

Betriebs Berater

BB

31 | 2025

Recht ... Wirtschaft ... Steuern ... Recht ... Wirtschaft ... Steuern ... Recht ... Wirtschaft ...

28.7.2025 | 80. Jg.
Seiten 1729–1792

DIE ERSTE SEITE

Prof. Dr. iur. Michael Stahlschmidt, M.R.F., LL.M., MBA, LL.M., RA/FAStR/FAInsSanR/FAMedR/StB
Steuerpolitische Versprechen, ein schwieriges Thema

WIRTSCHAFTSRECHT

Prof. Dr. Jörg Risse, LL.M. (Berkeley), RA, und **David Weiß**, RA
Der Robo-Judge und Fluggastfälle: Mehr als eine Utopie? | 1731

Tobias M. Koch, RA
Key Person-Regelungen in Private Equity- und Venture Capital Fonds – Überblick über
praktische Gestaltungsmöglichkeiten, wirtschaftliche Implikationen und Verhandlungsaspekte | 1737

STEUERRECHT

Marius Siemen, RA, und **Lukas Conrady**, StB
Besteuerung von Kryptowerten – Neuerungen durch das BMF-Schreiben vom 6.3.2025 | 1751

BILANZRECHT UND BETRIEBSWIRTSCHAFT

Prof. Dr. Hans-Jörg Fischer, RA/FAStR/FAHaGesR/StB, und Dipl.-Finw. **Linda Susann Matthes**, MBA Int. Tax
Zuordnung von stillen Reserven in § 6b EStG-Rücklagen in einer doppelstöckigen
Personengesellschaft | 1771

ARBEITSRECHT

Christian-Vincent Trabert
Totgeglaubte leben länger: Impulse für eine Neugestaltung der Grundlagen der Datenverarbeitung
im Beschäftigungskontext | 1780

Tobias M. Koch, RA*

Key Person-Regelungen in Private Equity- und Venture Capital Fonds – Überblick über praktische Gestaltungsmöglichkeiten, wirtschaftliche Implikationen und Verhandlungsaspekte

Bei Private Equity und Venture Capital Fonds ist das Finden und Umsetzen geeigneter Investments entscheidend. Die Schlüsselpersonen (sog. „Key Persons“) sind bestimmte, für die Investmenttätigkeit als besonders wichtig erachtete und in der Fondsdokumentation regelmäßig entsprechend festgelegte Personen innerhalb des Investmentteams. Die vertragliche Ausgestaltung und damit das Schutzniveau von Key Person-Regelungen ist im Wesentlichen Sache der Verhandlung im Einzelfall, die Weitblick erfordert.

I. Einleitung

1. Wirtschaftliche Rahmenbedingungen

Aktuelle Marktanalysen, Umfragen und Interviews verschiedener Marktteilnehmer zeigen, dass im Bereich von Private Equity- und Venture Capital Fonds (im Folgenden kurz „PE/VC Fonds“ – dieser Begriff soll für Zwecke dieses Beitrags grundsätzlich weit verstanden werden, hat jedoch vor allem direktinvestierende¹ Buyout-Fonds im Rahmen sogenannter „GP-LP“-Strukturen² vor Augen und bezieht sich nicht auf bestimmte Jurisdiktionen) die Fundraising-Aktivitäten weiterhin auf einem niedrigen Niveau liegen.³ LPs sind weiterhin zurückhaltend und äußerst selektiv bei Neuinvestitionen und bevorzugen derzeit vor allem größere, etablierte Fonds. Das Umfeld für PE/VC Fonds sowohl aus Sicht von Fondsinitiatoren beziehungsweise GPs als auch aus Sicht von LPs ist dementsprechend weiterhin herausfordernd.⁴

Gleichzeitig sind LPs offenbar häufig unzufrieden mit dem Schutzniveau von Key Person-Regelungen in Fondsdokumentationen: 36% der in einer Marktanalyse befragten LPs bezeichnen diese Schutzklauseln als zu schwach, während nur 3% glauben, dass sie zu stark seien.⁵ Marktteilnehmer berichten auch, dass GPs in Sachen Key Person-Regelungen verstärkt unter Druck seitens LPs geraten und Key Person-Regelungen in diesem Umfeld nicht nur generell verstärkt verhandelt werde, sondern hinsichtlich ihrer Kernelemente auf Änderungen gedrängt wird.

2. Interessenausgleich

Der Ausgleich zwischen den Interessen von GPs einerseits und LPs andererseits spielt im Rahmen der Verhandlung von Fondsdokumentationen eine zentrale Rolle.⁶ Erfahrungsgemäß ist die Verhandlung vieler Bestimmungen der Fondsdokumentation, insbesondere bei Key Person-Regelungen, im Rahmen eines Investments in einen etablierten Fonds beziehungsweise eines Fonds, der von einem etablierten GP/Manager aufgesetzt und/oder verwaltet wird, ganz überwiegend

nicht oder nur noch am Rande möglich. Bestimmte Investoren-Schutzbestimmungen fehlen hier vielfach. Etablierte Fonds beziehungsweise etablierte GPs blicken häufig auf mehrere Fondsgenerationen und auf umfassend verhandelte Bestimmungen in der Vertragsdokumentation zurück. Nicht selten sind es LPs selbst, die Bedarf für schärfere Key Person-Regelungen bei jungen, aufstrebenden GPs und weniger bei etablierten GPs sehen.

Demgegenüber sind Bestimmungen wie Key Person-Regelungen bei Fonds früher Generationen beziehungsweise noch nicht etablierten Managern nicht selten bis in die Kernstrukturen verhandelbar.

