

Fondsstandort Luxemburg

Bewertung von Fondsanteilen

Die Investorensicht

AVEGA Capital Management S.A.

BAI Webinar

ACM

28. Februar 2023

Agenda

BAI Webinar – 28. Februar 2023

Eröffnungsworte & Moderation

Dr. Philipp Bunnenberg, Leiter Alternative Markets, BAI

Fondsstandort Luxemburg: Bewertung von Fondsanteilen – die Investorensicht

- Luxemburg als Standort für Investorenbündelungsvehikel
- Über LUX GAAP, LPA GAAP, und andere Akronyme
- Wer hat sich das eigentlich mit diesem Fair Value ausgedacht?
- Private Debt und Private Equity mischen – schlau oder nicht?
- Keine Panik vor dem Wirtschaftsprüfer!

Nic Müller, Mitgründer und CEO von Avega Capital Management

Q&A

A grayscale photograph of a modern building with a distinctive diamond-patterned facade, partially obscured by trees in the foreground. The image serves as the background for the slide.

AVEGA Capital Management (“ACM”)

Umfangreiches Know-How für Alternative Investments

A small, solid yellow horizontal bar.

ACM ist Teil des AVEGA Netzwerks

ACM
AIFM & Fund Services

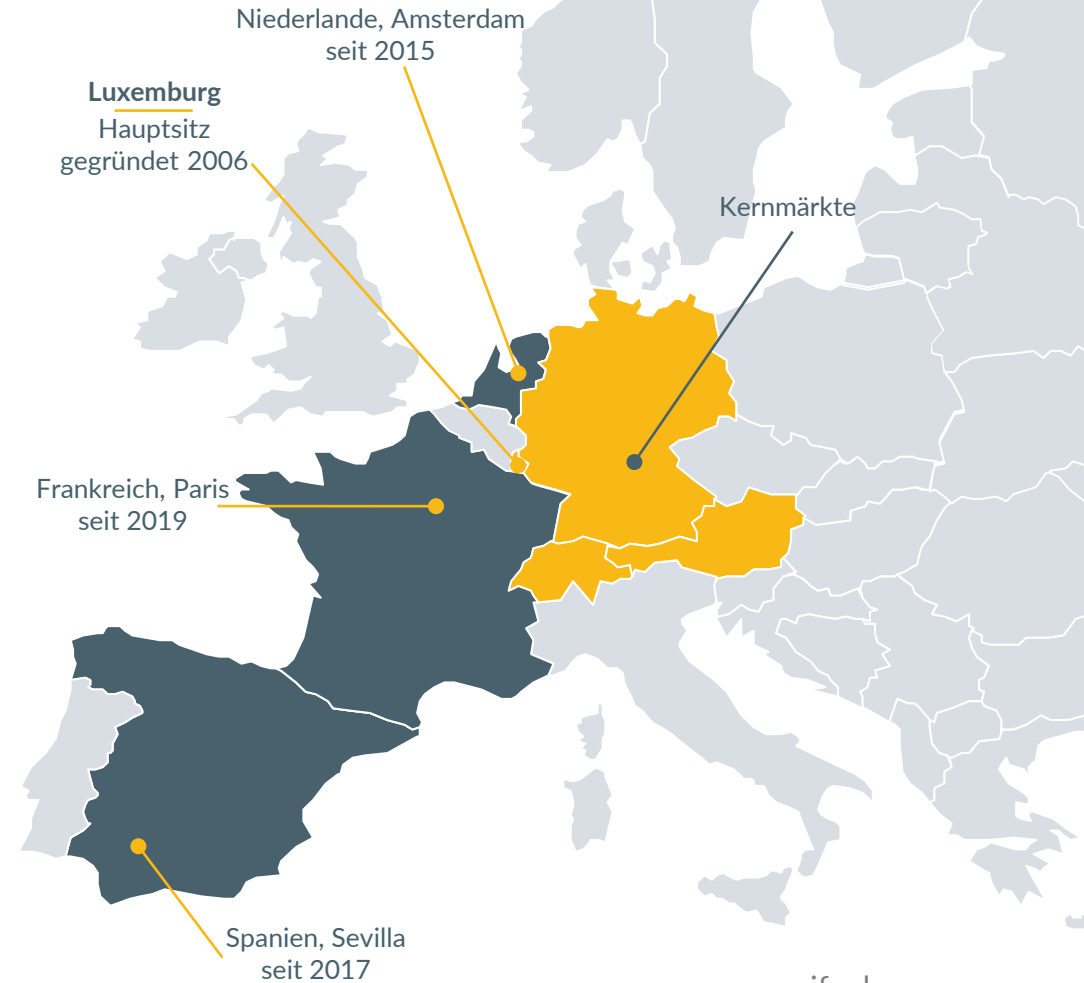
AVEGA SARL
Corporate & Governance
Services

