

BAI-Webinar: Fund Secondaries in Corona-Zeiten: Marktzugang, Liquiditätsoptionen und andere aktuelle Trends

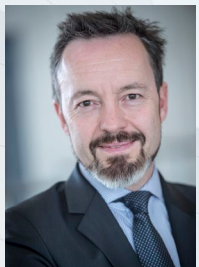
Referenten: Manuel Häusler, Managing Director, Ardian &
Tarek Mardini, LL.M. (UConn), Rechtsanwalt, Partner, POELLATH

25. Februar 2021

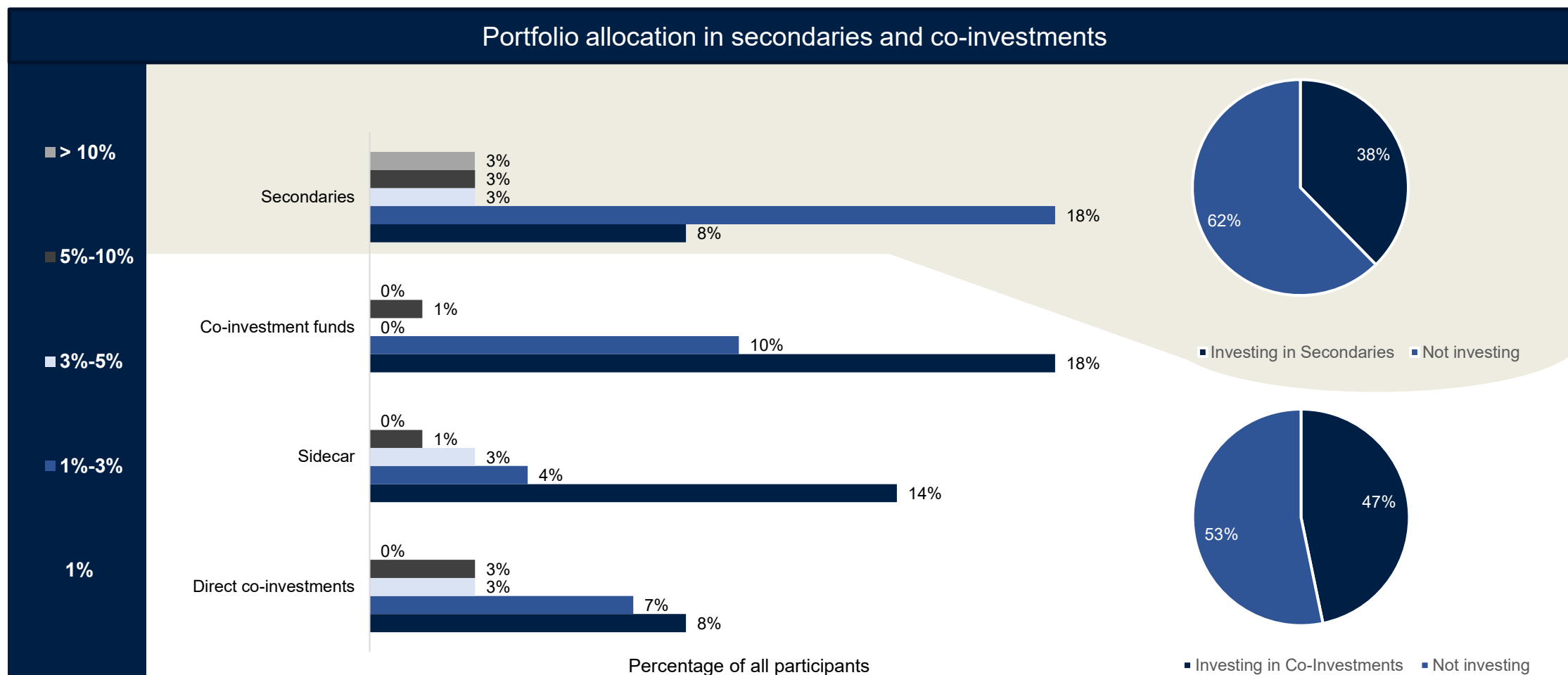
Frank Dornseifer

**Geschäftsführer/
Rechtsanwalt**

Poppelsdorfer Allee 106
53115 Bonn
+49 (0) 228 96987-50
dornseifer@bvai.de

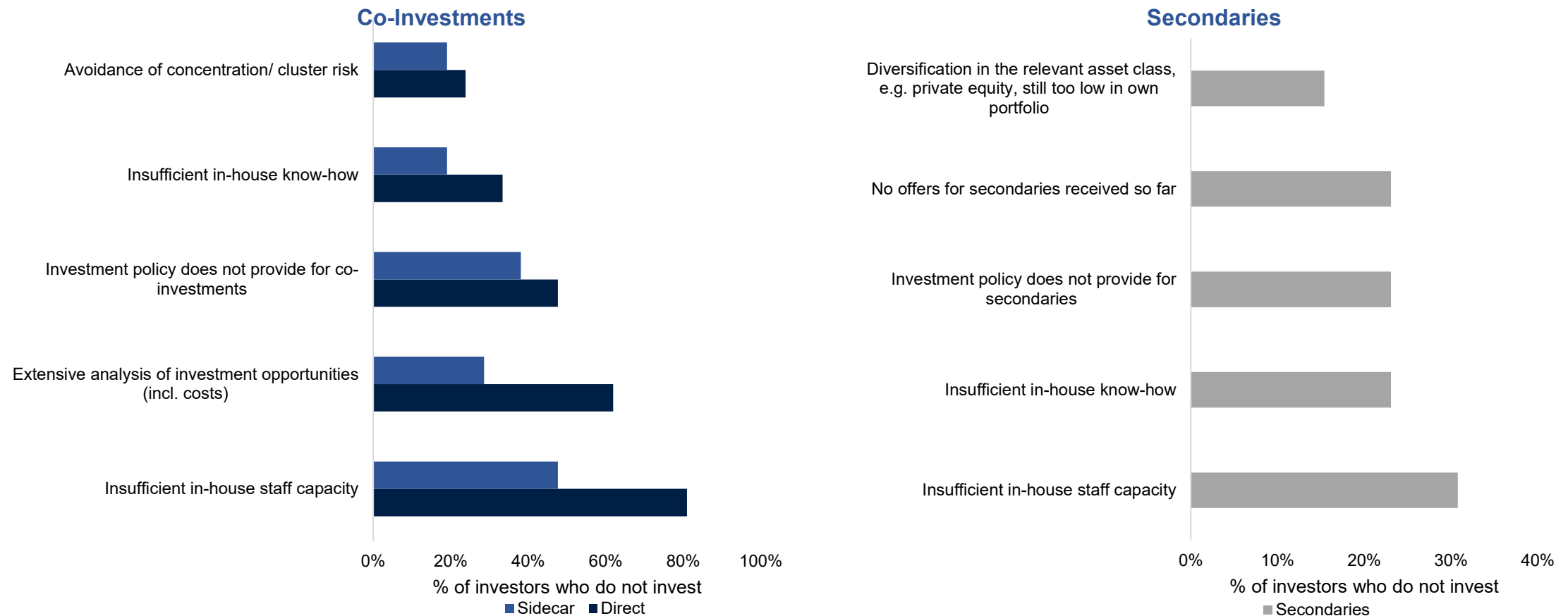


18% of participants have an allocation of < 1% in co-investment funds



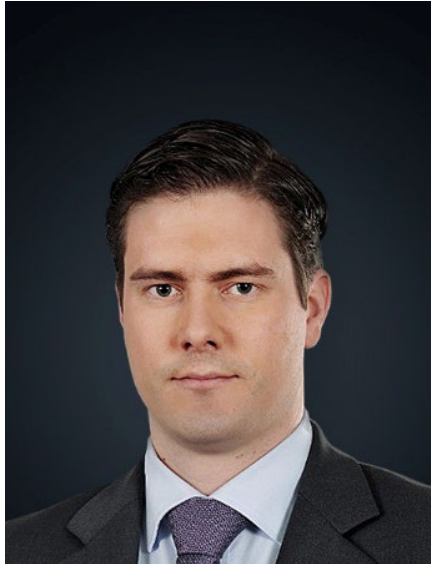
Above all, insufficient personnel capacities prevent investors from co-investments and secondaries

What prevents investors from investing in co-investments and secondaries?



ARDIAN

POELLATH +



Manuel Häusler ist Managing Director im Frankfurter Büro von Ardian, einer der führenden Investment-Gesellschaften für im Sekundärmarkt für alternative Anlageklassen. Herr Häusler koordiniert die Private Equity- und Infrastruktur-Dachfondsaktivitäten von Ardian in der DACH-Region und ist, seit seinem Firmeneintritt im Jahr 2007, maßgeblich am Ausbau des Unternehmenserfolges im Sekundärmarkt beteiligt. In den vergangenen 14 Jahren hat er eine Vielzahl von Transaktionen mit verschiedenen institutionellen Marktteilnehmern begleitet. Darunter einige der größten, globalen Transaktionen in den Bereichen Private Equity und Infrastruktur. Neben der analytischen Begleitung von Transaktionen, verantwortet er die Beziehungen zu Zielfondsmanagern in der DACH-Region und ist ebenso Teil des globalen Dachfonds Investment Advisory Committee von Ardian.



Tarek Mardini ist Rechtsanwalt und Partner im Bereich Private Funds der Sozietät POELLATH.

Er ist auf die umfassende vertrags-, gesellschafts-, aufsichts- und steuerrechtliche Beratung und Marktüblichkeitsprüfung im Bereich von alternativen Investmentfonds und Asset Management spezialisiert. Er berät Fondsmanager bei der Fondsstrukturierung sowie institutionelle Investoren und private Großvermögen bei Investments in Private Equity, Venture Capital, Private Debt, und Real Estate Fonds und sonstigen alternativen Investmentfonds. Im Rahmen seiner Investorenberatung hat er einige hundert internationale Fondsinvestments für deutsche institutionelle Anleger und Family Offices zu vertrags-, aufsichts- und steuerrechtlicher Aspekten geprüft und verhandelt. Er berät zudem zu Sekundärtransaktionen bei Fondsbeteiligungen (insbesondere komplexe Portfolio-Transaktionen, Fondsrestrukturierungen sowie GP-led Secondaries). Er veröffentlicht regelmäßig zu aktuellen Fonds-Themen und ist gefragter Redner bei nationalen und internationalen Konferenzen (Invest Europe, IBA, EBS, MUPET, EIZ). Er ist Autor zahlreicher Veröffentlichungen (Mitautor eines Kommentars zur steuerlichen Behandlung von PE-Fonds, Gesamtreaktion/Mitautor eines PE-Fonds Handbuchs, Handelsblatt Steuerboard). Er ist in nationalen und internationalen Rankings als führender Berater für Private Funds gelistet. Er ist Vorstandsmitglied der Deutsch-Amerikanischen Juristen-Vereinigung e.V. (DAJV) und Mitglied der "Investor Regulation Working Group" von Invest Europe.

ARDIAN
Manuel Häusler
Managing Director
An der Welle 4
60322 Frankfurt am Main
manuel.haeusler@ardian.com

Tarek Mardini, LL.M. (UConn)
Rechtsanwalt, Partner
POELLATH
P+P Pöllath + Partners
Rechtsanwälte und
Steuerberater mbB
Potsdamer Platz 5
10785 Berlin
T +49 30 25353 120
tarek.mardini@pplaw.com

16. März 2021
11:00 – 12:15 Uhr

Thema: Update BMF Schreiben zum Investmentsteuergesetz und
Auswirkungen auf Luxemburger Fondsvehikel

<https://www.bvai.de/veranstaltungen/bai-webinare>

SECONDARY-STRATEGIEN IM AKTUELLEN MARKTUMFELD



FEBRUAR 2021

ARDIAN

INHALTSVERZEICHNIS

– 03 –

ARDIAN IM ÜBERBLICK

– 05 –

MARKTÜBERBLICK

– 14 –

**STRATEGIEN IM AKTUELLEN
MARKTUMFELD**



ARDIAN IM ÜBERBLICK



ARDIAN

EIN WELTWEIT FÜHRENDER PRIVATE MARKETS MANAGER

FÜNF KOMPETENZBEREICHE

DACHFONDS Primaries Early Secondaries Secondarys Customized Solutions	\$58 MRD.
DIREKT-FONDS Buyout North America Direct Buyouts Expansion Growth Co-Investment	\$25 MRD.
INFRASTRUKTUR	\$17 MRD.
PRIVATE DEBT	\$8 MRD.
REAL ESTATE	\$2 MRD.

\$110 Mrd.

AN VERWALTETEN/BERATENEN ASSETS

>710

MITARBEITER

>1.000

INVESTOREN

15

BÜROS



MEHRHEITLICH IM BESITZ DER
MITARBEITER UND DES MANagements



STRENGE CORPORATE GOVERNANCE
UND STARKES NACHHALTIGKEITS-
BEWUSSTSEIN



AUSSCHLIESSLICHER FOKUS
AUF PRIVATE MARKETS

Quelle: Ardian, zum Stand Februar 2021. AuM zum Stand 31. Dezember 2020. Informationen nur zu illustrativen Zwecken. Keine vertraglich bindende Wirkung. Wechselkurse: €1 = \$1,2271; €1 = £0,8990; \$1 = £0,7327; €1 = CHF1,0804; \$1 = CHF0,8803; €1 = JPY126,4900; \$1 = JPY103,0804. Nur für illustrative Zwecke, keine vertraglich bindende Wirkung.



