

Workshop Co-Investments: Investitionsparameter für institutionelle Investoren und rechtliche Aspekte

4. November 2020

Annette Olschinka-Rettig
Geschäftsführerin/
Managing Director
Diplomkauffrau
Betriebswirtschaftslehre



Poppelsdorfer Allee 106
53115 Bonn
+49 (0) 228 96987-15
olschinka-rettig@bvai.de



9:30 - 10:00

Co-Investments: Wann, warum und für wen lohnt sich der Aufwand?

Holger Roßbach, Senior Investment Director, Cambridge Associates

10:00 - 10:30

Mit Co-Investments nicht k.o. gehen – Warum bei Co-Investments das “Co” an erster Stelle steht

Daniel Boege, Partner, Golding Capital Partners

10:30 - 11:00

Erfolgsfaktoren für nachhaltig erfolgreiche Co-Investmentstrategien

Dr. Florian Kreitmeier, Managing Partner & Co-CEO, SwanCap Partners

11.00 - 11.30

Co-Investments aus regulatorischer, rechtlicher und steuerlicher Sicht

Dr. Gregor Evenkamp & Marco Simonis, Clifford Chance

11.30 - 12.00

Panel

Arten / Analysen

- Definitionen und Klassifizierungen nach Anlageklassen, Zugangswegen und Investitionszeitpunkt
- Abgrenzung der Intensitätsgrade der Involvierung von Investoren
- Beurteilung von Co-Investments aus der Sicht von Investoren, Assetmanagern und Zielunternehmen
- Erläuterung möglicher Interessenskonflikte
- Rechtliche und steuerliche Aspekte
- Ausblick

Asset Manager Survey

- Erstmalige Umfrage mit 35 Assetmanagern aus dem BAI Mitgliederkreis, die aktiv mit Co-Investments arbeiten
- Co-Investments besonders etabliert im Equity-Bereich, aber auch fortschreitende Verbreitung bei Debt
- Co-Investments gleichermaßen verbreitet über Sidecars, Direct Co-Investments und Co-Investment Fonds
- Geschätzter Anteil von Co-Investments am Volumen je Anlageklasse ca. 5-10%
- Für die Zukunft wird eine weiter steigende Nachfrage nach Co-Investments erwartet

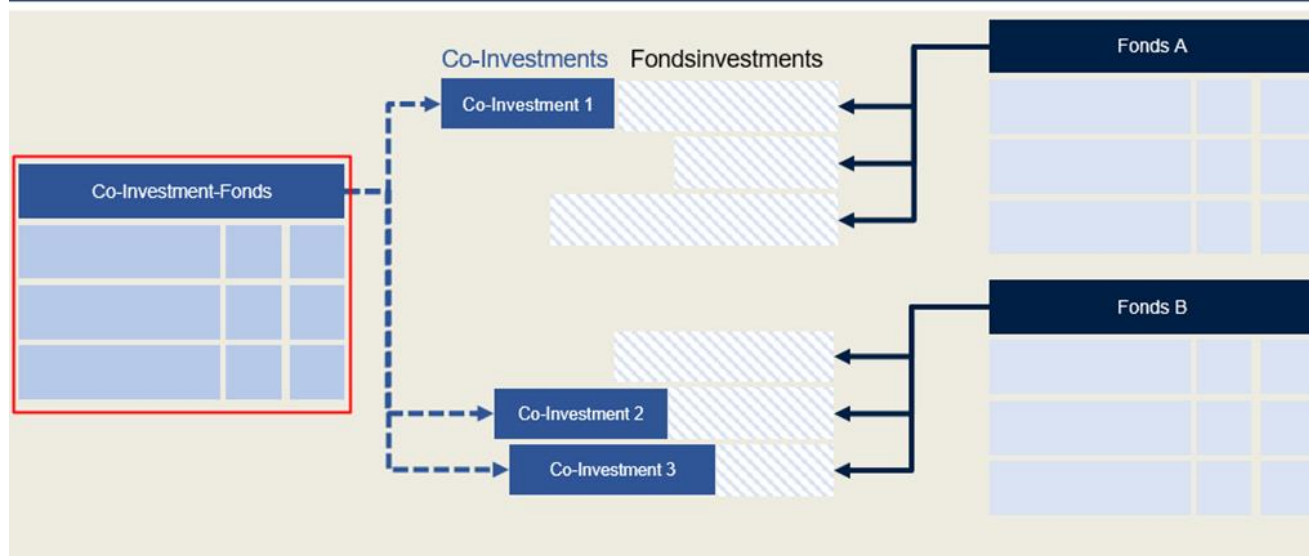
Investoren-Interviews

- Exemplarische Befragung von drei deutschen institutionellen Investoren zu Sidecars, Direct Co-Investments und Co-Investment Fonds
- Motivation: überproportionale Gewichtung von attraktiven Investitionsoportunitäten und beschleunigter Kapitaleinsatz
- Attraktivität von Gebührenvorteilen
- Herausforderung: Investitionsentscheidungen innerhalb weniger Wochen
- Voraussetzung: langjährige Erfahrung mit einer Assetklasse und hinreichende personelle Kapazität



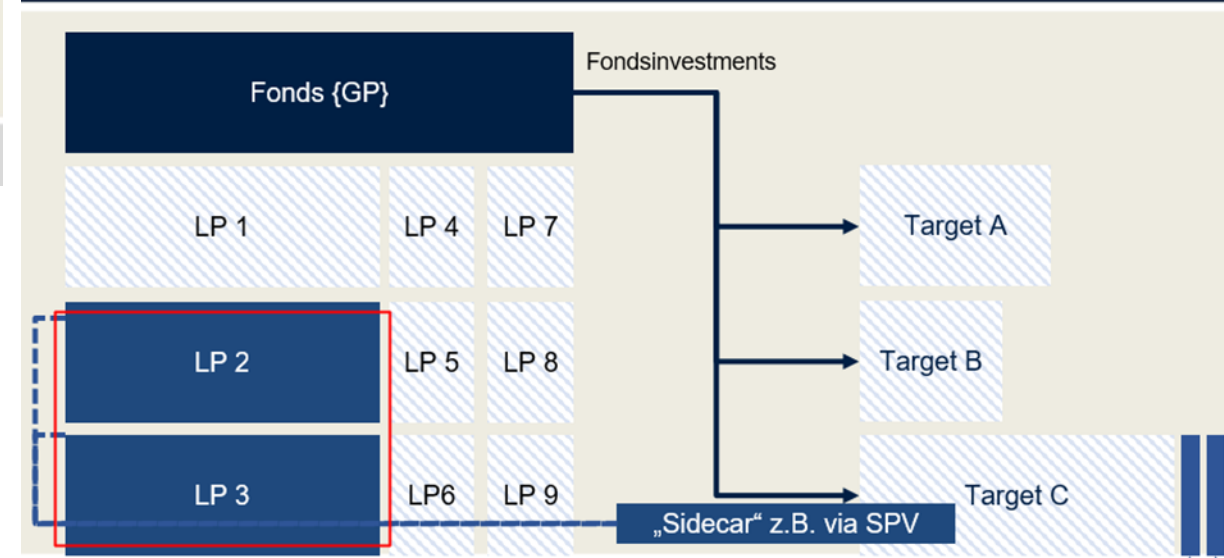
Autoren:
Annette Olschinka-Rettig
Sven Gralla

Co-Investment-Fonds



Der Co-Investment-Fonds investiert gemeinsam mit weiteren Fonds als Co-Investor bei Einzeltransaktionen.

„Sidecar“ Co-Investments



Die Co-Investoren sind zugleich LPs des Fonds.

„Direct“ Co-Investments ohne GP als „Lead-Investor“

Lead Investor

Lead Investor z.B.
Family Office

Co-Investoren

„Direct“ Co-Investments

Target

Das Co-Investment wird nicht von einem Fonds initiiert.

„Direct“ Co-Investments mit GP als „Lead-Investor“

Fonds {GP}

Fondsinvestments

Target A

Target B

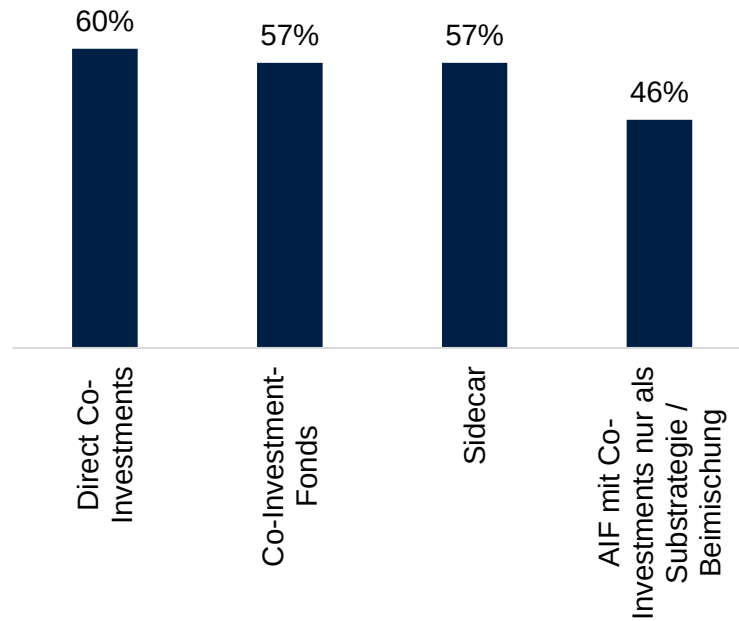
Target C

Non-LP Co-Investoren

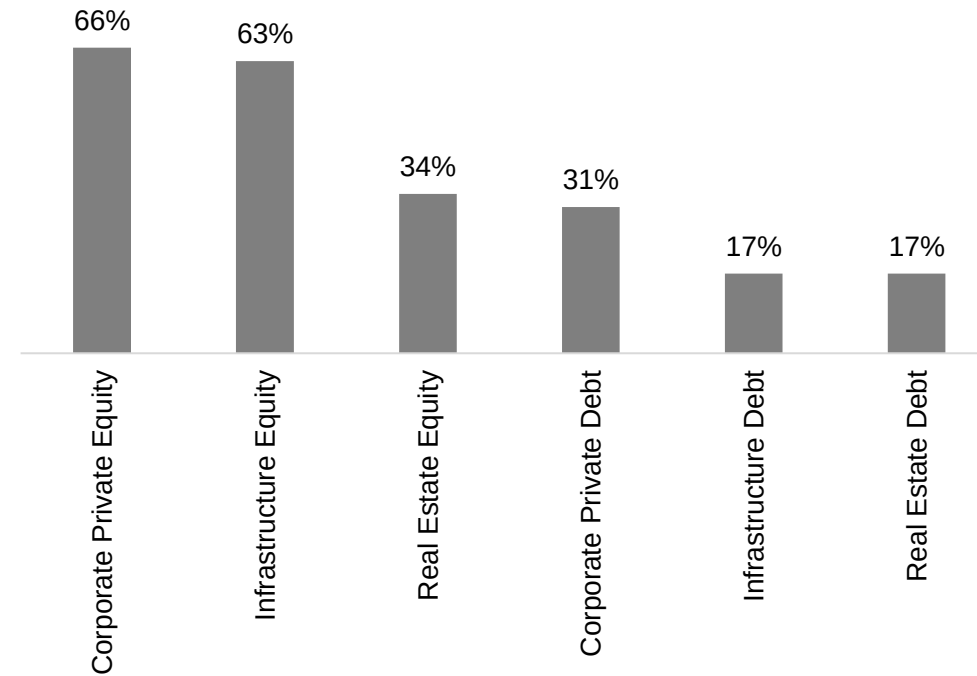
„Direct“ Co-Investments

Die Co-Investoren sind nicht zugleich LPs des Fonds. Das Co-Investment wird von einem Fonds initiiert.

Zugangswege



Anlageklassen

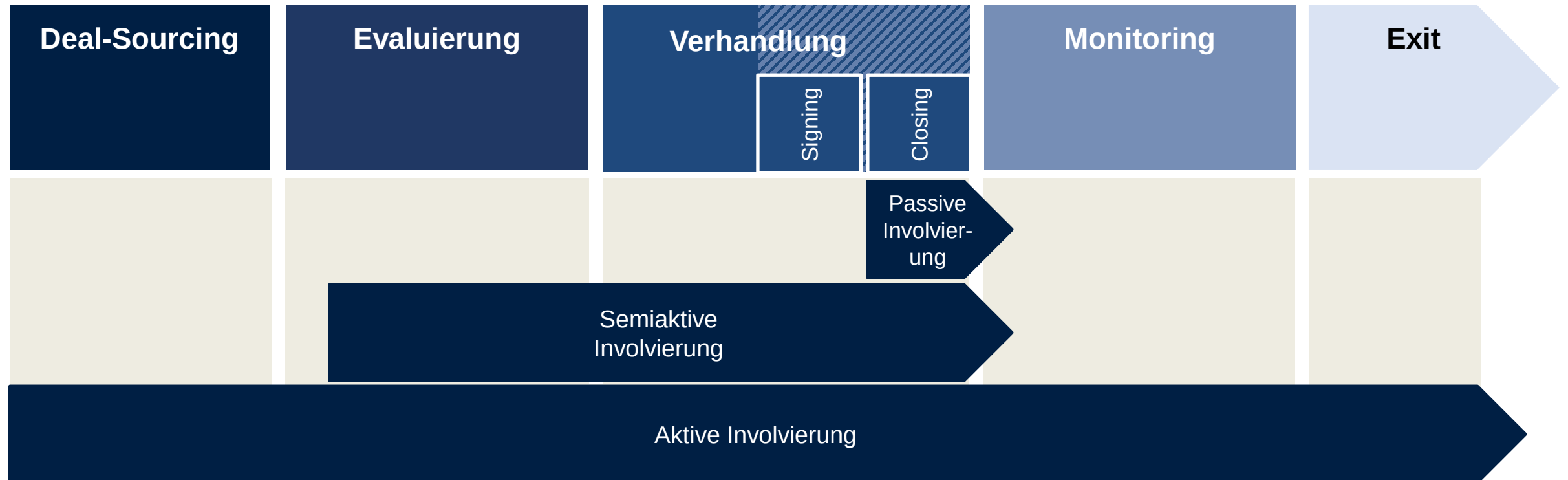


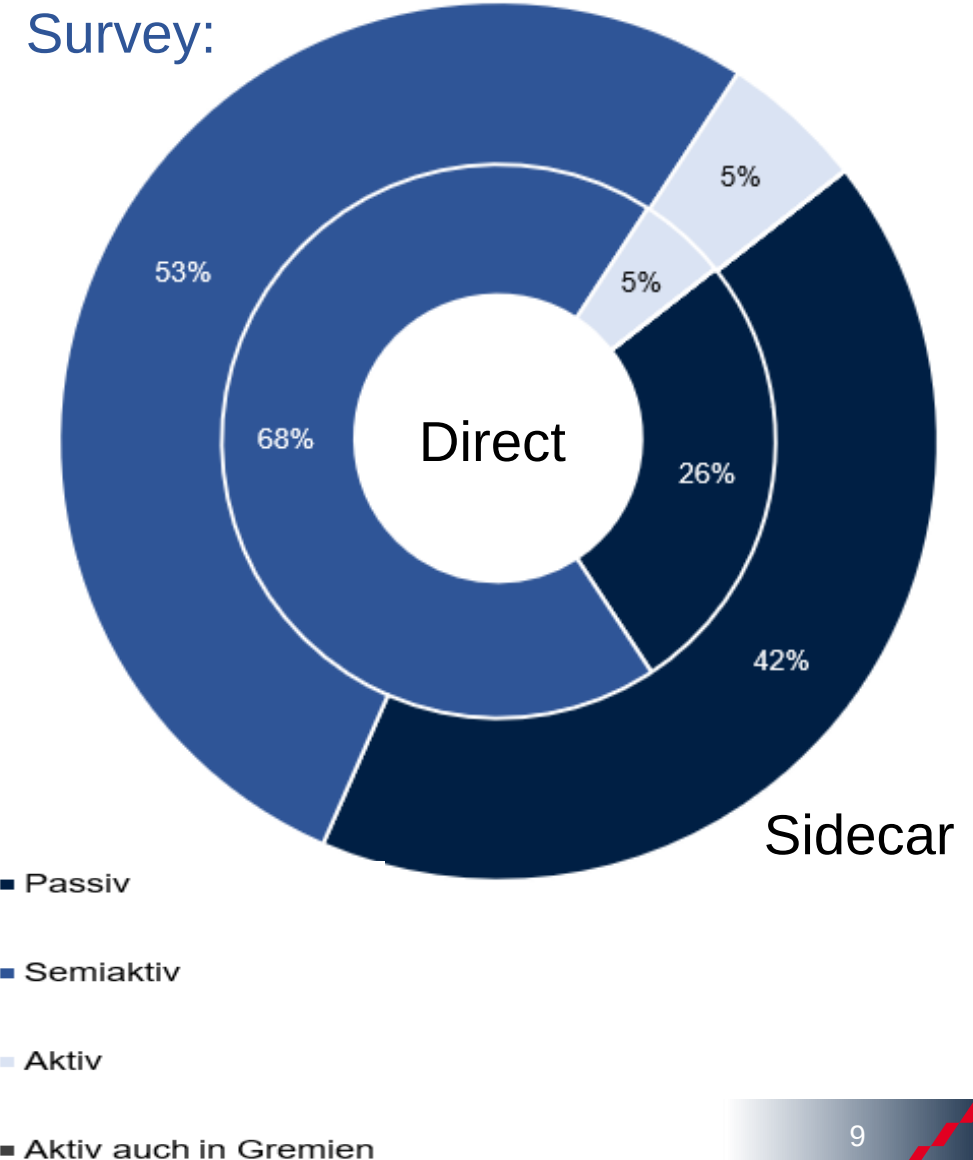
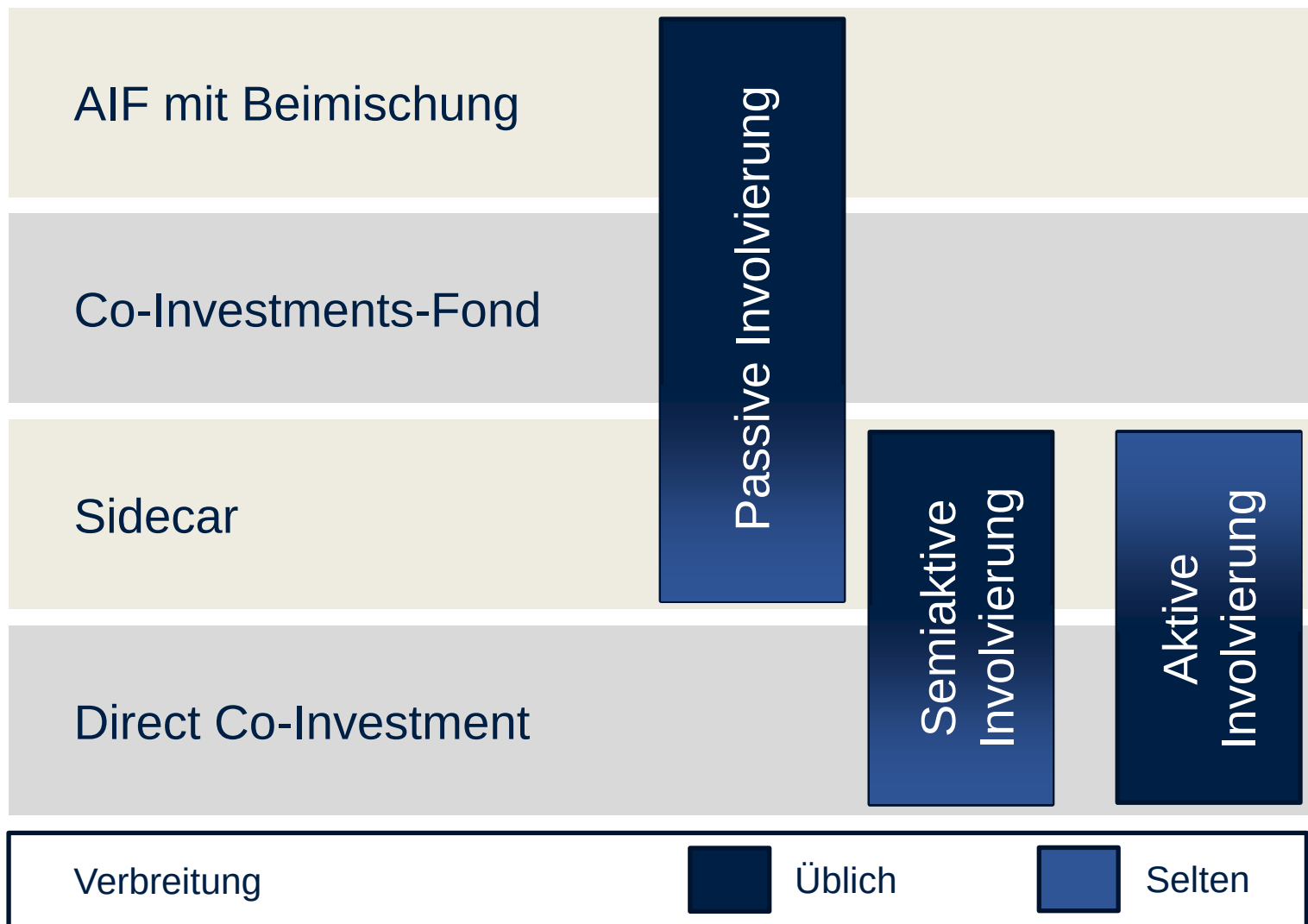
Wer investiert und warum?

- Co-Investments besonders verbreitet bei Versorgungswerken, Versicherungsunternehmen und Pensionskassen / -fonds oft mit Anlagevolumina von insgesamt > EUR 10 Mrd.
- Primäre Motivationen: Gebührenvorteile und schneller Kapitaleinsatz

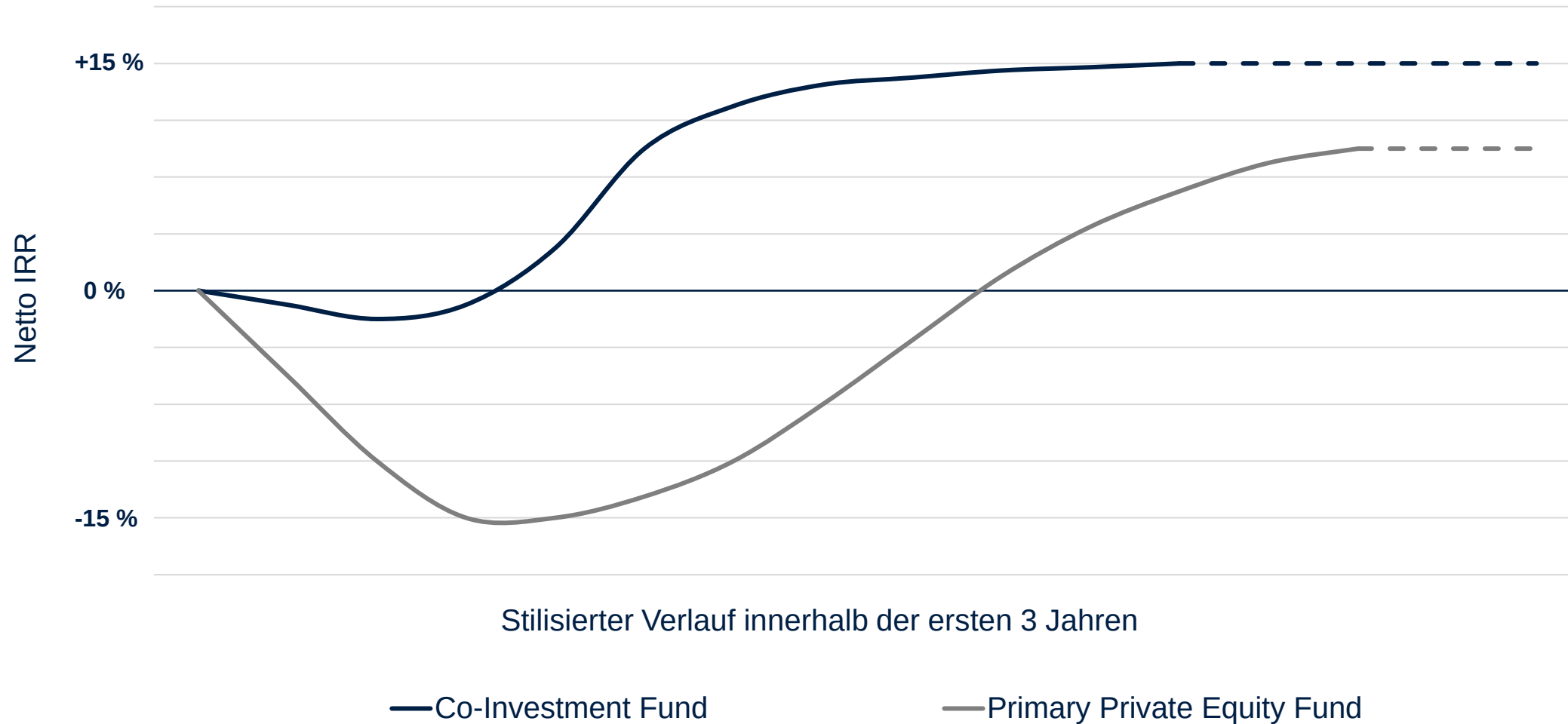
Was sind nach Einschätzung der Assetmanager die wesentlichen Hürden für Investoren?