AVEGA Tax
Tax Compliance

AVEGA Revision
Wirtschaftsprüfung

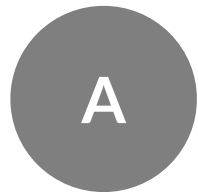
AVEGA Services
Liquidator

— AVEGA Staff



Wer wir sind – unser Mantra

ACM ist eine unabhängige, auf Private Markets spezialisierte und partnerschaftlich geführte Service-KVG



VEGA

Accountable - Verantwortungsbewusst mit den Kunden an **erster Stelle**



APITAL

Compliant - **Qualitätsorientiert** und Compliance-bedacht



ANAGEMENT

Mature - Erfahren in Alternative Investments, mit **Leidenschaft** für Private Markets



- **Boutique Style**
Ausgewählte Kunden mit Spezialisierung auf Private Markets
- **Partnerschaftlich**
Langjährige Kundenbeziehung durch beständige Eigentümerstruktur
- **Nachhaltig**
Organisch wachsendes und langfristiges Geschäftsmodell
- **Von Menschen geführt, von Technologie unterstützt**
Stabile Prozesse, die individuell auf unsere Kunden angepasst werden
- **Deutsch geprägt**
Jedoch international ausgerichtet
- **Private Markets Master-KVG und Middle-Office**
Erster Ansprechpartner für alle Fragen und Anliegen in Luxembourg

Ihr Referent

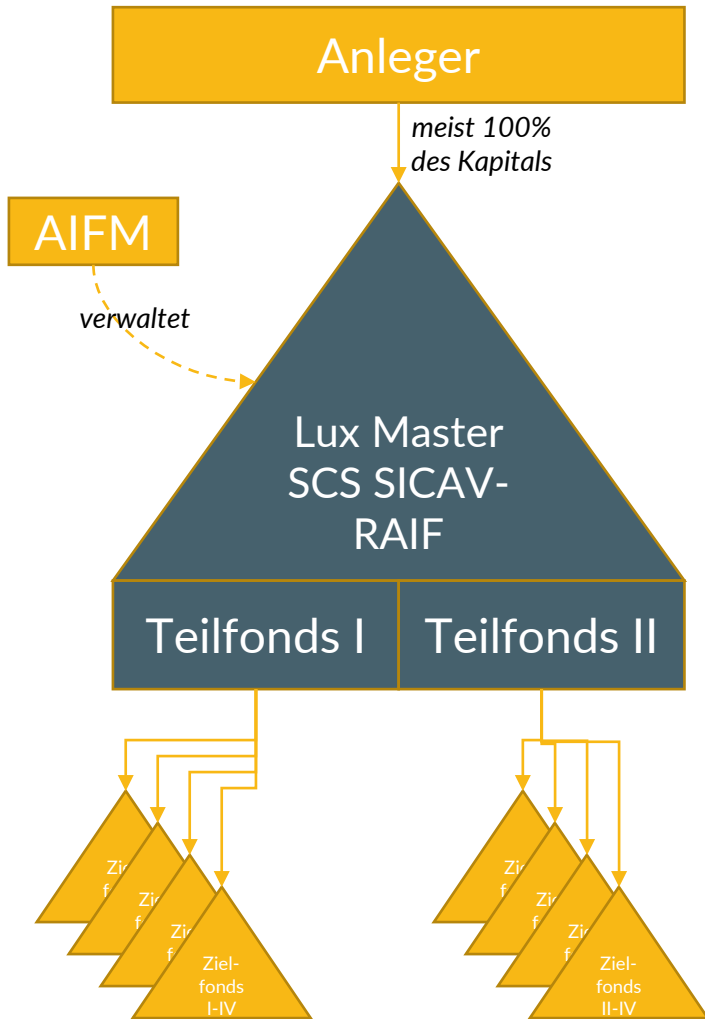
Nic Müller

- CEO und Mitgründer von Avega Capital Management S.A.
- zuvor Associate Partner, Audit Private Equity bei KPMG Luxembourg (2008-2020)
- CFA Charterholder
- Financial Risk Manager (FRM)
- Réviseur d'Entreprises
- Chartered Accountant (FCCA)





Luxemburg als Standort für Bündelungsvehikel



Ausgangslage

Fall 1: Investitionen in Zielfonds über Lux-Master

Anleger (z.B. Versicherung, Versorgungswerk, CTA) ist alleiniger Anleger in einen Luxemburger Fonds (der „**Masterfonds**“), oft in der Form einer Investmentgesellschaft nach variablem Kapital („**SICAV**“) unter dem „**RAIF**“-Gesetz (früher/Altfälle: „**SIF**“-Gesetz) mit autorisierter externer Kapitalverwaltungsgesellschaft („**AIFM**“).

Der Masterfonds kann als „**Umbrella**“ strukturiert sein mit 1 oder mehreren „**Teilfonds**“ („**Compartments**“ / „**Sub-Funds**“).