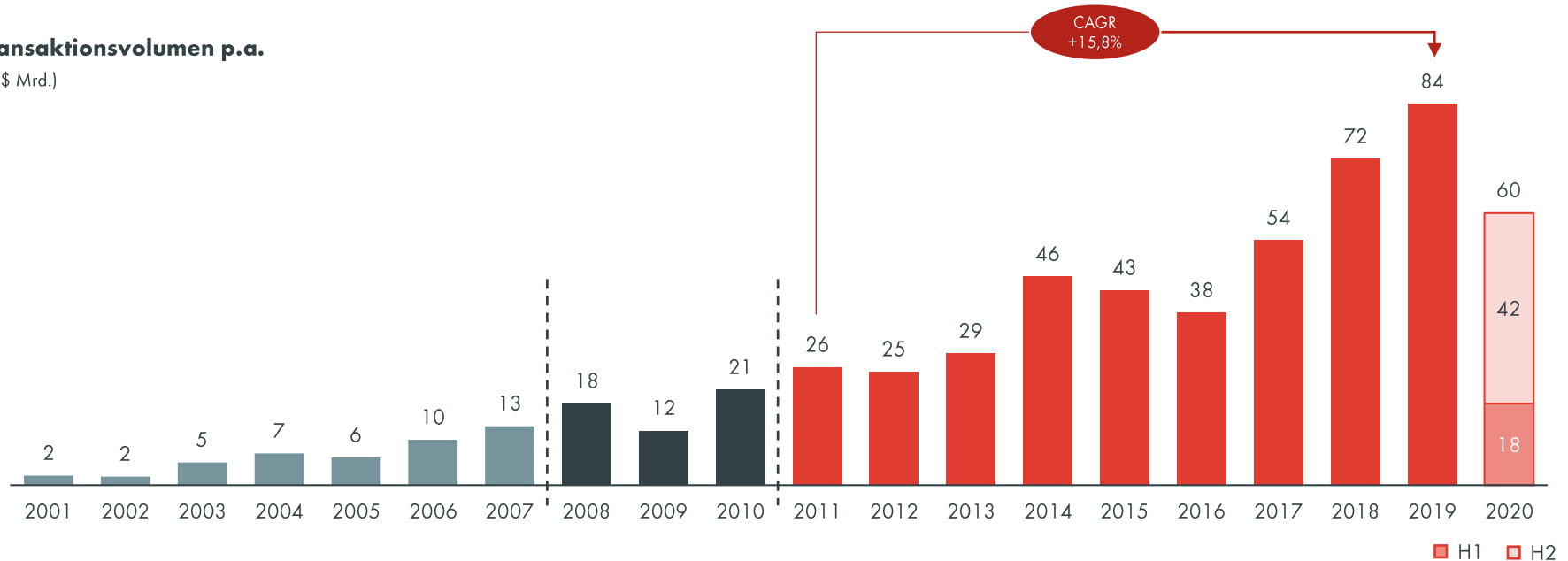
MARKTÜBERBLICK



PRIVATE EQUITY SECONDARY MARKET

ENTSTEHUNG UND ENTWICKLUNG DER ANLAGEKLASSE

Transaktionsvolumen p.a.
(In \$ Mrd.)



Etablierung (2000 - 2007)

- **Erste Transaktionen** von LP-Anteilen
- **Geringe Marktakzeptanz** und Bekanntheit
- Verkäufe von Anteilen in Folge der **DotCom Krise als Katalysatorevent**

Finanzkrise (2008 - 2010)

- Verkauf durch **Liquiditätsbedarf** und **regulatorischen Druck** getrieben
- Volumen sinkt angesichts der **Ausweitung der Angebot-Nachfrage Spanne**

Aktives Portfolio Management

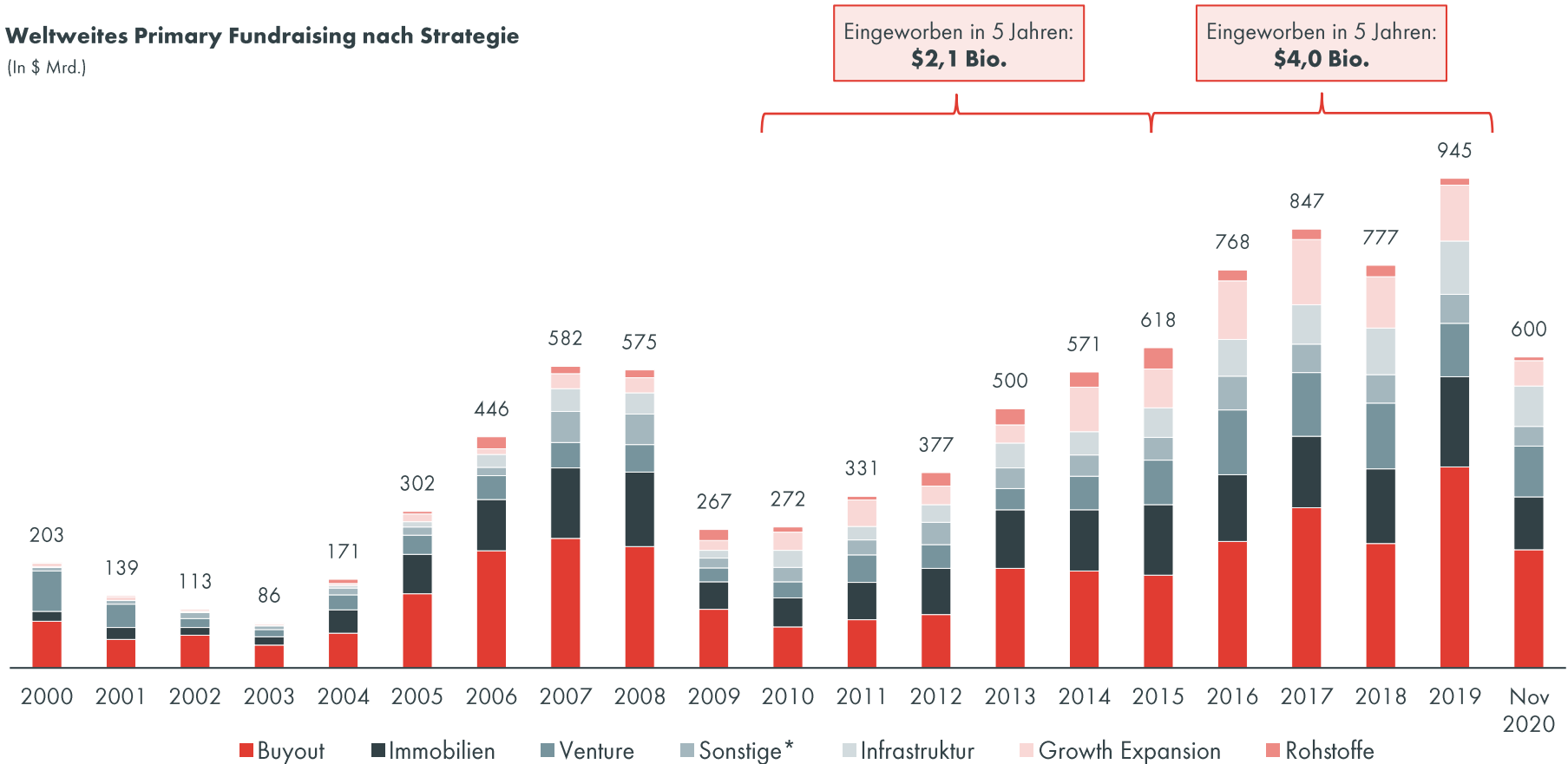
- Erhöhte Liquidität und **Akzeptanz**
- Rekordtransaktionsvolumen von über \$80 Mrd.
- **Aktives Portfolio-Management** als Hauptgrund für steigendes Transaktionsvolumen

Der Secondary Markt von Private Equity Anteilen entwickelte sich zu einer eigenständigen Anlageklasse

PRIVATE EQUITY SECONDARY MARKT

GESUNDES PRIVATE EQUITY FUNDRAISING

Weltweites Primary Fundraising nach Strategie (In \$ Mrd.)



Nachfrage nach Private Equity bleibt hoch: Fundraisingvolumen ist 2015-2019 1,9x so hoch wie 2010-2014
→ Starker zukünftiger Secondary Deal Flow

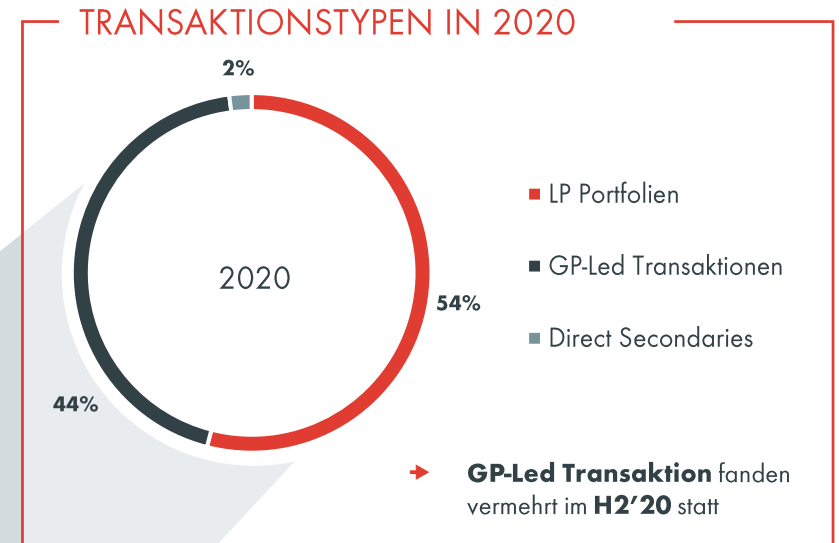
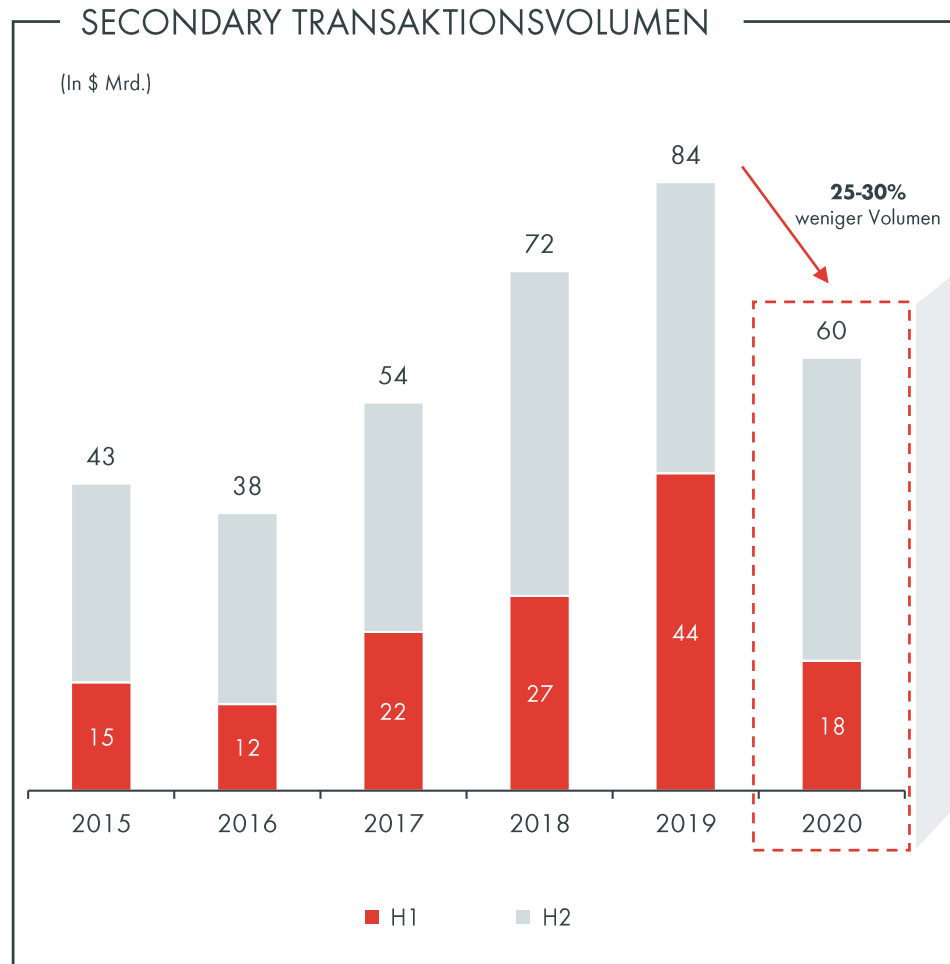
* Sonstige beinhaltet: Distressed, Special Situations, Co-Investment, Turnaround

Quelle: Preqin per November 2020. Nur für illustrative Zwecke, keine vertraglich bindende Wirkung, Historische Quellen: Preqin, Greenhill, Setter, Collier, Evercore, NYPPEX

Ardian – Streng Vertraulich – Februar 2021 – S. 7

PRIVATE EQUITY SECONDARY MARKET

SECONDARY MARKT 2020 & COVID-19: TRANSAKTIONSVOLUMEN (1/6)



- ➔ **Gesamtvolumen i.H.v. \$60 Mrd.** bedeutete einen **Rückgang um c. 29%** gegenüber dem Rekordvolumen von \$84 Mrd. im Jahr 2019
- ➔ **Viele Transaktionen im 1. Quartal wurden abrupt pausiert.** Selbst bei jenen, für die eine endgültige Vereinbarung vorlag, stand der Abschluss in Frage
- ➔ Abschluss von **drei Transaktionen im Wert von +\$1 Mrd.** (alles LP-fokussierte Verkäufe), die 29 % des H1-Volumens ausmachten – H2'20 gab es **vermehrt GP-Leds**

„Lock-Down“ des Secondary Marktes im Q2'20 – mit einer signifikanten Erholung im H2'20 auf das 2017 Niveau

Quelle: Ardian, Greenhill, Evercore, Lazard. Nur für illustrative Zwecke, keine vertraglich bindende Wirkung.