- Kurzfristige Beurteilung von Co-Investments oft nicht möglich
- Unzureichendes Know-How
- Aufwändige Analyse und damit verbundene Kosten

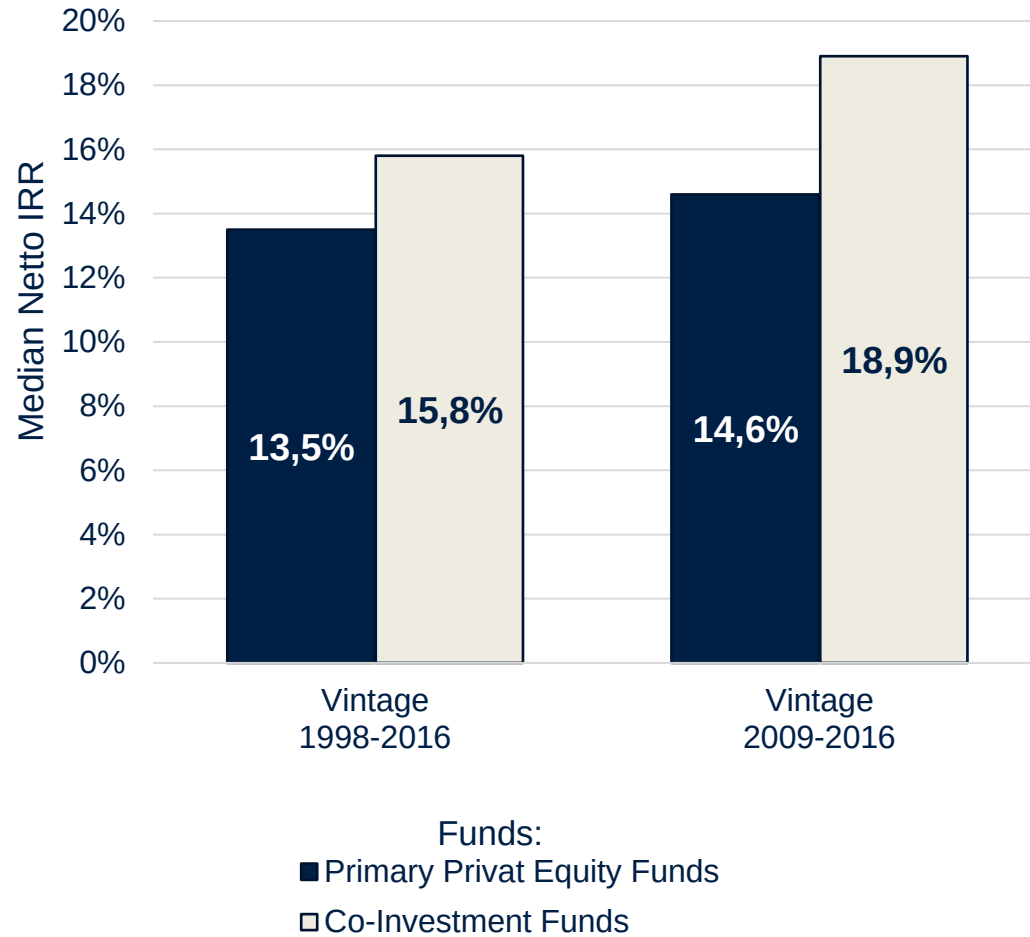




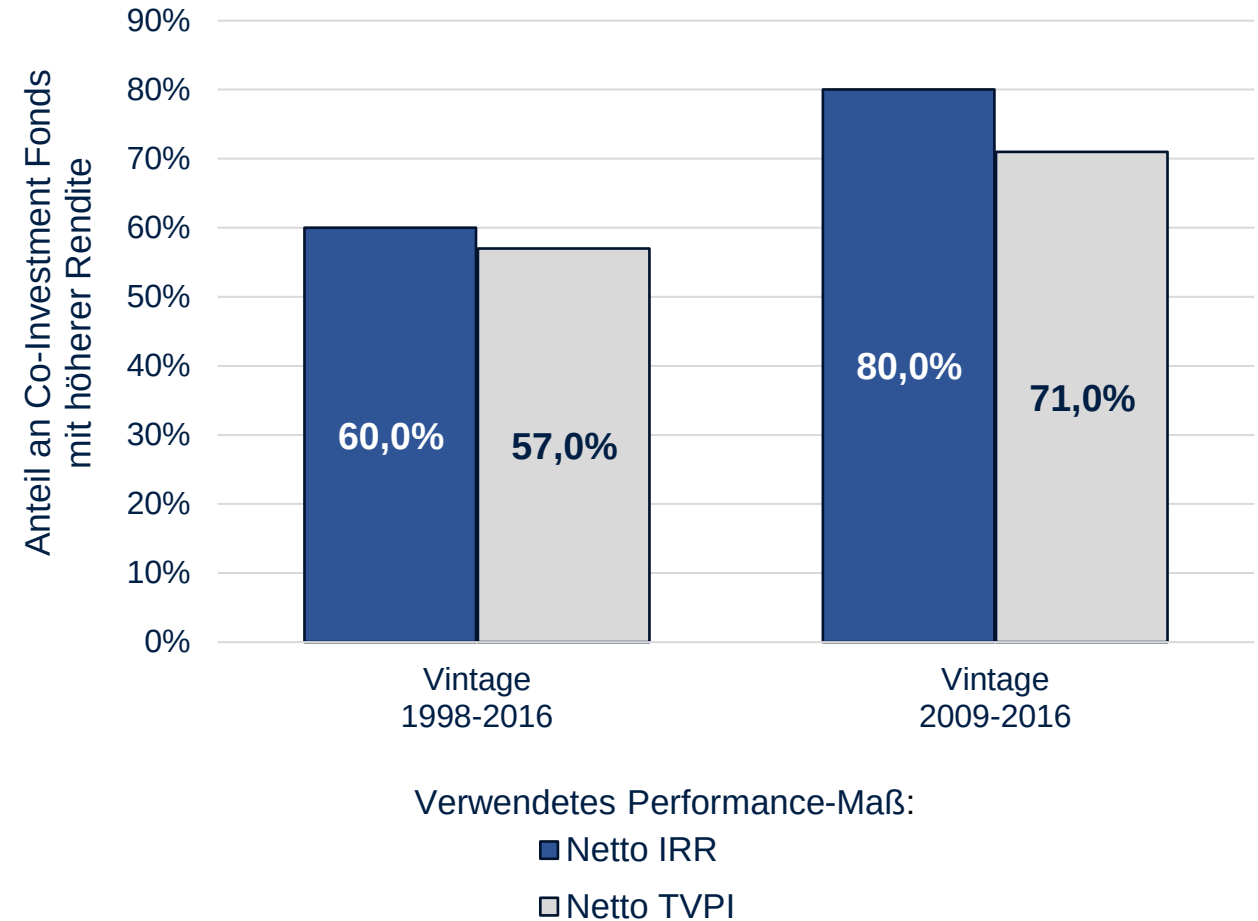
J-Curve Vergleich von Co-Investment Fund und Primary Private Equity Fund



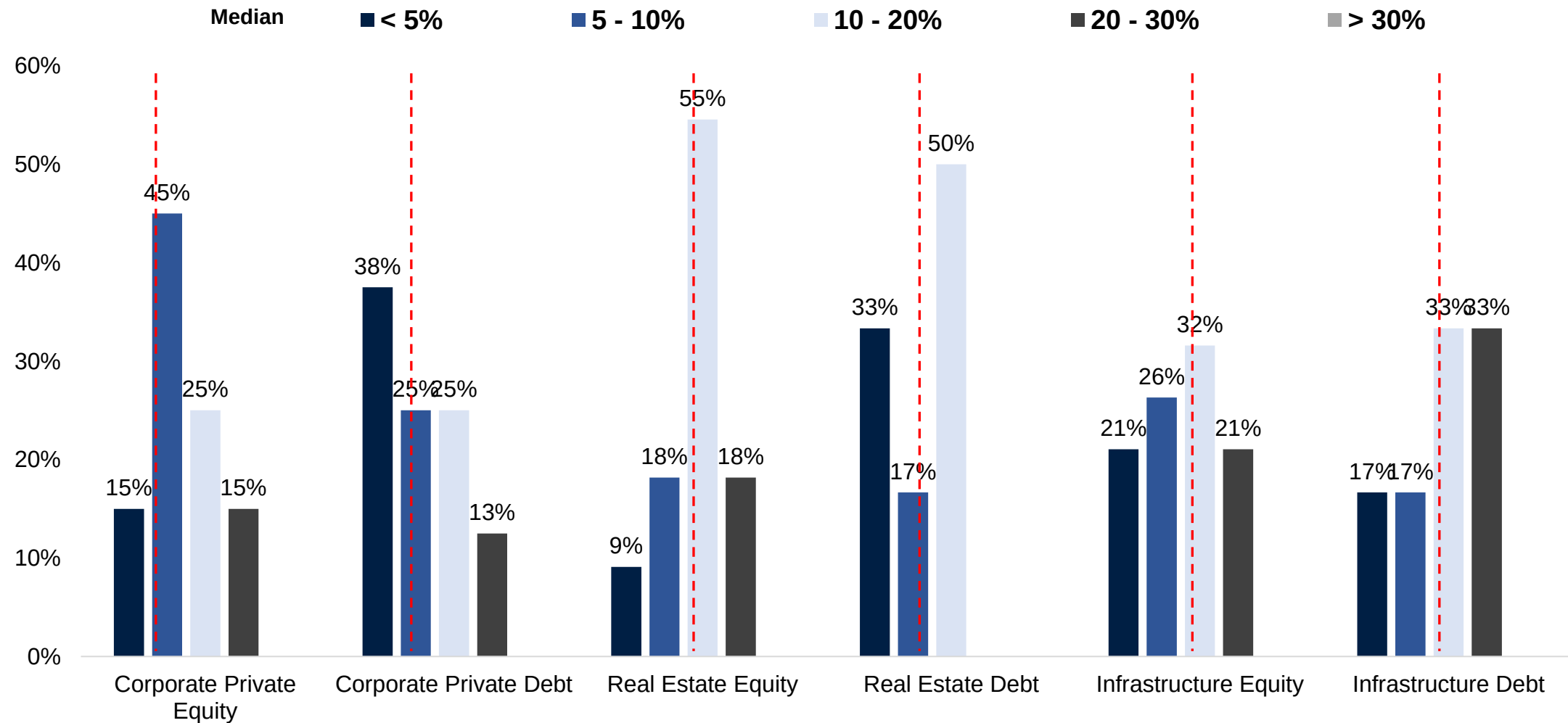
Renditevergleich



Häufigkeit der Outperformance



Survey: Geschätzter prozentualer Anteil Co-Investments an AuM



Timing

- Dauer von Angebot bis Closing eines Co-Investments oft 4-6 Wochen
- Bei Direct Co-Investments tendenziell länger
- Bei Debt Co-Investments tendenziell kürzer

Opportunitäten

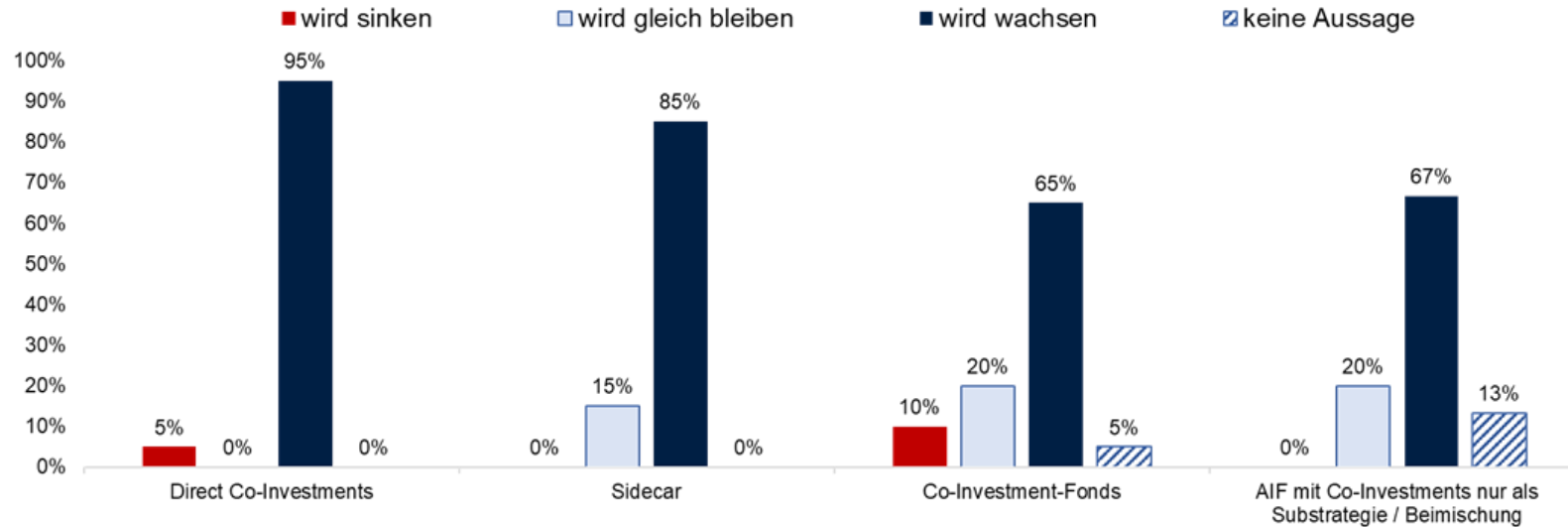
- Anzahl angebotener Co-Investment Transaktionen abhängig von jeweiliger Assetklasse, bei Private Equity z.B. 100-300 Transaktionen p.a.
- Realisationsquote nie über 15 %, sondern überwiegend bei rd. 5-7%

Transaktionsgrößen

- Nach Anlageklassen unterschiedlich, z.B. bei Private Equity eher EUR 10-25 Mio., bei Infrastructure Equity auch deutlich darüber
- Zudem abhängig von Zugangsweg und Investorentyp (z.B. Fonds vs. Einzelinvestor)

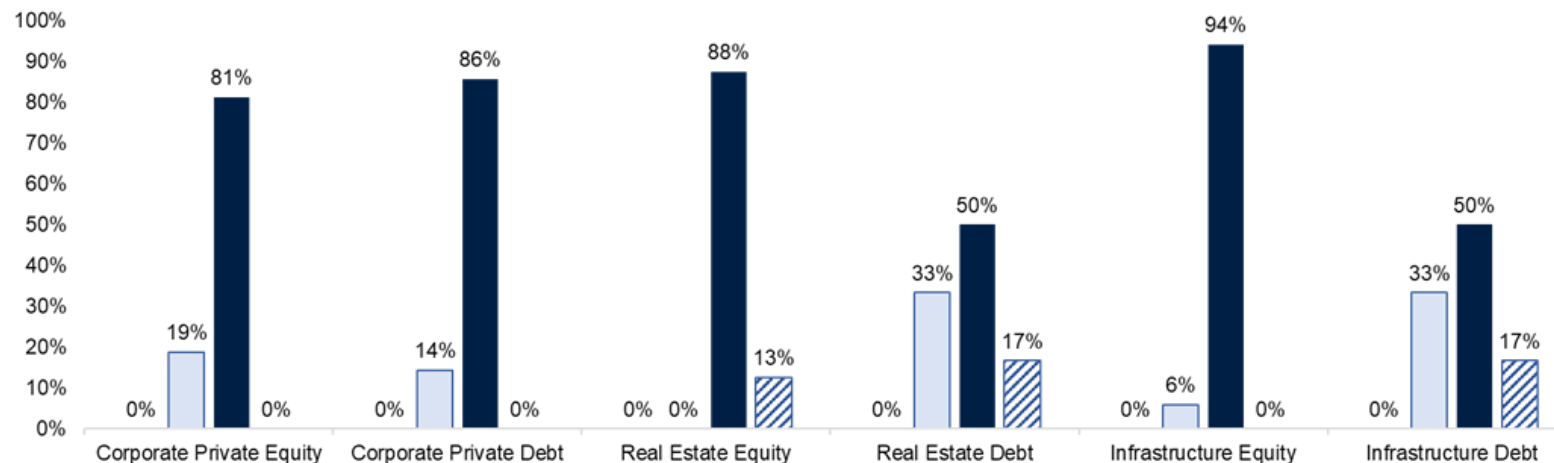
Survey: Erwartete zukünftige Entwicklung von Co-Investments

Prognose der Nachfrage für die nächsten beiden Jahre



Erwarteter Wachstumstrend wird auch in den Investoren-Interviews bestätigt!

Prognose der Nachfrage für die nächsten beiden Jahre nach Assetklassen



Quelle: White Paper Co-Investments

CO-INVESTMENTS: WANN, WARUM UND FÜR WEN LOHNT SICH DER AUFWAND?

HOLGER ROSSBACH



CO-INVESTMENTS: WANN, WARUM UND FÜR WEN LOHNT SICH DER AUFWAND?

HOLGER ROSSBACH

NOVEMBER 2020

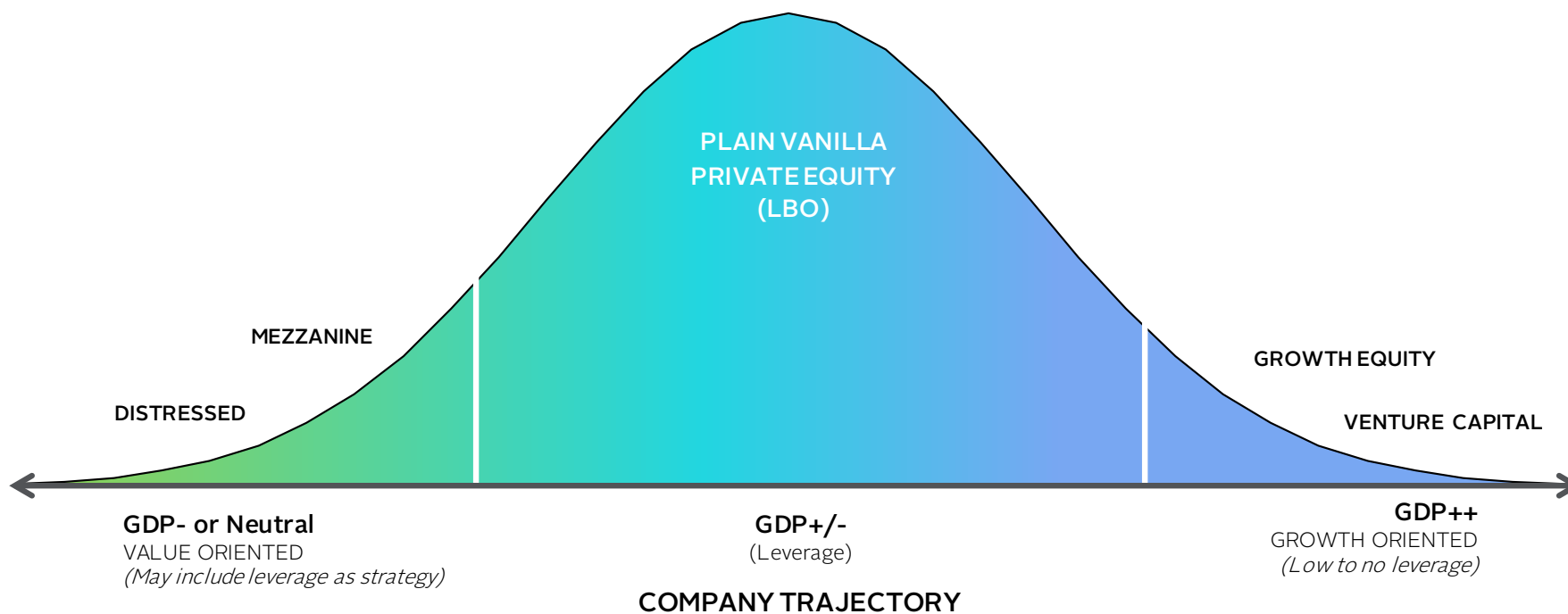
Contents

- 1 INTRODUCTION
- 2 BENEFITS OF CO-INVESTING - “THE WHY”
- 3 THE RIGHT TIME TO START - “THE WHEN”
- 4 IS IT RELEVANT TO ME? - “THE WHO”
- 5 GETTING IT RIGHT – “THE HOW”

Once Upon a Time, Options Were Straightforward

PRIVATE EQUITY 1.0 (1985-2005)