Jeder Teilfonds hat ein segregiertes Portfolio und investiert auf Commitment-Basis (bei Fondsaufgabe durch Zielfonds-Manager, „**Primaries**“) in ein diversifiziertes Portfolio von Privatmarkt-(z.B. Private Equity) Fonds (die „**Zielfonds**“).

Die Zielfonds selbst (z.B. Delaware LPs, Lux SCSps, Jersey LPs, usw.) investieren ihrerseits in Privatmarkt-Assets (z.B. Unternehmensbeteiligungen)

Anleger

meist 100%
des Kapitals

AIFM

verwaltet

Lux Master
SCS SICAV-
RAIF

Teilfonds I

Teilfonds II

Ziel-
Dach-
fonds I-I

Ziel-
Dach-
fonds I-II

Ziel-
Dach-
fonds II-I

Ziel-
Dach-
fonds II-II

Ziel-
fonds
I-I-II

Ziel-
fonds
I-II-II

Ziel-
fonds
II-I-II

Ziel-
fonds
II-II-II

Ausgangslage

Fall 2: Investitionen in Dachfonds über Lux-Master

Wie 1, jedoch Investition durch die SICAV in **Dachfonds**, die selbst wiederum in ein Portfolio von Zielfonds („Ziel-Zielfonds“?) investieren.

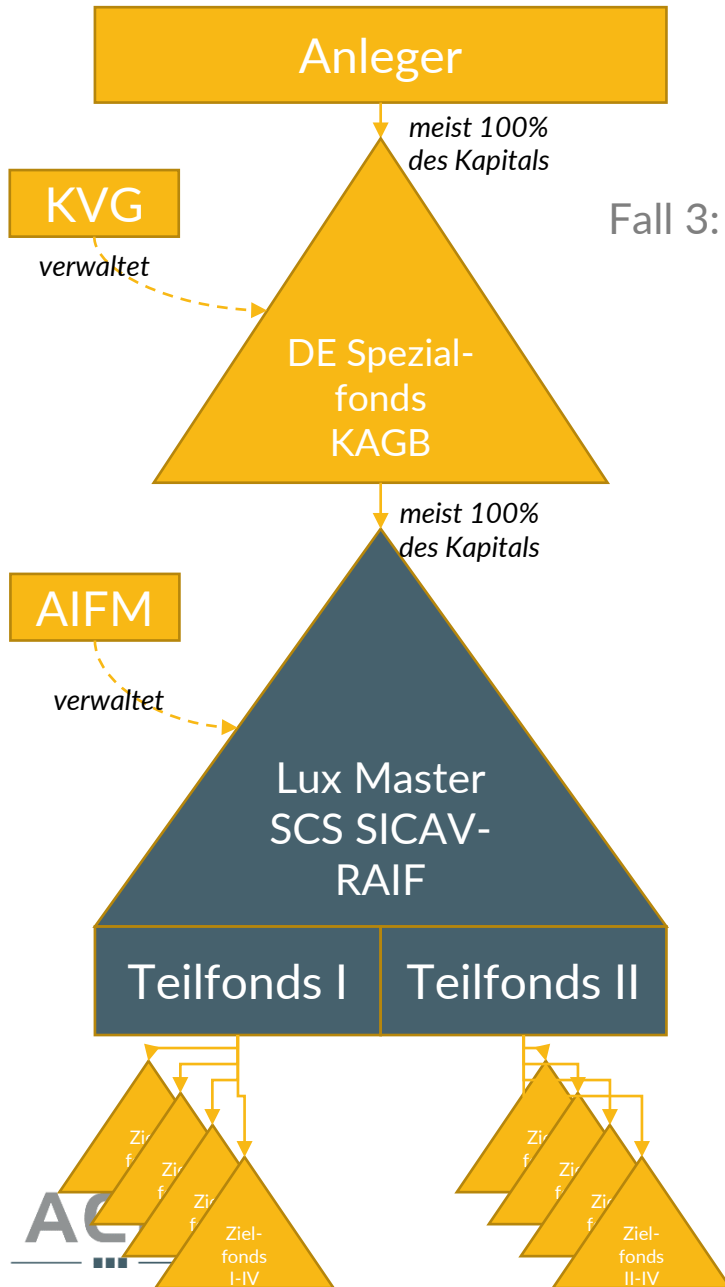
Oft: Mischform, d.h. die ersten Anlagen sind in Dachfonds (oft Produkte, die durch den mandatierten Anlageberater vertrieben werden), später werden dann die ersten Primaries gezeichnet