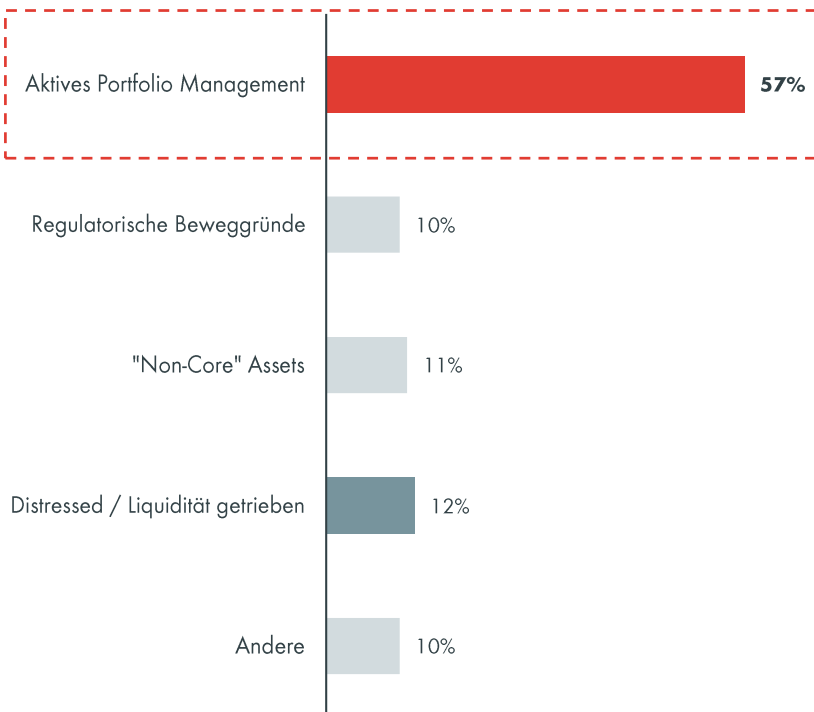
Ardian – Streng Vertraulich – Februar 2021 – S. 8

PRIVATE EQUITY SECONDARY MARKET

SECONDARY MARKT 2020 & COVID-19: VERKÄUFERMOTIVATION (2/6)

GRÜNDE FÜR SECONDARY VERKÄUFE

„Gründe, warum LPs in 2020 ihre Anteile auf dem PE-Secondary Markt verkaufen“⁽¹⁾:

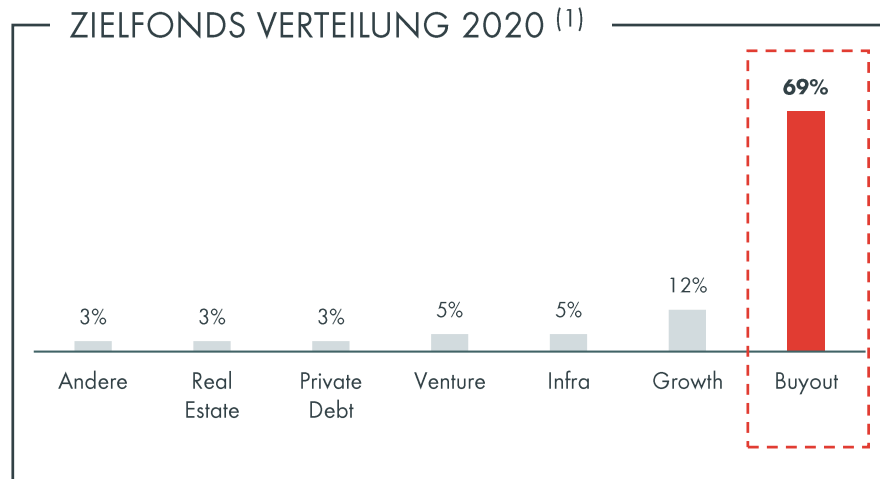


Verkäufer nutzen auch in 2020 den Secondary Markt vorwiegend für aktives Portfolio-Management

Quelle: Ardian, Greenhill, Evercore, Lazard. Nur für illustrative Zwecke, keine vertraglich bindende Wirkung. (1) Evercore: basierend auf dem Transaktionsvolumen, für das Teilnehmer Informationen gemeldet haben – ggf. nicht repräsentativ für den Gesamtmarkt

PRIVATE EQUITY SECONDARY MARKT

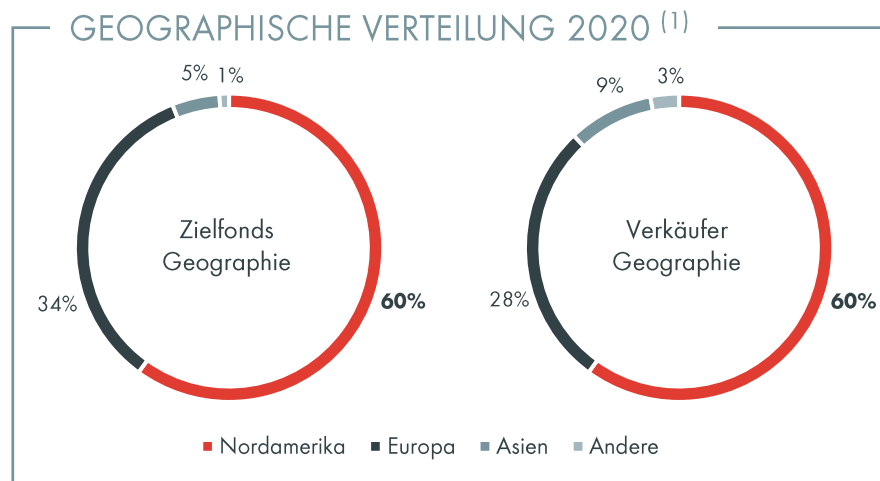
SECONDARY MARKT 2020 & COVID-19: PORTFOLIOZUSAMMENSETZUNG (3/6)



Wesentliche
Beobachtungen:

Buyout

Vor allem **nordamerikanische** und **europäische Buyout Fonds** gefragt in 2020 (vs. H1 2019: ~50% Buyout, ~15-20% Venture ⁽²⁾)



Nord-amerika

Das Transaktionsvolumen wurde weiterhin von **nordamerikanischen Fonds sowie Verkäufern dominiert**, gefolgt von Europa und in geringerem Maße von Asien

Pensions-fonds

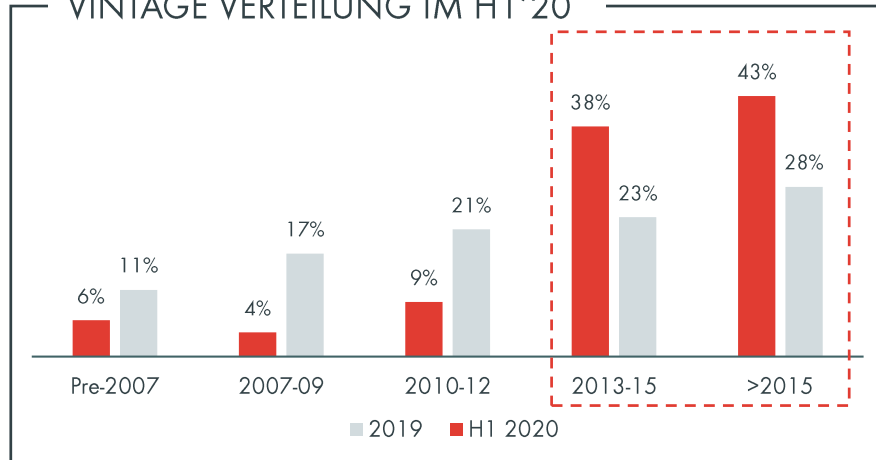
In 2020 waren vor allem **nordamerikanische Pensionsfonds** auf der Verkäuferseite aktiv

Nordamerikanische Fonds und Verkäufer dominieren weiterhin den Secondary Markt

PRIVATE EQUITY SECONDARY MARKET

SECONDARY MARKET 2020 & COVID-19: PORTFOLIOZUSAMMENSETZUNG UND BEWERTUNG (4/6)

VINTAGE VERTEILUNG IM H1'20



Wesentliche
Beobachtungen:

2014

- Ø Vintage -

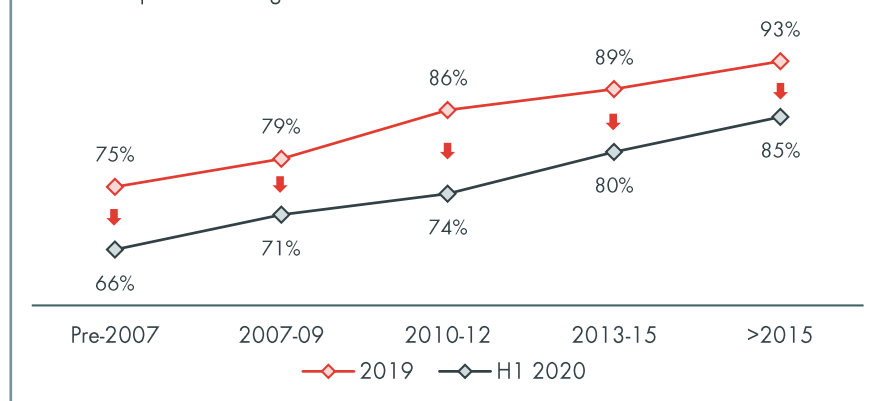
Gewichteter **durchschnittlicher Vintage im H1'20 war 2014** - Fokus auf **jüngere Portfolien guter Qualität** mit vergleichsweise hohem Anteil **nicht abgerufener Kapitalzusagen**

Weniger
Tail-End

Umgekehrt war die **Nachfrage nach Tail-End-Portfolien** sehr **begrenzt**

BEWERTUNGEN IM SEKUNDÄRMARKT IM H1'20

% des NAV je Fonds-Vintage



~87%

- Ø NAV Preis -

Gewichteter **durchschnittlicher Angebotspreis** auf die jeweilige Referenzbewertung (NAV) über alle Strategien (89% Buyout)

Flight-to-
Quality

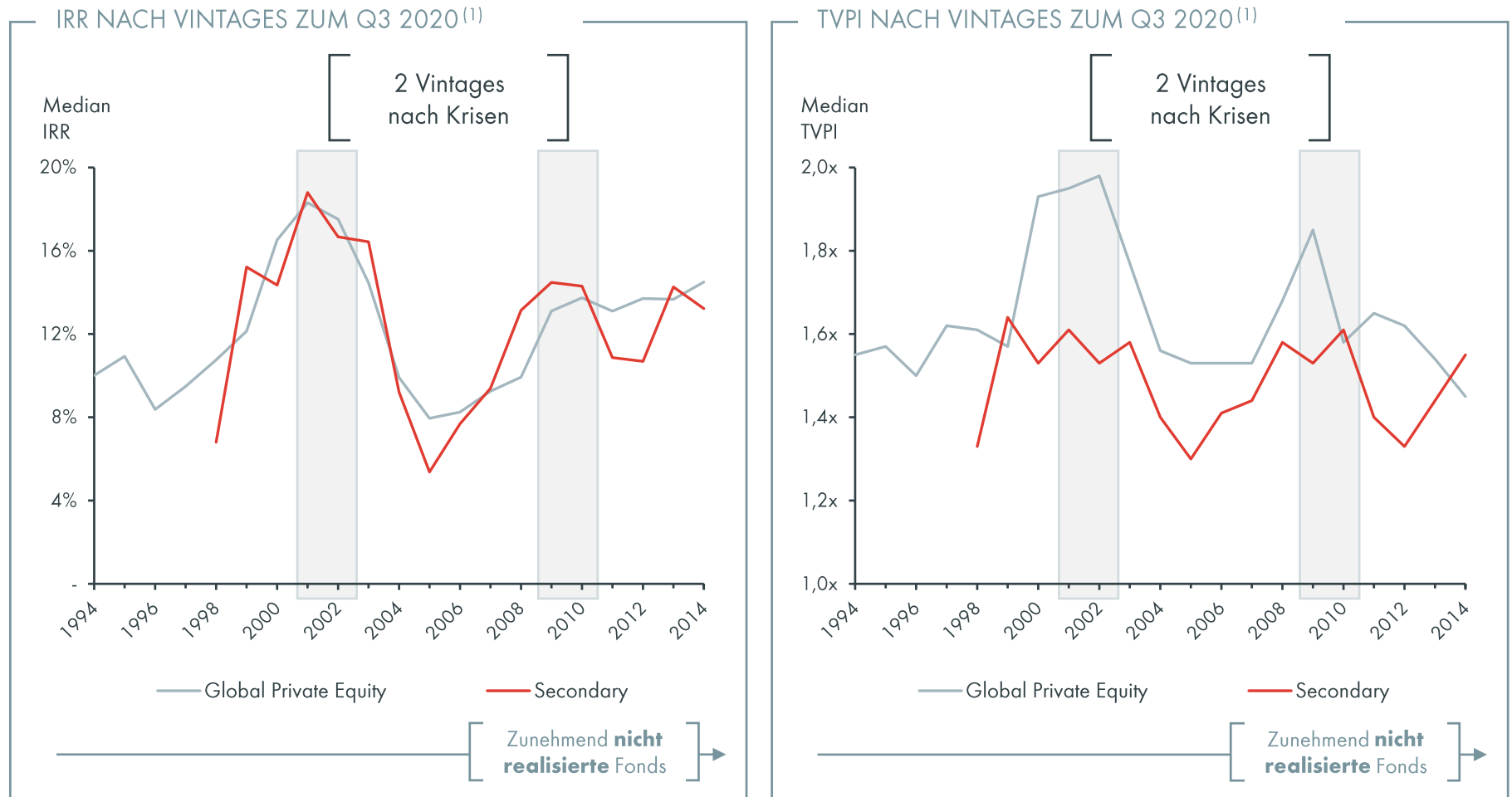
Verringerte Risikobereitschaft und Fokus auf **gute Manager** und **widerstandsfähige, defensive** Portfolien und Unternehmen:

- ☒ **Geringer Covid-19 Einfluss** auf die Bewertungen in 2020 (Q1-Q4)
- ☒ Attraktive und **stabile Industrien und Regionen**
- ☒ Fokus auf **langfristige Wertschöpfung** und Wachstumstrends

Fokus auf robuste Portfoliounternehmen und qualitativ hochwertige Fondsmanager mit ausreichend Kapital zum Investieren

PRIVATE EQUITY SECONDARY MARKT

SECONDARY MARKT 2020 & COVID-19: TENDENZIELLE OUTPERFORMANCE NACH KRISEN (5/6)



Starke Performance von Vintages, die direkt nach Krisen aufgelegt wurden – gutes Investitionsfenster für die hohen Dry-Powder Bestände von Secondary Fonds Managern

Quelle: Ardian, Cambridge Associates. (1) Basiert auf Median Performance Kennzahlen pro Vintage, inkl. realisierter Fonds, zwischen 1994 und 2014. Stand Q3 2020. Nur für illustrative Zwecke, keine vertraglich bindende Wirkung.

Ardian – Streng Vertraulich – Februar 2021 – S. 12

PRIVATE EQUITY SECONDARY MARKET

SECONDARY MARKET 2020: FAZIT (6/6)

MARKT DIMENSION	BEOBSACHTUNG
1. Transaktionsvolumen	▪ Normale Aktivität im Januar und Februar ▪ Marktverwerfungen und Volatilität führten auch zu einem quasi „Shut Down“ im März und April 2020 für Secondaries ▪ Rückkehr vieler Transaktionen im H2'20 (vermehrt GP-Leds)
2. Verkaufsmotive	▪ 2008/09 vorwiegend Notverkäufe zur Deckung des Liquiditätsbedarfs für offene Kapitalzusagen (Unfunded) ▪ Während COVID-19 Krise kaum „distressed“ Verkäufe ▪ Fokus vor allem auf aktives Portfoliomanagement
3. Portfoliozusammensetzung	▪ Fokus auf qualitativ hochwertige Portfolien an bewährten Blue-Chip GPs und Unternehmen aus krisenresistenten Industrien (wie Gesundheitswesen und TMT) ▪ Nachfrage nach jüngeren Vintages mit ausreichend nicht-abgerufenen Kapital für Investments oder Portfolio-Unterstützung ▪ Vor allem nordamerikanische und europäische Buyout Fonds gefragt
4. Marktbewertungen (Discounts)	▪ Deutlicher Rückgang der Bewertungen: ca. 80% - 90% des NAVs ▪ Q1-Q2 RDs geprägt durch Risikoabschläge im Zusammenhang mit der Ungewissheit für das Jahr 2020 ▪ Höheres Preisniveau durch Markterholung im H2'20
5. Secondary Struktur, Cash Flows	▪ Berücksichtigung von verzögerten Portfoliorückflüssen und teilweise vermehrten Kapitalabrufen von GPs ▪ Fokus auf Downside Protection (z.B. vermehrt Deferreds oder Preferred Equity Deals) ▪ Bankenfinanzierung blieb weitestgehend verfügbar (anders als 2009)

Aufschwung nach 2008 war langwierig, während die COVID-19-Erholung bisher vergleichsweise schnell verlief

Quelle: Ardian, Greenhill, Evercore, Lazard. Nur für illustrative Zwecke, keine vertraglich bindende Wirkung.

