen es Anlegern, sich ohne die Angabe bestimmter Gründe von einem Manager oder einem Beteiligungsprogramm zurückzuziehen oder dieses vorzeitig zu beenden. Den Investoren räumen diese Klauseln ein effektives Druckmittel gegenüber ihrem jeweiligen Fondsmanagement ein. Dies erhöht die Flexibilität der Anleger und reduziert potenzielle Konflikte, da das Management verstärkt dazu angehalten wird, in ihrem Interesse zu handeln.

Während sich die No Fault Divorce auf die Entfernung des Managements ohne Angabe von Gründen mit einer bestimmten qualifizierten Mehrheit der Investoren beruft, bezieht sich die No Fault Dissolution auf die Beendigung der Laufzeit des

jeweiligen Beteiligungsprogramms ohne Angabe von Gründen mit einer bestimmten Mehrheit der Investoren. Der Begriff der No Fault Termination wird in Einzelfällen synonym zur No Fault Dissolution verwendet. Üblicherweise bezieht sich der Begriff jedoch nicht auf die vorzeitige Beendigung des gesamten Fonds, sondern lediglich auf die Beendigung der Investitionsperiode des jeweiligen Beteiligungsprogramms ohne Angabe von Gründen mit einer bestimmten Mehrheit der Investoren. Damit wird nur der Zeitraum vorzeitig beendet, in dem das jeweilige Beteiligungsprogramm neue Investments eingehen darf.

Unserer Erfahrung nach wurden No-Fault-Rechte vor der Zinswende nicht von allen Managern gewährt. Dieser Trend kehrt sich langsam um. So findet sich aktuell fast immer eines der No-Fault-Rechte in der jeweiligen Vertragsdokumentation.

Fault Divorce, Fault Dissolution, Fault Termination

Im Gegensatz dazu erlauben die Klauseln Fault Divorce, Fault Dissolution und Fault Termination einen Rückzug oder eine Beendigung aufgrund von festgestelltem Fehlverhalten des Managements. Die relevanten Mehrheitserfordernisse sind meist geringer als die für No-Fault-Investorenschutzrechte (einfache Mehrheit oder Zweidrittelmehrheit).

Bereits vor der Zinswende waren Fault-Rechte fast immer Teil der Vertragsdokumentation eines seriösen Investmentfonds. Naheliegenderweise würde sich kein achtsamer Anleger an einem Investmentfonds beteiligen, bei dem er einem bösgläubigen, verbrecherischen oder grob fahrlässigen Fondsmanager schutzlos ausgeliefert wäre.

Während bei No-Fault-Rechten vorrangig ihr Bestehen als solches verhandelt werden muss, ist das vordefinierte Fehlverhalten, der sog. Cause oder Fault, üblicherweise der Hauptgegenstand der Verhandlungen in Bezug auf Fault-Rechte. Besonders managementfreundliche Klauseln erfordern in diesem Rahmen meist ein letztinstanzliches Urteil eines zuständigen Gerichts, das den jeweiligen Cause feststellen muss. Dies höhlt das Investorenschutzrecht entsprechend in zeitlicher Hinsicht aus. Andere Gesellschaftsverträge lassen offen, wie ein Cause nachgewiesen werden muss. In diesem Fall tragen die Investoren das Verfahrensrisiko, sofern das betroffene Management der Einschätzung der Investoren widerspricht und den Rechtsweg einschlägt.

Ebenso wird das eigentliche Fehlverhalten unterschiedlich definiert. Je niedrigschwelliger die Anforderungen an den Cause, desto investorenfreundlicher ist das Schutzrecht. Das Spektrum reicht von besonders hochschwelligem Fehlverhalten des Managements, wie schwerwiegenden Straftaten, die den Tatbestand eines Verbrechens oder Betrugs erfüllen müssen, um einen Cause zu begründen, bis hin zu eher niedrigschwelligem Fehlverhalten, wie sämtlichen Sachverhalten, die zu finanziellen Nachteilen oder Reputationsschäden der Investoren oder des Fonds selbst führen könnten. Auch hier ist eine Trendwende erkennbar, wonach sich die Anforderungen an einen Cause wieder mehr an den Interessen der Investoren ausrichten.