Ausgangslage

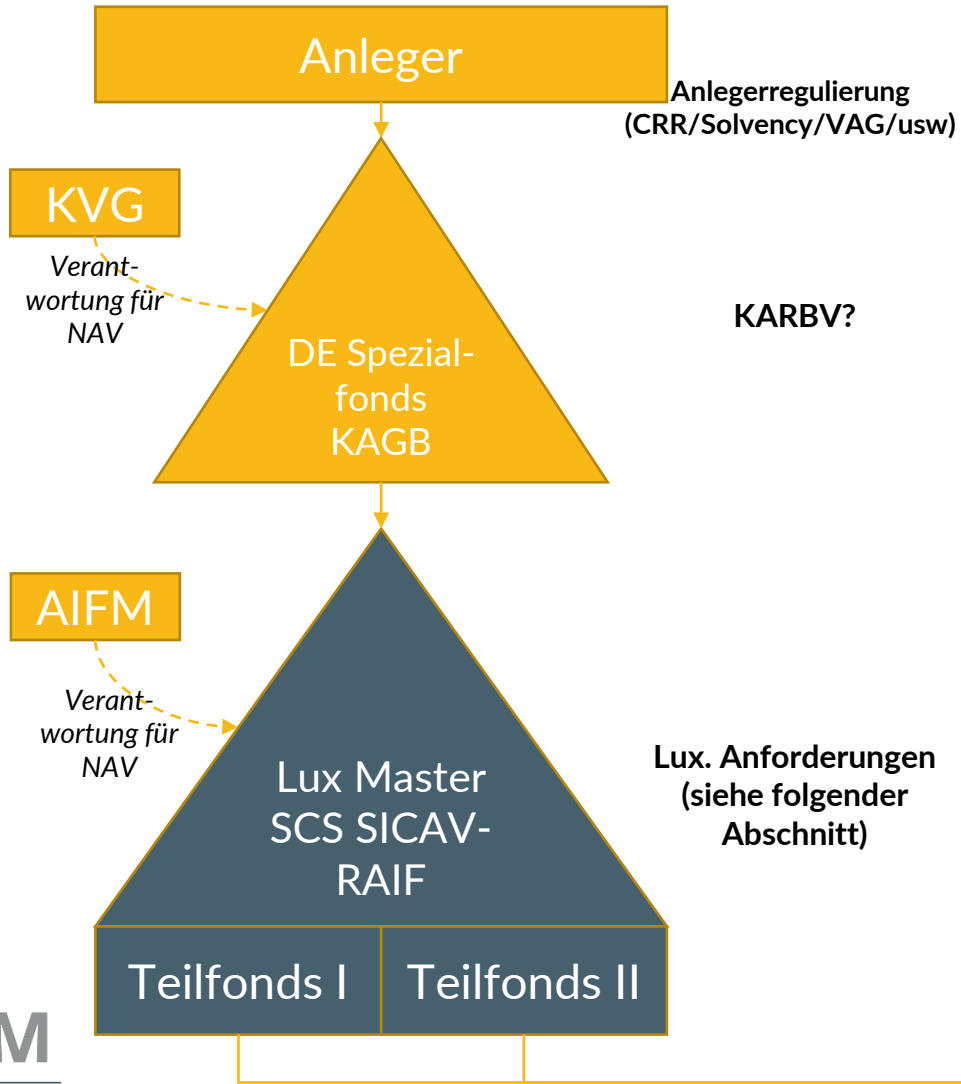
Fall 3: Investitionen in Zielfonds über Lux Master mittelbar über DE

Wie 1, jedoch Investition durch den Anleger durch seinen bestehenden deutschen Masterfonds (offene inländische Spezial-AIF (allgemein/mit festen Anlagebedingungen))

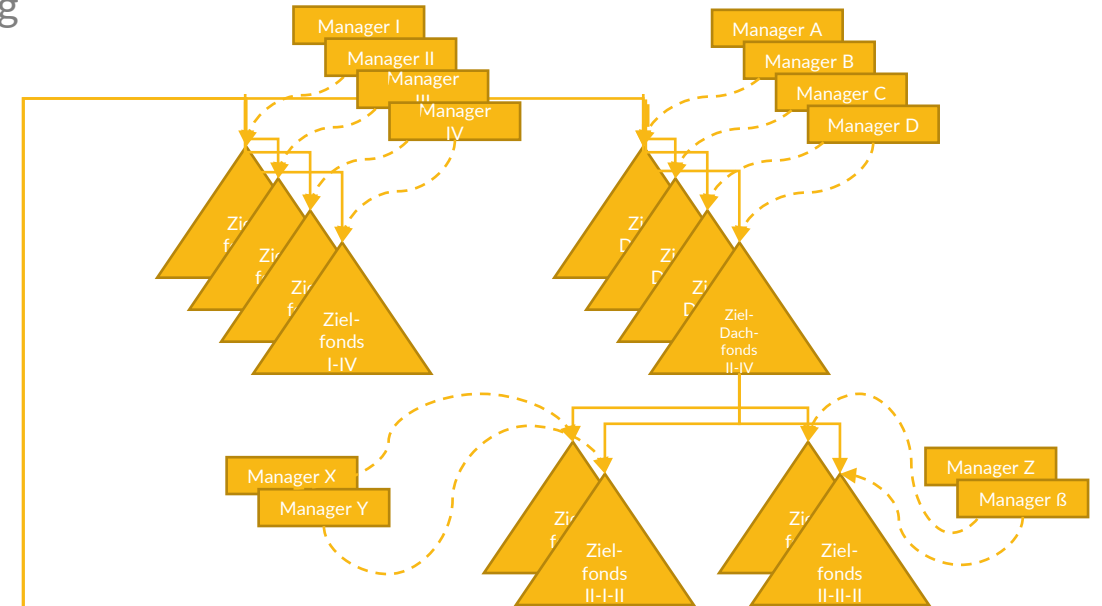
Luxemburger SICAV für das Private Markets Exposure (innerhalb speziellen Segmentes des deutschen Spezial-AIF)