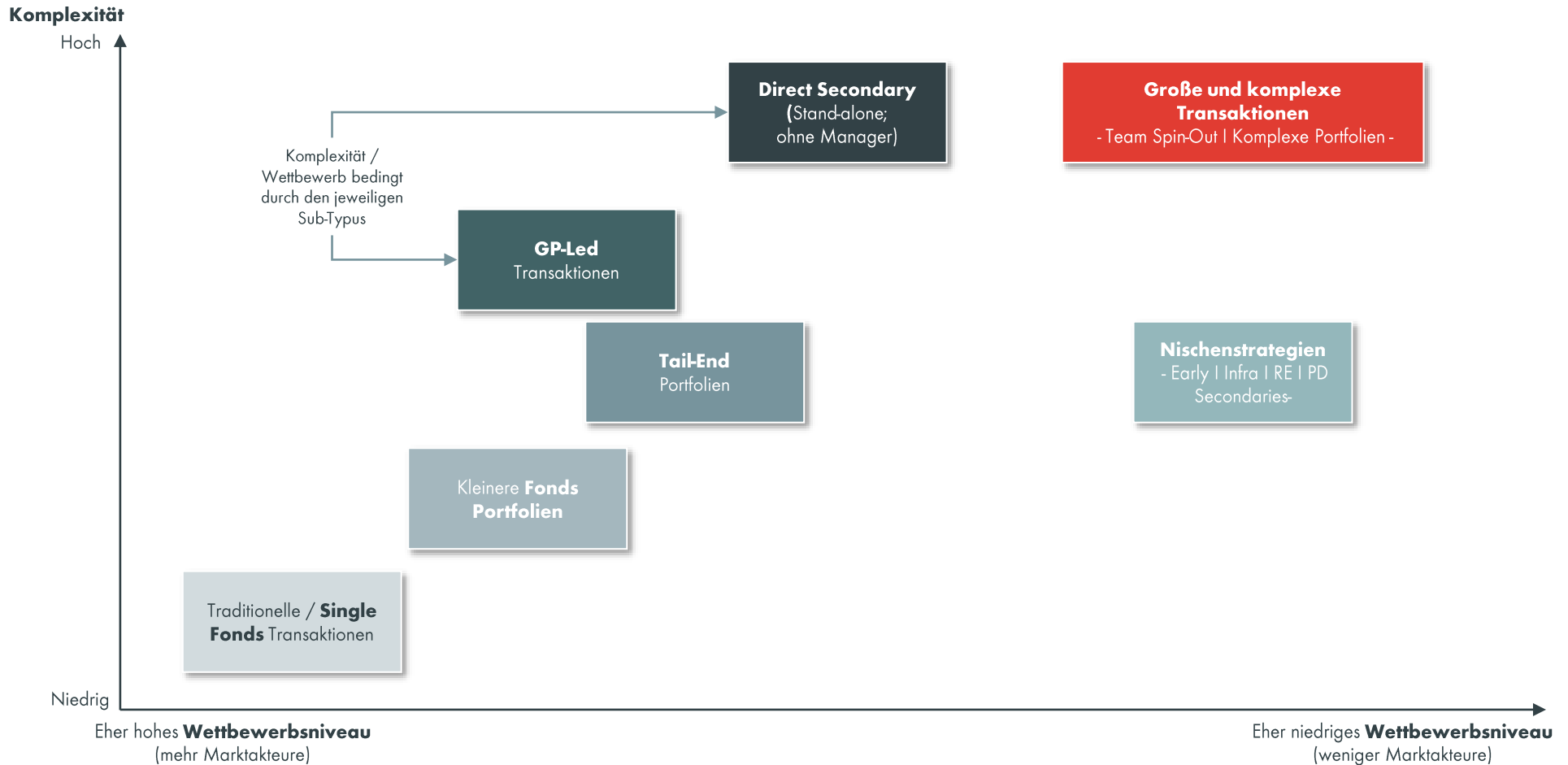
A vertical photograph of the Golden Gate Bridge in San Francisco, showing the red suspension tower and the bridge deck extending over the water.

STRATEGIEN IM AKTUELLEN MARKTUMFELD



SECONDARY STRATEGIEN

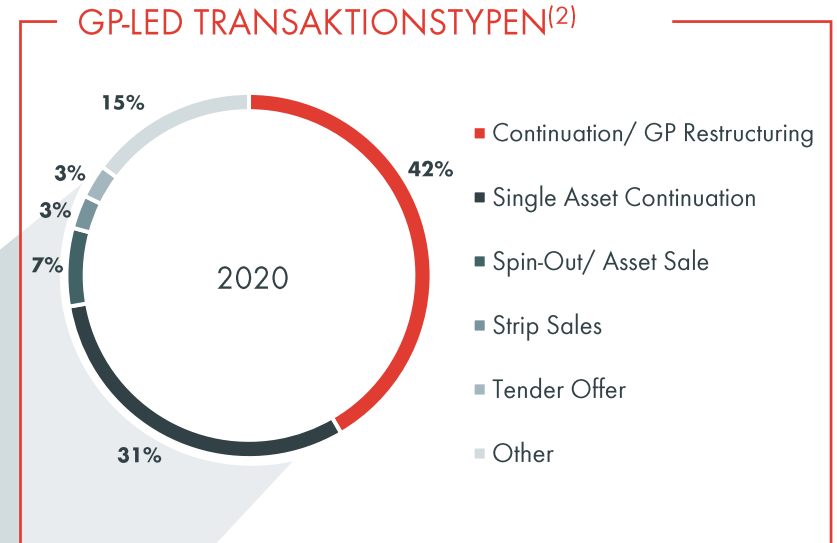
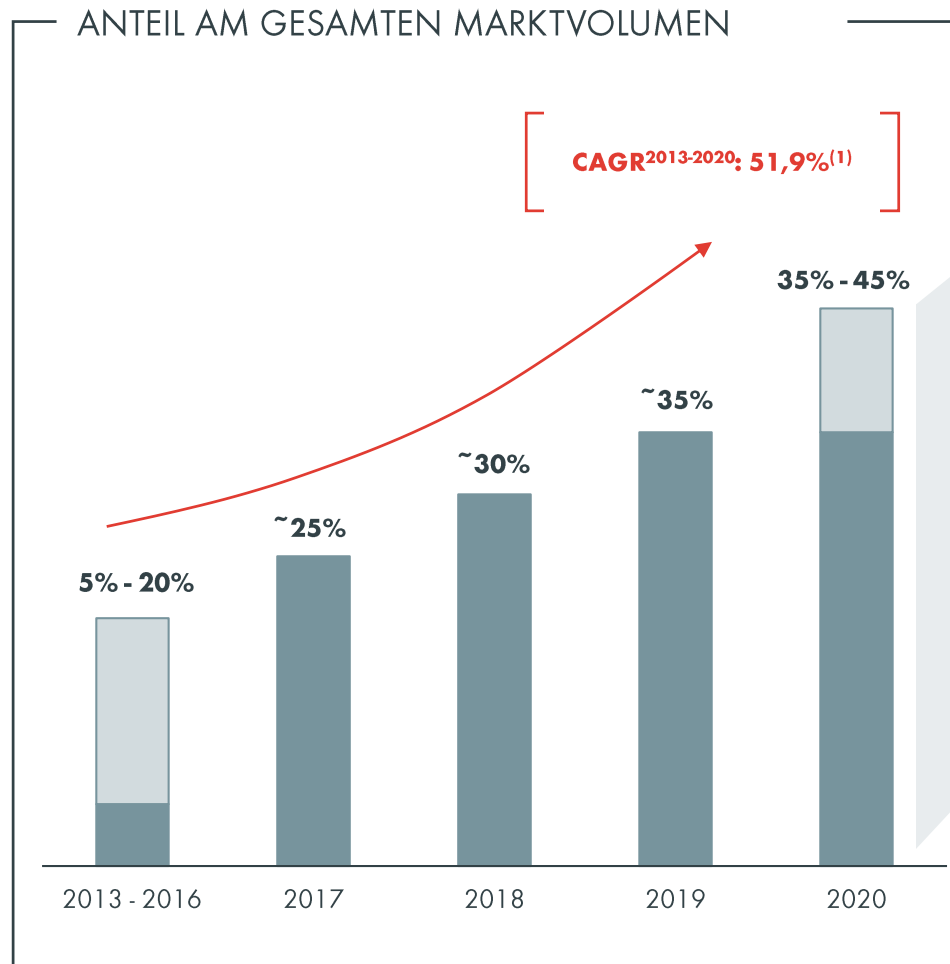
SECONDARY TRANSAKTIONSTYPEN UND WETTBEWERBSNIVEAU



Breites Spektrum an unterschiedlichen Secondary Strategien im aktuellen Marktumfeld

FOKUS AUF GP-LED (1/2)

ENTWICKLUNG DES GP-LED SECONDARY MARKTES



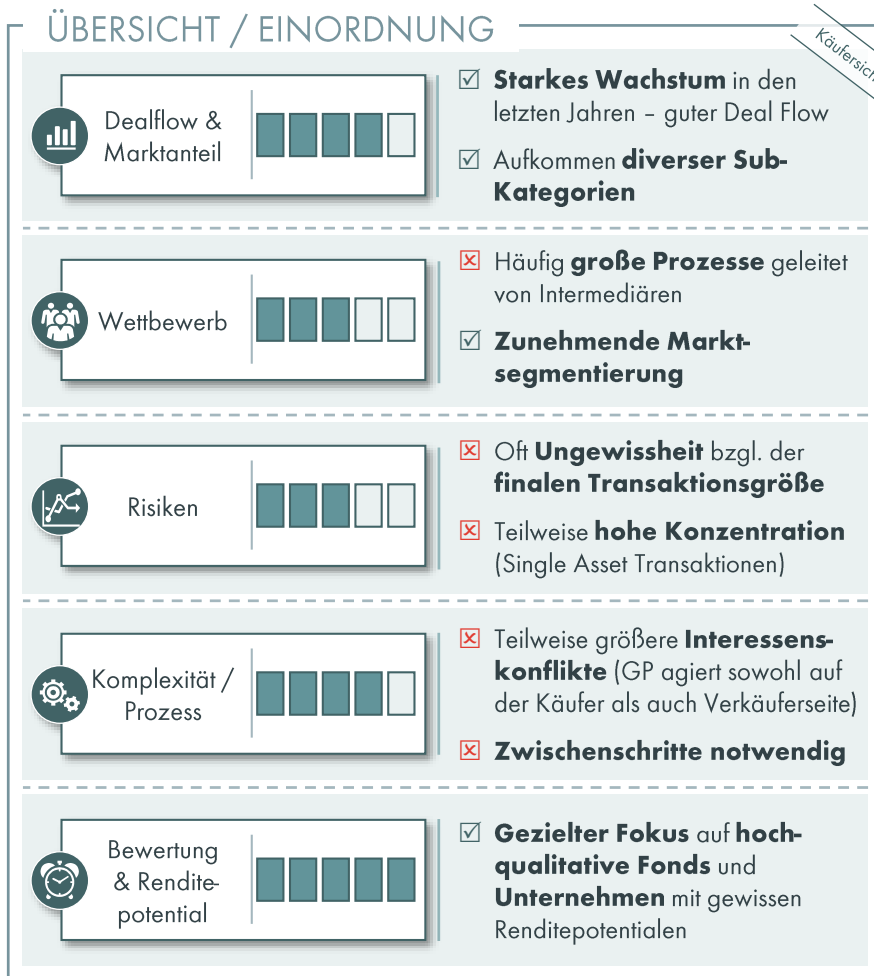
- ➔ **GP-Leds** haben im Zeitverlauf an **Bedeutung gewonnen** und finden heute bereits von vielen Blue-Chip GPs Anwendung (ursprünglich eher schwierige GPs und angeschlagene Portfoliounternehmen)
- ➔ GP-Led Volumen **erreichte 2020 ein Rekordniveau**, da GPs den Secondary Markt zunehmend als Alternative zu M&A oder einem IPO betrachten

GP-Leds haben im Zeitverlauf an Bedeutung gewonnen und finden heute von vielen Blue-Chip GPs Anwendung

FOKUS AUF GP-LED (2/2)

ÜBERSICHT

ÜBERSICHT / EINORDNUNG



COVID-19 & AKTUELLE TRENDS

- In 2020 bereits fast **50% des Gesamtmarktes**
- Anteil der Single-Asset-Transaktionen nahm weiter zu und **trug zu 31 % des GP-Led Volumens bei**, Anstieg von +5 % im Vergleich zu 2019
- Im Jahr 2020 abgeschlossenen Single-Asset-Transaktionen fanden vor allem in **COVID-19-resistenten Sektoren** statt (d.h. Late-Stage-Technologien, digitale Infrastruktur und Gesundheitswesen):
 - ➔ Kapital für Folgeinvestitionen (z.B. Buy & Build, Wachstum, etc.)
 - ➔ Wertschöpfungsphase des Investments noch nicht abgeschlossen
 - ➔ **Genereller Zugang** zu einem qualitativ-hochwertigen Asset

➔ Ausblick

- ➔ **Zweite Jahreshälfte 2020** durch mehrere große und neue Transaktionen gekennzeichnet, von denen **viele noch nicht abgeschlossen** sind
- ➔ Zunahme an **GP-Led Transaktionen** als wesentlicher Treiber für das **langfristige Secondary Markt Wachstum**

Ursprünglich eine Methode für notleidende Fonds und GPs – heute ein etabliertes Instrument für alle GPs

FOKUS AUF TAIL-END

ÜBERSICHT

ÜBERSICHT / EINORDNUNG

Käufersicht

 Dealflow & Marktanteil		☒ Zugang zu einer Vielzahl an Fondsmanagern diverser Vintages
 Wettbewerb		☒ Häufig große Prozesse , begleitet durch Intermediäre ☒ Secondary Akteure mit speziellem Tail-End Fokus
 Risiken		☒ Verzögerte Exits beeinflussen insbesondere Tail-End Portfolien ☒ Weniger Aufwertungspotential
 Komplexität / Prozess		☒ Höherer Aufwand durch eine Vielzahl an Fondsmanagern mit wenig Restwert ☒ Oftmals stark strukturiert
 Bewertung & Renditepotential		☒ Fokus auf frühzeitige Liquidität ☒ Liquidierungsgedanke der Verkäufer resultiert oftmals in hohen Discounts zum NAV