3. Ziel dieses Beitrags

Dieser Beitrag gibt anhand konkreter praktischer Beispielsregelungen einen Überblick über die Grundstrukturen und die Bandbreite möglicher Ausgestaltungsmöglichkeiten von Key Person-Regelungen in Fondsdokumentationen von PE/VC Fonds. Hierbei sollen neben wirtschaftlichen Implikationen auch typische Verhandlungsaspekte aufgezeigt werden. Thematisch folgt der Beitrag den sich in der Praxis häufig stellenden Themenkreisen, ohne dass hierbei eine zwingende Reihenfolge vorgegeben wäre und ohne dass ein Anspruch auf Vollständigkeit erhoben würde.

II. Zielrichtung von Key Person-Regelungen

PE/VC Fonds sind regelmäßig als sogenannte „blind pool“-Produkte ausgestaltet, das heißt die Investments werden typischerweise (eine Ausnahme hiervon sind zum Beispiel sogenannte „warehouse investments“) erst nach Beitritt der Investoren in den Fonds

* Der Verfasser gibt im Rahmen dieses Beitrags seine persönliche Meinung auf Basis seiner praktischen Erfahrungen wieder.

1 Zu diesem Begriff vgl. Schwarz van Berk, in: Pöllath/Rodin/Wewel, Private Equity und Venture Capital Fonds, 2018, § 13, Rn. 3.

2 Für den Begriff „General Partner“ wird im Folgenden verkürzt die Bezeichnung „GP“ bzw. „GPs“ oder „Manager“ verwendet. Für den Begriff „Limited Partner“ wird die Bezeichnung „LP“ bzw. „LPs“ genutzt; im Rahmen von GP-LP-Strukturen beteiligen sich Investoren oder LPs passiv und haftungsbeschränkt an den seitens der Initiatoren oder GPs errichteten Fonds; zur Organisationsstruktur und zu den Beteiligten bei Private Equity Fonds vgl. Paul/Josenhans, in: Eilers/Koffka/Mackensen, Private Equity, 4. Aufl. 2022, Einführung, Rn. 24.

3 Vgl. Arthur D. Little & Invest Europe, The insight: State of the European private equity industry 2024, 12.11.2024, S. 6, unter <https://www.investeurope.eu/research/publications/> (Abruf: 14.7.2025).

4 Vgl. Weitnauer, Management Buy-Out, 3. Aufl. 2025, Kap. 1, Rn. 75; zur Entwicklung des Buy-Out-Marktes vgl. Weitnauer, Management Buy-Out, 3. Aufl. 2025 Kap. 1, Rn. 65 ff. sowie Kind, in: Lüdicke/Arndt, Geschlossene Fonds, 6. Aufl. 2013, Teil B, Abschnitt VI, Ziffer 2.

5 S. Private Equity International, Perspectives December 2024/January 2025, S. 6.

6 Vgl. Institutional Limited Partners Association (kurz: ILPA), Principles 3.0, Juni 2019, unter https://ilpa.org/wp-content/uploads/2019/06/ILPA-Principles-3.0_2019.pdf (Abruf: 14.7.2025), S. 5 (s. „Overview“).

getätigt.⁷ Diese Aufgabe kommt Investmentmanagern zu, deren Kernaufgabe es unter anderem ist, geeignete Investments für den Fonds zu finden und diese letztlich umzusetzen. Die Key Persons sind bestimmte, für die Investmenttätigkeit als besonders wichtig erachtete und in der Fondsdokumentation entsprechend festgelegte Personen innerhalb des Teams.⁸ Sie sind maßgeblich für den Erfolg eines PE/VC Fonds.⁹ LPs beteiligen sich an PE/VC Fonds häufig letztlich im Vertrauen vor allem auf diese Key Persons¹⁰ (beziehungsweise das hinter diesen Einzelpersonen stehende Private Equity-Haus) sowie deren Erfolgsbilanz, Fähigkeiten und Erfahrung, Know-how und Netzwerk.¹¹ Key Person-Regelungen sollen deshalb sicherstellen, dass die „richtigen“ beziehungsweise für LPs akzeptable Investmentmanager in der nötigen Anzahl, mit dem erforderlichen Know-how und in dem erforderlichen Maße die Investitionstätigkeiten übernehmen. Diese Regelungen sollen Investoren vor den negativen Auswirkungen schützen, die mit dem Ausscheiden solcher Schlüsselpersonen verbunden sein können (und werden deshalb häufig auch als Investoren-Schutzbestimmung bezeichnet).¹²

In der Praxis ist es jedoch nicht völlig ungewöhnlich, dass Key Persons zu einem bestimmten Zeitpunkt während der Fondslaufzeit nicht mehr aktiv in diese Investmenttätigkeit eingebunden sind, sei es, dass sie die an sie gestellten zeitlichen Anforderungen nicht mehr erfüllen, sei es, dass sie den GP/Manager verlassen und zum Beispiel zu einem Konkurrenten wechseln, erkranken oder versterben. Solche Situationen können potenziell einschneidende Folgen für einen Fonds nach sich ziehen.

III. Praktische Ausgestaltungsmöglichkeiten

Key Person-Regelungen gehören bei nahezu allen Investments in PE/VC Fonds zu den am stärksten verhandelten Regelungen der Fondsdokumentation. Sie werden vor allem von institutionellen Investoren heutzutage in der Regel als absolute Standardbestimmungen einer Fondsdokumentation gesehen. In europäischen Rechtsordnungen sind sie nahezu ausnahmslos Bestandteil von Fondsdokumentationen.¹³

Die Struktur und die konkrete Ausgestaltung einer Key Person-Regelung variiert je nach Fonds beziehungsweise Investment im Einzelfall teils erheblich. Das Vertragswerk eines Fonds der ersten Generation, der von wenigen Gründern errichtet wird, weist typischerweise eine andere Key Person-Regelung auf als die eines Megafonds der zehnten Generation, der von einem etablierten Manager verwaltet wird und dessen gesamtes Investmentteam nicht selten aus einer großen Zahl von Personen besteht. Key Person-Regelungen müssen solchen Unterschieden Rechnung tragen, es gibt daher keine einheitliche Lösung.