Regulatorische Verantwortung



Bewertung





Über LUX GAAP, LPA GAAP, und andere Akronyme

Oder: Wer hat sich das eigentlich mit diesem Fair Value ausgedacht?

Begriffsbestimmung

	SICAR	SIF	SCSp	RAIF
General Principles	Depending on Legal Form! Code de Commerce Art. 11 specifies double-entry bookkeeping requirements			
Statutory requirements	1915 Law & 2002 Law	2007 Law: Annex	none	2016 Law Annex (SIF)
Add. regul. Requirements	If AIFM-Regime applicable: Disclosures as per 2013 Law			always applicable!
Agreements?	May specify further requirements!			

- 1915 Law: Law of 10 August 1915 on commercial companies (as modified)
- 2002 Law: Law of 19 December 2002 on the register of commerce and companies and the accounting and annual accounts of undertakings (as modified)
- 2004 Law: Law of 15 June 2004 on the SICAR (as modified)
- 2007 Law: Law of 13 February 2007 on specialized investment funds (as modified)
- 2013 Law: Law of 12 July 2013 on AIFM (as modified)
- 2016 Law: Law of 23 July 2016 on RAIF (as modified)

*!Caution!
Law of 21 July
2021
amending the
2013 Law*

Framework



AIFMD:

- Directive 2011/61/EU of the European Parliament and of the Council of 8 June 2011; transposed into national Law via:
- Law of 12 July 2013 on AIFM (“**AIFM Law**” or “**2013 Law**”)
- Supplemented by: Commission Delegated Regulation (EU) No 231/2013 of 19 December 2012 („**AIFM Regulation**“, „**Level II**“): immediate impact
- Section 7 of the AIFM Regulation deals with Valuation, but „**Fair Value**“ concept not imposed by AIFM Regulation!

Framework

- (3) The accounting information given in the annual report must be prepared in accordance with the accounting standards of the home Member State of the AIF or in accordance with the accounting standards of the third country where the AIF is established and with the accounting rules laid down in the AIF management regulations or instruments of incorporation.

2013 Law: Art. 20 (3)

—
• LPA/Statutes

=
• Home
Country of
the AIF

≡
• AIFM
Regulation

Häufigster Fall

RAIF SICAV (Spezialgesetz)

Art. 24 2016 Law

- (1) SICAVs shall be subject to the general provisions applicable to commercial companies, insofar as this Law does not derogate therefrom.

Art. 26 2016 Law

- (4) Unless otherwise provided for in the articles of incorporation or partnership agreement, the valuation of the assets of the SICAV shall be based on the fair value. This value must be determined in accordance with the rules set forth in the articles of incorporation or the partnership agreement.

Without prejudice to the preceding provisions, the valuation of the assets of a SICAV subject to this Law is performed in accordance with the rules laid down in Article 17 of the amended Law of 12 July 2013 on alternative investment fund managers and in the delegated acts provided for in Directive 2011/61/EU.

Art. 38 2016 Law

- (4) Notwithstanding paragraphs 1 and 2 of Articles 29 and 30 of the amended Law of 19 December 2002 on the register of commerce and companies and the accounting and annual accounts of undertakings, reserved alternative investment funds prepare their annual report according to the annexed schedule. The requirements of this schedule are not applicable to reserved alternative investment funds referred to in Article 48, paragraph 1. The annual report must include a balance sheet or a statement of assets and liabilities, a detailed income and expenditure account for the financial year, a report on the activities of the past financial year as well as any significant information enabling investors to make an informed judgment on the development of the activities and of the results of the reserved alternative investment fund. However, Articles 56 and 57 of the amended Law of 19 December 2002 on the register of commerce and companies and the accounting and annual accounts of undertakings apply to reserved alternative investment funds subject to Chapter 3 and Chapter 4 of this Law.

The content of the annual report of reserved alternative investment funds is governed by the rules laid down in Article 20 of the amended Law of 12 July 2013 on alternative investment fund managers.

Also, gibt es überhaupt „das“ LUX GAAP???

Nein 😊
lol

Beispiel-Wording



Soweit nicht anders in diesem Abschnitt beschrieben, werden alle Bewertungen auf Basis der letztverfügbaren Bewertung des Zielfonds bzw. der Beteiligungsgesellschaft, Holding-, Tochter und/oder Akquisitionsgesellschaft („Investments“) durchgeführt [...]