COVID-19 & AKTUELLE TRENDS

- **Geringes Marktvolumen** und **limitierte Nachfrage** in H1 2020
- **Verzögerte Exits** beeinflussen insbesondere Tail-End Portfolien und Transaktionen der letzten 1-2 Jahre
- **Preiseinbruch fiel speziell in diesem Segment geringer** aus als noch zu Beginn der COVID-19 Krise von vielen Parteien erwartet

➔ Ausblick

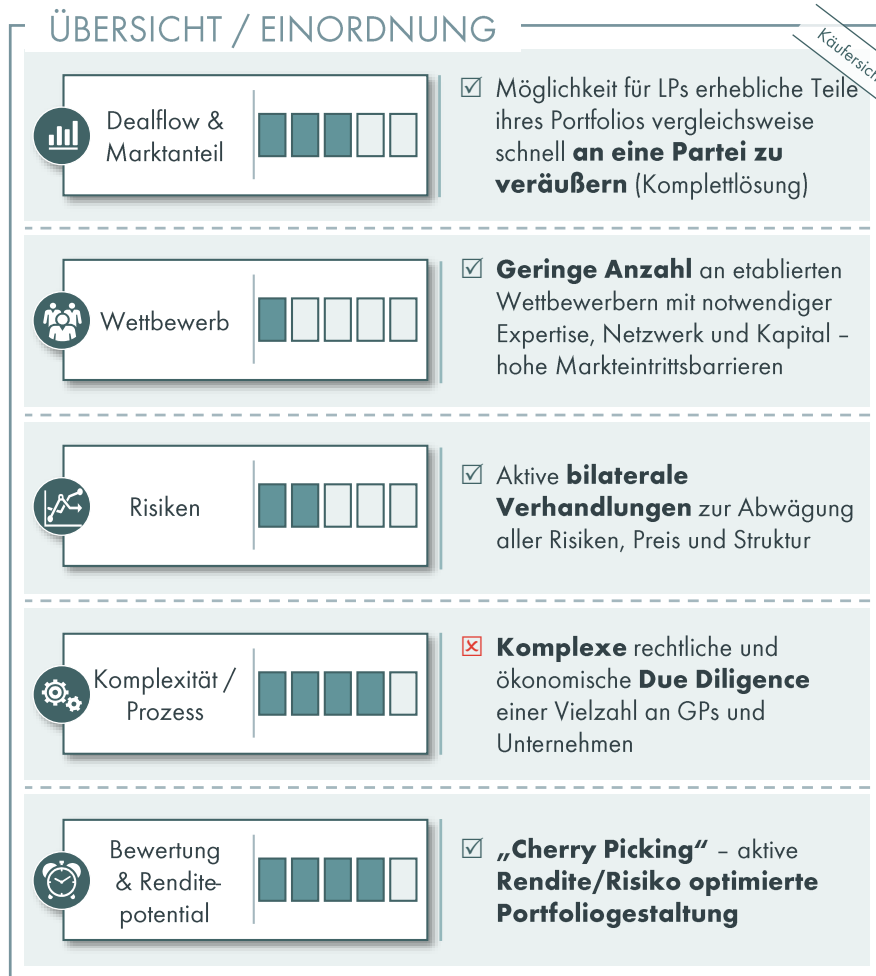
- ➔ Tail-End werden nach wie vor ein **wichtiger Bestandteil des Marktes bleiben** – stetiger Anstieg der Primary Volumen der letzten Jahre
- ➔ Tendenziell auch **vermehrt tertiäre Portfolio Verkäufe** von Secondary Akteuren an spezialisierte Käufer (2019 bereits Höchstwert)

Risiken durch verzögerte Portfolioexits infolge von COVID-19, besonders hoch für Tail-End Portfolien

FOKUS AUF GROßE UND KOMPLEXE TRANSAKTIONEN

ÜBERSICHT

ÜBERSICHT / EINORDNUNG



COVID-19 & AKTUELLE TRENDS

- **Schwächere Marktaktivität** zur ersten Jahreshälfte von 2020
- Viele laufende **Prozesse** im Q1 2020 wurden **entweder pausiert** oder die **Strukturierung und Bewertung** der Unternehmen **neu evaluiert**
- Konträr zur Finanzkrise traten **„Distressed Seller“** von großen Portfolien **nicht wesentlich in Erscheinung** (anders als erwartet)
- Durch hohe Diversifikation **relativ preisstabil**

➔ Ausblick

- ➔ 2021 gewisse **Rückkehr etablierter LPs erwartet**
- ➔ **Aktives Portfolio-Management** weiterhin als Haupttreiber der LP-Portfolioverkäufe, ein Trend der sich aus den Vorjahren fortsetzen wird

Marktsegment mit hohen Markteintrittsbarrieren durch Anforderungen an Ressourcen, Netzwerk und Erfahrung

Quelle: Ardian, Informationen nur zu illustrativen Zwecken. Keine vertraglich bindende Wirkung.

□□□□ Gering ■■■■ Hoch

Ardian – Streng Vertraulich – Februar 2021 – S. 19

FOKUS AUF NISCHENSTRATEGIEN

ÜBERSICHT

ÜBERSICHT / EINORDNUNG

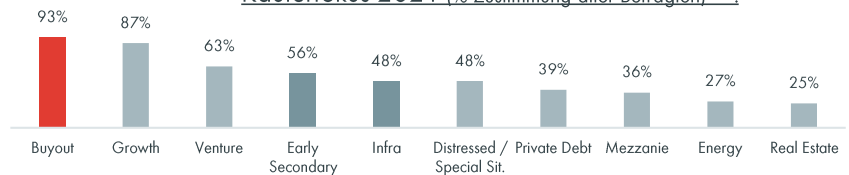
Käuferfokussiert

Dealflow & Marktanteil		☒ Geringere Anzahl an Primary Investoren und Zielfondsmanager
Wettbewerb		☒ Alleinstellungsmerkmal in einem zunehmend kompetitiven Markt (Erweiterung des Produktportfolios eines Managers)
Risiken		☒ Teilweise weniger spezialisierte Zielfonds-Manager - konzentriertes Manager-Risiko
Komplexität / Prozess		☒ Stark abhängig von der jeweiligen Transaktion - weniger Standardisierung
Bewertung & Renditepotential		☒ Differenzierte Renditeerwartungen und Investorenbasis

COVID-19 & AKTUELLE TRENDS

- Marktteilnehmer zeigen weiterhin **die größte Nachfrage nach Buyout- und Wachstumsstrategien**, am wenigsten gefragt sind Energy und Real Estate Fonds
- Aber auch Infrastruktur** und **Fonds mit geringem Abrufstand** (Early Secondaries) im aktuellen Marktumfeld gefragt

Käuferfokus 2021 (% Zustimmung aller Befragten) ⁽¹⁾:



Ausblick

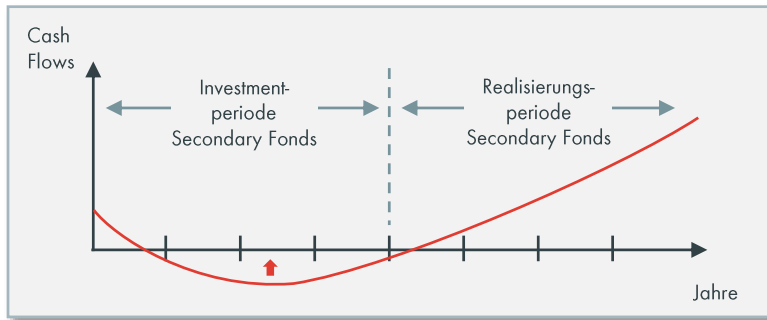
- ➔ **Stetiger Primary Zufluss** in andere alternative Anlageklassen treibt auch das jeweilige Secondary Volumen
- ➔ **Zunehmende Spezialisierung:** unterschiedliche Renditeprofile und weniger Wettbewerb in Nischenmärkten

Teilsegmente des Secondary Marktes werden oftmals durch etablierte Manager / Plattformen bedient

SECONDARY STRATEGIEN

WEITERE PROFESSIONALISIERUNG

A Secondary Portfoliostrategie



- NAV-Aufbau und gewisse Initial-Diversifikation durch **große Portfolien**
- **Jüngere Vintages** und weniger Funded
- Fokus auf **langfristige Wertschöpfungspotentiale**

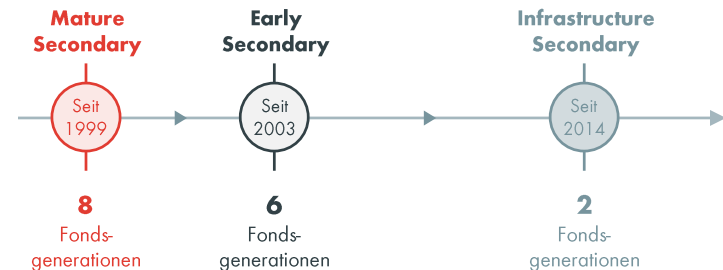
- Fokus auf kurzfristige **Liquiditätsrückführung** (z.B. Tail-End Portfolien)
- Beimischung von **konzentrierten Portfolien** / Single-Asset (GP-Led) - Diversifikationssteuerung

B Marktsegmentierung

- Zunehmende **Spezialisierung und Segmentierung** klassischer Secondary Akteure
- **Dezidierte Fondsvehikel** oder gänzliche Fondsmanager mit einem vermehrten Fokus auf **einzelne Marktstrategien** (z.B. Tail-End) oder **Assetkategorien** (z.B. Real Estate, Infra, etc.)

EINFÜHRUNG DER ARDIAN SECONDARY PRODUKTE

GP Beispiel



Dynamische Entwicklung des Secondary Marktes, nicht nur hinsichtlich der Volumen sondern auch Kapazitäten innovative Liquiditätslösungen hervorzubringen

WICHTIGER HINWEIS

Dieses Dokument wurde einzig zu Diskussionszwecken erstellt und hat keine vertraglich bindende Wirkung. Das Dokument muss vertraulich behandelt werden und darf ohne schriftliche Zustimmung von Ardian nicht kopiert oder extern weitergegeben werden, weder ganz noch Teile davon. Dieses Dokument ist keine Investitionsempfehlung, kein Angebot zum Verkauf, kein Ersuchen um eine Offerte zum Kauf und dient nicht als Basis für einen Kontakt für den Kauf oder Verkauf eines Investments.

Zeichnungen von Private Equity-Fonds werden ausschließlich von professionellen Kunden¹⁾ auf der Basis des jeweils maßgebenden, aktuellen Prospektes, Informations-Memorandums und/oder ähnlicher Dokumentation akzeptiert. Jede Entscheidung solcher Investoren, in Private Equity-Fonds zu investieren, sollte erst getroffen werden, nachdem diese eine angemessene Sorgfaltsprüfung und Recherchen durchgeführt haben sowie ihre eigenen Rechts-, Steuer- und Buchhaltungsberater konsultiert haben, soweit diese als notwendig erachtet werden, um die Vorteile und Risiken einer solchen Investition zu evaluieren und eine unabhängige Beurteilung der Eignung und Konsequenzen einer solchen Investition vorzunehmen.

Dieses Dokument kann Informationen enthalten, inklusive Details zu Investment Performances, von Fonds, welche für neue Investoren bereits geschlossen sind. Historisch erzielte Renditen sind keine Vorhersage zukünftiger Renditen dieser oder anderer Fonds. Renditen sind nicht garantiert. Der Wert von Investments kann sinken oder steigen. Details zu Investment Performances basieren (i) auf den Informationen, welche durch unterliegende Fonds geliefert und nicht von Ardian einer unabhängigen Prüfung unterzogen wurden, und (ii) auf der Einschätzung und der Erfahrung von Ardian, und können von den tatsächlich erzielten Renditen der jeweiligen Fonds oder Investoren abweichen. Sämtliche Projektionen, andere Annahmen und/oder Schätzungen in diesem Dokument und seinen Anhängen, einschließlich Performanceschätzungen, sind in die Zukunft gerichtete Aussagen ohne rechtlich bindende Wirkung und hängen von Faktoren ab, die außerhalb der Kontrolle von Ardian liegen. Die tatsächlichen Ereignisse können von den Projektionen, Annahmen und Schätzungen abweichen. Zudem können nicht in Betracht gezogene Ereignisse vorkommen, welche signifikant die hierin getroffenen Annahmen und/oder Schätzungen ändern. Private Equity Investments sind illiquid und es besteht keine Garantie, dass diese zu ihren jeweiligen Bewertungen verkauft werden können.

Dieses Dokument kann sich auf zukünftige Fondsgenerationen beziehen, die noch nicht lanciert worden sind. Es kann nicht garantiert werden, dass die zukünftigen Fondsgenerationen in der nahen oder fernen Zukunft tatsächlich lanciert werden. Der Begriff Ardian kann sich auf eine oder mehrere juristische Einheiten der Ardian Gruppe beziehen (je nach Kontext).

¹⁾ Professionelle Kunden im Sinne von Artikel 4(10) und Anhang II der Richtlinie 2014/65/EU.