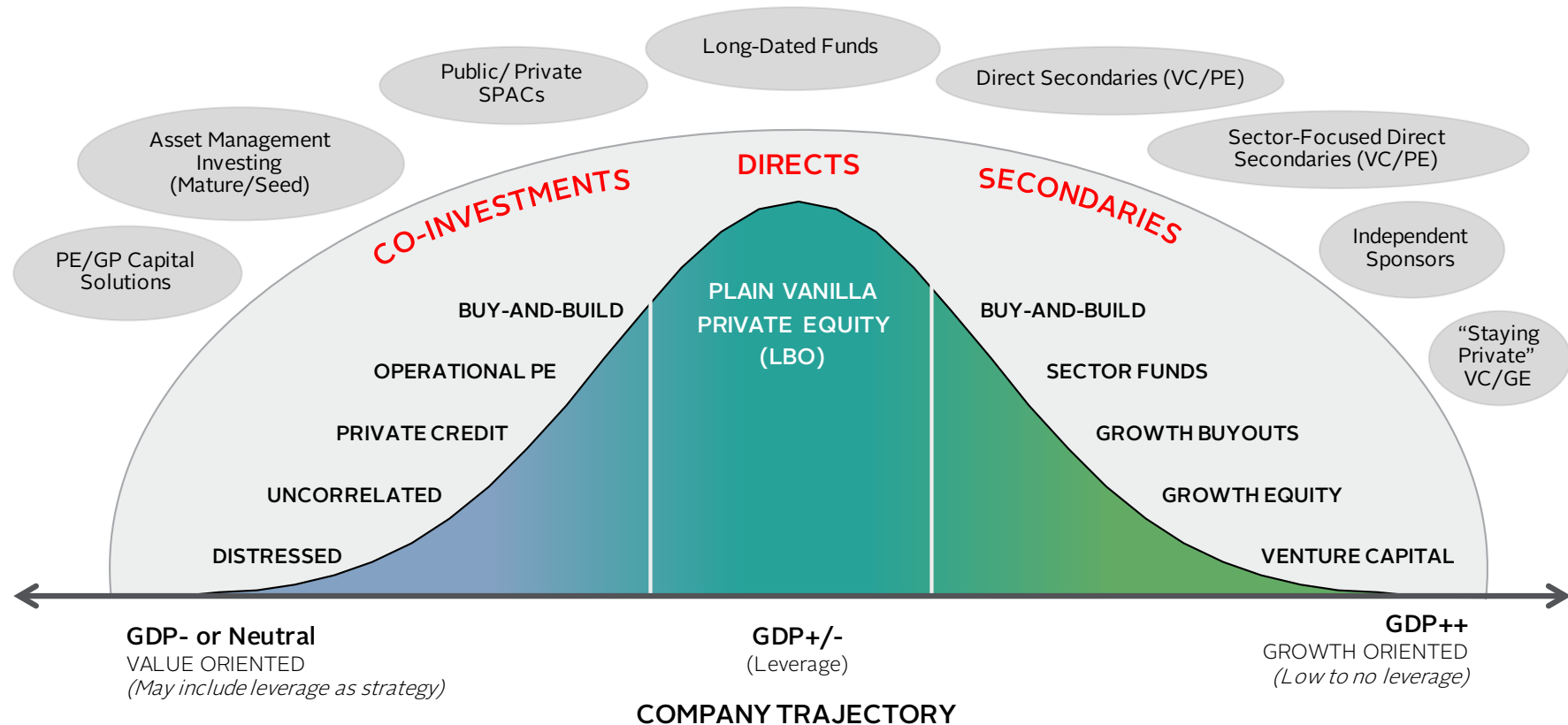
Capital concentration estimation–For illustration purposes only



Today, the investable universe is expanding in all directions

PRIVATE EQUITY 2.0 (2005–PRESENT)

Capital concentration estimation—For illustrative purposes only



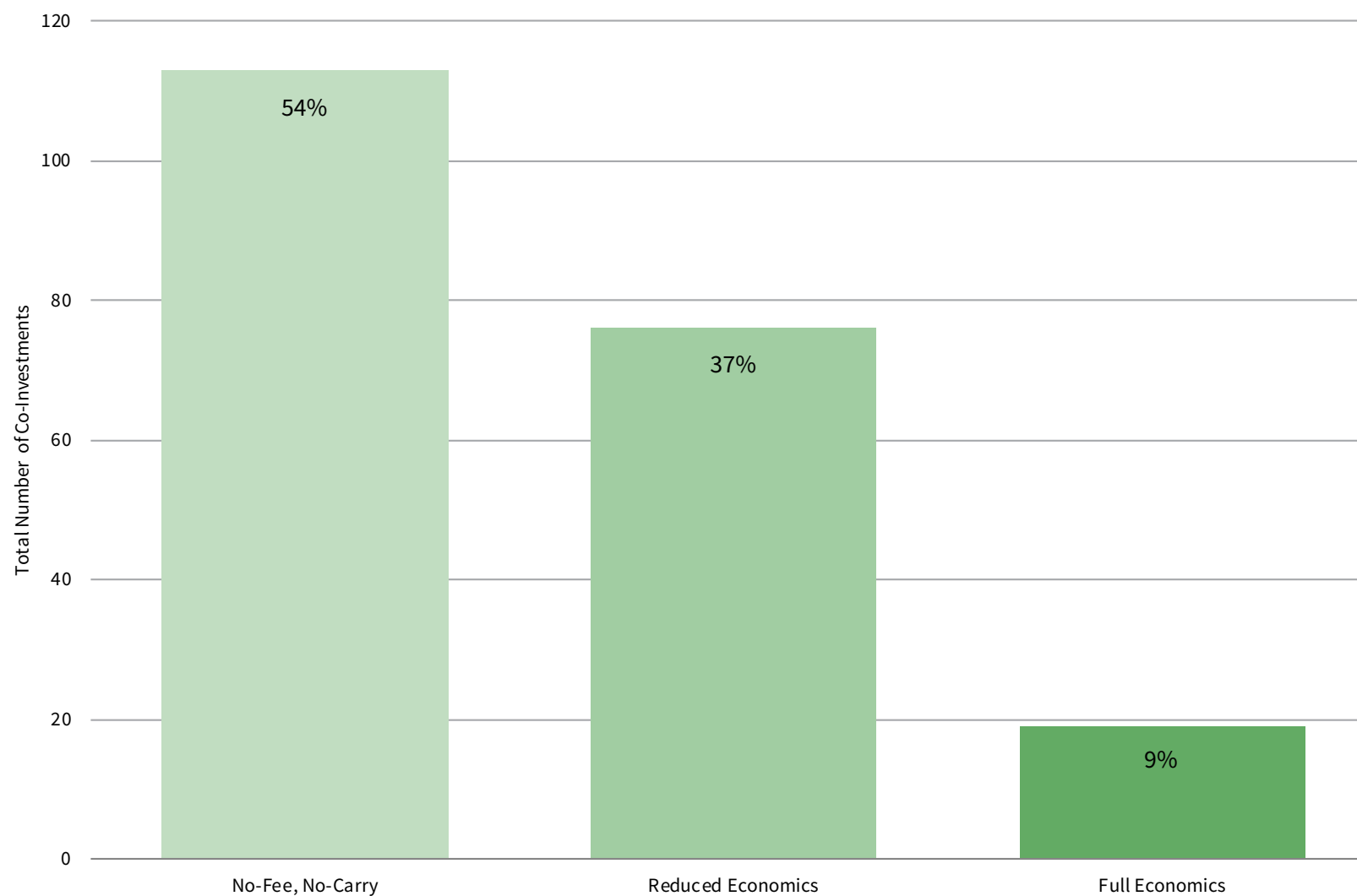
Contents

- 1 INTRODUCTION
- 2 BENEFITS OF CO-INVESTING - “THE WHY”
- 3 THE RIGHT TIME TO START - “THE WHEN”
- 4 IS IT RELEVANT TO ME? - “THE WHO”
- 5 GETTING IT RIGHT – “THE HOW”

Several reasons to pursue co-investments

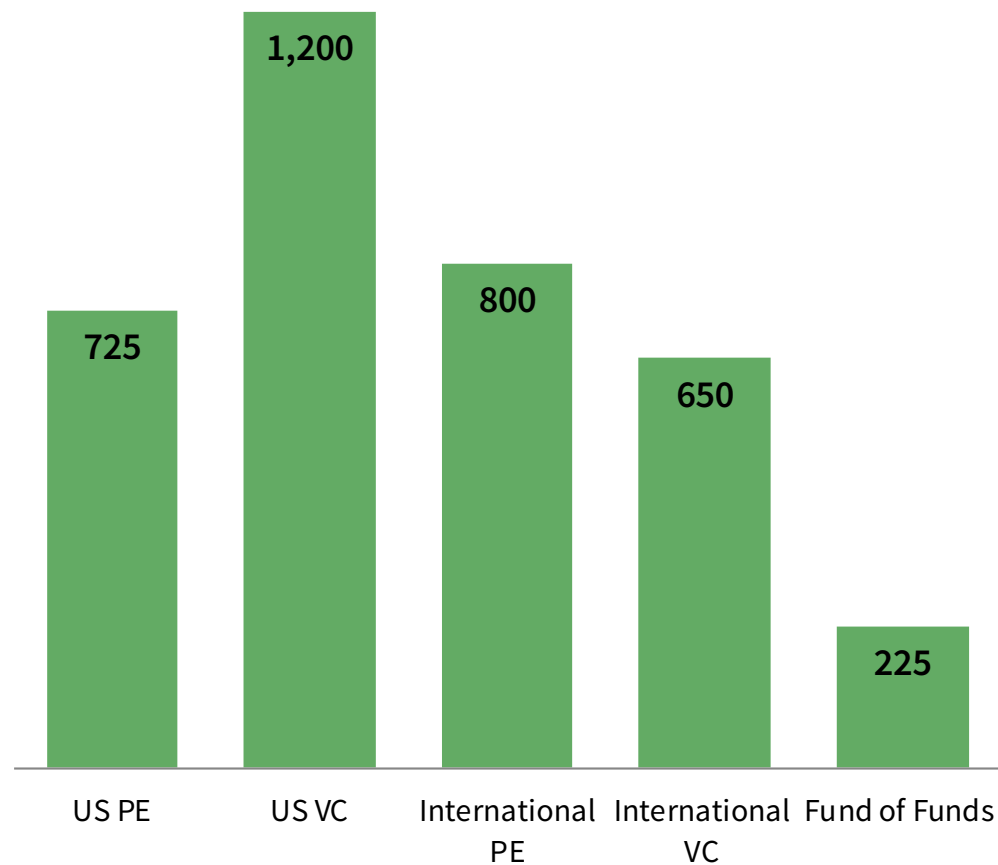
Return enhancement	■ Asset selection can amplify return potential ■ All things being equal, co-investing should prevent both fee and J-curve drag
Fee reduction	■ Lower the overall cost of access to the asset class
Greater control	■ Control when and where you invest ■ Depending on approach, co-investing leads to increased involvement
Portfolio construction	■ Add exposure where you want, emphasize areas important to your program or mission ■ Allows to systematically reduce or off-set risk with a systematic tracking approach
Tactical benefits	■ Build stronger relationships with managers ■ Accumulate greater information about investments ■ Increase your team's investment experience and perspective

Co-investment deal flow by economics



Co-investing offers the potential to improve returns via reduced cost of access

GROSS TO NET IRR SPREAD (BPS)



- Potential to re-capture up to 0.2x in multiple on invested capital and hundreds of basis points of return.
- Due to the variables in the internal rate of return (IRR) calculation, including the timing of cash flows the impact of management fees, the average return spread between gross fund IRRs and net fund IRRs is approximately 7%, but ranges from 2% to 25%.

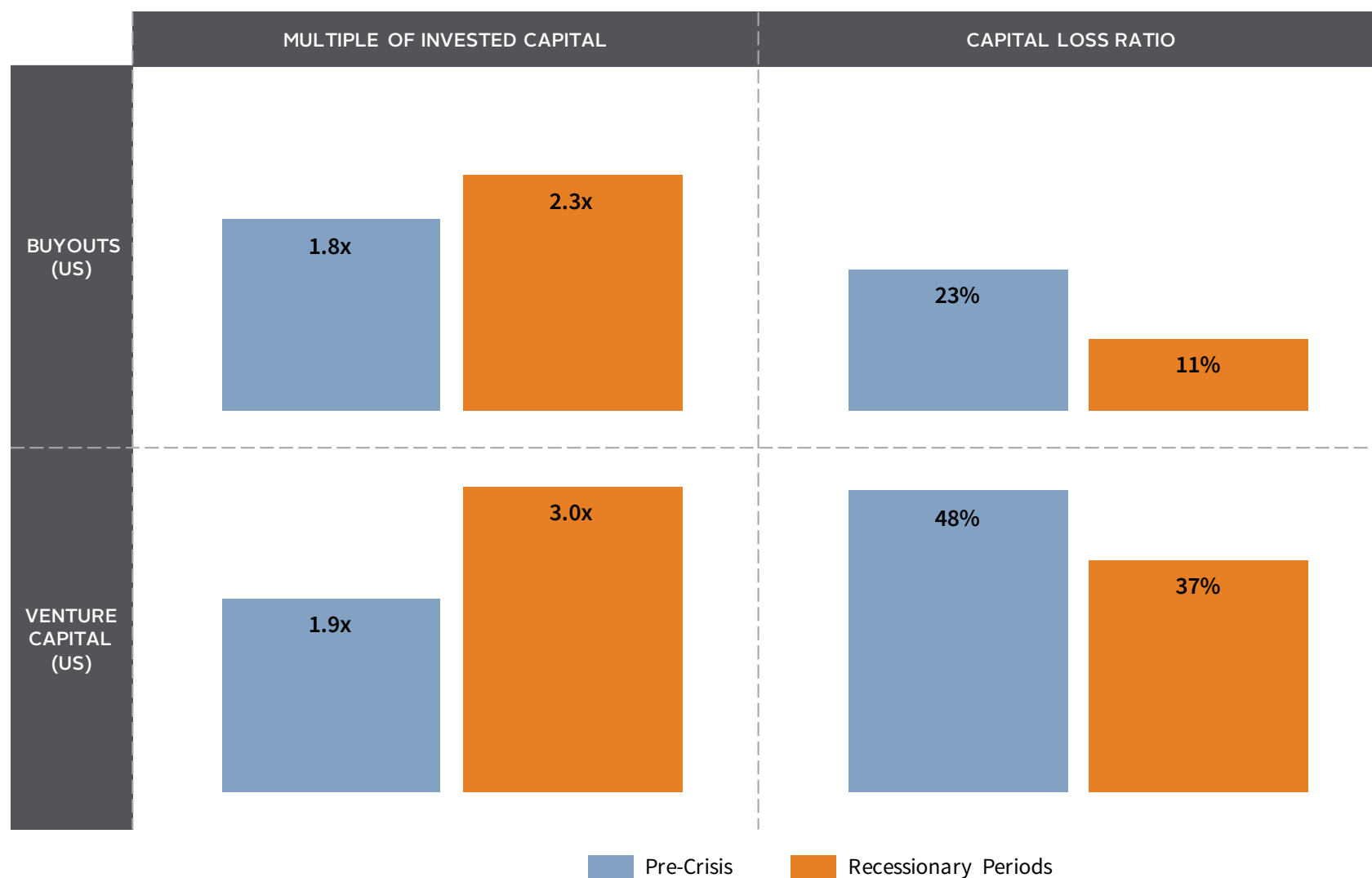
Contents

- 1 INTRODUCTION
- 2 BENEFITS OF CO-INVESTING - “THE WHY”
- 3 THE RIGHT TIME TO START - “THE WHEN”
- 4 IS IT RELEVANT TO ME? - “THE WHO”
- 5 GETTING IT RIGHT – “THE HOW”

Build toward your target exposure over time

	
Start gradually	■ Set expectations for a slow start ■ As a fund gradually becomes fully invested over a 3-5 year period, perhaps so should a co-investment program ■ Co-investment processes need to be established, tested, and refined ■ Determine if you want to begin with co-investments/ownership stakes which are smaller than your long-term goals
Maintain pacing flexibility	■ Market conditions may delay or accelerate attractive opportunities
Gradual implementation requires patience	■ Early portfolio performance will be more volatile until sufficient diversification is achieved

Keep in mind: Recession-era investments have performed well

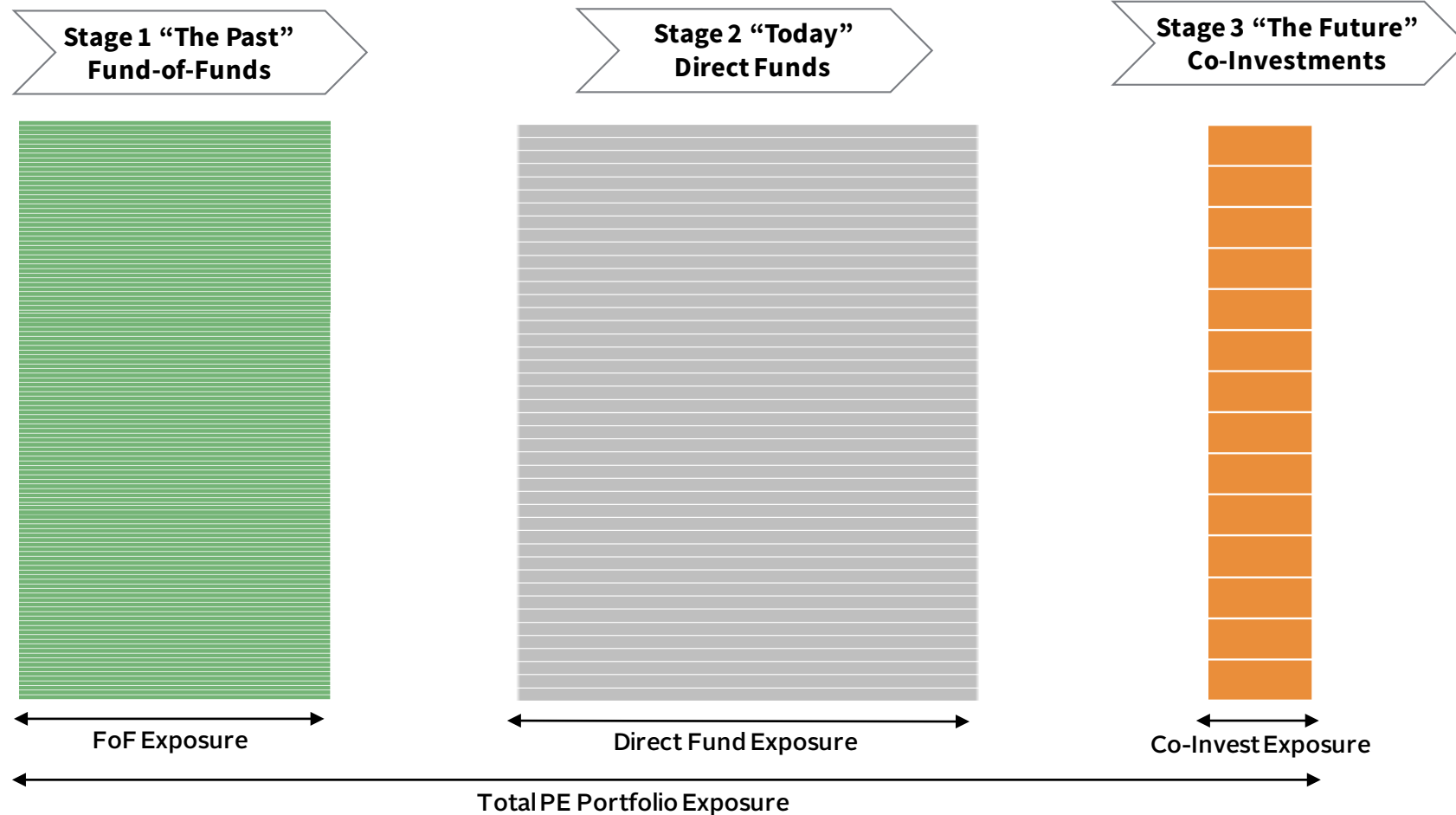


Contents

- 1 INTRODUCTION
- 2 BENEFITS OF CO-INVESTING - “THE WHY”
- 3 THE RIGHT TIME TO START - “THE WHEN”
- 4 IS IT RELEVANT TO ME? - “THE WHO”
- 5 GETTING IT RIGHT – “THE HOW”

Most investors have developed their private investment programs over time

CLIENT EXPOSURE ACROSS A SAMPLE PRIVATE EQUITY PORTFOLIO



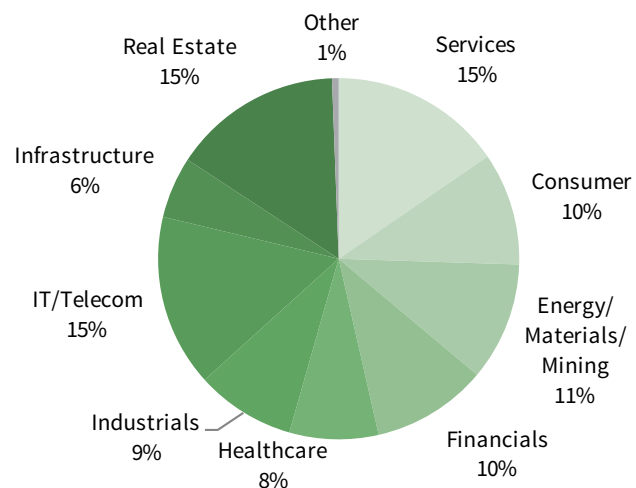
- These portfolios typically less tailored to individual clients needs
- Often over diversified, especially when committing to several FoFs
- End up “buying the market”

- Typically better alignment with client’s objectives
- Constructed to provide meaningful, but no over-, diversification
- Sometimes still shortcomings in terms of meeting target allocations

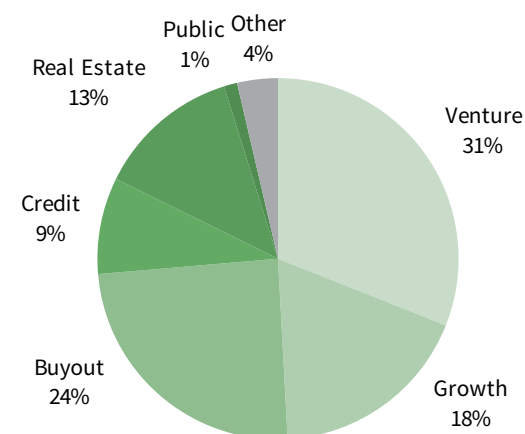
- Increased expertise and experience of investors
- Helps to round out and fill gaps in exposure
- Double down on strong GP relationships

Cambridge Associates' co-investment deal flow composition since inception

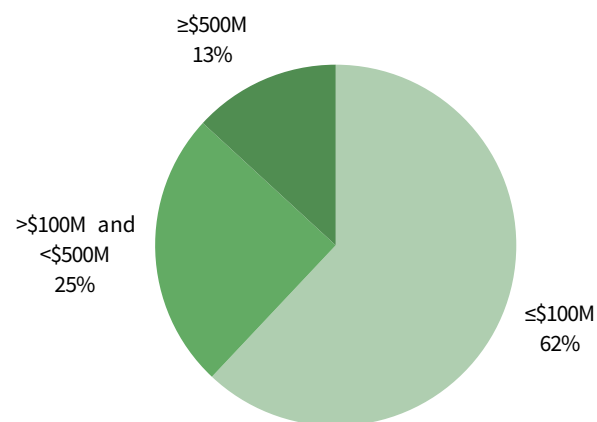
DEAL FLOW BY SECTOR



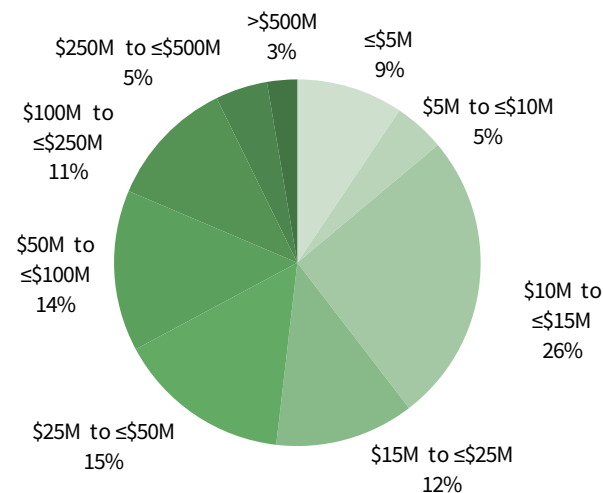
DEAL FLOW BY STRATEGY



DEAL FLOW BY REVENUE



DEAL FLOW BY AVAILABLE CO-INVESTMENT SIZE^[1]



Contents

- 1 INTRODUCTION
- 2 BENEFITS OF CO-INVESTING - “THE WHY”
- 3 THE RIGHT TIME TO START - “THE WHEN”
- 4 IS IT RELEVANT TO ME? - “THE WHO”
- 5 GETTING IT RIGHT - “THE HOW”

Finding the right co-investment approach

Define your objectives

- What is the right size for an allocation to co-investments?
- Are there additional objectives besides return? Do you need to meet AnIV or PFAV targets?
- Are risk targets other portfolio objectives equally important?