Die Bandbreite der in der Praxis genutzten Key Person-Regelungen ist dementsprechend groß und reicht von Fondsdokumentationen, die nur eine geringe Zahl an Key Persons, zum Beispiel die Gründer eines Fonds der ersten Generation, umfassen bis hin zu solchen Regelungen, die eine Vielzahl verschiedener Gruppen von Investmentmanagern mit unterschiedlichen, teils kombinierten Szenarien hinsichtlich der Auslösung bestimmter Rechtsfolgen und unterschiedlichen Ausschlussstatbeständen enthalten. Es gibt auch Fonds, die überhaupt keine Key Person-Regelung enthalten. Dies ist in der Praxis jedoch sehr selten, vor allem in typischen PE/VC Strukturen.

1. Anzahl und Kategorien von Key Persons

Fondsdokumentationen größerer/etablierter Fonds unterscheiden häufig zwischen verschiedenen Kategorien beziehungsweise Seniori-

tätsstufen von Key Persons, zum Beispiel „junior professionals“ und „senior professionals“. Dies ist bei kleineren Fonds regelmäßig nicht der Fall, diese stellen normalerweise auf bestimmte Einzelpersonen ab, zum Beispiel die Gründungspartner des Fonds. Größere Fonds benötigen schlicht eine größere Anzahl von Personen, um das (höhere) zugesagte Kapital erfolgreich investieren zu können.

Praktisch häufig beziehen sich Key Person-Regelungen auf eine bestimmte Anzahl von Key Persons in dem Sinne, dass eine gewisse Mindestanzahl der Key Persons weiterhin beim GP/Manager angestellt sein oder bestimmte, in der Fondsdokumentation konkret festgelegte Aufgaben erfüllen beziehungsweise ihre Arbeitszeit entsprechend der dortigen Regelung erbringen muss.¹⁴ Sie können zum Beispiel derart ausgestaltet sein, dass aus verschiedenen Gruppen von Investmentmanagern jeweils eine festgelegte Anzahl weiterhin aktiv in die Verwaltungstätigkeit des GPs/Managers eingebunden sein muss.

a) Beispiel 1¹⁵

Begriff	Definition
„Senior Professionals“	shall be [A], [B], [C] and [D].
„Junior Professionals“	shall be [E], [F], [G], [H], [I], [J], [K] and [L].
„Key Person Event“	means any event as a result of which there are less than two Senior Professionals as well as less than four Junior Professionals remaining actively involved in the portfolio management of the GP. [Abwandlung:] means any event as a result of which there are less than two Senior Professionals or less than four Junior Professionals remaining actively involved in the portfolio management of the GP.

Tab. 1: Quelle: Eigene Darstellung.

b) Einordnung

Im Ausgangsfall werden insgesamt zwölf Key Persons, vier senior professionals und acht junior professionals, festgelegt. Die Definition „Key Person Event“ legt fest, dass kumulativ aus beiden Gruppen jeweils eine bestimmte Anzahl an Personen unterschritten werden muss, nämlich drei von vier senior professionals zusammen mit fünf von acht junior professionals, insgesamt also zwei Drittel aller Key Persons. Damit stellt die Regelung im Ausgangsfall insgesamt vergleichsweise hohe Hürden auf, denn es können bis zu sieben (von insgesamt zwölf) Key Persons ausfallen beziehungsweise nicht mehr aktiv in die dort festgelegten Managementtätigkeiten involviert sein, ohne dass ein Key Person Event ausgelöst würde. Unterstellt, eine solche Situation träte ein, wäre es fraglich, ob der Fonds von den dann noch verbliebenen fünf Key Persons noch erfolgreich verwaltet werden kann.

In der Abwandlung von Beispiel 1 sind die Hürden eines Key Person Events im Vergleich zum Ausgangsfall deutlich herabgesetzt. Verlassen nun drei der vier senior professionals den Fonds, wird bereits dadurch ein Key Person Event ausgelöst, ohne, dass es (kumulativ) auf

⁷ Vgl. Kreisler/Pagel/Dahl, in: Jesch/Striegel/Boxberger, Rechtshandbuch Private Equity, 2. Aufl. 2020, § 33, Rn. 18.

⁸ Vgl. auch Clauss/Lückle/Strehle, in: Beck'sches M&A-Handbuch, 2. Aufl. 2022, § 54, Rn. 69; vgl. auch Wenzel/Höhn, in: Beck'sches M&A-Handbuch, 2. Aufl. 2022, § 59, Rn. 66 hinsichtlich Venture Capital-Fonds.

⁹ Vgl. Jesch, in: Jesch/Striegel/Boxberger, Rechtshandbuch Private Equity, 2. Aufl. 2020, § 8, Rn. 65.

¹⁰ Vgl. Weitnauer, Management Buy-Out, 3. Aufl. 2025, Kap. 1, Rn. 93.

¹¹ S. auch Bergjan/Schwarz van Berk, in: Holzapfel u. a., Unternehmenskauf in Recht und Praxis, 16. Aufl. 2021, Rn. 1791.

¹² In diese Richtung auch Bergjan/Schwarz van Berk, in: Holzapfel u. a., Unternehmenskauf in Recht und Praxis, 16. Aufl. 2021, Rn. 1791, die von „Schutzmechanismen gegen den Verlust von Schlüsselpersonen“ sprechen.

¹³ Vgl. Nicholls/Simpson, in: van Zyl/Lee, The LPA Anatomised, 2. Aufl. 2018, S. 151.

¹⁴ Vgl. auchardini, in: Pöllath/Rodin/Wewel, Private Equity und Venture Capital Fonds, 2018, § 23, Rn. 19.

¹⁵ Alle Beispielsregelungen sind stark vereinfacht und in englischer Sprache.

ein Unterschreiten einer festgelegten Grenze auch in der Gruppe der junior professionals ankäme. Den Fokus auf die senior professionals zu legen, kann (muss aber nicht) in vielen Fällen Sinn machen.