ARDIAN



EUROPE

PARIS

20 Place Vendôme
75001 Paris
FRANCE
Tel.: +33 1 41 71 92 00

LONDON

1 Grafton Street
London, W1S 4FE
UNITED KINGDOM
Tel.: +44 2071 544 300

FRANKFURT

An der Welle 4
60322 Frankfurt
GERMANY
Tel.: +49 69 50 50 41 500

MILAN

Piazza San Fedele 2
20121 Milan
ITALY
Tel.: +39 02 5844 2401

MADRID

C/Fortuny 6 - 5th Floor
28010 Madrid
SPAIN
Tel.: +34 913108400

ZURICH

Bahnhofstrasse 20
8001 Zürich
SWITZERLAND
Tel.: +41 44 213 27 27

JERSEY

Fourth Floor - Northern Suite
Channel House
Green Street, St. Helier
JERSEY JE2 4UH
Tel.: +44 1534 01200

LUXEMBOURG

24 Avenue Emile Reuter
L-2420 Luxembourg
LUXEMBOURG
Tel.: +352 27 44 481

AMERICAS

NEW YORK

1370 Avenue of the
Americas
New York, NY 10019
USA
Tel.: +1 (212) 641 8604

SANTIAGO

Av. Apoquindo 2929,
18th floor
Santiago, Las Condes
CHILE
Tel.: +569 9 8718542

SAN FRANCISCO

Suite 1400,
14th floor, Steuart Tower
One Market Plaza
San Francisco, CA 94105
USA
Tel.: +1 (415) 510 8900

ASIA

BEIJING

Unit 20-22, Level 47,
China World Tower
No.1 Jian Guo Men Wai
Avenue
Beijing 100004, CHINA
Tel.: +86 10 65809000

SINGAPORE

1 Temasek Avenue
Unit 20-02A
Millenia Tower
Singapore 039192
SINGAPORE
Tel.: +65 6513 3410

TOKYO

Marunouchi Nijubashi
Building 21F
3-2-3 Marunouchi, Chiyodaku,
Tokyo 100-0005,
JAPAN
Tel.: +81 3 5220 0010

SEOUL

27F, West Center
Center 1 Building
26 Eulgiro 5 gil, Junggu
Seoul 04539
SOUTH KOREA
Tel.: +82 2 6030 8750

Follow Ardian on  &  | www.ardian.com

BAI-Webinar

Fund Secondaries in Corona-Zeiten:
Marktzugang, Liquiditätsoptionen und
andere aktuelle Trends

Fund Secondaries:

Rechtliche und steuerliche Aspekte sowie
aktuelle Trends

01

Überblick
(rechtliche und steuerliche Grundlagen)

02

LP-led Transaktionen
(insbes. Portfolio-Transaktionen)

03

GP-led Transaktionen
(Überblick und rechtliche Lösungen)

04

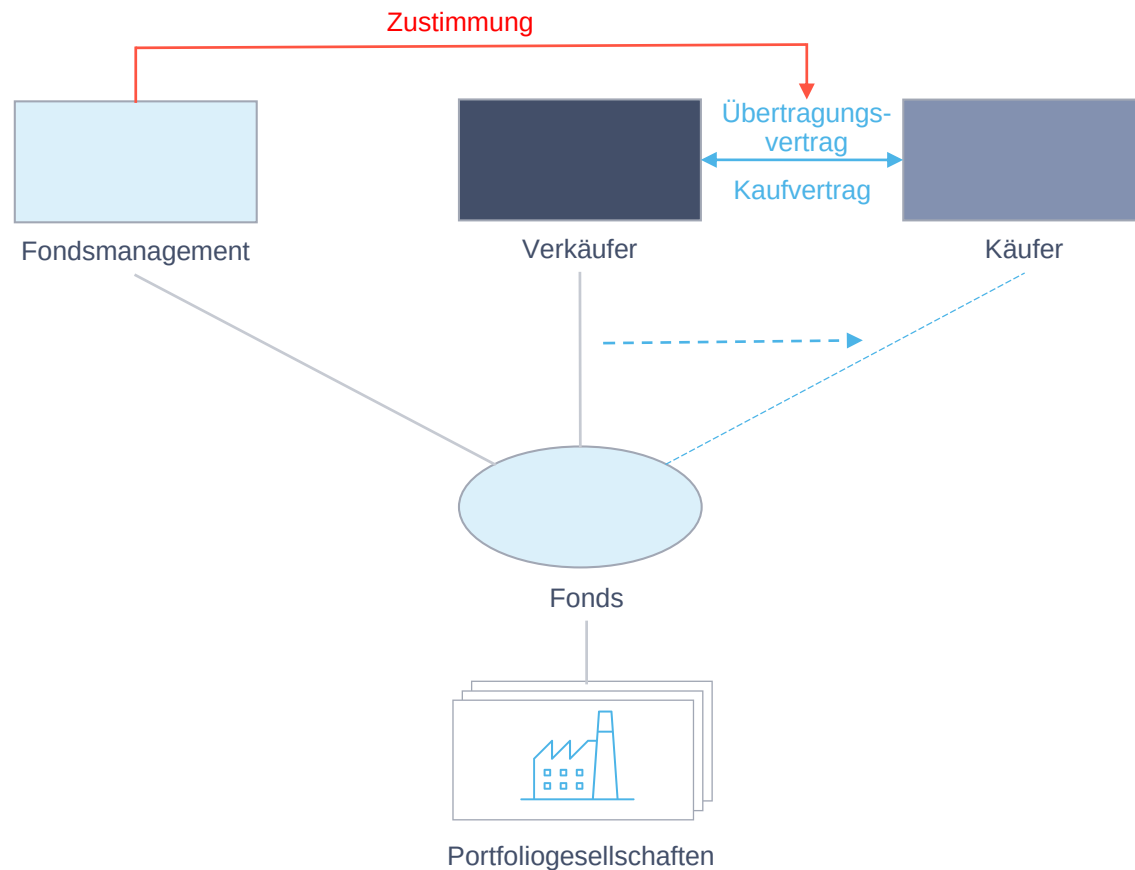
Marktentwicklungen in Corona-Zeiten

05

Ausblick

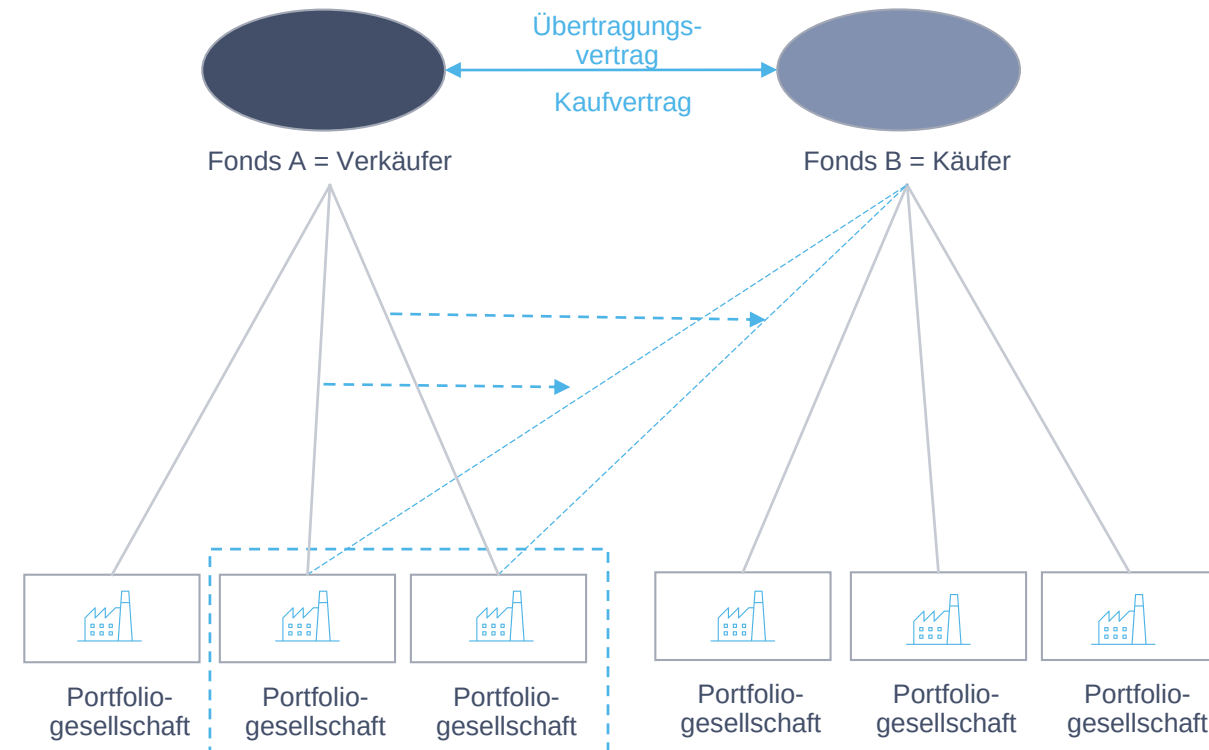
Fund Secondaries

= Sekundär-Transaktion betr. Fondsbeteiligung



Secondary Directs

= Sekundär-Transaktion (zwischen Finanzinvestoren) betr. Beteiligung an Portfolio-Gesellschaft



LP-led Transactions

- Einzeltransaktion (= einzelne Fondsbeteiligung)
- Portfolio-Transaktion (= mehrere Fondsbeteiligungen)
- Stapled Transaction (= Secondary + Primary)

GP-led Transactions / sonstige besondere Transaktionen (Auswahl)

- Tender Offer
- Fund Restructuring ("top-up" capital infusion / Annex Fonds, Tail-end Sale, Strip Sale etc.)
- Preferred Equity
- Spin Out Transaction

01

Verkäufer

- „normale“ (institutionelle) Investoren: Banken, Versicherungen, Pensionsfonds, Stiftungen, Primary-Dachfonds, Unternehmen, staatliche Investoren, Family Offices / vermögende Privatpersonen

02

Käufer

- spezialisierte Investoren: Secondary-Dachfonds
- zunehmend: „normale“ Investoren

03

Fondsmanagement

- General Partner (GP) / AIFM

04

Dritte / Intermediäre

- Placement Agents / Financial Advisor, Banken, rechtliche Berater
- Aufgabe: Beratung, Bewertung, Market Making, Organisation von strukturierten Verkaufsprozessen (Bieterverfahren)



Ziel der Legal / Tax Due Diligence



Geschriebene und
ungeschriebene
Übertragungs-
voraussetzungen
klären



**Rechtliche und
steuerliche Situation /
(kaufpreisrelevante)
Risiken verstehen**
→ insbes. Limited
Partner Liability
Giveback/Clawback!
→ US-Bezug:
ECI/FIRPTA-Risiken



Rechtliche / steuerliche
Besonderheiten des
jeweiligen Käufers
berücksichtigen



Wichtig:
Side Letter bei
Secondaries selten
möglich (aber nicht
ausgeschlossen)

Allgemein

- Zustimmung des Fondsmanagements
- Zustimmung grds. im freien Ermessen des GPs (Ausnahme: „Affiliate“-Transfer)
- Keine Ausschlussgründe (enumerativer Katalog plus „catch all“-Klausel)
- Anforderungen an neuen Investor / Unterzeichnung Fondsdokumentation
- Stellungnahmen rechtlicher Berater (Legal Opinion) – selten in Praxis
- Weitere Informationsanforderungen
- Kostenübernahme (Verkäufer und/oder Käufer)
- Unterzeichnung des Übertragungsvertrages (Transfer Agreement)



Besonderheiten

- Fristen für Offenlegung von geplanter Übertragung gegenüber Fondsmanagement
- Offenlegung bestimmter Transaktionsdetails (Kaufpreis)
- Vorkaufsrechte („Right of First Refusal“ - ROFR)
- Ungeschriebene Übertragungsvoraussetzungen (insbes. zu Übertragungszeitpunkt – GP fragen!)
- Besonderheiten nach ausländischem Recht (z.B. NL CV, UK LP, USA: QMS)
- Register (Handelsregister; UK Companies House)

Fondsvertrag (Limited Partnership Agreement – LPA) / Fondsdokumentation

- Übertragungsvoraussetzungen
- Regeln zur Änderung des LPAs (wichtig für GP-led Transaktionen)

Verträge mit Placement Agent

- Engagement Letter
- Vertraulichkeitsvereinbarung (Non Disclosure Agreement – NDA)

Vorfeldvereinbarungen mit Bietern

- Vertraulichkeitsvereinbarungen (evtl. vorher Master-NDA mit GPs)
- Letter of Intent (LOI)

Kaufvertrag (Sale and Purchase Agreement – SPA)

- grds. nur zwischen Käufer und Verkäufer (NICHT: GP; Ausnahme: plus Guarantor)

Abtretungs-/ Übertragungsvertrag (Transfer Agreement)

- dreiseitig (Käufer, Verkäufer, GP) ODER zweiseitig plus GP-Zustimmung
- zusätzlich für Käufer: Zeichnungsvereinbarung (separat oder als Anlage)
- Selten: Side Letter



Bieterverfahren: Ablauf und Verträge (1)

Vorbereitungen des Verkäufers

- Datenraum
- Kontaktaufnahme GP,
- Abstimmen **Master-NDA** mit GP

NDA

Zugang Datenraum

1. Auswahlprozess

2. Auswahlprozess

Due Diligence durch Käufer

Process Letter

Indikative Angebote
(Non-Binding LOIs)

„Binding Offers“
(Binding **LOIs**)

Vorlage **SPA**
(durch Verkäufer)

LP-led Transaktionen

Bieterverfahren: Ablauf und Verträge (2)



Berechnungsgrundlage

- Ausgangspunkt: Berichts-/Bewertungswesen des Fonds
 - insbes. Nettovermögenswert (Net Asset Value – NAV) zu Stichtag (Reference Date / Cut Off Date)
- Eigene Due Diligence des Käufers
- Angebot und Nachfrage!