What's your experience

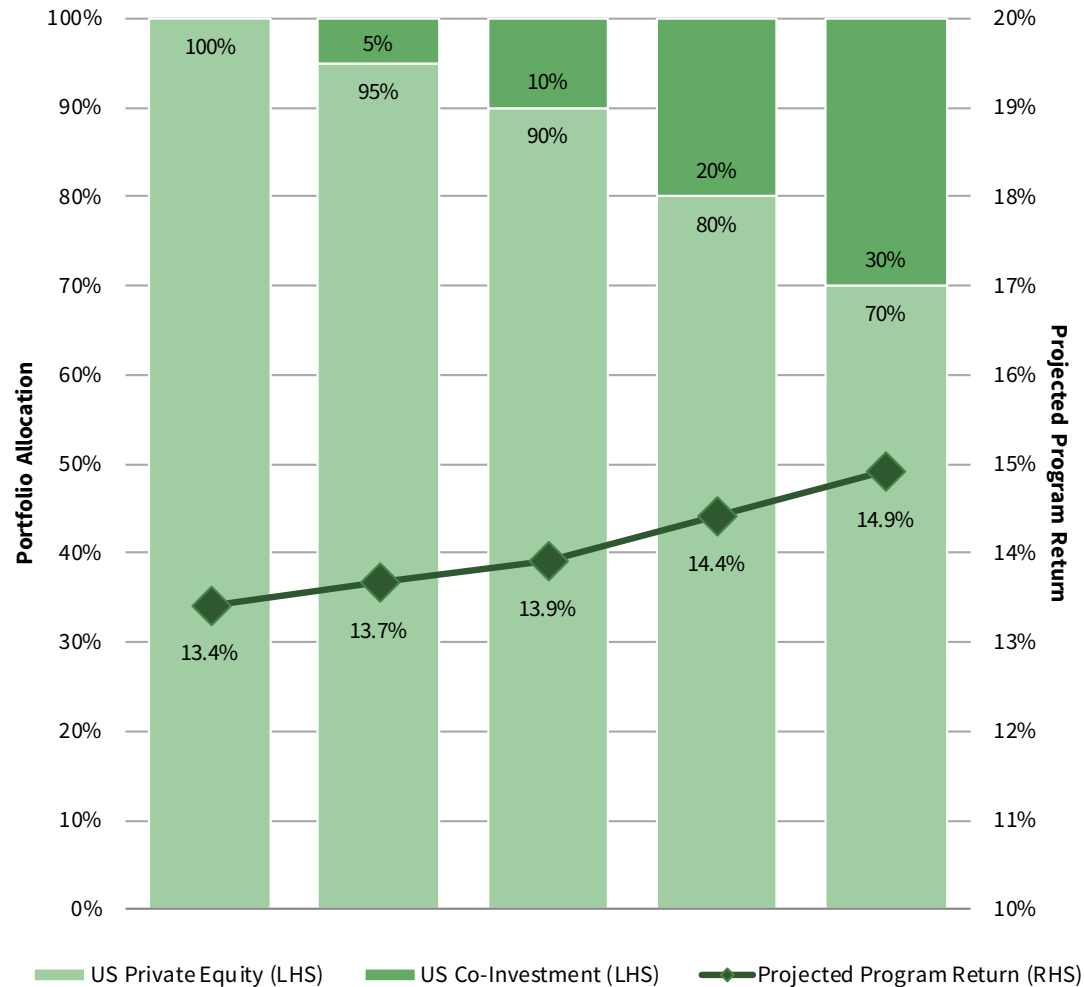
- To what degree do you have direct investment experience inhouse?
- Think about Partnering with external resources that bring relevant direct experience to the table
- Work with someone who has the experience to design a co-investment process that works for you and the condensed timeline of co-investments
- Be comfortable saying no even after due diligence has been completed

What's your capacity

- If you want to maintain final decision-making, assure that you can meet short time-lines and have an external partner that knows to design decision documents around your needs
- Search for the “right level of outsourcing”: There is whole range from providing deal flow only to turnkey solutions out there
- If you want to learn and insource, search for a transparent partner that is willing to educate you over time

Determining a co-investment allocation

PRIVATE EQUITY PORTFOLIO RETURNS
WITH CO-INVESTMENT ALLOCATION



- Allocate enough for your program to benefit from the fee/return potential of co-investment
- To start, consider allocating at least one fund commitment slot to co-investment
- Even a 5% allocation can have a positive impact

Cambridge Associates Co-investment process

Selection Stage 1:

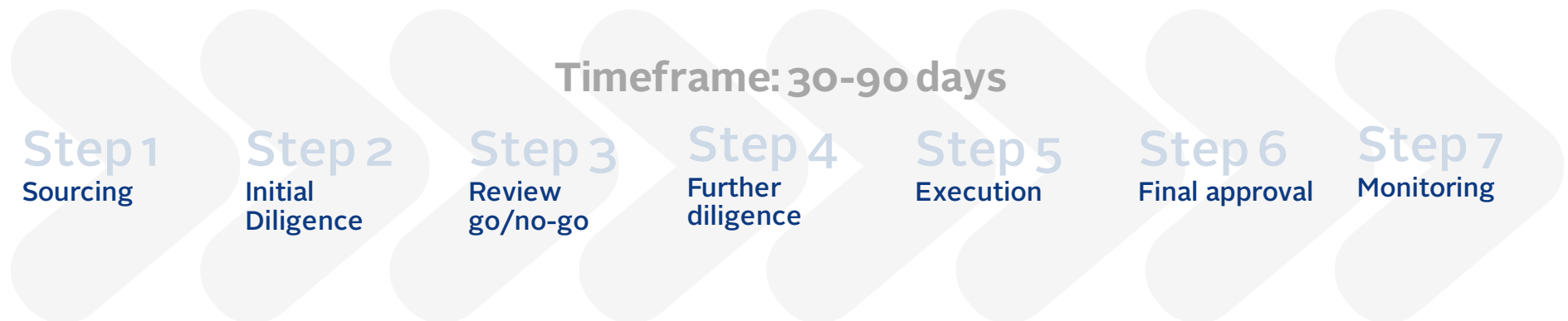
Deal flow Pre-Selection

Three CA quality filter dimensions

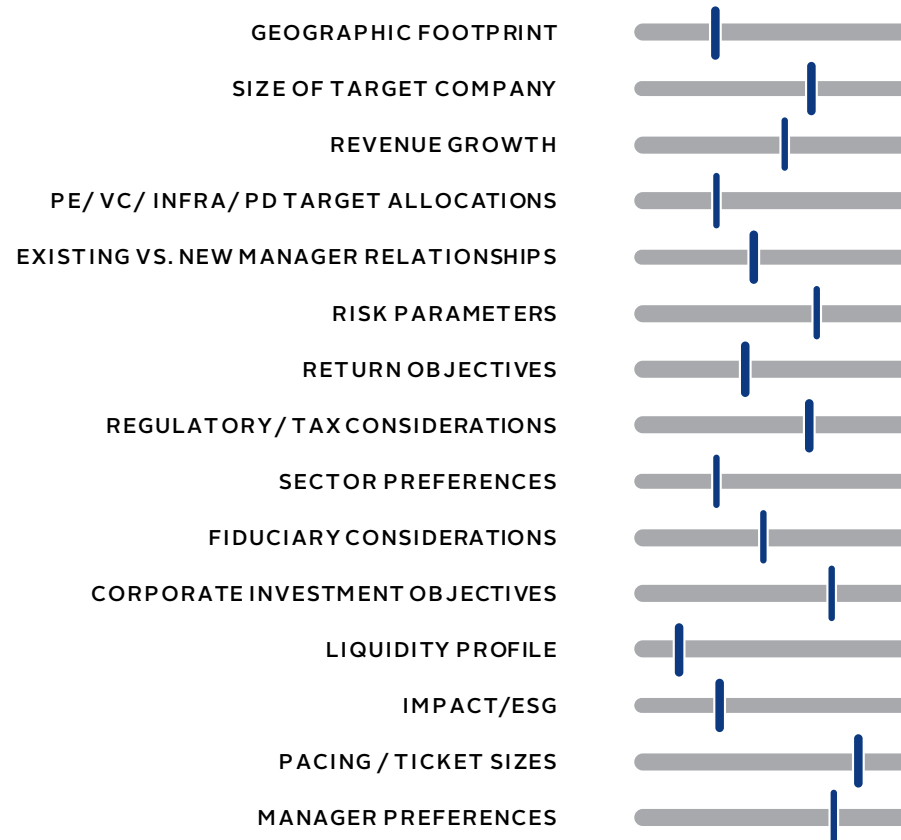
Selection Stage 2:

Tailored Selection

Client-specific filter criteria



Tailoring the Co-Investments to meet individual clients' total portfolio objectives



40 years of
experience
in building
customized
portfolios



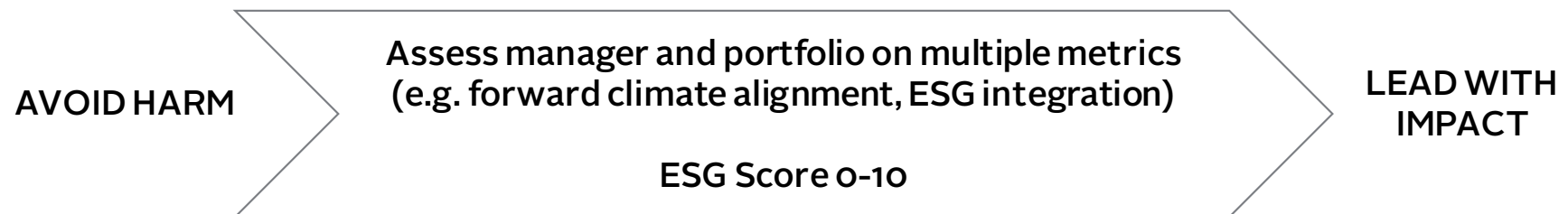
Meeting and
enhancing
portfolio
objectives

Example: ESG Co-Investment Alignment Spectrum for a UK Pension Client

SCORING FOR ESG CO-INVESTMENT ALIGNMENT

Weak ESG <u>AND</u> no fit with client goals	Weak ESG SCORE 0-2	Reasonable ESG SCORE 2-3.5	Strong ESG SCORE 3.5-5	Strong ESG <u>AND</u> Impact
Weak ESG AND Material risk that strategy will invest in clear breaches of policy or pose material reputational risks (e.g. Fossil Fuels)	ESG integration, climate alignment and stewardship are not a material part of process or firm ethos.	Solid integration of ESG as part of the investment approach	Proactive and material ESG integration; clear climate alignment with low carbon future; Strong and engaged stewards of capital. Very well aligned with client objectives	Strong ESG <u>PLUS</u> Investments materially delivering on 7 impact outcomes: • Climate change (reduce CO₂ or energy use); • Water (reduce use or improve quality); • Resource efficiency (reduce landfill, increase recycling, reduce single-use plastics)

ASSESSMENT METHODOLOGY

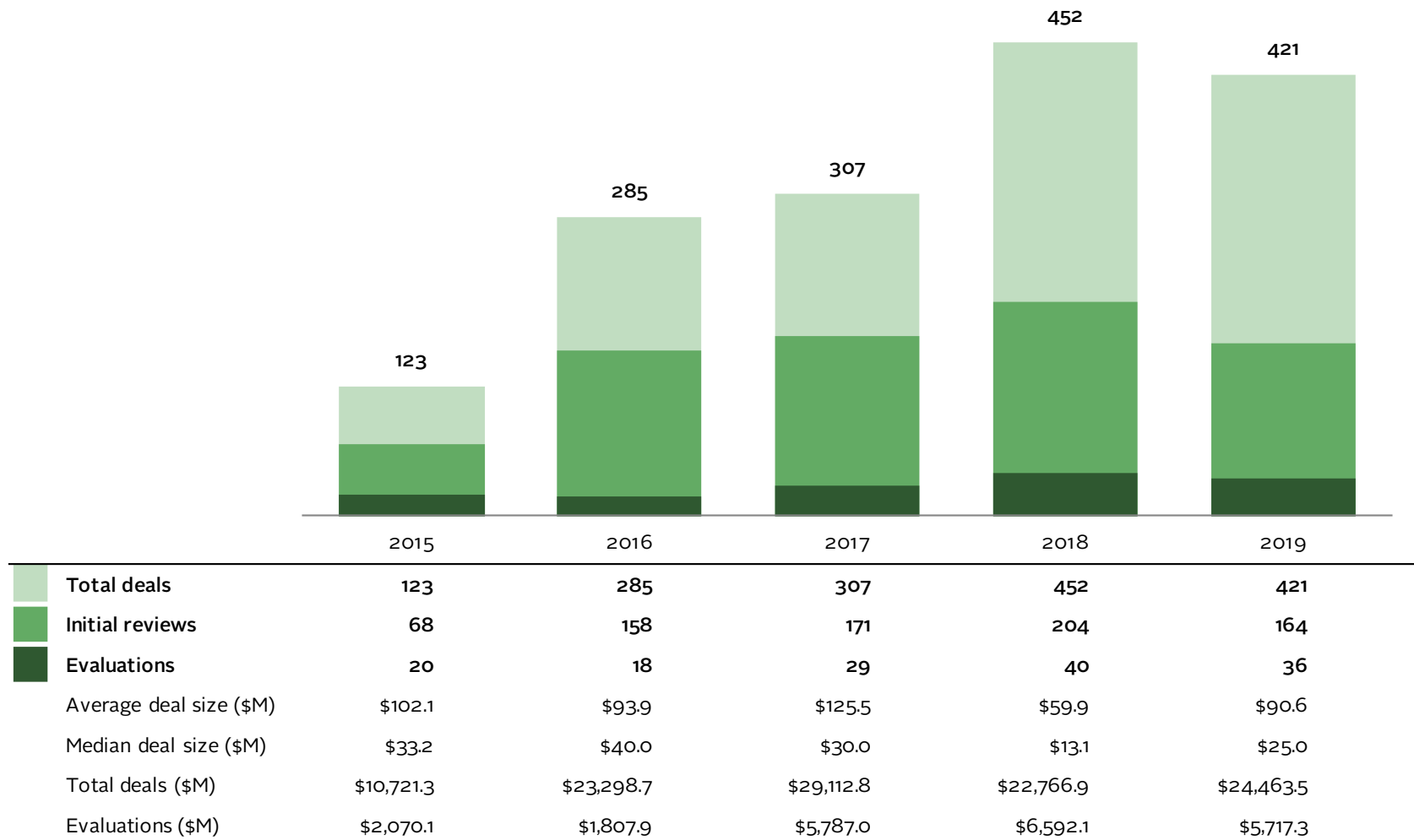


ESG IN CO-INVESTMENT SELECTION AND MONITORING

Un-investable for this client	Potentially Investable	Investable for this client
-------------------------------	------------------------	----------------------------

Cambridge Associates' Co-Investments: \$110B+ in aggregate opportunities

SINCE INCEPTION PIPELINE



Conclusion

BENEFITS

- ✓ Potential for higher returns
- ✓ Lower fees
- ✓ J-Curve mitigation
- ✓ More flexibility, control in constructing portfolio
- ✓ More risk management

CHALLENGES

- ✗ Risk of adverse selection
- ✗ Significant resources and expertise required to evaluate
- ✗ Tight response times
- ✗ Takes time to get to critical mass
- ✗ Valuation and oversight requirements

PHILOSOPHY

- Develop a co-investment policy to ensure proper risk controls
- Leverage manager knowledge, market knowledge, and investment knowledge to amplify execution capabilities



Cambridge Associates GmbH is authorised and regulated by the Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht ('BaFin')
Identification Number: 155510. Registered office: Leopoldstraße 23, 80802 München, Deutschland.

Copyright © 2020 by Cambridge Associates LLC. All rights reserved.

This document may not be displayed, reproduced, distributed, transmitted, or used to create derivative works in any form, in whole or part, without written permission from Cambridge Associates ("CA"). This document does not represent investment advice or recommendations, nor does it constitute an offer to sell or a solicitation of an offer to buy any securities. Information in this document or on which the information is based may be based on publicly available data. CA considers such data reliable but does not represent it as accurate, complete, or independently verified, and it should not be relied on as such. Nothing contained in this document should be construed as the provision of tax, accounting, or legal advice. Past performance is not indicative of future performance. Broad-based securities indexes are unmanaged and are not subject to fees and expenses typically associated with managed accounts or investment funds. Investments cannot be made directly in an index. Any information provided in this document is as of the date of the document, and CA is under no obligation to update the information or communicate that any updates have been made. This document has been prepared solely for institutional, professional, or qualified investors. As such, it should not be relied on by any person who would qualify as a retail investor in any jurisdiction or by any person or entity in a jurisdiction where use of this document would be in violation of local law or regulation.



GOLDING

Mit Co-Investments nicht “k.o. gehen”

Warum bei Co-Investments das „Co“ an erster Stelle steht

Daniel Boege, Partner, Golding Capital Partners

04. November 2020

Überblick – Golding Capital Partners

Überblick

Gründungsjahr	2000
Position	Einer der führenden unabhängigen Anbieter von Alternativen Investments in Europa
Verwaltetes Vermögen	Mehr als € 9 Mrd.
Anlagestrategien	Buyout, Private Debt, Infrastruktur, Secondaries
Produkte und Dienstleistungen	Anlageprogramme, Managed Accounts
Investmenterfahrung	Investiert in über 300 Primaries, Secondaries und Co-Investments mit ca. 170 Managern weltweit
Investorenbasis	Über 200 institutionelle Investoren in Deutschland, Österreich, Luxemburg, Liechtenstein und Spanien
Mitarbeiter	Über 110 Mitarbeiter an fünf Standorten
Aufsichtsbehörden	BaFin ¹⁾ (Deutschland), CSSF ²⁾ (Luxemburg)

1) Aufsichtsbehörde der Golding Capital Partners GmbH, München

2) Aufsichtsbehörde der Golding Capital Partners (Luxembourg) S.à r.l., Luxemburg

Daniel Boege

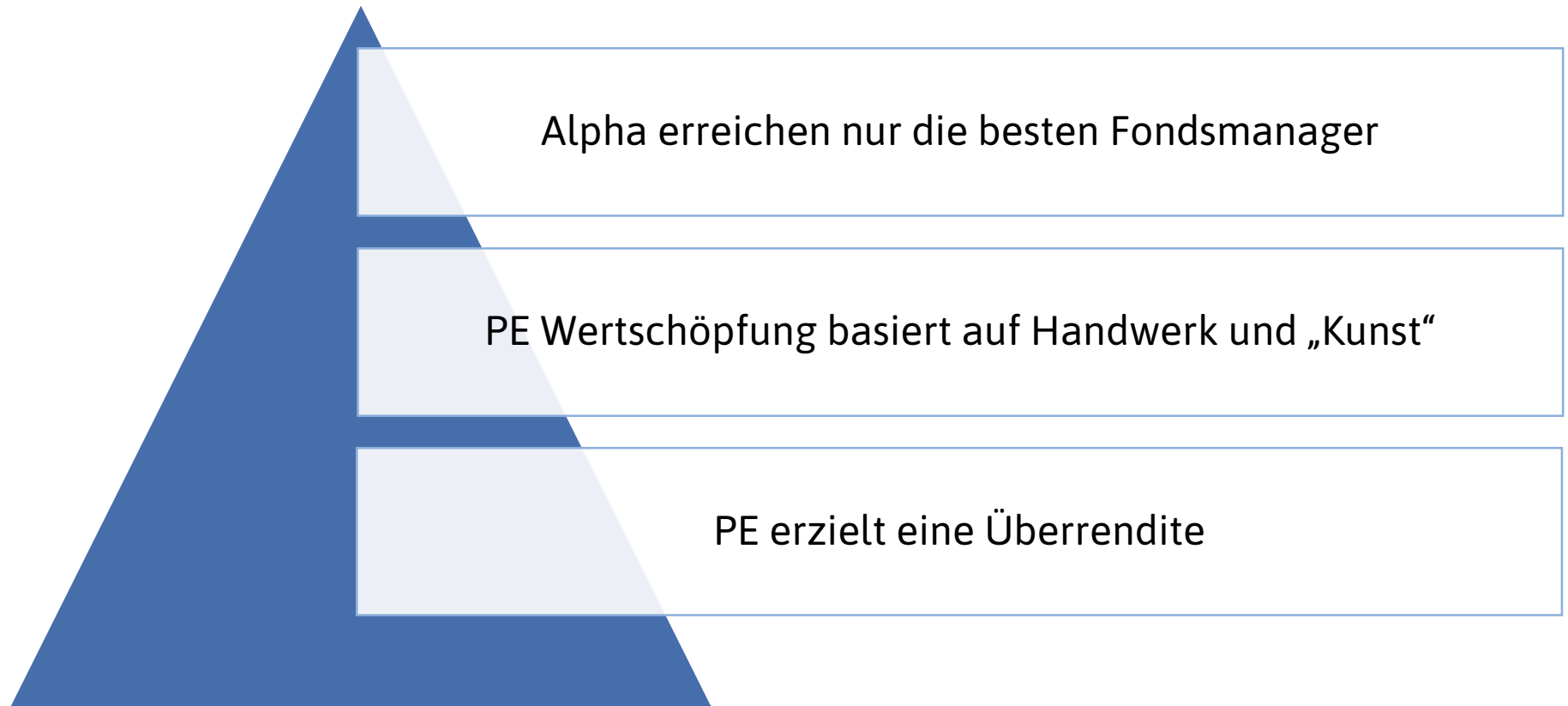


Partner, Head of Buyout

Einer der führenden unabhängigen Anbieter von Alternativen Investments in Europa

Private Equity ist eine hochattraktive Anlageklasse

Investmentphilosophie



Überrenditen werden nachhaltig nur von den besten Fondsmanagern erzielt

Ein „Investment“...