2. Punktesysteme

Punktesysteme legen für einzelne Key Persons oder für bestimmte Kategorien von Key Persons eine bestimmte Anzahl an Punkten fest. Das Unterschreiten bestimmter Punkteschwellen löst typischerweise ein Key Person Event aus.

a) Beispiel 2

Begriff	Definition
„Key Persons“	shall mean all of the Senior Key Person as well as all of the Junior Key Person.
„Senior Key Person“	shall be [A], [B] and [C] who shall each be allocated three Senior Key Person points.
„Junior Key Person“	shall be [D], [E] and [F] who shall each be allocated two Junior Key Person points.
„Key Person Event“	means, during the investment period, any situation of departure of Key Persons that results in a number of Key Persons remaining actively engaged in the management of the Fund which together represent fewer than eight Key Person Points overall. [Abwandlung:] means, during the investment period, (i) any situation of departure of Senior Key Persons resulting in a number of Senior Key Persons remaining actively engaged in the management of the Fund which together represent fewer than six Senior Key Person points or (ii) any situation of departure of Junior Key Persons resulting in a number of Junior Key Persons remaining actively engaged in the management of the Fund which together represent fewer than four Junior Key Person points.

Tab. 2: Quelle: Eigene Darstellung.

b) Einordnung

In diesem Beispiel 2 sind insgesamt 15 Key Person-Punkte auf sechs Personen innerhalb von zwei Gruppen allokiert. Die Definition „Key Person Event“ nimmt allein die Gesamtpunktzahl aller Key Person-Punkte (Eintritt bei einer weiterhin vertretenen Gesamtpunktzahl von weniger als acht) in Bezug. Ein Key Person Event kann deshalb vorliegend in völlig unterschiedlichen Situationen eintreten. Verlassen zwei der drei „Senior Key Persons“ das Management, liegt noch kein Key Person Event vor. Scheiden zwei Senior Key Persons und eine Junior Key Person aus, liegt ebenfalls noch kein Key Person Event vor. Das kann zu Situationen führen, in denen nach der Fondsdokumentation zwar eindeutig noch kein Key Person Event vorliegt, der Fonds sich jedoch durchaus in einer schwierigen Lage befinden kann, weil die Hälfte der Investmentmanager und unter ihnen zwei (von insgesamt drei) der Senior Key Persons den Fonds verlassen haben.

In der Praxis ist es deshalb entscheidend, kritische Szenarien eines Key Person Events konkret zu identifizieren und gegebenenfalls in der Fondsdokumentation abzusichern. Vertraglich kann dabei für bestimmte Kategorien von Personen grundsätzlich ein gesondertes Key Person Event vorgesehen werden. Die Abwandlung von Beispiel 2 sieht dementsprechend vor, dass ein Key Person Event dann eintritt, wenn zum Beispiel zwei der drei „Senior Key Persons“ nicht mehr mit einer entsprechenden Punktzahl vertreten sind.

3. Anstellungs- und arbeitszeitbezogene Regelungen

Key Person-Regelungen stellen besonders häufig auf die Anstellung einer Key Person, zum Beispiel beim GP/Manager, ab oder legen den Aufwand an Arbeitszeit (sogenannte „time and attention“ beziehungsweise „time devotion requirements“), der seitens der Schlüsselperson zu erbringen ist, fest. Auch eine Kombination aus beidem ist möglich. Typi-

scherweise tritt ein Key Person Event im erstgenannten Fall ein, wenn das Anstellungsverhältnis nicht mehr besteht, in letzterem Fall dann, wenn die nach der Fondsdokumentation gestellten Anforderungen nicht mehr erfüllt werden. Dies kann beispielsweise wie folgt geregelt sein:

a) Beispiel 3

Begriff	Definition
„Key Persons“	shall be [A] and [B].
„Key Person Event“	shall occur in the event that one of the Key Persons ceases to ... [Anstellung:] ... be employed by the GP/Manager. [Arbeitszeit:] ... devote substantially all of his/her business time to the affairs of the GP/Manager. [Abwandlung:] ... devote a majority of his/her professional time to the affairs of the GP/Manager.

Tab. 3: Quelle: Eigene Darstellung.

b) Einordnung

Bezieht sich die Key Person-Regelung auf die zu erbringende Arbeitszeit, wird nicht selten auf die gesamte Arbeitskraft oder jedenfalls den wesentlichen Teil davon abgestellt. In der Praxis kann es sinnvoll sein, im Rahmen einer solchen Regelung konkrete Vorgaben in die Fondsdokumentation aufzunehmen, auch um spätere Streitigkeiten zu vermeiden. Klare Regelungen können im Einzelfall etwa sinnvoll sein hinsichtlich der Frage, wie hoch die insgesamt zu erbringende Arbeitszeit konkret zu sein hat, wie das Erbringen dieser Arbeitszeit protokolliert beziehungsweise gemessen werden soll, wer dafür die Verantwortung trägt und welche Ausnahmen möglicherweise gelten sollen.

Was die Anstellung einer Person bei einer Gesellschaft (wie im obigen Beispielsfall 3 dem GP/Manager) angeht, empfiehlt es sich, den Zeitpunkt, ab dem eine Anstellung nicht mehr vorliegt, so konkret wie möglich in der Dokumentation festzulegen. So können gegebenenfalls auftretende Zweifelsfragen vermieden werden, die sich zum Beispiel auf den konkreten Zeitpunkt des Wegfalls der Anstellung beziehen.