Kaufpreisberechnung

- Basis-Kaufpreis
= NAV zu best. Stichtag – angepasst um Abschlag (Discount) bzw. Aufschlag (Premium)
 - ausverhandelt zwischen Käufer und Verkäufer (nicht: GP)!
- Finaler Kaufpreis (Regelfall: zum Closing)
= Basis-Kaufpreis plus Kapitaleinzahlungen minus Kapitalauszahlungen (jeweils in Bezug auf den Verkäufer zwischen Stichtag und Closing)
 - um „Cash-Flow“-Anpassungen bereinigter Kaufpreis
- Nicht erfasst: Wertentwicklung auf Fondsebene seit Stichtag; keine Verzinsung

LP-led Transaktionen

Sale and Purchase Agreement (Kaufvertrag)

Grundlagen

- Vertragstyp / Form
- Anwendbares Recht / Gerichtsstand
- Vertragsparteien (Käufer und Verkäufer – nicht: GP)
- Kaufgegenstand
- Kaufpreismechanismus
- Assumed Obligations vs. Excluded Obligations / Haftungsfreistellung
- Zusicherungen und Gewährleistungen (Representations and Warranties)
- Handlungspflichten (Covenants) (Pre-closing / Post-Closing)
- Haftungsregime
- Kostentragung (Kosten des Fondsmanagements)
- Closing-Bedingungen (Besonderheiten bei Portfolio-Transaktionen)
- Excluded Interests (bei Vorkaufsrechten, Verweigerung von GP-Zustimmung)

Hot Topics

- Deferred Payment
- Earn-out
- LP Giveback
- Haftungsschwellen/-obergrenzen, Verjährung
- Steuern (gewerbliche dt. Fonds: § 7 S. 2 GewStG, US: ECI-FIRPTA / Publicly Traded Partnerships, UK: Stamp Duty)
- MAC-Klausel

LP-led Transaktionen

Transfer Agreement (Übertragungsvertrag)

Grundlagen

- Vertragstyp / Form
- Anwendbares Recht / Gerichtsstand
- Vertragsparteien (dreiseitig (Käufer, Verkäufer, GP) ODER zweiseitig plus GP-Zustimmung)
- Eingeschränkte Verhandelbarkeit (GP-Muster)
- Dingliche Übertragung
- Übertragungsstichtag (Effective Date)
- Zustimmung des General Partner
- Zusicherungen und Gewährleistungen (Käufer / Verkäufer)
- Besonderheiten bei einzelnen Rechtsordnungen
- Ablauf / Escrow
- Registeranmeldung (Handelsregister; UK Companies House)
- Separat: Zeichnungsvereinbarung / AML/KYC-Dokumente des Käufers
- Selten: Side Letter

Hot Topics

- Kostentragung
- Haftung (severally vs. jointly)
- Steuern (UK Stamp Duty; USA: ECI/FIRPTA / Publicly Traded Partnerships)
- Vorrang Kaufvertrag (Käufer / Verkäufer)

General Partner

- Mögliche Interessenkonflikte und Sensibilitäten von Bestandsinvestoren
- „Ablenkung“ des GPs und Portfoliounternehmen durch Transaktion?
- Auswahl eines langfristigen Partners für Umsetzung einer komplexen Transaktion
- Umsetzung eines reibungslosen Transaktionsablaufs für Bestandsinvestoren und Portfoliounternehmen
- Möglichkeit frisches Kapital einzuwerben: Folgefinanzierungen und/oder Primärinvestitionen
- Entwicklung von Geschäftsbeziehungen mit neuen Investoren
- Verlängerung der Laufzeit des Fonds zum Heben weiterer Werte

Bestandsinvestoren

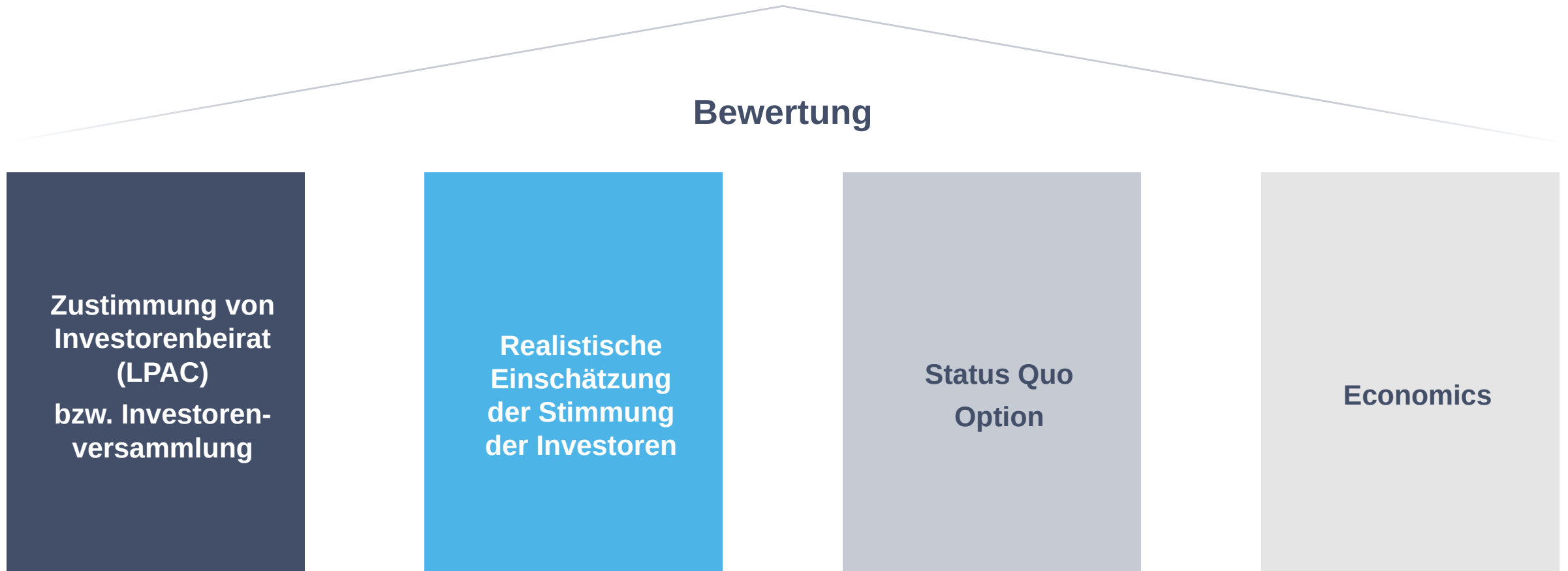
Verfahrenstransparenz und Angemessenheit des Transaktionspreises
Gesamtrendite bei Wahrnehmung von Liquiditätsoption
Verzicht auf potentielle zukünftigen Gewinn
Vertragsbedingungen des neuen Fondsvehikels (bei Roll-over in neue Fondsstruktur)
Bereitschaft, sich an Kapitalerhöhung zu beteiligen
Mögliche Interessenkonflikte des GPs

Käufer

- Transaktionsgröße im Hinblick auf Komplexität der gewählten Transaktion
- Erwartung für Cash-flow und künftiges Wachstum der bestehenden Assets
- Beständigkeit und Fähigkeit des GPs zur Umsetzung der Transaktionsziele
- Bewertung und Diversität des Ziel-Portfolios
- Zugang zu Informationen(Dokumente sowie ggfs. Portfoliounternehmen für Due Diligence
- Klare Indizien für Verkaufsinteresse von Bestandsinvestoren

Verfahren

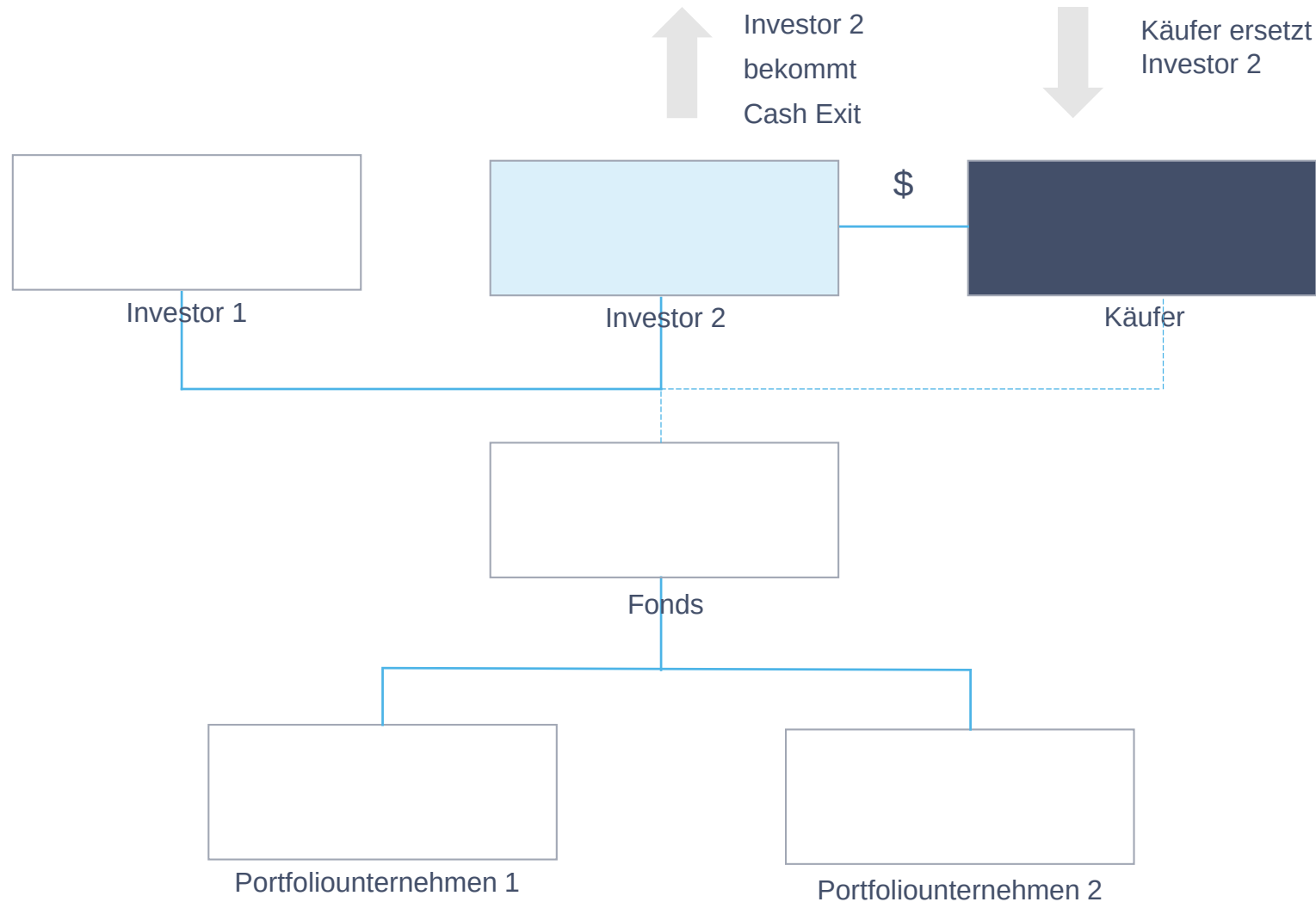
- GP-driven or LP-driven Transaktion
- Komplexität des Verfahrens/Transaktion und Zeitplan
- Bewertung / Fairness Opinion
- Due Diligence Unterlagen
- Zustimmungserfordernisse für Transaktion
- ILPA-Empfehlungen
- Expertise der rechtlichen Berater zu effizienten Umsetzung



Entscheidender Faktor für den Erfolg / Misserfolg einer GP-led Transaktion

GP-led Transaktionen

Tender Offer



Warum wählen GPs diese Struktur?

- Möglichkeit für Bestandsinvestoren einen frühe Liquiditätsoption mit Renditerealisierung zu bekommen
- Geht oft einher mit Stapled Transaction (verbindliche Zusage für neues Commitment des Käufers für Nachfolgefonds)
- GP will Portfoliunternehmen weiter verwalten, mit Möglichkeit weitere Management Fee und Carried Interest durch den Käufer zu erhalten (mit Zustimmung der Bestandsinvestoren)

Pro

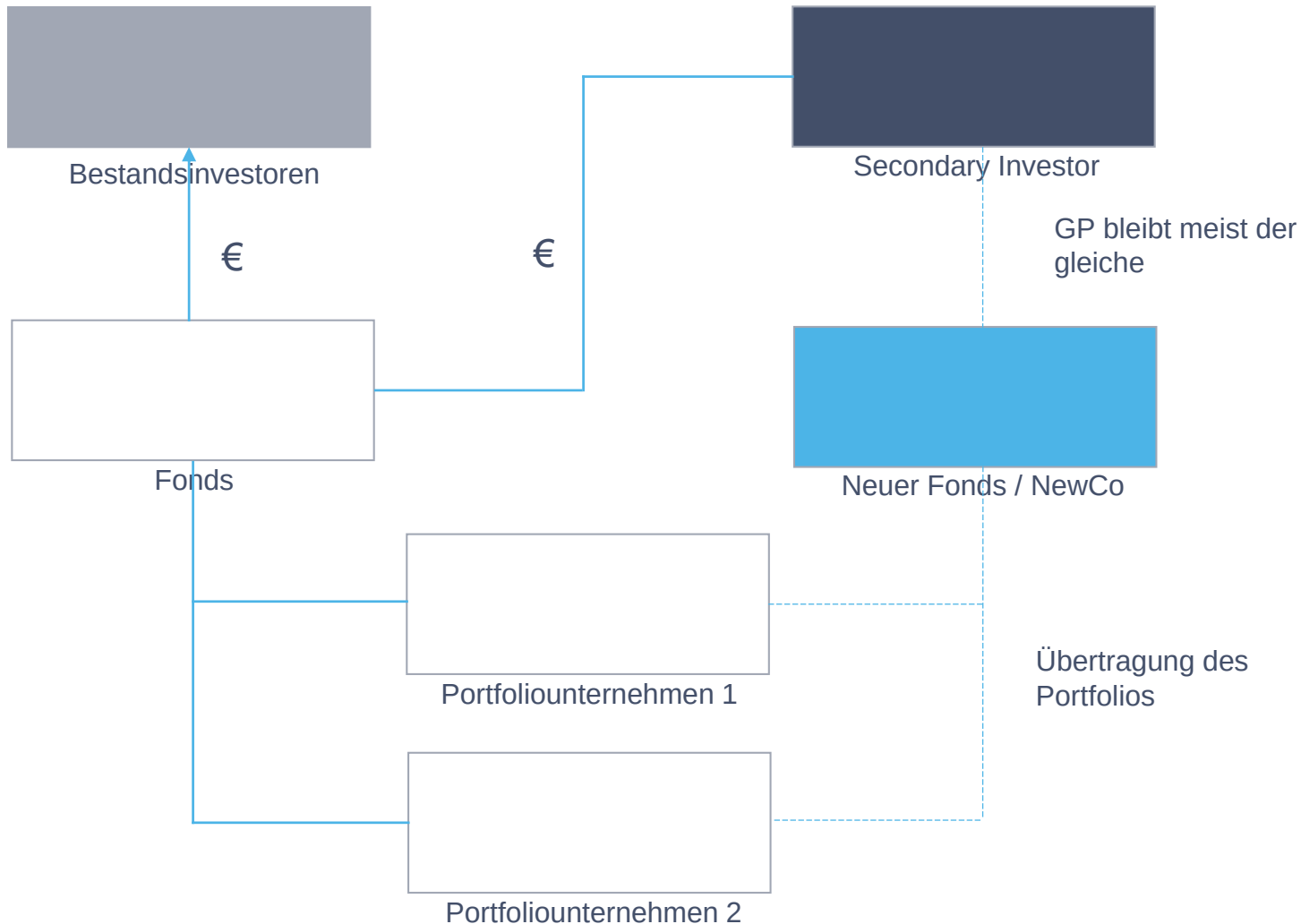
- Einfache Struktur
- Geringe Interessenkonflikte

Contra

- Hohe Kosten bei geringer Verkaufsquote
- Begrenzte Möglichkeit Vertragsbedingungen anzupassen (neue Economics, Laufzeitverlängerung, Kapitalerhöhung)

GP-led Transaktionen

Fund Restructuring (Tail-end Sale / Asset Sale)



Warum wählen GPs diese Struktur?