Change-of-Control-Klauseln

Diese Regelungen treten in Kraft, wenn es zu einem Wechsel der wirtschaftlichen oder rechtlichen Kontrolle auf Ebene der Fondsmanagementgesellschaft kommt. Sie sollen sicherstellen,

dass die Interessen der Investoren in solchen Situationen angemessen berücksichtigt werden. Insbesondere soll vermieden werden, dass die jeweilige Fondsbeteiligung plötzlich von Dritten verwaltet wird. Besonders investorenfreundliche Regelungen verbieten Change of Controls insgesamt oder knüpfen schwerwiegende Rechtsfolgen für das bestehende Management an entsprechende Kontrollwechsel. Managementfreundliche Regelungen unterstellen lediglich die Veräußerung oder Übertragung der Anteile der geschäftsführenden Gesellschaft am jeweiligen Investmentfonds einem Zustimmungsvorbehalt der Investoren. Sie behandeln demgegenüber jedoch nicht etwaige Veränderungen in Bezug auf die wirtschaftliche oder rechtliche Kontrolle an der geschäftsführenden oder kapitalverwaltenden Gesellschaft und schützen damit nicht effektiv vor einem Change of Control.

Während Change-of-Control-Regelungen in den vergangenen Jahren immer weniger in Gesellschaftsverträgen von Beteiligungsprogrammen auftraten, hatten entsprechende Nachverhandlungen in der jüngeren Vergangenheit immer größere Aussichten auf Erfolg.

Beschränkungen von Crossover Investments

Diese Klauseln setzen Grenzen für Investitionen eines Fonds in Portfoliounternehmen oder andere Assets, an denen andere von dem jeweiligen Management verwaltete Beteiligungsprogramme beteiligt sind. Hintergrund ist unter anderem, dass entsprechende Crossover Investments Interessenkonflikte auslösen können, sofern die bereits bestehenden Beteiligungen beispielsweise zu einem anderen Zeitpunkt und zu anderen Konditionen abgestoßen werden sollen als die des betreffenden Zielfonds.

Auch sind Interessenkonflikte denkbar, sofern die Bewertung zum jeweiligen Investitionszeitpunkt (also zu unterschiedlichen Zeitpunkten) erfolgt, Anteile durch spätere Investitionen verwässert werden oder Liquidation Preferences vereinbart werden sollen, die nur für den betreffenden Zielfonds, nicht jedoch für bestehende Beteiligungsprogramme gelten.

Solche Beschränkungen sind in der überwiegenden Mehrzahl seriöser Beteiligungsprogramme Teil der Vertragsdokumentation, nicht jedoch für bestehende Beteiligungsprogramme. Lediglich die größten Player im Markt konnten sich erlauben, hier mehr Flexibilität von Investoren zu verlangen. Bei diesen Ausnahmefällen bleibt abzuwarten, inwieweit sich das veränderte Marktumfeld günstig für Investoren auswirkt.

Beschränkungen von Investments des Managements

Noch offensichtlicher sind Anlagen des Managements in potenzielle Portfoliounternehmen oder andere Assets parallel zu dem jeweiligen Zielfonds Gegenstand möglicher Interessenkonflikte. Diese Beschränkungen sind weit verbreitet und nur in Ausnahmefällen nicht Teil der Vertragsdokumentation.

Es wird dem Management üblicherweise u. a. versagt, Cherry Picking zu betreiben, sich also nur an bestimmten, besonders attraktiven Investments des Fonds zu beteiligen. Andernfalls könnte das Management besonders attraktive Investitionen ausschließlich für Eigeninvestitionen vorsehen und dem betreffenden Beteiligungsprogramm vorenthalten. Dies würde die Performance des Beteiligungsprogramms

und die Rendite der Investitionen beeinträchtigen. Anleger erwarten zudem von Initiatoren, im gleichen Maße wie sie selbst dem Geschäftsrisiko des jeweiligen Fonds ausgesetzt zu sein und sich an allen Investitionen gleichermaßen, z. B. über eine Beteiligung am Fonds, zu beteiligen.