Ein Teilfonds kann diesbezüglich auf die Bewertungsmethode des Investments abstellen, so wie diese in der (Fonds-)Dokumentation des Investments angegeben ist oder in den Capital Account Statements des Investments widergespiegelt ist. Dieses Vorgehen erfolgt unabhängig davon, ob die Bewertung der durch die Investments gehaltenen Anlagen Bestandteil einer Abschlussprüfung durch einen unabhängigen Abschlussprüfer ist und wird auch angewandt falls die lokalen Rechnungslegungsvorschriften des Investments eine andere Bewertungssystematik als in der (Fonds-)Dokumentation des Investments angegeben vorsieht. Die Jahresabschlüsse der betreffenden Investments werden grundsätzlich durch unabhängige Abschlussprüfer geprüft.

Fondsdokumentation muss hinreichend genau sein!

Falls nur schwammiger Verweis auf beizulegender Zeitwert/„Fair Value“, oft Rückgriff auf IPEV:



December 2022

International Private Equity and Venture Capital **| Valuation Guidelines**



Valuing Fund Interests

4.1 In measuring the Fair Value of an interest in a Fund the Valuer may base their estimate on their attributable proportion of the last reported Fund Net Asset Value (NAV) if NAV is derived from the Fair Value of underlying Investments and has been adjusted for significant known or knowable changes in value to the Measurement Date as that used by the Valuer of the Fund interest, except as follows:

- i. if the Fund interest is actively traded, Fair Value would be the actively traded price; and
- ii. if management of the interest in the Fund has made the decision to sell the Fund interest or portion thereof and the interest will be sold for an amount other than NAV, Fair Value would be the expected sales price.

Valuing Fund Interests



4.2 If the Valuer has determined that the reported NAV is an appropriate starting point for determining Fair Value, it may be necessary to make adjustments based on the best available information at the Measurement Date. Although the Valuer may look to the Fund Manager for the mechanics of their Fair Value estimation procedures, the Valuer needs to have appropriate processes and related controls in place to enable the Valuer to assess and understand the valuations received from the Fund Manager. If NAV is not derived from the Fair Value of underlying Investments and / or is not as of the same Measurement Date as that used by the Valuer of the Fund interest, then the Valuer will need to assess whether such differences are significant, resulting in the need to adjust reported NAV.

Valuing Fund Interests

Fair Value for a Fund Interest is equivalent to the **summation of the estimated value** of underlying Investments as if realised on the Measurement Date

The proceeds from such hypothetical Realisations **would flow through** to the investor in an amount equal to NAV

Therefore NAV, when derived as the Fair Value of underlying Investments and adjusted for incentive payments etc., provides the **best indication of the cash flows an investor would receive** at the Measurement Date

=> Use of NAV generally **permitted**, but ...

=> ...

As an investor in a Fund, reliance on a reported NAV provided by the investee Fund manager can only be used by the investor, to determine the Fair Value of the Fund Interest, to the extent that the investor has evidence that the reported NAV is appropriately derived from the Fair Value of underlying Investments as part of a robust process.

Typically, evidence as to a Manager's Fair Value approach, estimation procedures and consistency of application is gathered via **initial due diligence, on-going monitoring, and review of financial reporting and governance** of the investee Fund by the investor entity.

Beispiel

Financial Statements:

Statement of Financial Position

Cash	0.00
Investment	<u>110.00</u>
Total Partners' Capital	110.00

Statement of Operations and Changes in Partners' Capital

Opening Partners' Capital	0.00
Drawdowns	119.50
Expenses	- 10.00
Management Fee	- 9.50
Change in Unrealized Gain	<u>10.00</u>
Total Partners' Capital	110.00

Total Commitment 505.00

Remaining Commitment 385.50

Beispiel

Capital Accounts:

ITD Capital Accounts: Investor #1

Opening Partners' Capital	0.00
Drawdowns	28.67
Expenses	- 1.98
Management Fee	- 2.00
Change in Unrealized Gain	<u>2.47</u>
Total Partners' Capital	27.16
Total Partners' Capital (Fund)	110.00

Total Commitment	Partner	100.00
------------------	---------	--------

Remaining Commitment	Partner	71.33
----------------------	---------	-------

Total Commitment	Fund	505.00
------------------	------	--------

Remaining Commitment	Fund	385.50
----------------------	------	--------

Beispiel

What is the “correct” valuation?

- Method A: Financial Statements Totals (110) x Percentage of Total Commitment ($100/505=19.8\%$) = 21.78?
- Method B: as per Capital Accounts: 27.16?

=> Understand the allocations!