Auf Seiten der Investmentmanager beziehungsweise der Key Persons sind gegebenenfalls bereits bestehende private oder sonstige externe Verpflichtungen, das heißt solche Verpflichtungen, die unabhängig von dem konkreten Fonds bestehen, explizit von diesem Maßstab auszuklammern. Dies verhindert, dass unabsichtlich gegen die in der konkreten Fondsdokumentation festgelegten Anforderungen verstoßen wird, etwa durch Zeit, die im Rahmen privater Investments aufgewendet wird.¹⁶

c) Erweiterte Bezugnahme auf bestimmte Gesellschaften

Aus Investorensicht wird es häufig als ideal betrachtet, wenn die Fondsdokumentation die Key Persons zu einem möglichst starken Fokus auf den konkreten Fonds beziehungsweise das konkrete Vehikel verpflichtet und gegebenenfalls noch dessen Vorgänger- und/oder Nachfolgefonds mit einbezieht. Die Institutional Limited Partners Association (kurz: ILPA) legt in ihren Principles 3.0 als Empfehlung fest, dass Key Persons ihre zeitlichen Verpflichtungen gegenüber (i) dem Fonds, (ii) dessen Vorgängerbonds und (iii) dessen Nachfolgefonds

16 S. auch *Nicholls/Simpson*, in: van Zyl/Lee, *The LPA Anatomised*, 2. Aufl. 2018, S. 151.

erbringen sollten.¹⁷ Tatsächlich sind derartig begrenzte Regelungen vor allem bei etablierten Fonds beziehungsweise Fonds, die von etablierten Managern verwaltet werden, selten anzutreffen und weitaus häufiger bei kleineren Fonds beziehungsweise nicht etablierten Sponsorenteams im Markt zu sehen. Etablierte Fonds/Manager benötigen häufig ein hohes Maß an Flexibilität hinsichtlich des Einsatzes der Investmentmanager, die sie im Rahmen ihrer Strategie einsetzen.

Praktisch häufig finden sich Key Person-Regelungen, die festlegen, dass die seitens der Key Persons zu erbringende Arbeitszeit zum Beispiel gegenüber dem GP/Manager¹⁸ zu erfüllen ist oder die auf das gesamte equity-Haus der Fondsinitiatoren (und damit zum Beispiel auch auf weitere Managementgesellschaften) abstellen. Damit wird mitunter auf sämtliche von dieser Managementgesellschaft verwalteten Vehikel, deren Anzahl und Ausrichtung erheblich sein kann, Bezug genommen. Auch abschließende Aufzählungen konkreter Gesellschaften und Vehikel finden sich regelmäßig in Fondsdokumentationen. Der Anwendungsbereich einer Key Person-Regelung wird dadurch insofern stark eingeschränkt, als dass die Key Persons die an sie nach der jeweiligen Dokumentation gestellten Anforderungen letztlich auch gegenüber allen weiteren, von dem konkreten Fonds/Vehikel gegebenenfalls völlig losgelösten Gesellschaften erbringen können, ohne dass sie ihre Pflichten gegenüber dem Fonds verletzen würden. Sie erfüllen ihre Verpflichtungen aus dem Gesellschaftsvertrag im Zweifel selbst dann, wenn sie überhaupt keine Zeit in Bezug auf den konkret infrage stehenden Fonds erbringen, sondern ausschließlich andere Vehikel verwalten. Das fehlende Mindestmaß an Zeitaufwand gegenüber dem konkreten Fonds beziehungsweise begrenzt auf bestimmte Vehikel ist häufig Auslöser intensiver Verhandlungen zwischen GPs und LPs, ist jedoch bei etablierten Fonds/Managern häufig ein weniger intensiv verhandelter Punkt.

4. Austausch von Key Persons und Benennung weiterer Key Persons

Fondsdokumentationen vor allem großer beziehungsweise etablierter Fonds sehen regelmäßig vor, dass Key Persons jederzeit ersetzt beziehungsweise weitere Key Persons jederzeit ernannt werden können.

a) Beispiel 4

Begriff	Definition
„Key Persons“	shall be [A], ... and [E] as well as their respective replacements and/or any Additional Key Person designated pursuant to this Agreement.
„Key Person Event“	shall mean a situation where less than three Key Persons continue to devote [substantially all of/a majority of] their respective business time to the affairs of the Fund.

Tab. 4: Quelle: Eigene Darstellung.

b) Einordnung

Ein Key Person Event tritt im Beispielsfall 4 ein, sobald drei Key Persons nicht mehr die an sie jeweils gestellten, arbeitszeitbezogenen Voraussetzungen erfüllen. Sofern die Vertragsdokumentation nicht explizit etwas anderes vorsieht, muss diese Voraussetzung für jede der drei Key Persons zeitlich nicht zwingend zusammenfallen. Es müssen daher nicht alle drei Personen gleichzeitig weniger als die geforderte Zeit erbringen. Vielmehr kann dies im Grundsatz auch sukzessive erfolgen.

Um in solchen Situationen seitens des Fondsmanagers „gegensteuern“ und den Eintritt eines Key Person Event abwenden zu können, sehen Fondsdokumentationen häufig vor, dass die Key Persons ausgetauscht

beziehungsweise weitere Key Persons ernannt werden können. Erfüllt im obigen Beispielsfall 4 etwa eine Key Person die an sie gestellten Anforderungen nicht mehr, kann sie – entsprechend des im Vertragswerk konkret festgelegten Procederes – durch eine andere Person ersetzt werden. Ein Key Person Event wird erst dann ausgelöst, wenn – gleichsam von Neuem beginnend – drei Key Persons nicht mehr die an sie gestellten Anforderungen erfüllen. Ein zu hohes Maß an Flexibilität durch einen möglichen Austausch der Key Persons wird – abhängig wiederum vom jeweiligen Einzelfall – von Investoren teils kritisch betrachtet.

Auch die Benennung weiterer, das heißt zusätzlicher Key Persons kann das Auslösen eines Key Person Event verhindern. Würde im Beispielsfall 1 die Anzahl der Senior Professionals durch Ernennung weiterer Key Persons von ursprünglich vier auf zum Beispiel sechs heraufgesetzt, und bliebe die Regelung zum Key Person Event ansonsten unverändert, müssten nicht mehr wie ursprünglich drei von vier, sondern dann fünf von sechs Senior Professionals ausscheiden, um ein Key Person Event auszulösen – eine deutliche Heraufsetzung der Eintrittsschwelle.