Beschränkungen von Transaktionen mit dem Management

Im Rahmen dieser Klauseln werden Einschränkungen für Transaktionen zwischen dem betreffenden Beteiligungsprogramm und dem Management festgelegt, um mögliche Interessenkonflikte zu minimieren. Dabei üblicherweise mitumfasst sind potenzielle Dienstleistungen, die das Management gegenüber dem jeweiligen Beteiligungsprogramm auf Rechnung erbringt, die ansonsten von Dritten zu erbringen wären. Ansonsten könnte der jeweilige Fondsinitiator zulasten der Anleger zusätzliche Einnahmen generieren, indem er Dienstleistungen, die neben der klassischen Fondsverwaltung zu erbringen wären, verbundenen Unternehmen zuweist, die dafür im schlimmsten Fall vergleichsweise hohe Gebühren in Rechnung stellen. Absoluter Mindestmarktstandard in diesem Rahmen war und ist es daher, dass solche Transaktionen mindestens zu Drittvergleichskonditionen erfolgen müssen. Ebenso üblich sind generelle Verbote entsprechender Transaktionen. Dieser Standard galt bereits im Marktumfeld niedriger Leitzinsen.

Zuweisungsvorschriften von Beteiligungsmöglichkeiten

Damit ein Programm bestmögliche Renditen erwirtschaftet, sollte gewährleistet sein, dass attraktive Beteiligungsmöglichkeiten, die in dessen Anlagefokus fallen, während der Investitionsperiode exklusiv diesem Beteiligungsprogramm zugewiesen werden müssen. Investoren wollen so sicherstellen, dass der Fonds ausschließlich die attraktivsten Investments tätigt, die vom jeweiligen Fondsmanager während der Investitionsperiode identifiziert werden.

Aufgrund der Relevanz dieser Regelung fand sie sich bereits vor der Zinswende in den meisten Gesellschaftsverträgen wieder. Lediglich die größten Player am Markt weisen passende Beteiligungsmöglichkeiten innerhalb der von ihnen verwalteten Beteiligungsprogramme entsprechend ihrer eigens festgelegten Zuweisungsrichtlinien oder im eigenen Ermessen zu. Hier bleibt abzuwarten, ob sich das veränderte Marktumfeld günstig für Investoren auswirkt.

Key-Person-Klauseln

Die Seele eines Fonds sind seine leitenden Schlüsselfiguren, die sog. Key Persons, die üblicherweise über besondere Marktkenntnisse und Netzwerke verfügen und die Investmentaktivitäten des betreffenden Fonds lenken. Ihr Engagement ist essenziell für den wirtschaftlichen Erfolg des betreffenden Beteiligungsprogramms. Entsprechend wichtig für die Investoren ist, dass zumindest über die Dauer der Investitionsperiode des betreffenden Beteiligungsprogramms, in optimalen Fällen sogar über die gesamte Fondslaufzeit, sichergestellt wird, dass dieses Engagement aufrechterhalten wird. Andernfalls wird im Fall eines sog. Key Person Events, wenn also die Key Persons nicht mehr ihren Arbeitszeitverpflichtungen nachkommen sollten, den Anlegern das Recht gewährt, die Investitionsperiode oder die Fondslaufzeit vorzeitig zu beenden. Auch dieses

Schutzrecht war bereits vor der Zinswende so bedeutend, dass sich die relevanten Klauseln im Markt vorrangig in der Anzahl der Key Persons oder dem Umfang der Arbeitszeitverpflichtung der Key Persons unterscheiden.

Absoluter Mindeststandard ist, dass die Key Persons während der Investitionsperiode eines Beteiligungsprogramms im Wesentlichen ihre gesamte Arbeitszeit diesem Beteiligungsprogramm widmen und danach bis zum Ende der Fondslaufzeit die Arbeitszeit, die notwendig ist, um das Beteiligungsprogramm ordnungsgemäß zu verwalten. Die zeitgleiche Verwaltung von Vorgängerfonds und anderen Beteiligungsprogrammen mit anderem Anlagefokus ist jedoch meist parallel dazu zulässig.