FC Bayern München Saison 2019 / 20



November 2019

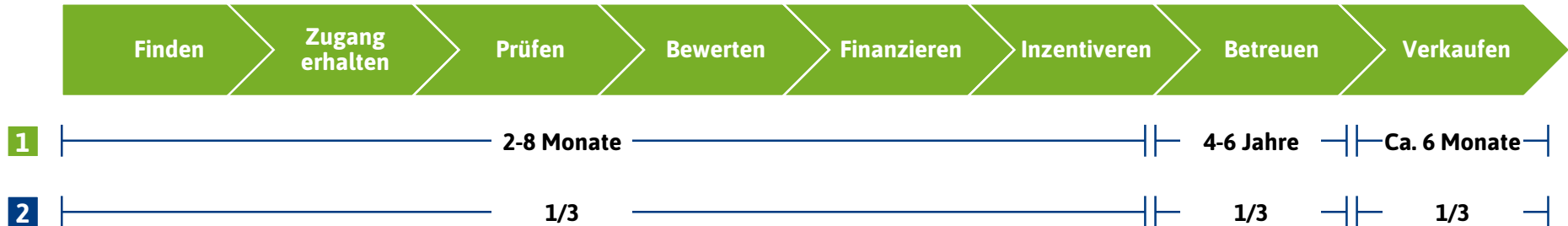


August 2020

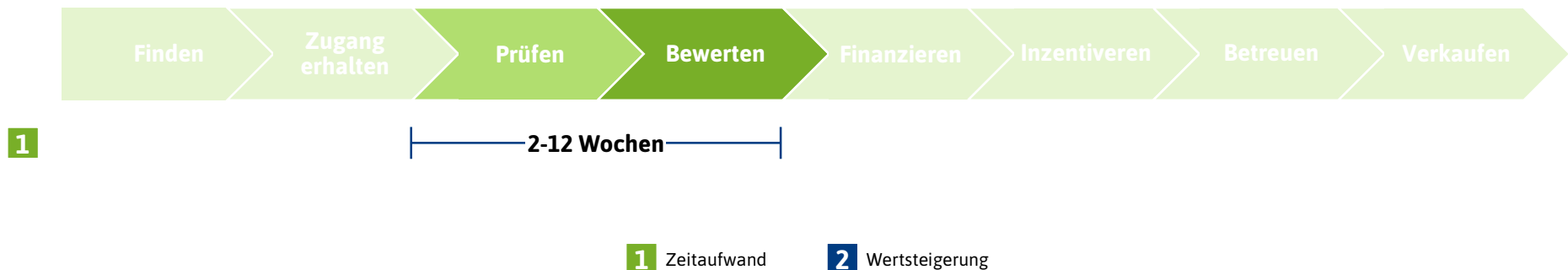
... unter zwei Managern

Typische Wertschöpfungskette einer PE-Transaktion

Typische Wertschöpfungskette einer PE-Transaktion – Fondsmanager



Typische Wertschöpfungskette einer PE Co-Investment-Transaktion



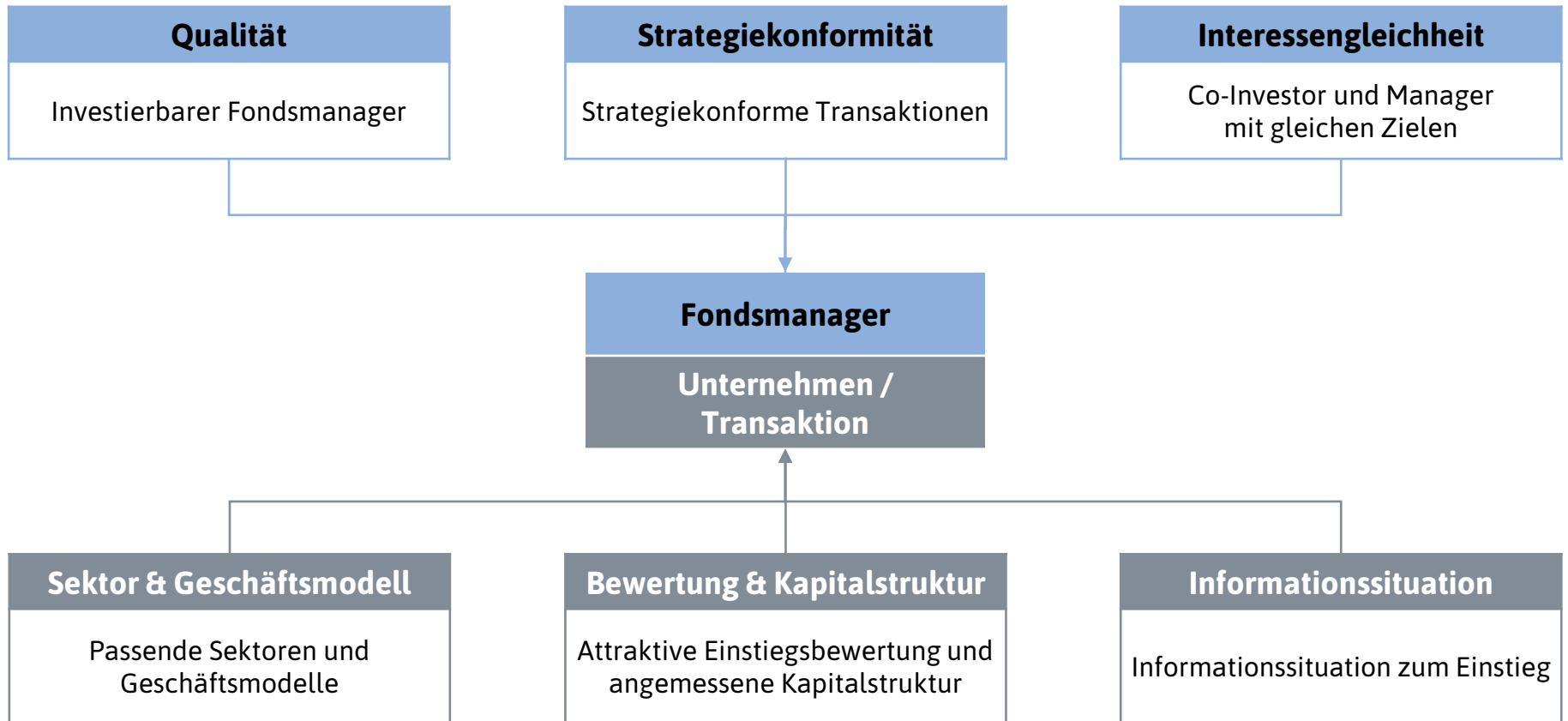
Fondsmanager in allen Teilen der Wertschöpfung involviert

Co-Investieren ist wie Autofahren...



...aber Sie befinden sich dabei auf dem Beifahrersitz!

Zwei Prüfungsebenen bei Co-Investments



Adäquate Beurteilung beider Ebenen unabdingbar für den Investorfolg

Kontakt

Golding Capital Partners



Golding Capital
Partners GmbH
Einsteinstraße 172
81677 München
Deutschland

Tel +49 89 419 997 0



Golding Capital
Partners (UK) Ltd.
17 Hanover Square
London W1S 1BN
Großbritannien

Tel +44 203 700 5213



Golding Capital
Partners
(Luxembourg) S.à r.l.,
6, avenue Marie-
Thérèse
2132 Luxemburg
Luxemburg

Tel +352 262734 810



Golding Capital
Partners (USA), Inc.
245 Park Avenue
New York, NY, 10167
USA

Tel +1 212 203 0130



Golding Capital
Partners GmbH
8F Pacific Century
Place
Marunouchi, 1-11-1
Marunouchi,
Chiyoda-ku
Tokio 100-6208,
Japan

Tel +81 3 6860 8562

info@goldingcapital.com • www.goldingcapital.com

The background of the slide features a black and white photograph of a grand classical building with a prominent portico supported by columns. In the foreground on the left, a large, detailed stone sculpture of a lion's head and mane is visible, looking towards the building. The sky is filled with dramatic, cloudy light.

SwanCap



November 2020 | Strictly Confidential

SwanCap Partners

Erfolgsfaktoren für nachhaltig erfolgreiche Co-Investment Strategien

Legal Disclaimer

Investor Presentation – not a replacement for legal documentation

This Investor Presentation (“Presentation”) is not a replacement for offering memoranda and partnership agreements (including the subscription agreements), which form the sole basis for the offering of, and any subscription to, SwanCap Funds, and which are provided to investors separately.

Non-binding nature, no liability

This Presentation exclusively addresses qualified investors within the meaning of the laws of the Grand Duchy of Luxembourg and professional investors which are each experienced with the asset class of private equity. The interested party is provided with this Presentation without any obligation on a non-binding basis. In particular, providing this Presentation to an interested party does not create an obligation of SwanCap Investment Management S.A. or SwanCap Partners GmbH to provide further information or advice. The information contained herein is based on information derived from trustworthy sources. However, it has only been reviewed with respect to plausibility, not with respect to accuracy or completeness. Neither SwanCap Investment Management S.A. nor SwanCap Partners GmbH assume any liability for the content of this Presentation.

The information contained in this Presentation does not satisfy the statutory requirements regarding neutrality of financial analyses, is not subject to the prohibition of trading prior to the publication of financial analyses and may be amended at anytime.

Past results and confidentiality

Past performance is not a reliable indicator for future performance.

The content of this Presentation is confidential and only intended for the recipient. Disclosing this information to third parties requires the prior consent of SwanCap Investment Management S.A. or SwanCap Partners GmbH.

There is no obligation to update this Presentation.

Contacts



Dr. Florian Kreitmeier

Managing Partner & Co-CEO

SwanCap Partners

Montgelasstr. 14

81679 München

Tel: +49 89 809 1316-11

Florian.Kreitmeier@swancap.eu

Please feel free to reach out to us in case of questions via ir@swancap.eu

SwanCap Partners

Montgelasstr. 14
81679 Munich
Germany

1140 Avenue of the
Americas, New York
NY 10036 USA

5, rue Heienhaff
L-1736 Senningerberg
Luxembourg

Via Sasseti 32
20124 Milan
Italy

SwanCap Overview: Independent Private Equity Investment Boutique with two decades of experience

SWANCAP PLATFORM

Selective investment approach
with focus on
capital preservation

Private Equity specialist
with top-quartile performance

Primary Fund investments
+ Co-investments
+ Secondary transactions

25+ Private Equity Professionals

New York, USA

Luxembourg
AIFM

Munich, DE

Milan, IT

4 offices in Europe and North America

Long-term institutional
investor base

20-year experience
in Europe and North America¹

Preferred access to
attractive investment
opportunities

SwanCap's Co-investment Track Record: Co-investments as a key element of our investment strategy

SWANCAP PLATFORM

Co-investments

95+

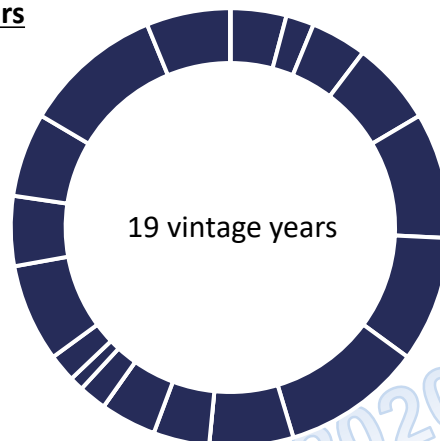
GP-partner

50

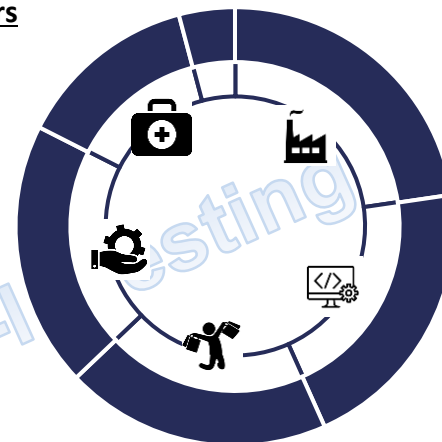
Commitments, in € bn

1.2+

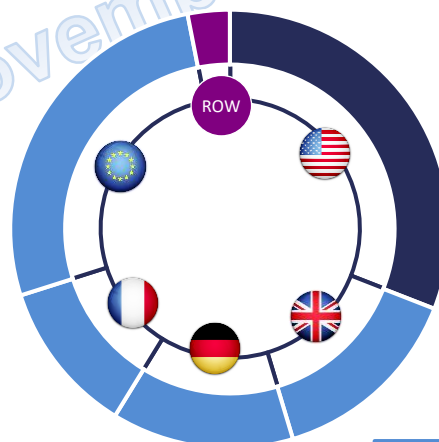
Vintage years



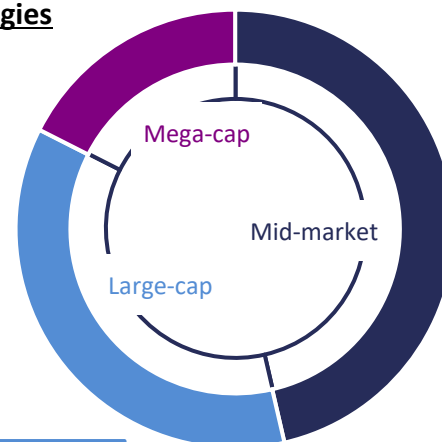
Sectors



Regions



Strategies



Portfolio valuation net:

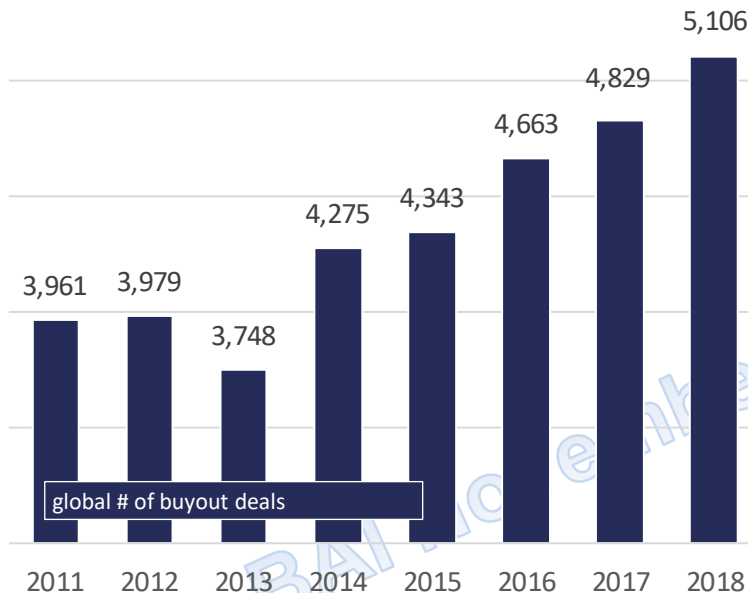
1.9x TVPI/20%

Co-investment opportunity set: Growing number co-investment opportunities based on healthy buyout markets and increasing LP “appetite”

Co-Investment Volume

Global buyout activity

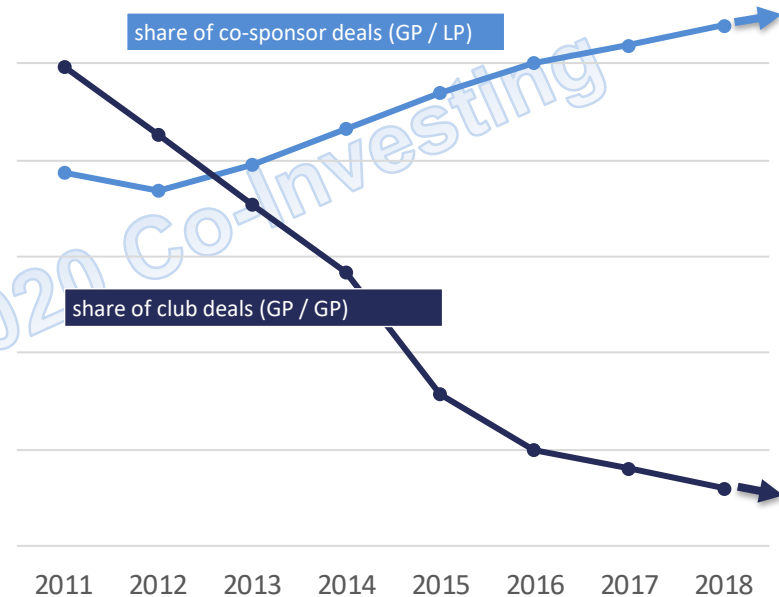
of deals



- Significant historic growth supported by gradual increasing dry powder / fundraising
- Current level of dry powder indicates ongoing growth

Share of club deals and co-sponsor deals

% based on # buyout transactions



- Desire by GPs to avoid club deals with competitors
- GPs avoid over-concentration in single deals
- Professional LP co-investors replace other GPs as partner

Co-investment market (cont'd): Promising outlook of future co-investment flow given perceived advantages by lead GPs

Co-Investment Volume

GP benefits for co-investment partnerships

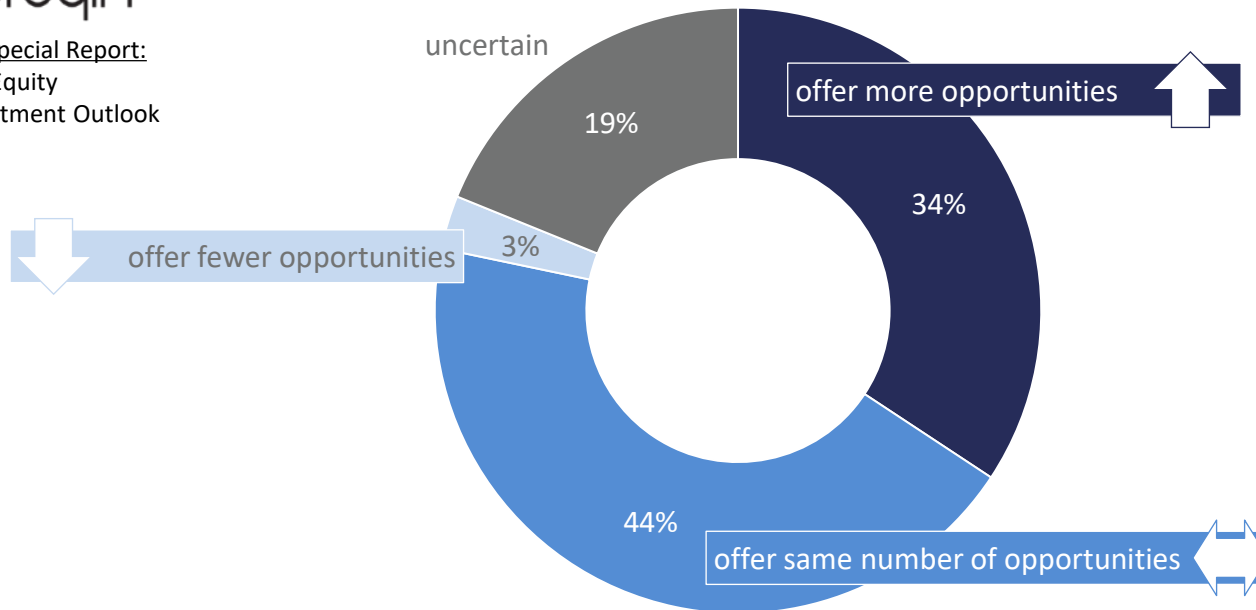
- **Relationship building**: GP enhances relationships
- Fire power: **Increase in equity tickets**
- Active **portfolio management** to avoid over-concentration
- Insights: Additional **deal or transaction insights**

GP requirements for co-investment partnerships

- **Flexible capital** in terms of ticket size and structures
- Reliable **source for follow-ons / buy-and-build strategies**
- **Speed of execution** and **predictable, transparent process**
- Like-minded investor **well known** for many years



Preqin Special Report:
Private Equity
Co-Investment Outlook

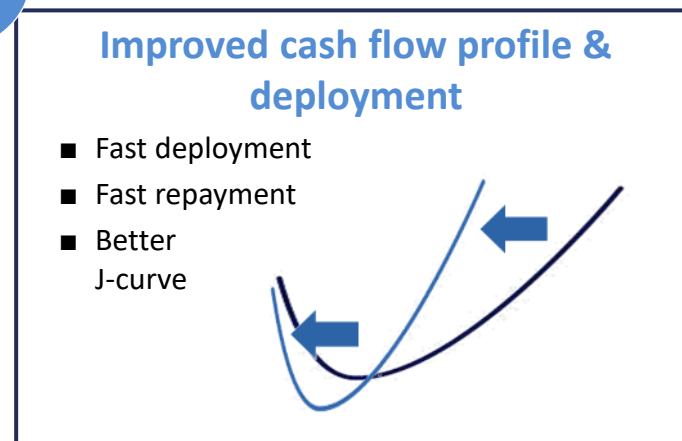
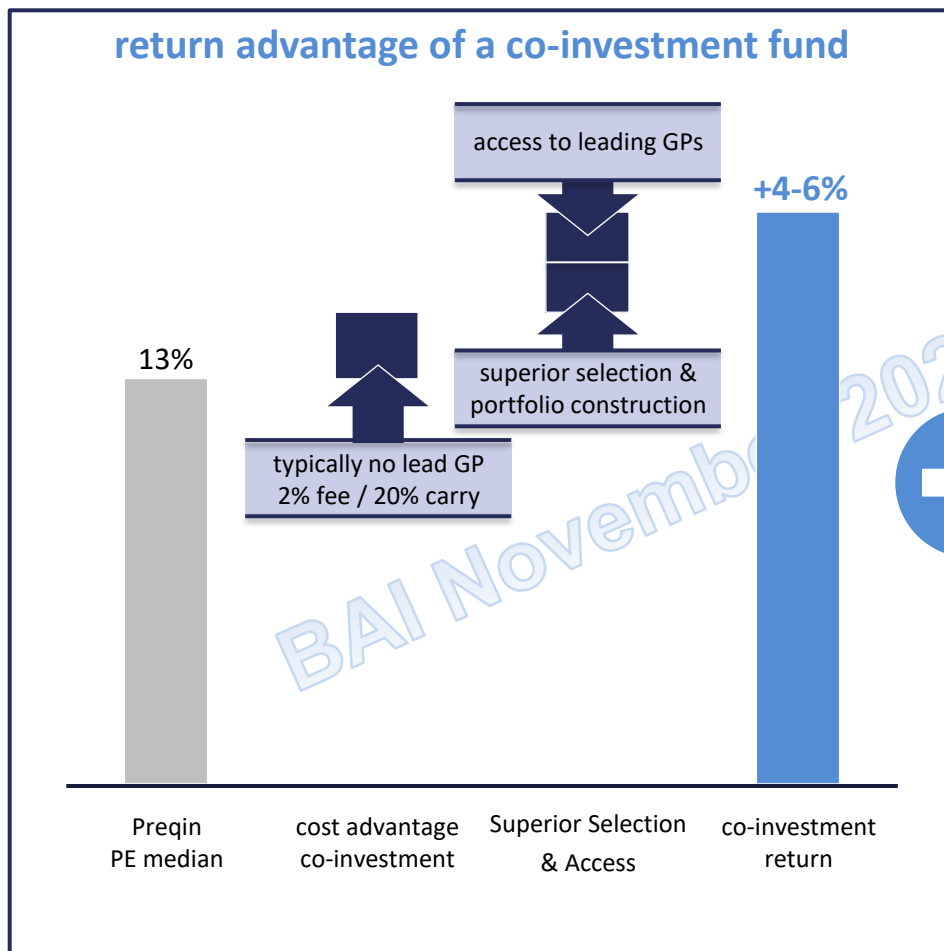


SwanCap Co-Investment Strategy/Program – Key Attractions:

Strong returns, balanced diversification and fast capital deployment

Co-Investment Attractions

Advantages of investing via a co-investment fund



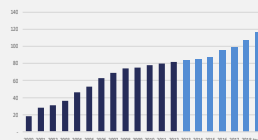
Ingredients for SwanCap's successful co-investment program: **Access, selection and portfolio construction** as prerequisites for a value-enhancing co-investment program

Co-Investment Strategy

Key success factors

A Access

- **Opportunity Set** - access to a sufficient deal flow
- **High quality** opportunities
- **Different kind** of investment opportunities - diversified by GP, Size, Strategy, Geography, Sector, etc.