Die Benennung von Nachfolge-Key Persons kann dabei im Ermessen des Managers stehen, sie kann jedoch ebenso unter Zustimmungsvorbehalt entweder des Investorenbeirats aber der Investoren selbst gestellt werden. Für den Fall irgendeiner Form der Zustimmung verspricht die Zustimmung des Investorenbeirats im Grundsatz einen schnelleren und aus GP-/Manager-Sicht oft unkomplizierteren Prozess und wird aus diesem Grund auch oft bevorzugt. Die Zustimmung der Investoren hingegen kann nicht nur deutlich aufwändiger und dementsprechend zeitlich langwieriger, sondern aus Managerperspektive auch risikoreicher sein. Denn nicht immer können bestimmte Zustimmungsgrenzen bei den Investoren auch sicher erreicht werden.

5. Bezugnahme auf bestimmte Phasen der Fondslaufzeit

Key Person-Regelungen finden in der Regel auf die Investitionsphase des Fonds Anwendung.¹⁹ Teilweise gelten sie jedoch für die gesamte Laufzeit des Fonds oder beinhalten separate Regelungen für die Investitionsphase einerseits sowie die Desinvestitionsphase andererseits. Für den Zeitraum der Desinvestitionsphase gelten dann typischerweise geringere Anforderungen, etwa hinsichtlich des von den Key Persons zu erbringenden Zeitaufwands. Hintergrund dafür ist, dass der Zeitaufwand, der für ein Portfolio-Unternehmen in der Desinvestitionsphase aufzuwenden ist, ab einem bestimmten Zeitpunkt abnimmt, sodass auch geringere Anforderungen an den Zeitaufwand und die Involvement der Investmentmanager gestellt werden können.

Die ILPA betont in ihren Prinzipien 3.0,²⁰ dass die Zeit nach der Investitionsphase von entscheidender Bedeutung für die Entwicklung eines Investments sein kann. Dementsprechend empfiehlt sie, bei der Ausgestaltung beziehungsweise Verhandlung von Key Person-Regelungen zu berücksichtigen, ob und inwieweit Bedarf für eine entsprechende Regelung für die Zeit nach der Investitionsphase besteht.²¹

17 Vgl. ILPA, Principles 3.0, Juni 2019, unter https://ilpa.org/wp-content/uploads/2019/06/ILPA-Principles-3.0_2019.pdf (Abruf: 1.4.2025), S. 19 (s. „Key Person“).

18 S. obiges Bsp. 3.

19 Vgl. Rodin/Mardini/Euhus, in: Pöllath/Rodin/Wewel, Private Equity und Venture Capital Fonds, 2018, § 22, Rn. 104.

20 Vgl. ILPA Principles 3.0, Juni 2019, unter https://ilpa.org/wp-content/uploads/2019/06/ILPA-Principles-3.0_2019.pdf (Abruf: 1.4.2025), S. 19 (s. „Key Person“).

21 Vgl. ILPA Principles 3.0, Juni 2019, unter https://ilpa.org/wp-content/uploads/2019/06/ILPA-Principles-3.0_2019.pdf (Abruf: 1.4.2025), S. 19 (s. „Key Person“).

Eine zwischen der Investitions- und der Desinvestitionsphase unterscheidende Key Person-Regelung mit unterschiedlichen Anforderungen an beide Phasen kann beispielsweise wie folgt ausgestaltet sein:

a) Beispiel 5

Begriff	Definition
„Key Persons“	shall be [A], ... and [E] as well as their respective replacements or any Additional Key Person designated pursuant to this Partnership Agreement.
„Key Person Event“	shall mean, (i) during the Investment Period, a situation where less than three Key Persons continue to devote substantially all of their respective business time to the affairs of the Partnership and (ii) following the end of the Investment Period, a situation where less than three Key Persons cease to devote an appropriate amount of their respective business time to the affairs of the Partnership in order to ensure the proper management of the Partnership's Investments.

Tab. 5: Quelle: Eigene Darstellung.

b) Einordnung

Die Regelung in Beispiel 5 sieht vor, dass die Key Persons während der Investitionsphase ihre gesamte Arbeitskraft gegenüber dem Fonds zu erbringen haben. Das Anforderungsniveau wird – entsprechend des oben unter Abschnitt III. 5. Gesagtem – für die Desinvestitionsphase dahingehend herabgesetzt, dass nur noch ein angemessener Teil der Arbeitszeit den Angelegenheiten des Fonds zu widmen ist, um die ordnungsgemäße Verwaltung der Investments des Fonds sicherzustellen.

IV. Rechtsfolgen

Grundsätzlich umfasst das Spektrum möglicher Rechtsfolgen nach Eintritt eines Key Person Events (i) die Beendigung der Investitionsbefugnisse des Managers, (ii) die Auflösung des Fonds oder (iii) die Abberufung des Komplementärs,²² wobei die zuletzt genannte Rechtsfolge sehr selten vorgesehen sein dürfte.

1. Automatische Suspendierung der Investitionsbefugnisse

Ein zentrales Unterscheidungskriterium hinsichtlich möglicher Rechtsfolgen ist die Frage, ob diese automatisch eintreten oder aktiv ausgelöst werden müssen. Falls diese aktiv ausgelöst werden müssen, stellt sich wiederum die Frage, ob dies durch die Investoren in ihrer Gesamtheit oder – falls vorhanden – dem Investorenbeirat als Gremium zu erfolgen hat und welche Zustimmungserfordernisse dafür gelten sollen.