- Reach out to the General Partner where necessary
- Method B deemed to be correct; if can be proven through due diligence (see hints in the slides before) that Total NAV has been allocated correctly in line with the provisions of the Portfolio Funds' constituting documents

Beispiel Capital Call

	Commitment	% of total commitment	for Investment A	for Expenses	for Management Fee	Total	Remaining commitment	Sharing % Investment A
Investor #1	100.00	19.80%	24.69	1.98	2.00	28.67	71.33	24.69%
Investor #2	100.00	19.80%	24.69	1.98	2.00	28.67	71.33	24.69%
Investor #3 *)	100.00	19.80%	24.69	1.98	1.50	28.17	71.83	24.69%
Investor #4 **)	100.00	19.80%	0.00	1.98	2.00	3.98	96.02	0.00%
Investor #5	100.00	19.80%	24.69	1.98	2.00	28.67	71.33	24.69%
GP as Investor	5.00	0.99%	1.23	0.10	0.00	1.33	3.67	1.23%
Σ	505.00	100.00%	100.00	10.00	9.50	119.50	385.50	100.00%

*) Investor 3 has a reduced management fee (1.5% instead of 2.0%)

**) Investor 4 does not participate in Investment A



Private Debt und Private Equity mischen

Schlau oder nicht?



Ausgangsfrage



„Im Rahmen unseres internen Reportings hat sich die folgende Bewertungs-Thematik ergeben: Wir haben bei AI-Produkten, einen Mix zwischen Produkten, die vom AIFM nach IFRS mit Marktwerten bewertet werden, und Produkten, die nach Lux GAAP aufgelegt wurden, die damit vom AIFM mit fortgeschriebenen Anschaffungswerten bewertet werden. Wie stellt man Luxemburger Produkte am besten dar? Einheitlich nach internen Bewertungssystem des jeweiligen Asset Manager, oder gibt es auch hier einen Mix in Abhängigkeit von der Bewertung der vertriebenen Produkte?“

Gemischte Portfolien – Lux Master – Fall 1

Keine Bezugnahme auf IPEV in Fondsdokumentation

Soweit nicht anders in diesem Abschnitt beschrieben, werden alle Bewertungen auf Basis der letztverfügbaren Bewertung des Zielfonds bzw. der Beteiligungsgesellschaft, Holding-, Tochter und/oder Akquisitionsgesellschaft („Investments“) durchgeführt, welche ihre Anlagen ihrerseits

- bei Anlagen in Beteiligungen an Unternehmen bzw. eigenkapitalähnlichen Instrumenten grundsätzlich auf Basis des beizulegenden Zeitwerts („Fair Value“) bewerten, sowie
- bei Anlagen in Unternehmensdarlehen, Infrastrukturfinanzierungen und anderen Kreditstrategien wahlweise auf Basis des Fair Value oder zu fortgeführten Anschaffungskosten abzüglich voraussichtlich dauerhafter Wertminderungen („Amortized Cost“) bewerten, wobei beide Bewertungsmaßstäbe innerhalb der Investments eines Teilfonds nebeneinander angesetzt werden können.

ABER: dt. Anleger mit eigener Regulierung? (Beispiel: dt. Masterfonds nach KARBV)
Tweak:

„... bei Anlagen in Unternehmensdarlehen, Infrastrukturfinanzierungen und anderen Kreditstrategien ebenfalls auf Basis des Fair Values, welche im Einzelfall einer Bewertung zu fortgeführten Anschaffungskosten abzüglich voraussichtlich dauerhafter Wertminderungen („Amortized Cost“) entsprechen kann.“



Gemischte Portfolios – Lux Master – Fall 2

IPEV in Fondsdokumentation festgeschrieben

Last reported Net Asset Value (NAV) if based on the fair value of underlying investments is generally the starting point for estimating fair value. Consideration should be given as to whether the fund's NAV is fair value based. If underlying investments are not valued consistent with IPEV Guidelines or US GAAP, IFRS or other GAAP that follows fair value principles, NAV would not be an appropriate starting point or would need to be adjusted to reflect fair value to be an appropriate starting point.



Gemischte Portfolien – Lux Master

NAV Berechnung = Jahresabschluss? Oder nicht?

„Macht es Sinn“, dass Zielfondsanteile innerhalb des gleichen Fonds ‚gleichzeitig‘ nach „cost“ und nach „fair value“ Gesichtspunkten bewertet werden?

oder die eigentliche Frage:

Sind die Bewertungsregeln laut PPM uneingeschränkt maßgeblich für die Darstellung im geprüften Jahresabschluss?

Antwort: Ja, aber ...

Gesetzgeber hat nach herrschender Meinung mit Art. 26 (4) i.V.m. Art. 38 (4) des RAIF-Gesetzes die Bewertungs- und Ausweisvorschriften des RAIF-Gesetzes den generellen handelsrechtlichen Bewertungsvorschriften Anwendungsvorrang eingeräumt (lex specialis derogat legi generali, cf. Baur/Tappen/Müller Spezialfonds Rn. 166).

Wird ggf. jedoch unterschiedlich interpretiert, siehe folgender Abschnitt



Keine Panik vor dem Wirtschaftsprüfer!