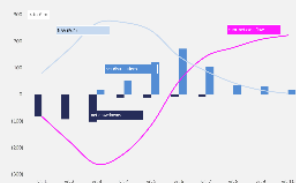
B Selection

- Considerable variation in co-investment returns requires DD
 - **Resources** and expertise necessary
 - **Skill-set** and capabilities, resources
- ⇒ Select and identify best deals



C Portfolio construction

- Optimal **portfolio diversification** across sponsors, industries, regions, vintages, strategies, sizes
- Attractive capital deployment and improved J-curve



Access to large universe of high quality deal opportunities to avoid "adverse selection"



investments

Selection: No adverse selection for co-investments offered to LPs

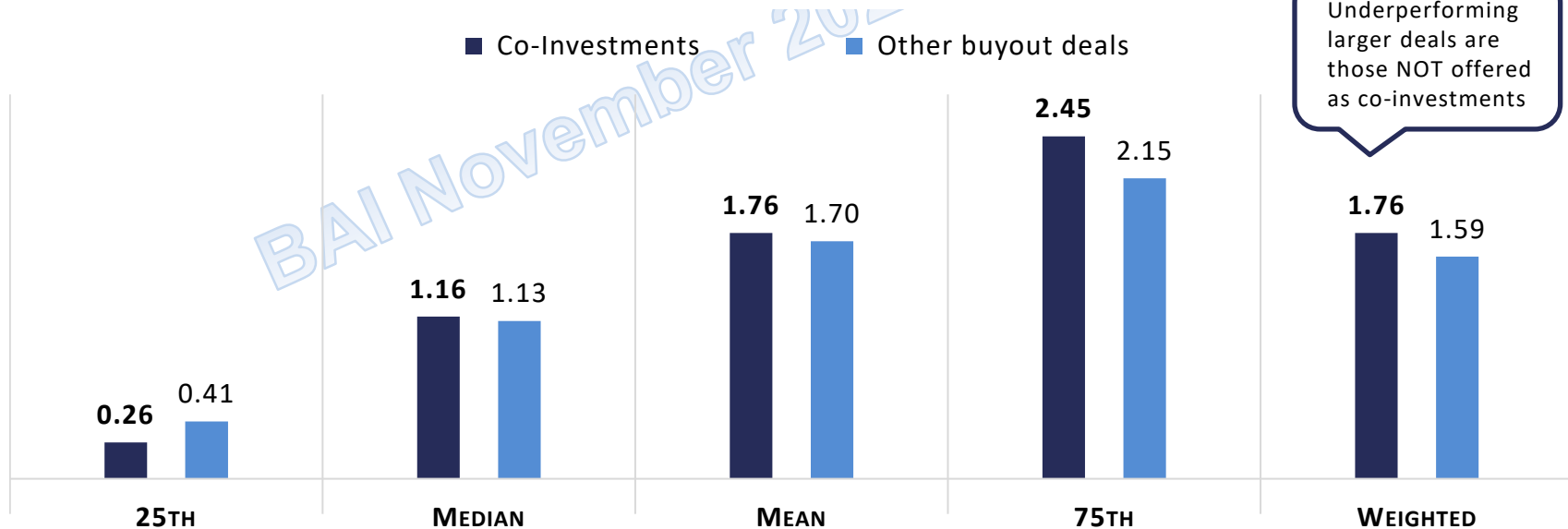
■ Research by Munich TU / Oxford on Co-Investments

- **No adverse selection:** overall returns slightly above vs. buyout deals not offered to LPs
- **Performance and distribution of gross returns similar also within a given fund**
- **Net LP returns much higher due to no / lower fees**

■ SwanCap's experience

- **Lead GP usually commits its highest possible/optimal amount** to the deal -> hence is convinced
- **Lead GP do not risk relationship / future fundraising** by showing less attractive deals to LPs
- **Low quality Co-I** offered by weak GPs as **fundraising inducement** can be recognised

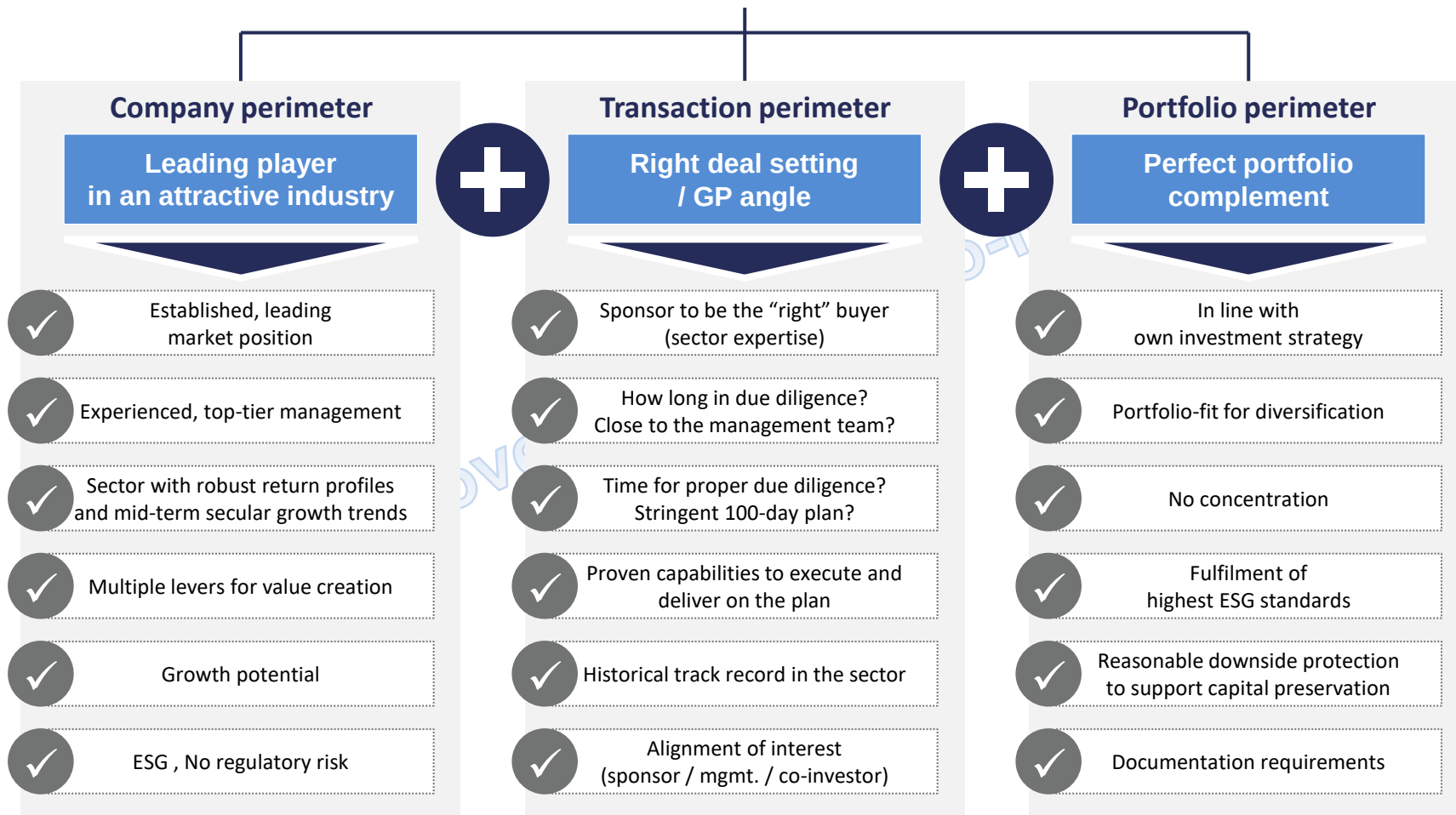
Gross KS PME – Co-invest vs. other buyout deals



Highly Selective Investment Approach: Deal Selection Criteria – 3 important perimeters for own and independent due diligence

Co-Investment Strategy

Due Diligence Perspectives



Invest under time pressure

No time or opportunity to conduct our own, independent due diligence in an adequate manner

“Wrong” sponsor for the “right” company

e.g missing sector expertise, no sponsor USP, broad auction without management access

Limited “insights” / Asymmetric information

Limited insights into the rationale of a transaction and missing understanding of the business model

Misalignment of interest between sponsor and co-investor

Company valuation not supported by business fundamentals

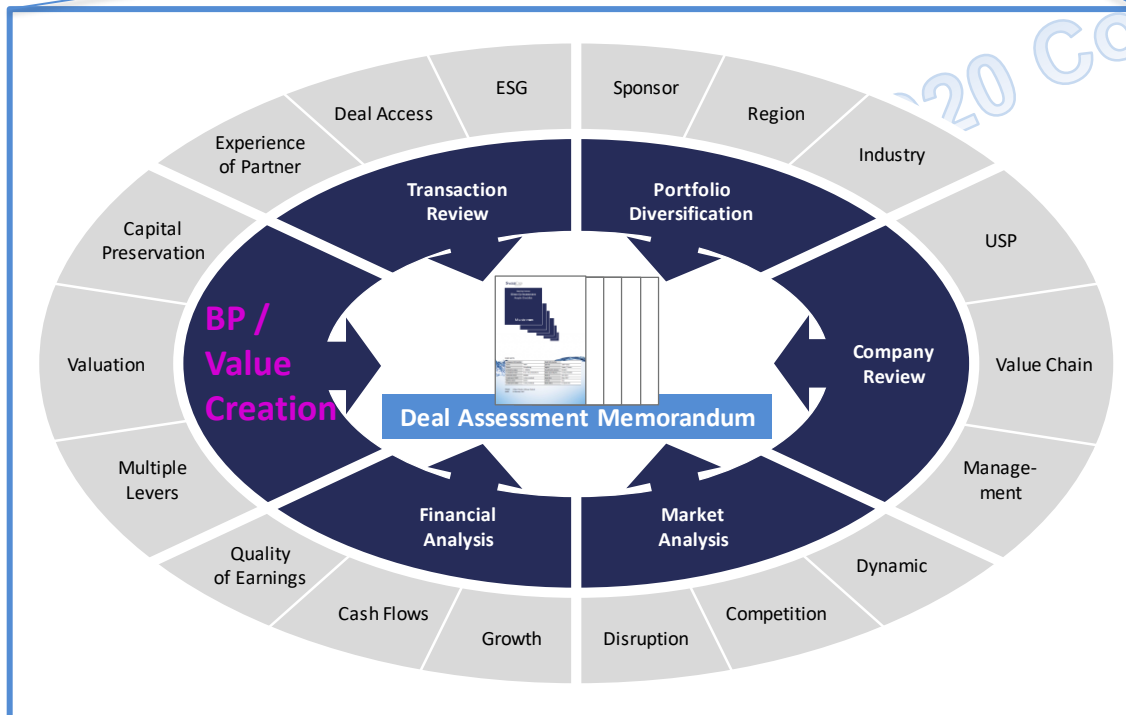
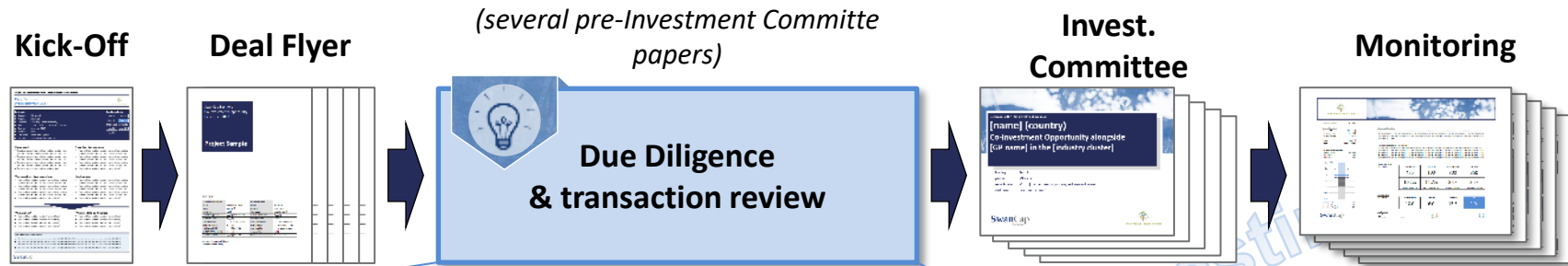
Avoid maxed-out company valuations as a result of broad auctions and heavy competition

“Passively follow the GP”

Avoid too strong dependence and reliance on sponsor investment case which might focus on different priorities

Case Study: Due Diligence components during selection process

Co-Investment Strategy

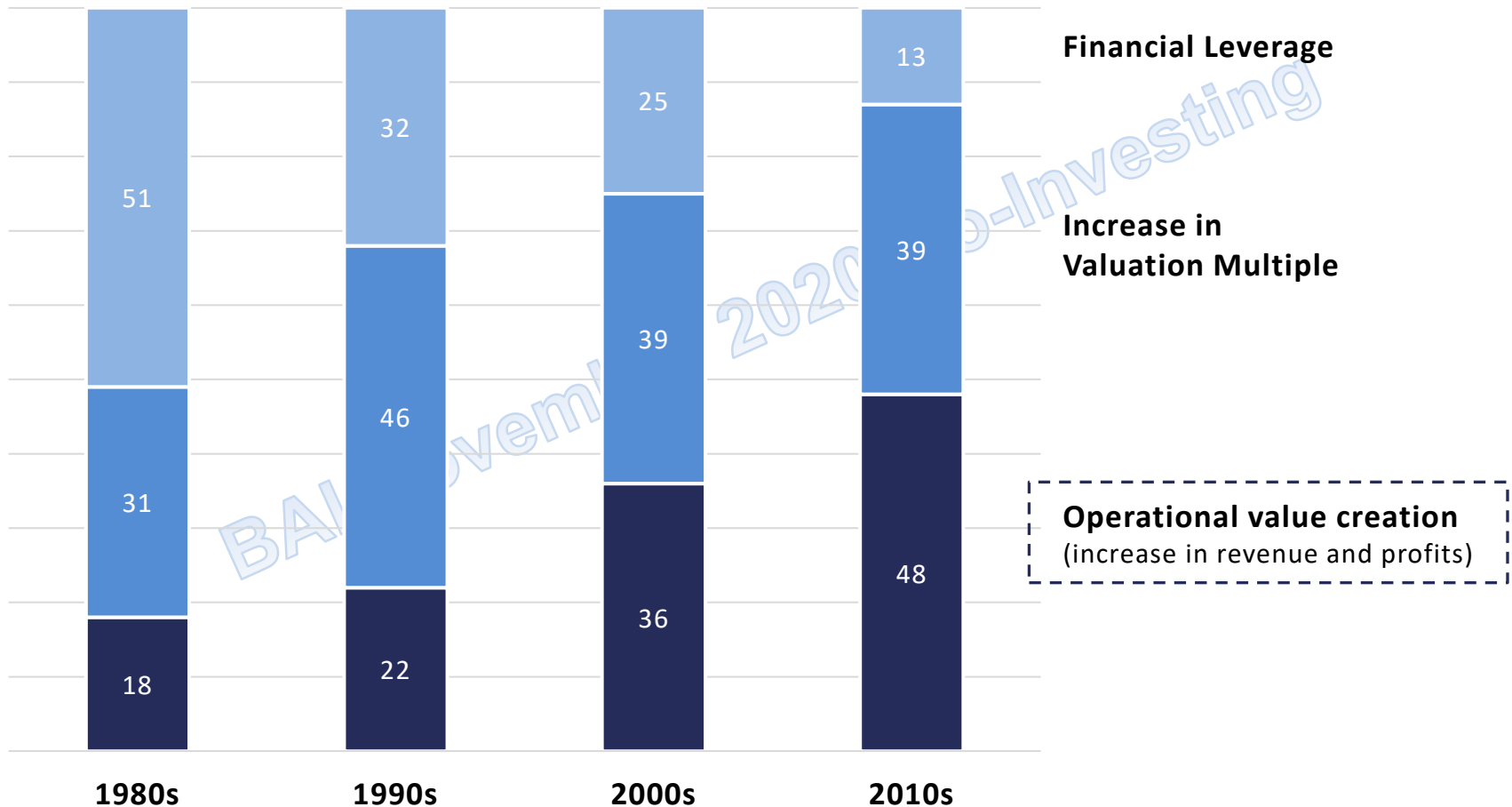


- Independent Modeling
- Independent analysis
- Own 3rd party due diligence
- Own expert interviews
- Management Calls
- Benchmarkings

Case Study: Focus on equity value creation – BCG found operational value creation is increasingly the biggest driver for PE returns

Co-Investment Strategy

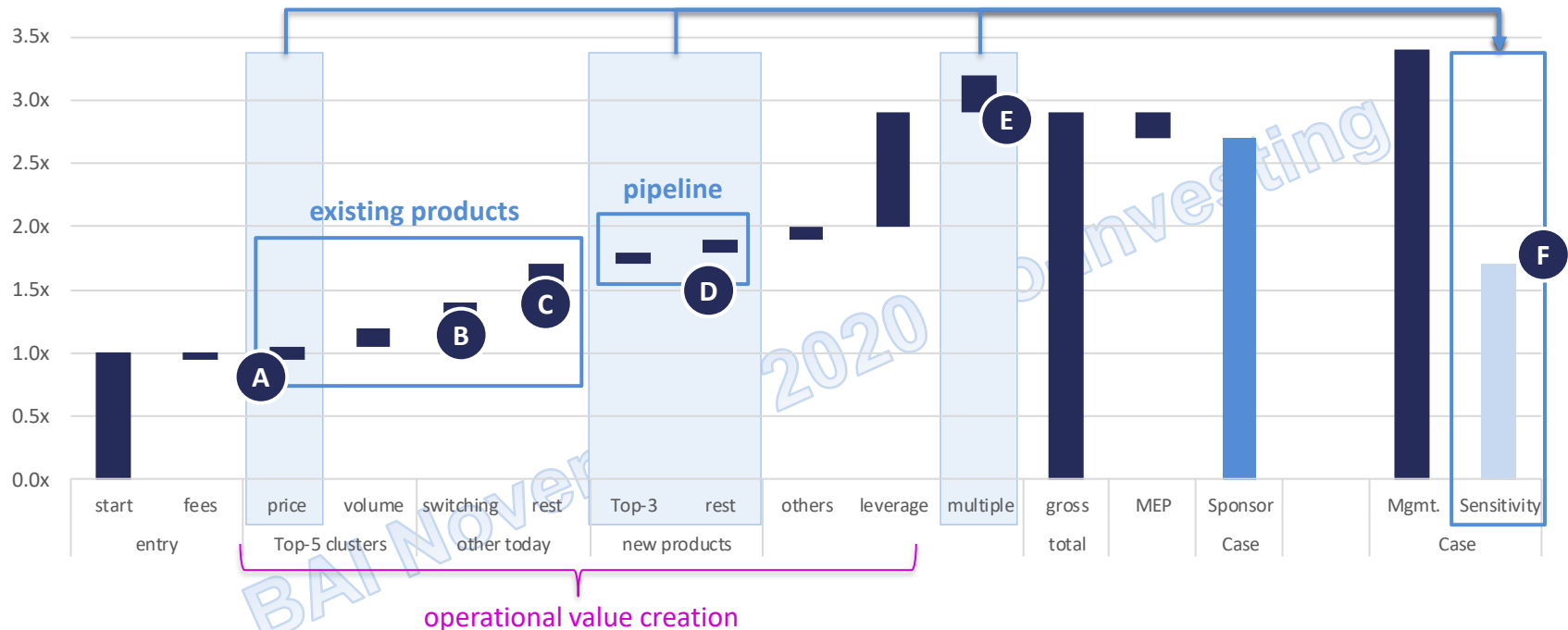
Contribution to PE returns (%)



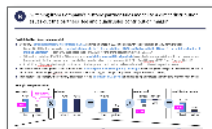
Case Study: Focus on equity value creation (cont'd) - Understanding the envisaged value build-up of the investment case

Co-Investment Strategy

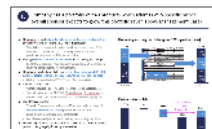
Sample equity value creation bridge



Pricing



Switching



Portfolio



Pipeline



Valuation



Sensitivity

Portfolio Construction: **Balanced diversification across a variety of dimensions is key**

– right-sizing the portfolio

Co-Investment Strategy

■ What size should a risk-return maximising Co-Investment portfolio be?

– The “skill argument” -> concentration

- “Top ideas” generate higher returns
- Over-diversification dilutes returns

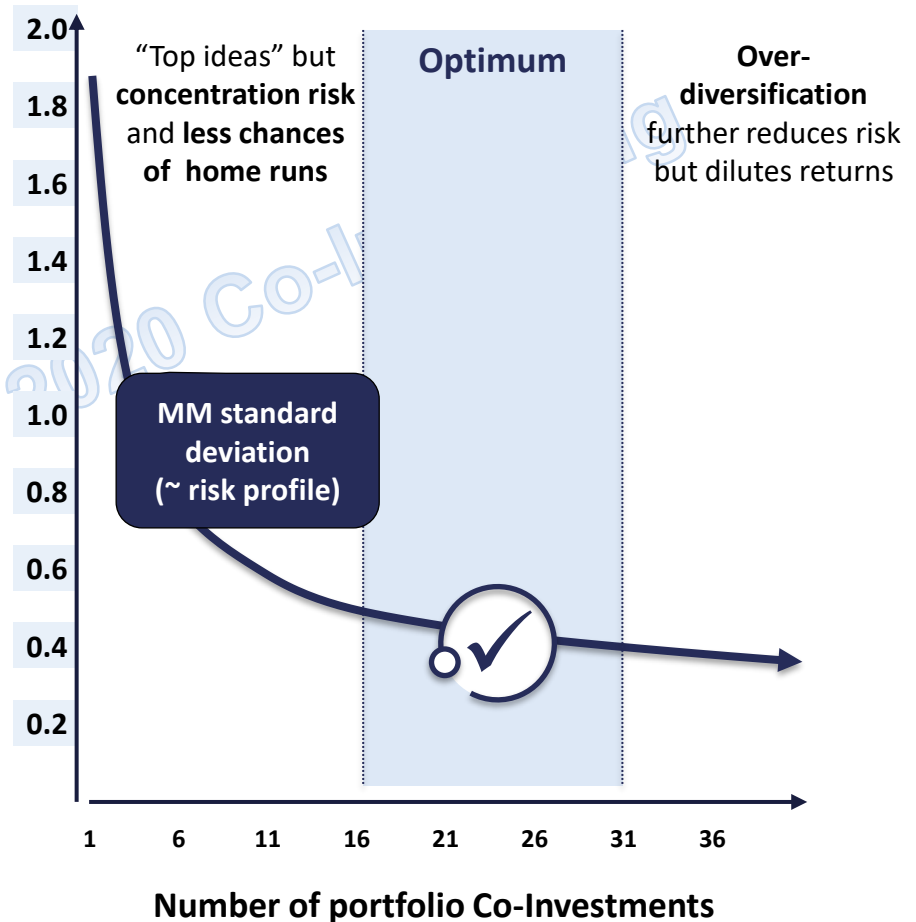


– The stats argument -> larger # of deals

- Diversify to reduce risk
- Maximises chance of “home runs”



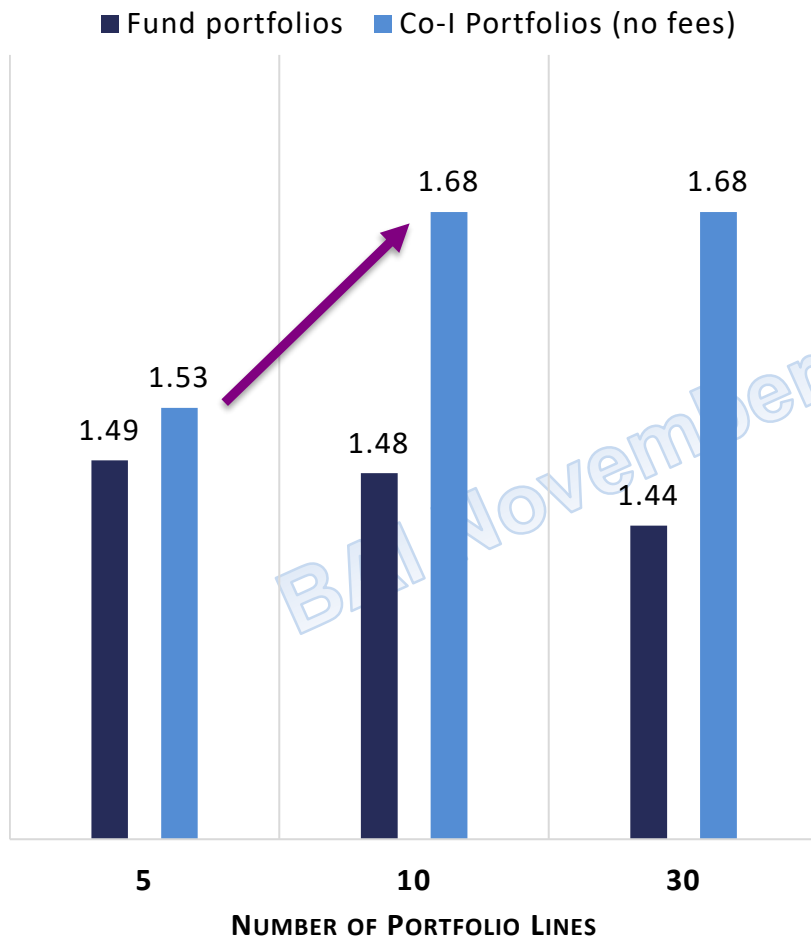
Portfolio diversification effect (illustrative)