Ganz überwiegend sind Key Person-Regelungen auf Rechtsfolgenseite aktuell derart ausgestaltet, dass

- (i) zunächst die Investitionsbefugnisse des GPs/Managers mit Eintritt eines Key Person Events automatisch ausgesetzt sind, das heißt grundsätzlich keine neuen Investments mehr getätigt werden dürfen.²³ In diesem Rahmen ist in Fondsdokumentationen wiederum häufig vorgesehen, dass von dem generellen Verbot neuer Investments unter besonderen Zustimmungserfordernissen abgewichen werden kann. Hintergrund für eine solche Aussetzung der Investitionsbefugnisse ist, dass es aus Sicht der LPs vermieden werden soll, dass ein unerfahrenes oder unzureichend aufgestelltes Managementteam das Kapital der LPs investiert. Zudem gibt die Suspendierungsphase – anders als eine sofortige Auflösung des Fonds²⁴ – dem GP/Manager die Möglichkeit, die Situation zu

lösen, etwa dadurch, dass akzeptabler Ersatz für das Team gefunden wird. Eine Vielzahl von Einzelfragen ist bei der Frage zu berücksichtigen, wofür während einer Suspendierungsphase „drawdowns“ erfolgen dürfen bzw. wofür bereits abgerufene Beträge oder zurückfließende Erlöse verwendet werden dürfen.

- (ii) Diese Suspendierung kann innerhalb eines festgelegten Zeitrahmens wiederum aktiv seitens der Investoren oder des Investorenbeirats aufgehoben werden, sodass neue Investments grundsätzlich wieder möglich werden. Typisch sind hier Zeiträume zwischen 90 und 270 Tagen. Läuft die Suspendierungsphase ab, ohne dass die LPs oder der Investorenbeirat tätig geworden sind, ist es als Folge ebenso möglich und in der Praxis nicht völlig ungewöhnlich, dass diese Suspendierungsphase automatisch endet und neue Investments ohne Zutun der LPs bzw. des Investorenbeirats wieder möglich werden.
- (iii) Die automatisch eingetretene Suspendierungsphase kann ohne die unter (ii) beschriebene Wiedereinsetzung der Investitionsbefugnisse zu weiteren Rechtsfolgen, zum Beispiel der Auflösung des Fonds, führen.

2. Alternativen

Von diesen typischen Rechtsfolgen kann es prinzipiell auf jeder Stufe Abweichungen geben. Anstatt eines Automatismus kann etwa die positive Abstimmung des Investorenbeirats oder der LPs hinsichtlich der Aussetzung der Investitionsbefugnisse vorgesehen sein. Das kann im Einzelfall vor allem dann sinnvoll sein, wenn sichergestellt werden soll, dass diese einschneidende Rechtsfolge auch von einer akzeptablen Mehrheit gewollt ist und aktiv gestaltet beziehungsweise unterstützt wird.

Zudem ist es möglich, anstatt einer aufhebbaren Suspendierungsphase die Auflösung des Fonds vorzusehen. Diese Rechtsfolge ist in Fondsdokumentationen jedoch selten verankert und falls sie es doch ist, oft erst dann, wenn das Key Person Event im Rahmen der Suspendierungsphase nicht behoben werden konnte, also als „ultima ratio“. Die Auflösung des Fonds als Rechtsfolge wird für alle Beteiligten vielfach auch nachteilhaft beziehungsweise risikoreicher sein. Zum einen ist die vorzeitige Auflösung eines Fonds immer mit besonderen Reputationsrisiken verbunden, an deren Vermeidung sowohl GPs als auch LPs gelegen ist. Zum anderen entfällt mit Auflösung des Fonds nicht selten ein Teil des Anspruchs des GPs/Managers auf Zahlung der Verwaltungsgebühr (im Folgenden wird verkürzt die im internationalen Kontext gängige Bezeichnung „Management Fee“ verwendet) beziehungsweise der kapitaldisproportionalen Gewinnbeteiligung (im Folgenden wird verkürzt die im internationalen Kontext gängige Bezeichnung „Carried Interest“ verwendet).

²² Vgl. *Nicholls/Simpson*, in: van Zyl/Lee, *The LPA Anatomised*, 2. Aufl. 2018, S. 151 betreffend die beiden erstgenannten Rechtsfolgen.

²³ Vgl. *Kreisler/Pagel/Dahl*, in: *Jesch/Striegel/Boxberger, Rechtshandbuch Private Equity*, 2. Aufl. 2020, § 33, Rn. 18; vgl. auch *Lorenz/Ullrich*, in: *Jesch/Striegel/Boxberger, Rechtshandbuch Private Equity*, 2. Aufl. 2020, § 9, Rn. 98.

²⁴ Dazu s. u. unter Abschnitt IV. 2.

3. Auswirkungen auf die Management Fee

Die Auswirkungen auf den Carried Interest²⁵ und die Management Fee²⁶ spielen auf Rechtsfolgenreihe regelmäßig eine zentrale Rolle. Diese wirtschaftlichen Kernthemen sind sehr häufig Gegenstand intensiver Verhandlungen zwischen GPs und LPs.

Hinsichtlich der Management Fee wird zwischen den Beteiligten häufig darüber verhandelt, ob mit Eintritt eines Key Person Events die Management Fee unverändert weiter zu zahlen ist oder ob ein Abschlag zu erfolgen hat, und falls ja, wie hoch dieser zu sein hat. Beide Alternativen können im Einzelfall mehr oder weniger gut begründet beziehungsweise durchgesetzt werden. Sind die Investitionsbefugnisse des Managers ausgesetzt, entfällt (jedenfalls teilweise) der wesentliche Grund für die Zahlung der Management Fee, was grundsätzlich für eine Reduzierung – gegebenenfalls zeitlich gestaffelt – sprechen kann. In der Praxis ist eine Reduzierung der Management Fee typischerweise nicht sofort mit Eintritt in eine Suspendierungsphase vorgesehen, sondern oft erst nach Ablauf eines bestimmten Zeitraums oder für den Fall, dass diese Suspendierungsphase permanent wird. Mit Eintritt des Fonds in die sogenannte Desinvestitionsphase findet üblicherweise ohnehin eine Reduzierung der Management Fee statt. Diese kann auf unterschiedliche Art und Weise erfolgen. Praktisch häufig wird sie dadurch vorgenommen, dass sich der in der Fondsdokumentation festgelegte Prozentsatz der Management Fee, regelmäßig – je nach Fonds und Einzelfall – um die 2%, nicht mehr auf die gesamten Kapitalzusagen, sondern mit Eintritt in die Desinvestitionsphase nur noch auf die Anschaffungskosten derjenigen Assets bezieht, die noch aktiv verwaltet werden. Die Zahlung einer reduzierten Management Fee nach einem Key Person Event, teilweise begrenzt auf einen bestimmten Zeitraum, kann sich an diesem „step down“-Mechanismus orientieren.