Year-End Preparation



1. Fondsdokumentation (PPM/LPA/Satzung o.ä.) (des Masterfonds) zusammensuchen
2. Policies&Procedures (des AIFM/KVG) zusammensuchen
3. Fondsdokumentation der jeweiligen Zielfonds zusammensuchen
4. Falls Bewertungsmaßstab nicht klar (zB bei Verweis auf Policies&Procedures [*eigtl. unter AIFMD nicht zulässig, aber ...*]), Rückfrage beim jeweiligen GP
5. Prozess checken: werden wirklich alle letztverfügbaren Informationen herangezogen? Partners Capital nach Carry (also nicht vor incentive allocation)? usw.
6. **IPEV: „Initial due diligence, on-going monitoring“ =>**
7. Check wurde bei der initialen DD auch operational items (valuation des GP etc) abgefragt? (meistens nur rudimentär)
8. Ongoing: Backtesting – Vergleich geprüfte Jahresabschlüsse mit ungeprüften Quartalsfinanzinformationen
9. Ongoing: darüber hinaus ggf. Analyse quarterly reports, Dokumentation Investor Calls, etc.

Year-End Preparation



Frühzeitig Problemfälle analysieren:

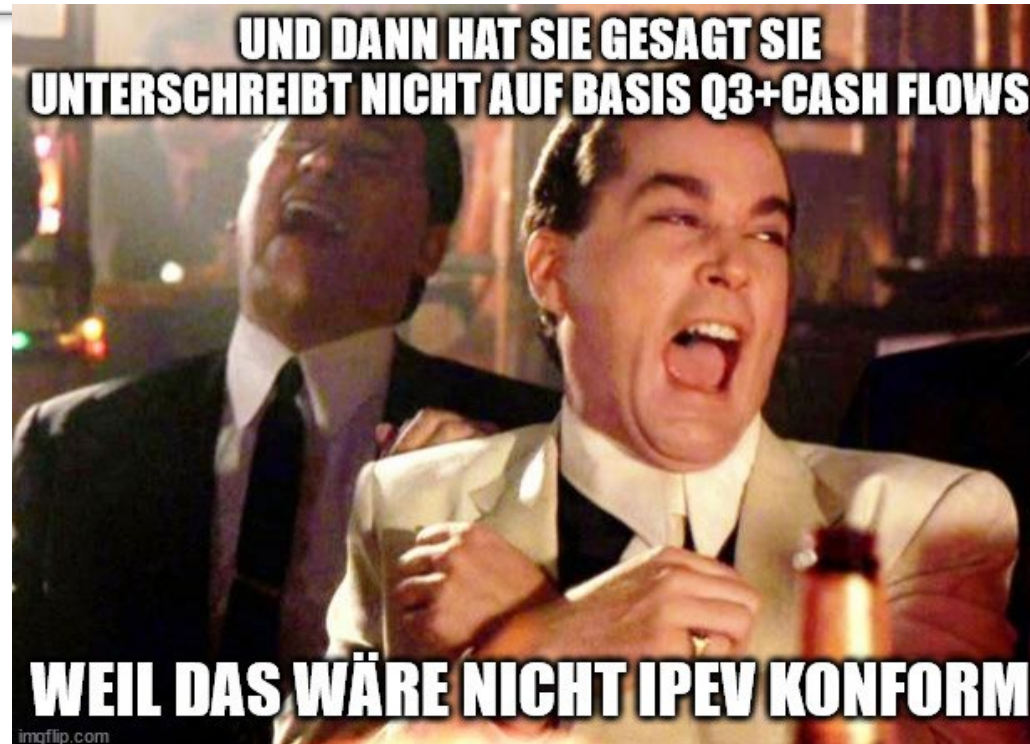
- Fonds, deren Capital Account Statements („CAS“) immer und ständig zu spät kommen
- CAS at fair value aber geprüfter Jahresabschluss at cost? Je nach eigenem PPM-Wording ggf. kein Problem. Dennoch: Frühzeitig auf GP zugehen, eigene Analysen dokumentieren
- Neue Fonds/neue GPs ohne Track Record
- Eigene Dokumentation vorhalten!

Das Beste zum Schluss

IPEV 2022 Revision

Often the last reported NAV is the starting point for estimating the fair value of a fund interest. However, the last reported NAV may not be consistent with the current Measurement Date.

Generally, the manager reported NAV as of the current Measurement Date is not known or knowable. Therefore, an adjustment to last reported NAV may be required as it may not reflect subsequent changes or activity through the current Measurement Date.





Zusammenfassung

Zusammenfassung

Was Sie sich behalten sollten

1. Fondsdokumentation überprüfen (muss zwingend „IPEV“ rein?);
Flexibilität grundsätzlich gegeben!
2. Bewertungsrichtlinie aus Fondsdokumentation maßgeblich für LUX GAAP
Jahresabschluss? (grundsätzliche Argumentation sollte sein: ja)
3. Jahresabschlussprüfung frühzeitig vorbereiten (alle Parteien einbinden,
„Problemfälle“ identifizieren)

Vielen Dank!