Portfolio Construction: Empirical studies suggest a Co-Investment portfolio should at least have 10 deals to improve expected outperformance

Co-Investment Strategy

Net median KS PME by buyout portfolio size (University of Chicago)



Co-investment Alpha strategy

✓ **PORTFOLIO: right size & composition**

- 20-25 deals for reduced return volatility
- Maximise chances of hitting “home runs”

✓ **SELECTION: strong sourcing + flexibility**

- High selectivity from quality deal funnel
- Co-investment fund size not restricting investment options re: equity tickets

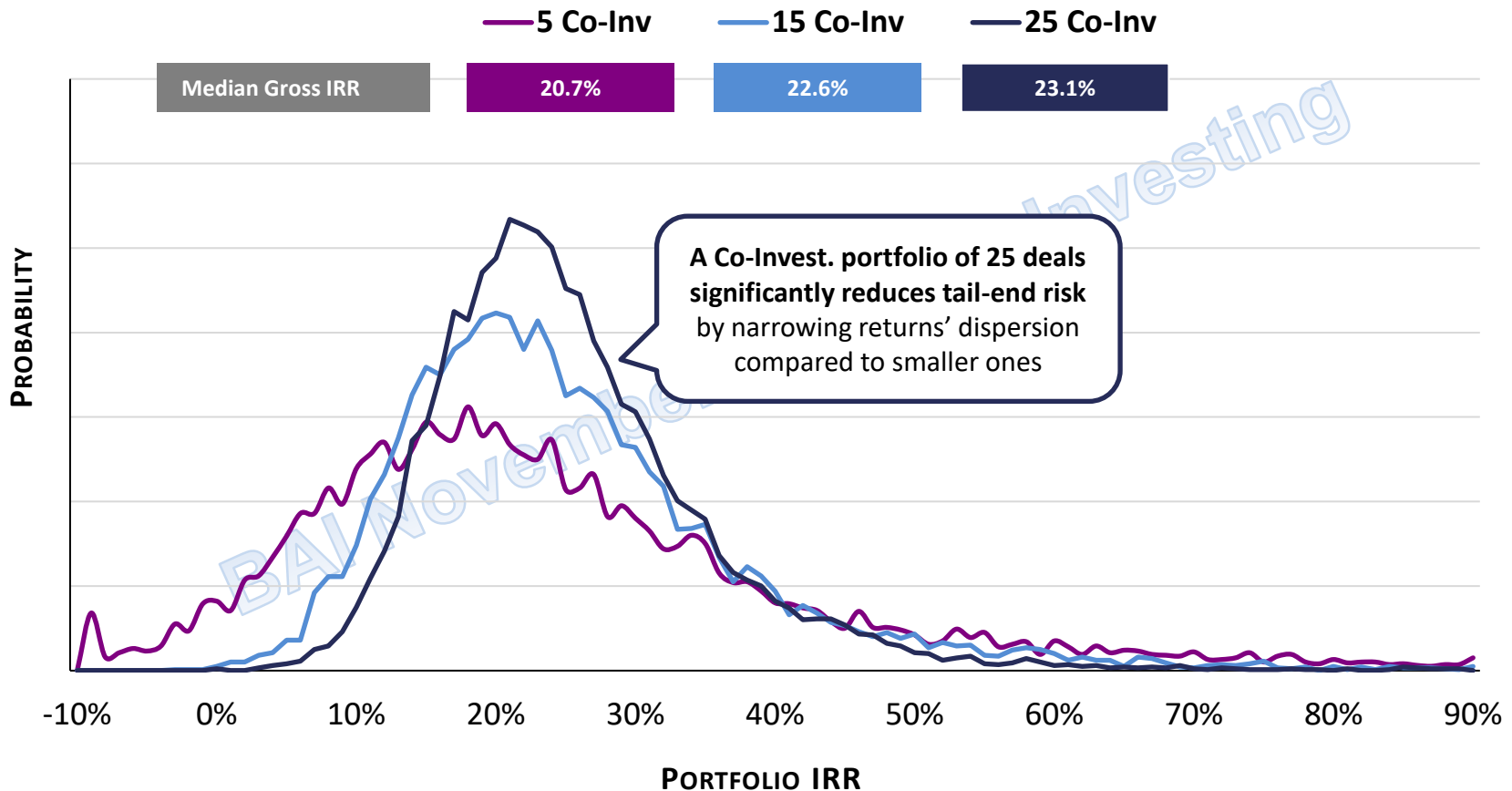
✓ **COSTS: strive for no fee - no carry deals**

- 4% to 5% IRR net return advantage for a strong-performing portfolio

Portfolio Construction: Simulations show that reasonably sized Co-Investment portfolios significantly reduce tail-end risk while slightly adding to median IRRs

Co-Investment Strategy

Co-investment Portfolio IRRs distribution – Monte Carlo simulation



Final considerations – looking for Alpha via Co-Investments: **Implications for a successful co-investment strategy, especially in the current market environment**

Summary

1 Access to a broad spectrum of opportunities & the resources and capabilities to conduct own, independent due diligence

- Uncertainty is high, valuations are high
- Stay disciplined and highly selective

2 High Quality Assets & Selectivity

- Relentless focus on quality – invest in and alongside the best-in-class Managers
- Leading management teams and businesses with sustainable competitive advantage
- Understand structural vs. temporary changes (customer behaviour, technology, etc.)

3 Portfolio Construction and Diversification is key

- Key to diversify in terms of Geographies, Sectors, Strategies and Vintage Years
- Avoid concentration risk to sponsor, sector, geography, etc.

4 Focus on Operational Value Creation & Growth

- Operational Value Creation capabilities key to generate outperformance
- Ability to cope with “change” and react fast of utmost importance
- Change in 3 ways: operational, scale, disruption

5 Capital Preservation

- Focus on attractive risk-return profiles
- Look out for adequate downside protection (structural, preferred, etc.)

SwanCap

Private Equity | Local Insights | Customized Solutions

C L I F F O R D
C H A N C E



CO-INVESTMENTS AUS REGULATORISCHER, RECHTLICHER UND STEUERLICHER SICHT

WESENTLICHE ASPEKTE DER STRUKTURIERUNG UND AUSGESTALTUNG

MARCO SIMONIS & DR. GREGOR EVENKAMP, PARTNER, CLIFFORD CHANCE

BAI-Workshop

4. November 2020

ÜBERBLICK

- Wesentliche Formen der Anlage in Co-Investments
- Einordnung als bzw. Abgrenzung zu AIF
- Investoren-spezifische Aspekte von Co-Investments u.a. für Versorgungseinrichtungen, Versicherungsunternehmen und Investmentvermögen
- Vertragliche Ausgestaltung / Besondere Aspekte der Due Diligence
- Steuerliche Aspekte

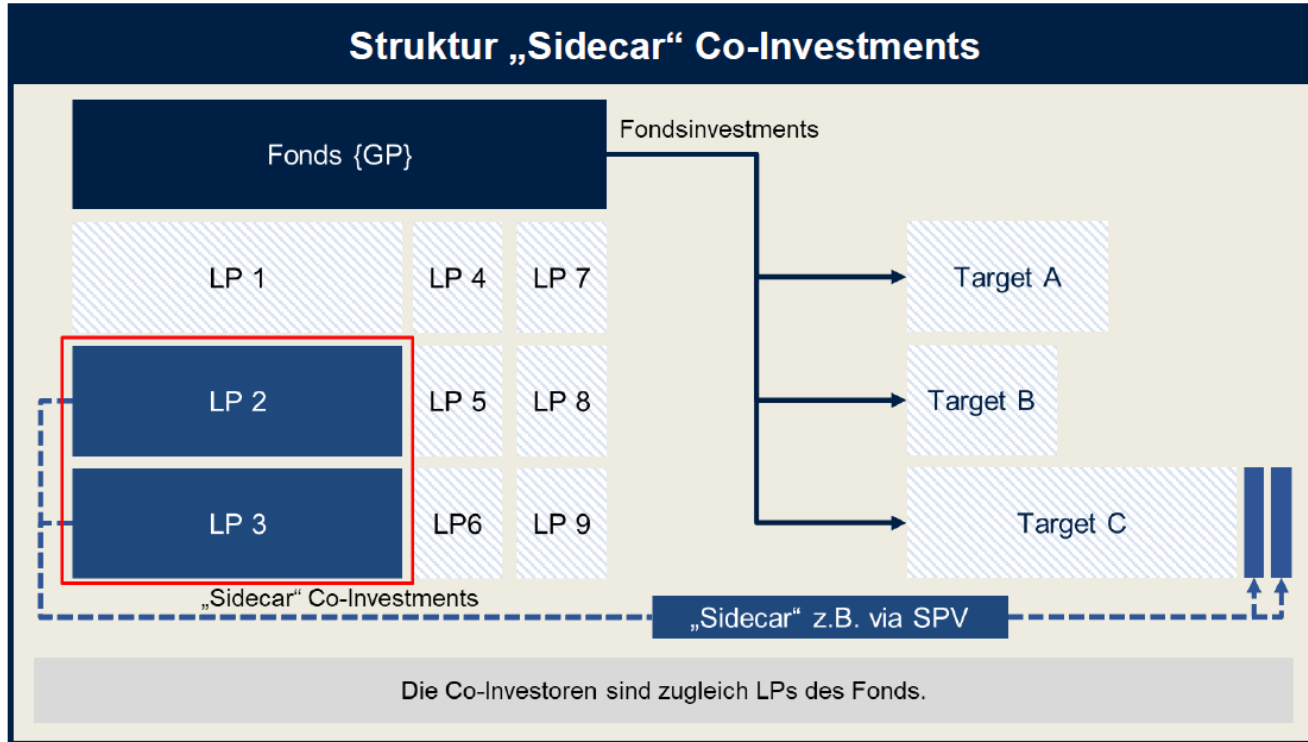
WESENTLICHE FORMEN DER ANLAGE IN CO- INVESTMENTS

„SIDE CAR“ CO-INVESTMENTS (1)

Wesentliche Merkmale

- Institutionelle Investoren investieren ihr Vermögen (als *Limited Partner* (LP)) in einen Fonds (auch Primärfonds), der von einem Assetmanager (*General Partner* - GP), geführt wird.
- Der Assetmanager bietet den Investoren zusätzlich zum Fondsinvestment Co-Investments über ein paralleles Co-Investment Vehikel (*Special Purpose Vehicle* - SPV) an, über das wiederum die einzelnen Zielinvestments getätigt werden.
- Dieses Vehikel nutzen Investoren individuell, d.h. Anzahl und Höhe der realisierten Co-Investments können von Investor zu Investor unterschiedlich sein.
- Co-Investments werden daher über investorenspezifische und abgrenzbare „Compartments“ innerhalb des SPV abgewickelt.
- Im Ergebnis investiert dann einerseits der Primärfonds und zugleich parallel auch das Co-Investment Vehikel.

„SIDE CAR“ CO-INVESTMENTS (2)



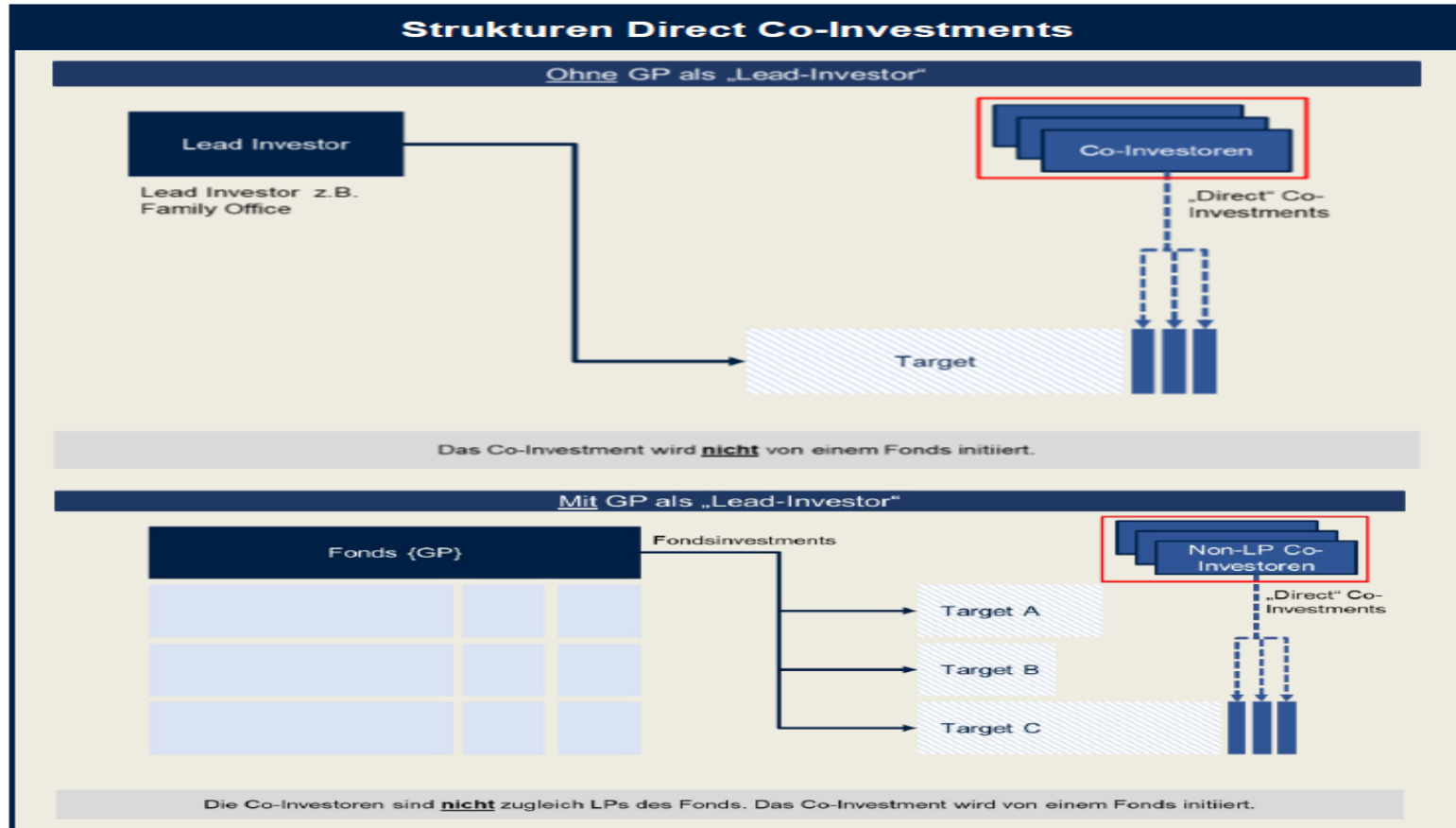
Quelle: BAI White Paper Co-Investments

DIREKTE CO-INVESTMENTS (1)

Wesentliche Merkmale

- Diese Co-Investments bezeichnen Strukturen, in denen mehrere Investoren direkt, somit unabhängig und außerhalb einer Fondsstruktur bzw. eines Co-Investment SPVs investieren.
- Man kann differenzieren:
 - Investitionen ohne Involvierung eines Assetmanagers, somit Investitionen eines Lead-Investors mit anderen Investoren, sog. Co-Investoren. (Alternative 1).
 - Investitionen, bei denen ein Assetmanager (oder auch ein Kreditinstitut) „Lead Investor“ ist und entweder mit anderen GPs (oder auch anderen strategischen Co-Investoren, die nicht zugleich LP sind) ohne Zwischenschaltung eines SPV direkt gemeinsam investiert (Alternative 2).

DIREKTE CO-INVESTMENTS (2)



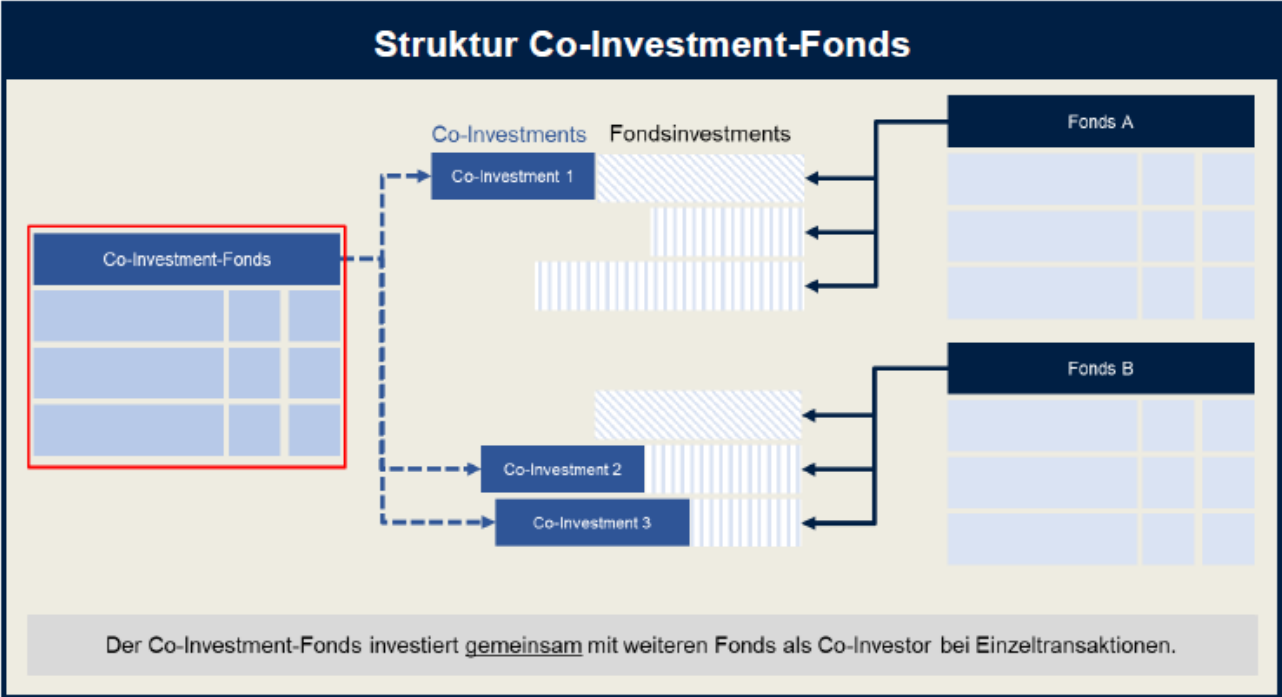
Quelle: BAI White Paper Co-Investments

CO-INVESTMENT FONDS (1)

Wesentliche Merkmale

- In einem reinen Co-Investment-Fonds sind mehrere institutionelle Investoren passiv investiert.
- Der Fondsmanager selektiert die Co-Investments nach zuvor festgelegten Kriterien.
- Co-Investment-Fonds investiert gemeinsam mit anderen Fonds als Co-Investor und ermöglicht diesen damit durch seine Co-Investments die Realisierung größerer Investitionen.

CO-INVESTMENT FONDS (2)



Quelle: BAI White Paper Co-Investments

EINORDNUNG ALS BZW. ABGRENZUNG ZU AIF

CO-INVESTMENTS ALS AIF? (1)

Investmentvermögen ist gemäß § 1 Abs. 1 Satz 1 KAGB

- jeder Organismus
- für gemeinsame Anlagen,
- der von einer Anzahl von Anlegern
- Kapital einsammelt,
- um es gemäß einer festgelegten Anlagestrategie
- zum Nutzen dieser Anleger zu investieren und
- der kein operativ tätiges Unternehmen außerhalb des Finanzsektors ist.

(sog. materieller Fondsbegriff)

CO-INVESTMENTS ALS AIF? (2)

Typischerweise wird das Kapital der Anleger gerade nicht für die Zwecke einer der gemeinschaftlichen Rendite „gepoolt“...

- Nach ESMA / BaFin muss ein Vehikel vorliegen, welches das externe von den Investoren eingesammelte Kapital „poolt“,
- um eine gemeinschaftliche Rendite für die Investoren zu generieren,
- die daraus resultiert, dass gemeinschaftliche Risiken durch das Kaufen, Halten und Verkaufen von Vermögensgegenständen eingegangen werden.

...aber was, wenn doch (wie bei „Side Car“ Co-Investments)?

CO-INVESTMENTS ALS AIF? (3)

Abgrenzungsproblematik ist nicht neu

ESMA - Final report Guidelines on key concepts of the AIFMD 24 May 2013

- 49. A hedge fund association mentioned that **co-investment vehicles** should not be treated as AIFs unless the manager/affiliate has raised capital from the investor...
- 52. An asset managers' association mentioned that **co-investment**, insofar as it permits alignment, is a benefit and should not serve to bring structures that would otherwise be excluded within the scope of the AIFMD.
- 75. An asset managers' association was of the opinion that **co-investment** by the manager or by individuals or other entities closely connected with the manager should be ignored when determining whether an entity raises capital from a number of investors.

CO-INVESTMENTS ALS AIF? (4)

Intensität der Involvierung der Investoren maßgeblich

- Besitzen die Anteilseigner des Organismus – als Gruppe – eine **laufende Ermessens- bzw. Kontrollbefugnisse**, liegt kein „Organismus für gemeinsame Anlagen“ vor (so ESMA - Leitlinien zu Schlüsselbegriffen der Richtlinie über die Verwalter alternativer Investmentfonds (AIFMD)).
- Hilfreich auch Erwägungsgrund 8 der Richtlinie 2011/61/EU über die Verwalter alternativer Investmentfonds („AIFM-Richtlinie“), wie in Deutschland im KAGB umgesetzt: „Diese Richtlinie sollte ferner nicht [...] für **Joint Ventures** gelten“.

CO-INVESTMENTS ALS AIF? (5)

Anforderungen aus Sicht der ESMA

- Laufende Ermessens- bzw. Kontrollbefugnis als „eine Form einer unmittelbaren und kontinuierlichen **Entscheidungsgewalt** über operative Fragen in Bezug auf die tägliche Verwaltung der Vermögenswerte des Organismus, **die wesentlich weiter reicht als die normale Ausübung von Entscheidungs- oder Kontrollbefugnissen.**“
- Erforderlich ist dabei ein „**substanzielles Mehr**“, das über normale Befugnisse von Investoren in den jeweiligen Typ der Co-Investment Vehikels bzw. Side-Cars hinausgeht.
- In der Praxis sind die Entscheidungs- oder Kontrollbefugnisse, die sich die Investoren für das jeweilige Co-Investment Vehikels bzw. Side-Car und in Bezug auf Zielinvestments einräumen lassen, häufig vom jeweiligen Aktivitätsgrad abhängig.