Andererseits laufen die Kosten des Managers grundsätzlich weiter und auch bereits getätigte Investments werden weiterhin gehalten und binden Ressourcen, sodass die Zahlung der Management Fee auch in unveränderter Höhe gerechtfertigt sein kann. Dies vor allem dann, wenn eine Suspendierung bereits nach kurzer Zeit aufgehoben werden kann.

4. Auswirkungen auf den Carried Interest

Auswirkungen auf den Carried Interest des GPs/Managers können sich vor allem mittelbar über Gewinnbeeinträchtigungen oder die Anwendbarkeit anderer Vorschriften, die gegebenenfalls mit den Key Person-Regelungen verschränkt sind, ergeben.

Gewinne des Fonds können unter anderem dann negativ beeinflusst sein, wenn es zu einer dauerhaften Suspendierungsphase kommt, denn dies kann die Gewinnspanne und damit auch den Carried Interest beeinflussen. Dies vor allem dann, wenn es frühzeitig in der Investitionsphase des Fonds zu einem Key Person Event und dem Eintritt in die Suspendierungsphase kommt und erst wenige Investments getätigt wurden. Dasselbe gilt bei einem Notverkauf (sogenannter „fire sale“) der Assets, der unter den dann gegebenen Marktumständen zu erfolgen hat und mit beträchtlichen Verlusten für alle Beteiligten enden kann, etwa bei Auflösung des Fonds.

Vor allem institutionelle Investoren verhandeln mitunter eine weitere Schutzebene im Zusammenhang mit Key Person-Regelungen in die Fondsdokumentation ein, nämlich das Recht, den GP/Manager ohne wichtigen Grund abzuberufen, wenn eine Suspendie-

rungsphase nicht behoben werden kann (sogenannte „no-fault removal“). Die Abberufungsvorschriften sehen dabei regelmäßig eine Reduzierung des Anspruchs auf den Carried Interest (sogenannter „haircut“) vor, sodass ein Key Person Event auch bei einer solchen Verknüpfung mit den Abberufungsregelungen Einfluss auf den Carried Interest haben kann.

V. Zusammenfassung

Key Person-Regelungen gehören zu den zentralen sowie am stärksten verhandelten Regelungen in Fondsdokumentationen und werden im aktuell herausfordernden Marktumfeld besonders intensiv verhandelt. Sie können auf ganz unterschiedliche Weise funktionieren und ausgestaltet sein, abhängig von wirtschaftlichen Erwägungen im konkreten Einzelfall. Jedenfalls im Grundsatz können sie nahezu vollumfassend verhandelt werden, wenngleich diese Verhandlungsmöglichkeit faktisch vor allem bei großen/etablierten Fonds nicht besteht.

Auf Seiten der LPs setzt eine Einordnung und damit die Verhandlung der Key Person-Regelung regelmäßig ein genaues Verständnis über die Zusammensetzung und die Funktionsweise des Key Person-Teams sowie die konkret handelnden Personen voraus. Wer sind die Entscheidungsträger? Welche Individuen sind für die Wertschöpfung gegebenenfalls besonders entscheidend? Passt die Anzahl der Investmentmanager in das Gesamtgefüge des Fonds (etc.) und ist der Verbleib der entscheidenden Personen durch die Regelung wirklich abgesichert? Hierzu gehört regelmäßig eine Einschätzung der Wahrscheinlichkeit, ob bestimmte Personen möglicherweise einmal das Team verlassen könnten. Klarheit sollte zum Beispiel darüber bestehen, ob die „richtigen“ Key Persons im „richtigen“ Maße von der Regelung umfasst sind, über welchen Zeitraum die Regelung gilt (Investitions-/Desinvestitionsphase) und ob es Bedarf für verschiedene Auslösungs-szenarien gibt.

Key Person-Regelungen sollten mit Weitblick betrachtet werden. Mögliche Szenarien, die zum Zeitpunkt der Errichtung eines Fonds beziehungsweise des Investments in einen Fonds als unwahrscheinlich oder gar abwegig erscheinen, sollten gegebenenfalls ernsthaft in Betracht gezogen und gedanklich „durchgespielt“ werden, um mögliche zukünftige Risiken identifizieren und – bei Bedarf – vertraglich absichern zu können.

Tobias M. Koch, RA, ist Counsel im Bereich Investment Funds und Asset Management am Frankfurter Standort der Kanzlei Curtis, Mallet-Prevost, Colt & Mosle LLP. Er berät nationale und internationale Investoren wie auch Fondssponsoren zu rechtlichen und regulatorischen Aspekten von Private Equity- und Venture Capital Fonds.



25 Zum Carried Interest vgl. *Mardini*, in: Pöllath/Rodin/Wewel, Private Equity und Venture Capital Fonds, 2018, § 11, Rn. 28 ff. sowie *Verfürth/Emde*, in: Emde/Dornseifer/Dreibus, KAGB, 3. Aufl. 2023 § 1, Rn. 224, 225; vgl. zur steuerlichen Einordnung des Carried Interest nach deutschem Recht *Burwitz*, NZG 2024, 1021 ff. sowie *Sanning/Dickersbach*, DStR 2024, 725, 729 f.

26 Zur Management Fee vgl. *Mardini*, in: Pöllath/Rodin/Wewel, Private Equity und Venture Capital Fonds, 2018, § 11, Rn. 1.