- Zusätzliche Zeit zur Maximierung von Werten des Portfolios, Möglichkeit weiteres Kapital zuzuführen
- Abwicklung eines älteren Fonds um Liquidität für Bestandsinvestoren vor Ablauf der Fondslaufzeit zu ermöglichen
- Beschleunigung und „Einlocken“ von Gewinnen
- GP kann Unternehmen weiter verwalten und bekommt Möglichkeit, zusätzliche Management Fee und Carried Interest zu erhalten (mit Zustimmung der Bestandsinvestoren)
- Ermessen des GPs bei Auswahl der Portfoliounternehmen, die auf neuen Fonds übertragen werden sollen
- Teil- oder Voll-Liquidität für bestehende oder ehemalige Mitarbeiter des GPs, die nicht mehr aktiv am Fondsmanagement beteiligt sind

Pro

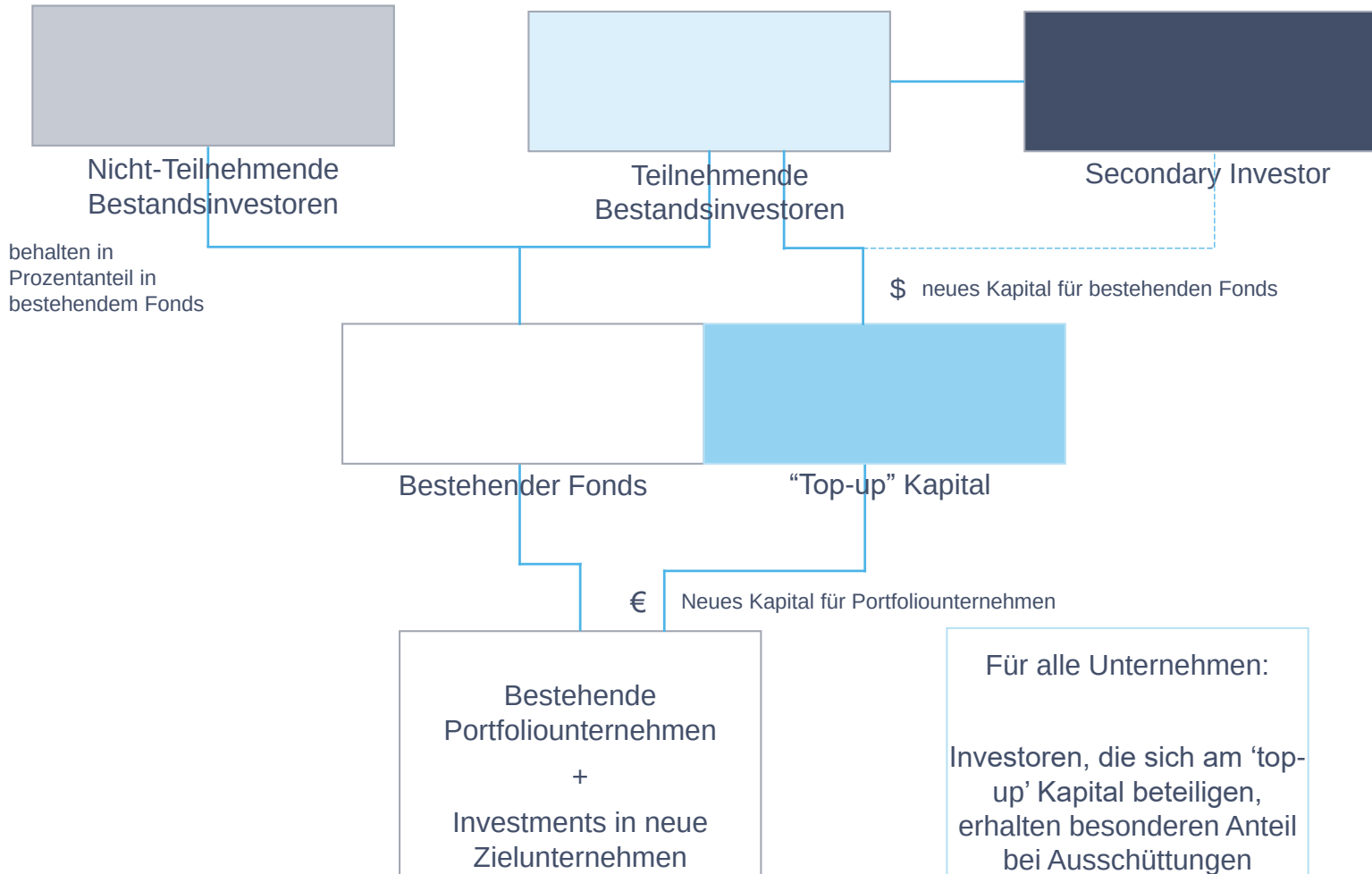
- Flexibilität zur Verhandlung neuer Vertragsbedingungen
- Löst die Problematik, dass evtl. Bestandsinvestoren nicht in ausreichendem Maße verkaufen wollen (take-up issue)
- Verlängerung der effektiven Fondslaufzeit

Contra

- Interessenkonflikte
- Komplexität

GP-led Transaktionen

Kapitalerhöhung bei Bestandsfonds („top-up“ capital infusion)



Warum wählen GPs diese Struktur?

- Zusätzliches Kapital für Fondsinvestments, die längere Zeit benötigen, um Werte zu realisieren
- Unternehmen, die zusätzliches Kapital benötigen, bekommen frisches Kapital durch den bestehenden Fonds, der 'top-up' Kapital erhalten hat
- Neues Kapital wird in bestehenden Fonds eingebracht, kein Erfordernis eines separaten Fondsvehikels
- Vermeidet Fundraising zu ungünstigem Zeitpunkt
- Bestandsinvestoren bekommen Option, sich mit einem Betrag am 'top-up' Kapital zu beteiligen
- GP kann Unternehmen weiter verwalten und bekommt Möglichkeit, zusätzliche Management Fee und Carried Interest zu erhalten (mit Zustimmung der Bestandsinvestoren)

Pro

- Neues Kapital ohne Verwerfungen für bestehenden Struktur
- Einfache Struktur

Contra

- Interessenkonflikte
- Keine Liquidität
- Zwei Investorenklassen
- Hohes Quotenerfordernis für Zustimmung

Marktentwicklung in Corona-Zeiten

Markt hat sich nach Verschnaufpause gut erholt

Highlights in 2020

- 4 der 10 größten Fundraising in 2020 waren Secondary Fonds
- Single Asset Transaktionen haben sich fast verdreifacht (USD 14 Mrd. in 2020; 43% Single Asset Sales vs. 57% Multiple Asset Sales in 2020 [2019: 20% vs. 80%])
- Anteil von GP-led Transaktionen am gesamt-Secondary Markt ist in 2020 auf 50% angewachsen (2019: 32%)
- Weniger große Portfolio-Verkäufe bei LP-led Transaktionen
- Verstärkter Einsatz von Preferred Equity-Lösungen
- MAC-Klauseln
- Earn-Out-Strukturen

POELLATH +



Trends 2021

- Secondaries entwickeln sich weiterhin dynamisch
- Fundraising-Trend hält an
- Viel dry powder für Investitionen
- Weiterhin viele Single Asset-Transaktionen
- Viele GPs „entdecken“ GP-led Transaktionen (auch in DACH-Region)
- Rückkehr der großen Portfolio-Verkäufe bei LP-led Transaktionen
- Neue Innovationen bei Transaktionsstrukturen (z.B. Strip Sales, Preferred Equity-Lösungen, SPACs?)
- Smarter Einsatz von Leverage
- Komplexität bleibt Auswahl-/Renditetreiber
- Weitere Spezialisierung der Secondary-Fonds



Tarek Mardini, LL.M. (UConn)

Rechtsanwalt, Partner | Berlin

☎ +49 (30) 25353-120 ✉ tarek.mardini@pplaw.com

POELLATH +

Zur Person

- Zulassung als Rechtsanwalt 2005, Partner seit 2018
- Vorstandsmitglied der Deutsch-Amerikanischen Juristen-Vereinigung e.V. (DAJV)
- Mitglied des Invest Europe Investor Regulation Committee

Tätigkeitsschwerpunkte

- Private Funds Fondsstrukturierung und -investments: Beratung von Fondsmanagern und institutionellen Investoren zu Aufsichts-, Steuer-, Gesellschafts- und Vertragsrecht sowie Markstandards
- Fund Economics- und Fund Governance-Beratung
- Sekundärtransaktionen betr. Fondsbeteiligungen (insb. komplexe Portfolio-Transaktionen, Fund Restructuring)

<https://www.pplaw.com/de/berater/mardini-tarek>

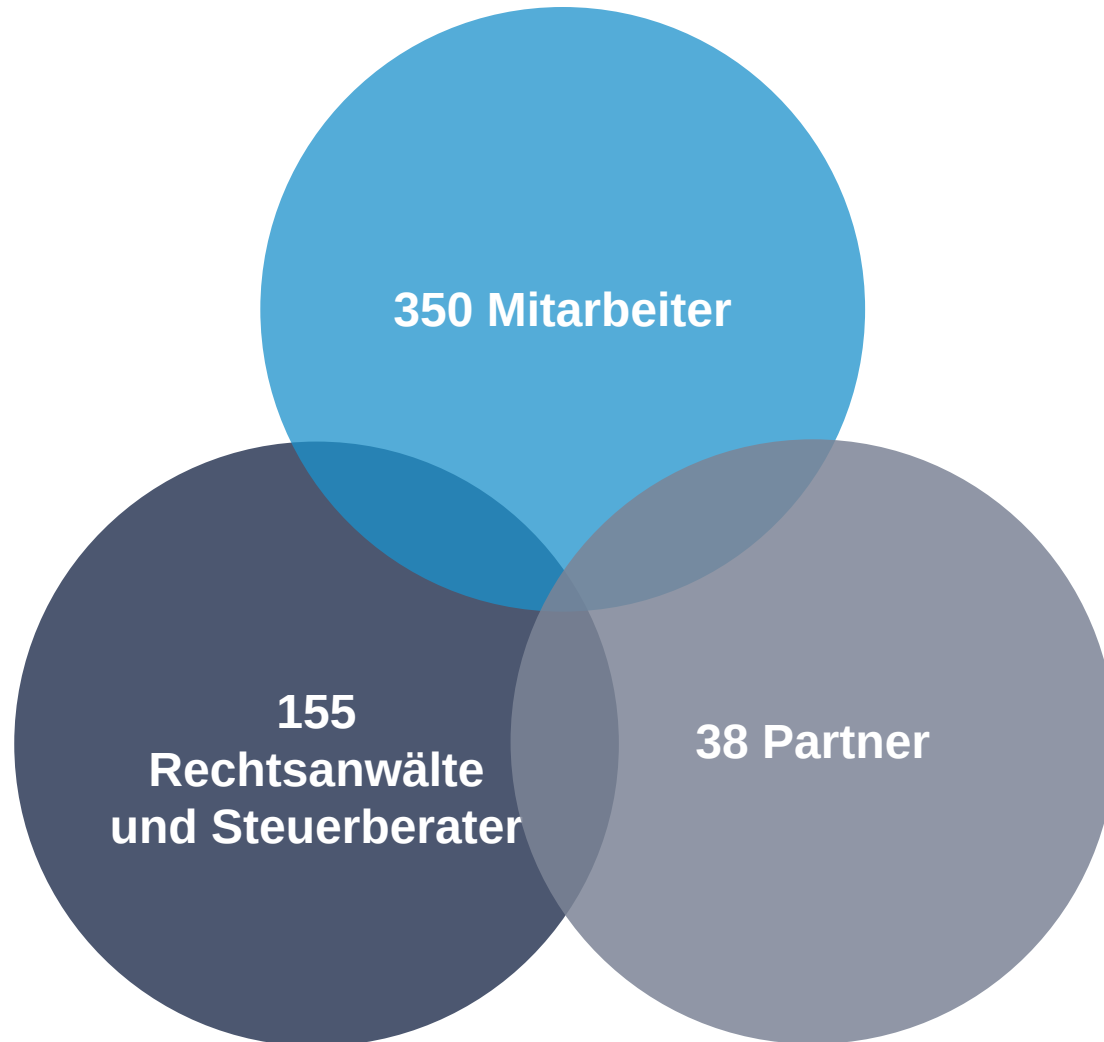


“precise advice,
fully committed and
extremely competent”

*Who's Who Legal
Germany 2018*

Kanzlei im Überblick

High-end Beratung zu Transaktionen und Asset Management



POELLATH+

POELLATH steht für marktführende Beratung zu **Transaktionen und Asset Management**. Hier bieten wir Ihnen Rechts- und Steuerberatung aus einer Hand.

Mandanten schätzen unsere uneingeschränkte Verfügbarkeit und unser internationales Netzwerk. Wir haben immer Ihr Geschäft im Blick und bieten Ihnen umfassenden Service, wirtschaftliche Lösungen und klaren Rat.

Ihr Business und Ihre Herausforderungen ändern sich.

Unser Fokus bleibt: Ihr Erfolg

Praxisgruppe Private Funds

Marktführende innovative Beratung

POELLATH ist Marktführer bei der Strukturierung von Private Equity-Fonds und anderen alternativen Investmentfonds in Deutschland. Wir unterstützen Sie mit einem der größten und erfahrensten Teams für Fondsstrukturierung in Kontinentaleuropa.

Unsere rund 45 Experten beraten Initiatoren und Investoren von Private Equity-Fonds und weltweiten Fondsbeteiligungen von der Konzeption bis zur Vollbeendigung des Fonds. Unser Fokus liegt auf innovativen, praxisgerechten Lösungen für alle rechtlichen, steuerlichen, vertraglichen und regulatorischen Anforderungen.

Mandanten schätzen, dass sich unsere Beratung nicht auf die rechtlichen und steuerlichen Aspekte beschränkt. Wir kennen die aktuellen Entwicklungen und Marktusancen. Gemeinsam mit unseren Mandanten prägen wir die Best Practice im Markt.

„Sicherer Hafen im Bereich deutscher und
indirekt auch Luxemburger Fondsstrukturen.“

Legal 500 Deutschland, 2020

Hoch geschätzte Investmentfonds-Praxis, sehr zuverlässiges Team.

Chambers Europe 2020

POELLATH +

- ✓ Fondsstrukturierung
- ✓ Fondsaufsichtsrecht
- ✓ Investorenberatung
- ✓ Fondsbesteuerung
- ✓ Asset Management
- ✓ Secondaries
- ✓ Fund Economics, Fund Compliance und Fund Litigation



POELLATH Berlin
Potsdamer Platz 5, 10785 Berlin
T +49 (30) 25353-0 | F +49 (30) 25353-999
ber@pplaw.com

www.pplaw.com



POELLATH Frankfurt aM
An der Welle 3, 60322 Frankfurt aM
T +49 (69) 247047-0 | F +49 (69) 247047-30
fra@pplaw.com

www.pplaw.com



POELLATH München
Hofstatt 1, Eingang Färbergraben 16, 80331 München
T +49 (89) 24240-0 | F +49 (89) 24240-999
muc@pplaw.com

www.pplaw.com