Zustimmungs- und Überwachungsrechte des Investor Advisory Boards

Die Mehrzahl von Beteiligungsprogrammen verfügt über ein Gremium, üblicherweise das sog. Investor Advisory Board oder Advisory Committee, das ausschließlich aus Vertretern der Anleger des jeweiligen Beteiligungsprogramms besteht und das Fondsmanagement insbesondere im Rahmen bestehender und potenzieller Interessenkonflikte berät und überwacht. Investorenfreundliche Gesellschaftsverträge räumen dem Gremium einen Zustimmungsvorbehalt im Rahmen entsprechender Interessenkonflikte ein, während das managementfreundliche Pendant den Entscheidungen des Gremiums nur Beratungscharakter zukommen lässt.

Auch hier ist seit der Zinswende ein Trend in Richtung Anlegerfreundlichkeit zu erkennen. Dem jeweiligen Investorenbeirat wird entsprechend mehr und mehr Kompetenz eingeräumt. In der Tat können sich heutzutage nur noch die erfolgreichsten Fondsverwalter erlauben, ihr Investor Advisory Board als faktisch machtloses Beratungsgremium zu strukturieren.

Fazit

Insgesamt zeigt sich, dass die Dynamik im Bereich alternativer Anlagen einem Wandel unterliegt - aktuell mehr und mehr zugunsten der Investoren. Hierbei spielt das veränderte Marktumfeld für Fondsmanager aufgrund der Zinsentwicklung eine große Rolle. Aber auch die konstant gestiegene Beteiligung großer supranationaler und nationaler Investoren an alternativen Anlagen sowie die zunehmende Regulierung haben zu einer zunehmenden Institutionalisierung und Verbesserung des Marktstandards für Investorenschutzrechte geführt. Die Anleger verfügen meist über strenge interne Richtlinien, die erfüllt sein müssen, bevor ein potenzielles Investment getätigt werden kann. Damit setzen sie verstärkt Standards, die die Transparenz und Sicherheit für die an dem jeweiligen Fonds beteiligten Investoren erhöhen. Anleger sollten ihre verbesserte Verhandlungsposition nutzen, um Investorenschutzrechte weiter zu sichern und so ihre Interessen bestmöglich zu schützen.

Absolutreport

Neue Perspektiven für
institutionelle Investoren

artikel



Skandinavische Hochzinsanleihen im institutionellen Portfolio

DANIEL HERDT und DESIREE SAUER Lazard

Maximum Drawdown zur Bewertung von Immobilienanleihen

HENRI VUONG PGIM Real Estate

Erneuerbare Energien als Anlagesegment im Depot A

MICHAEL KOHL KGAL

DR. JENS KLEINE und DR. THOMAS JÜRGENSCHELLERT CFin

Investorenschutzrechte in Private Markets

AMOS VEITH und DAVID PEROZ POELLATH

Liquid Alternative Beta – eine ML-gestützte Performanceanalyse in unterschiedlichen Marktphasen

MICHAEL EGE, DR. MARKUS JAEGER, VINCENT HEITZER und
STEPHAN KRÜGEL Munich Re Markets

Kryptoderivate im institutionellen Asset Management

ACHIM KARLE und MATHIS SCHULZE-EYSSING Eurex

Nachhaltigkeitsregulierung für institutionelle Investoren und Asset Manager

HEIKE SCHMITZ Herbert Smith Freehills LLP



kommentare

Dr. Jochen Felsenheimer

XAIA

Martin Lemke

AM Alpha/INREV

standpunkt

Dr. Christian Fürtjes

Provincial Asset Management

**Schuldenbremse
auf dem Prüfstand**

drei fragen an

Dieter Lehmann

VolkswagenStiftung

**Zinswende und andere
Herausforderungen**

Printausgabe

Hier können Sie eine kostenlose Probeausgabe des Absolut|report #01|2024 anfordern.

Absolut
research