CO-INVESTMENTS ALS AIF? (5)

Intensität der Involvierung der Investoren (typisierend)

AKTIVE CO-INVESTOREN

- ▶ Aktive Co-Investoren erbringen typischerweise über den vereinbarten Gesamt-Co-Investmentbetrag weitere wesentliche Beiträge im Bezug auf die Co-Investments.
- ▶ Aktive Co-Investoren decken dabei typischerweise den gesamten Zyklus ab, vom Deal-Sourcing, der Evaluierung, den Verhandlungen und dem Monitoring bis hin zum Exit.
- ▶ Sie greifen typischerweise aktiv in die Selektion und auch in die Due Diligence bei Co-Investments ein.
- ▶ Aktive Co-Investoren treffen eigenständige Entscheidungen.

SEMI-AKTIVE CO-INVESTOREN

- ▶ Semi-aktive Co-Investoren decken – anders als aktive Co-Investoren – typischerweise nicht den gesamten Zyklus eines Co-Investments ab, sondern beschränken auf die Phasen der Evaluierung und der Verhandlungen.
- ▶ Semi-aktive Co-Investoren entscheiden typischerweise individuell, ob ein Co-Investment eingegangen oder abgelehnt wird.

PASSIVE CO-INVESTOREN

- ▶ Passive Co-Investoren erbringen typischerweise über den vereinbarten Gesamt-Co-Investmentbetrag keinen weiteren Beitrag im Bezug auf die Co-Investments.
- ▶ Passive Co-Investoren investieren in der Regel in Co-Investment-Fonds oder in Sidecars.

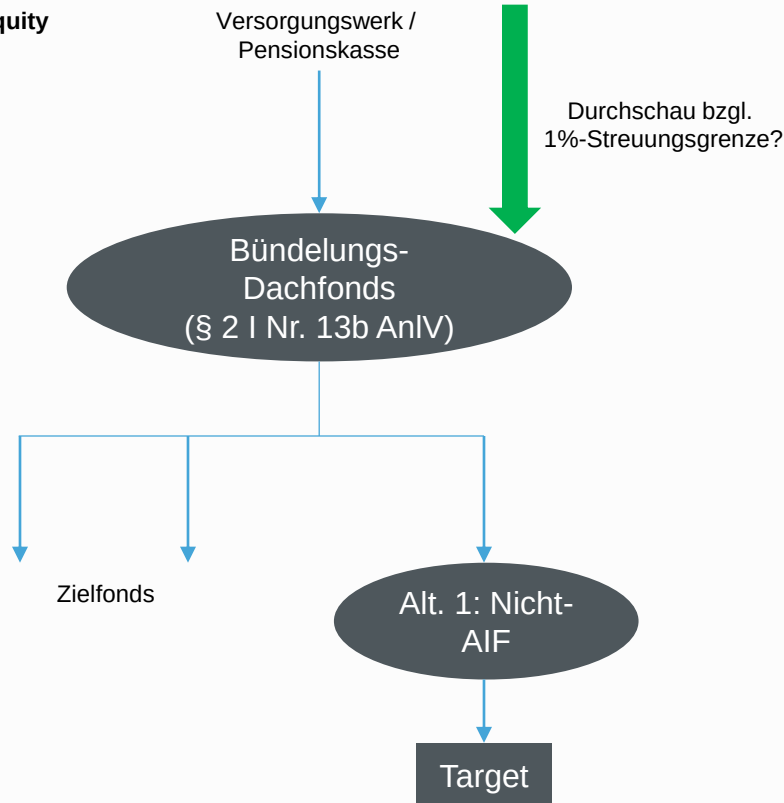
**INVESTOREN-SPEZIFISCHE ASPEKTE VON CO-INVESTMENTS
U.A. FÜR VERSORGUNGSEINRICHTUNGEN,
VERSICHERUNGSUNTERNEHMEN UND INVESTMENTVERMÖGEN**

SICHERUNGSVERMÖGENSFÄHIGKEIT – ALLGEMEINE ASPEKTE

- Übertragbarkeit vs. JV-typische Übertragungsbeschränkungen
- Verbot der Nachhaftung vs. Teilnahmepflicht an Kapitalerhöhungen
- Sicherstellung der Erwerbbarkeit vs. Minderheitsbeteiligung und Änderungsmöglichkeit durch Mehrheitsgesellschafter
- Umgang mit Interessenkonflikten
- Ggf. Opt-Out bei Zukäufen?

SICHERUNGSVERMÖGENSFÄHIGKEIT-ANLAGEVERORDNUNG (1)

Private Equity



Beteiligungsquote - Streuungsgrenze § 4 Abs. 4 AnIV:

- Anlage in PE-Fonds bzw. Unternehmen auf 1% des Sicherungsvermögensbeschränkt

BaFin-Kapitalanlagerundschriften 11/2017:

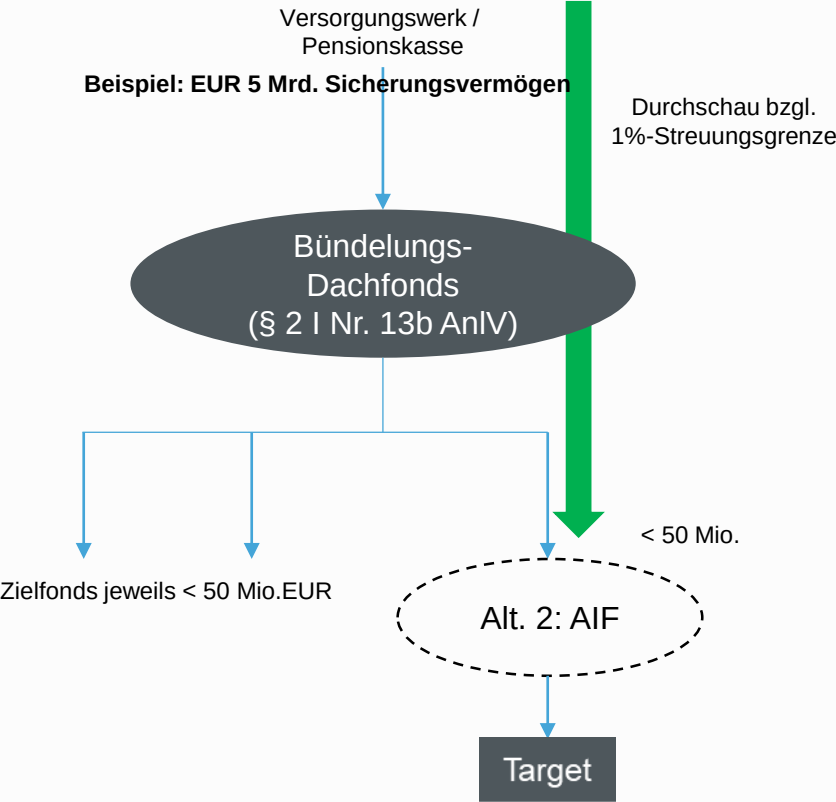
- Bei Anteilen und Aktien an geschlossenen Investmentvermögen nach § 2 Abs. 1 Nr. 13 Buchstabe b oder Nr. 17 AnIV gilt grundsätzlich die 1% Grenze, es sei denn, die Investmentvermögen investieren in geeignete Zielfonds (Dachfonds), hier bezieht sich die 1%-Grenze auf die gehaltenen Zielfonds.

Abweichend u.a. AnIV-Rundschreiben NRW:

- Durchrechnung auf Zielunternehmen bzw. Alternative Streuungsgrenzen

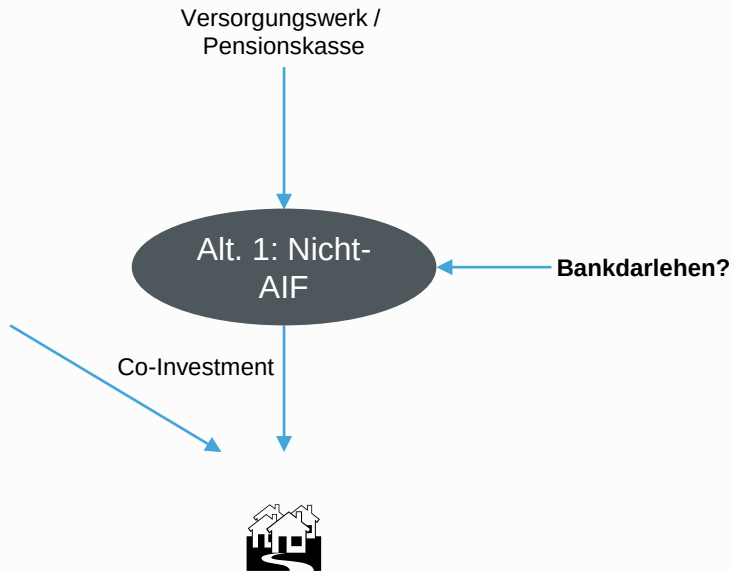
SICHERUNGSVERMÖGENSFÄHIGKEIT-ANLAGEVERORDNUNG (2)

Private Equity



SICHERUNGSVERMÖGENSFÄHIGKEIT-ANLAGEVERORDNUNG (3)

Immobilien



Co-Investments in (Nicht-AIF)
Immobilien Gesellschaften können

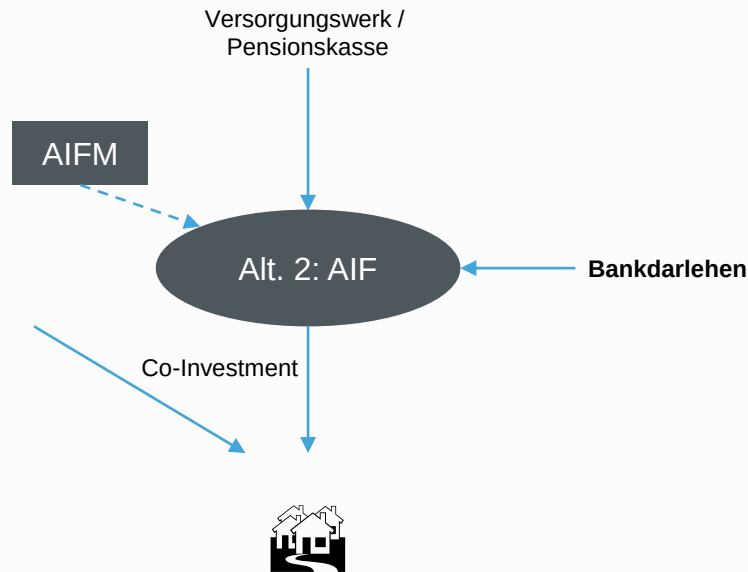
- Immobilienquotentauglich (Nr. 14a) oder
 - Beteiligungsquotentauglich (Nr. 13a)
- ausgestaltet sein.

Beschränkungen für Immobilien Gesellschaften nach
Nr. 14a:

- Keine schädliche operative Tätigkeit
- Beschränkung Darlehensaufnahme
- EWR/OECD-belegene Immobilien

SICHERUNGSVERMÖGENSFÄHIGKEIT-ANLAGEVERORDNUNG (4)

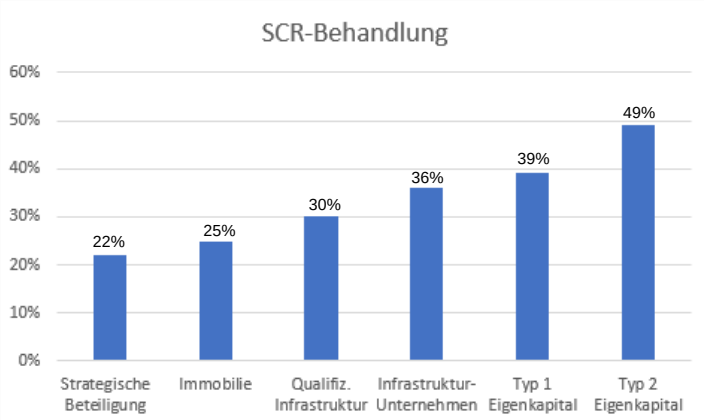
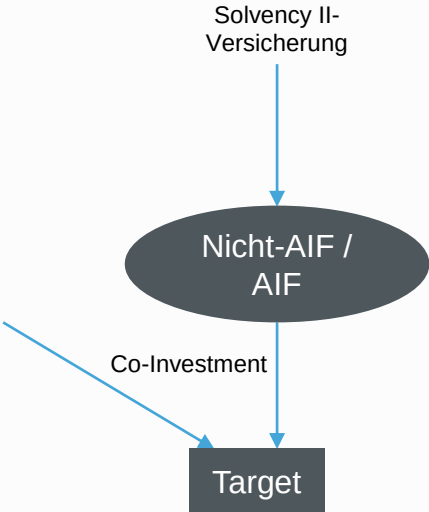
Immobilien



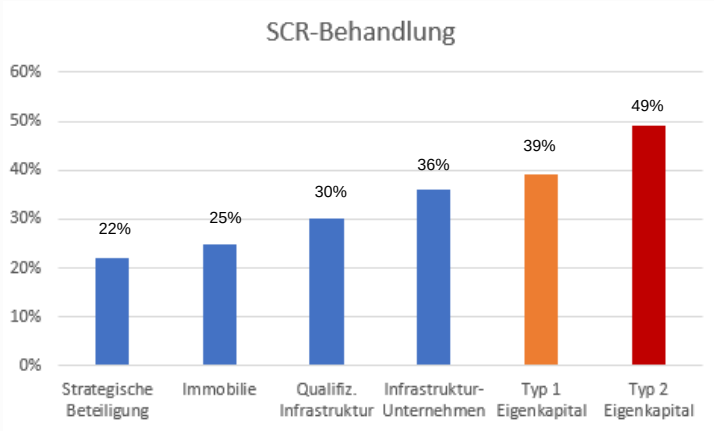
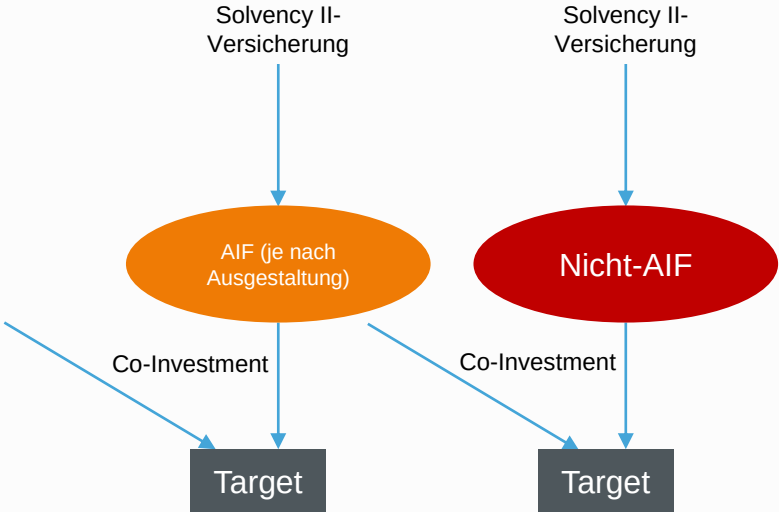
Co-Investments in Immobilien über Sidecar-Vehikel mit Einordnung als AIF:

- Immobilienquote nach § 2 Abs. 1 Nr. 14c AnlV
 - Darlehensaufnahme bis 60% langfristig + 30% kurzfristig
 - Immobilien außerhalb OECD möglich
- Alternativ: Beteiligungsquote (Nr. 13b) oder sonstige AIF-Quote (Nr. 17)

SOLVENCY II (1)



SOLVENCY II (2)



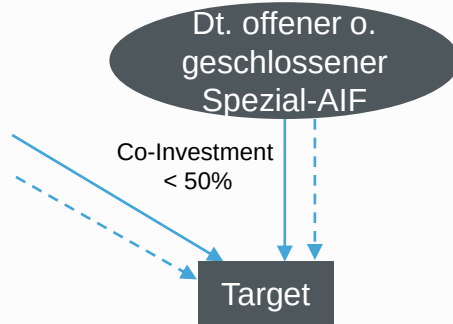
SPEZIALFONDSFÄHIGKEIT VON CO-INVESTMENTS



Spezialfondsfähigkeit:

- Investmentrechtlich § 284 KAGB
- Ggf. investmentsteuerlich § 26 InvStG
 - Tauglicher Vermögensgegenstand
 - Keine aktive unternehmerische Bewirtschaftung
- Ggf. versicherungsaufsichtsrechtlich § 2 I Nr. 16 AnIV i.V.m. Kapitalanlagerundschreiben

SPEZIALFONDSFÄHIGKEIT VON GESELLSCHAFTERDARLEHEN



Gelddarlehen an Beteiligungsunternehmen sind zulässig, wenn

max. 50 % des eingebrachten Kapitals und noch nicht eingeforderten zugesagten Kapitals des geschlossenen Spezial-AIF für diese Darlehen verwendet werden und zudem eine der folgenden Bedingungen erfüllt ist:

1. Darlehen erfolgt Tochterunternehmen (häufig bei Co-Investment nicht erfüllt)
2. das Darlehen muss nur aus dem frei verfügbaren Gewinn / Vermögen und bei nur nach der Befriedigung sämtlicher Unternehmensgläubiger erfüllt werden, oder
3. Darlehen überschreiten nicht das Zweifache der Anschaffungskosten der an dem Unternehmen gehaltenen Beteiligungen.

VERTRAGLICHE AUSGESTALTUNG / DUE DILIGENCE-ASPEKTE

AUSGEWÄHLTE RECHTLICHE FRAGESTELLUNGEN BEI CO-INVESTMENTS

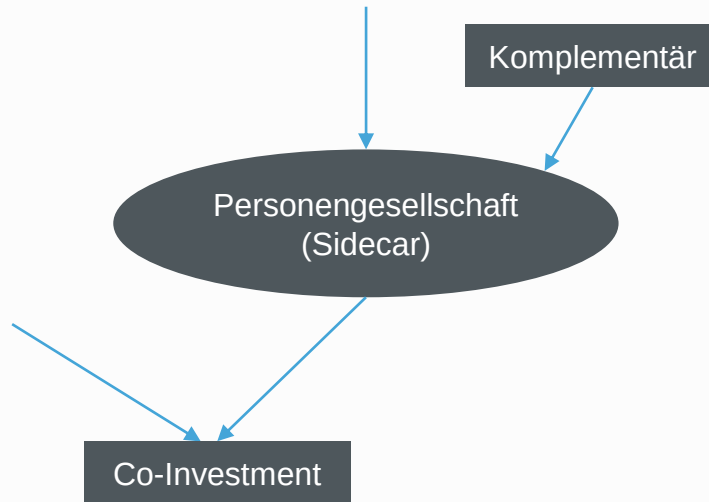
- Ausgestaltung der Beteiligung über (a) ausschließlich Eigenkapital oder (b) Eigenkapital und zusätzliche Gesellschafterdarlehen oder sonstige Gesellschafterfremdfinanzierung
- Genehmigungs- oder Meldepflichten (kartellrechtliche Anmeldung, investmentrechtliche Meldepflichten nach den Asset-Stripping Rules gemäß §§ 287 ff. KAGB)
- Gesellschaftsrechtliche Zustimmungsvorbehalte, Vetorechte oder Informationsrechte
- Stimmbindungsvereinbarungen (u.a. Ausnahmen für den Fall zwingender Anlageverbote, Reputationsrisiken)
- Mitgliedschaft in einem Beirat
- Veto-Rechte / Opt-Out-Rechte für den Fall des Zukaufs weiterer Gesellschaften
- Exit-Regelungen (ggf. Tag Along / Drag Along), Erlösverteilungsklausel, ggf. IPO-Klausel
- Sonderbestimmungen für den Hauptinvestor (wirtschaftliche Teilhabe, Verwässerungsschutz)
- Übertragungen auf Affiliates ohne Vorkaufsrecht, ggf. Pflicht zur pro rata-Übertragung unterschiedlicher Beteiligungsinstrumente (Stammanteile, Vorzugsanteile, Gesellschafterdarlehen)
- Co-Investment-spezifische Interessenkonflikte, Sicherstellung des Alignment of Interest zwischen Sponsor und Co-Investoren
- Kapitalerhöhungsmechanismen, Vermeidung von Nachschusspflichten, Verwässerungsschutz durch Möglichkeit der Teilnahme an Kapitalerhöhungen bzw. Benennungsrecht anderer Vehikel
- Treuepflichten des Co-Investments Sponsors bzw. der Anleger
- Gesamt-Gebühren- und Kosten-Struktur
- Möglichkeiten der Fremdfinanzierung und ggf. Verpflichtung der Co-Investoren gegenüber den Kreditgebern
- Gewährung von Vollmachten

TYPISCHE VERTRAGSDOKUMENTE

- Gesellschaftsvertrag
- Gesellschaftervereinbarung (insbesondere Direktes Co-Investment)
- ggf. Gesellschafterdarlehen (insbesondere Direktes Co-Investment)
- Beitrittserklärung / Zeichnungsschein
- Side Letter
- PPM (insbesondere bei AIF-Sidecars oder Fonds)

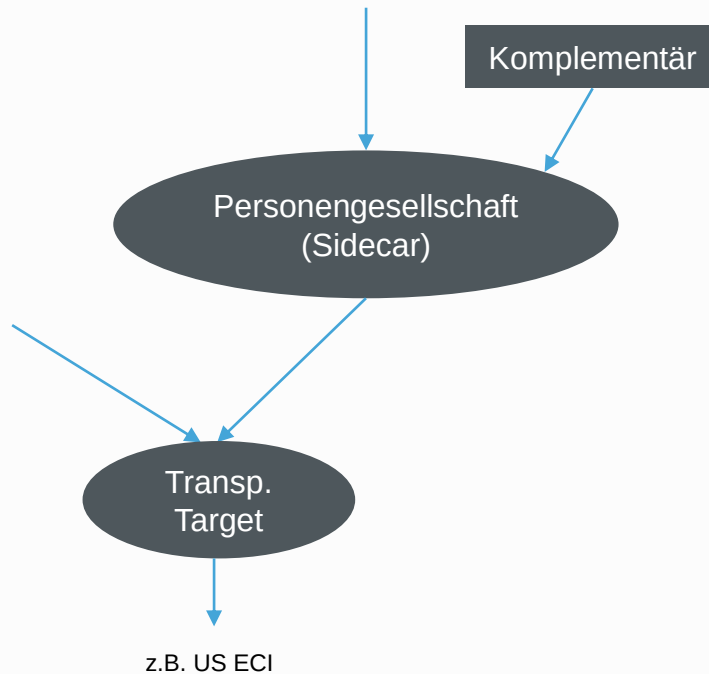
STEUERLICHE ASPEKTE

STEUERLICHE GEWERBLICHKEIT



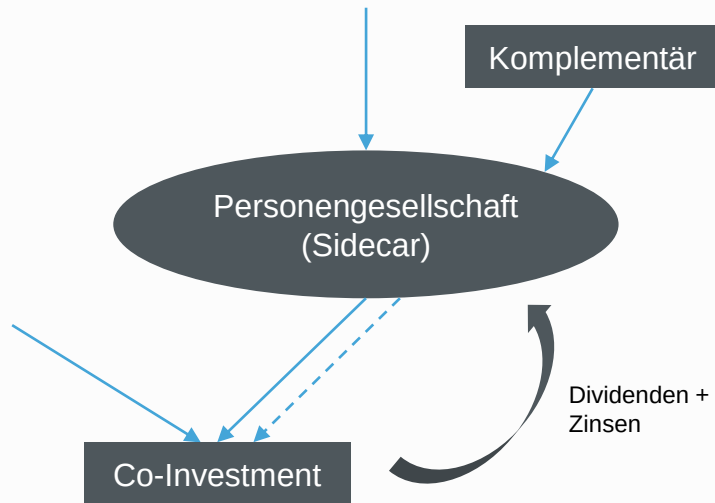
- Bei Anlage über Personengesellschaft (z.B. InvKG, GmbH & Co. KG oder SCS/SCSp) stellt sich die Frage der Gewerblichkeit des Vehikels
- Vgl. BMF v. 16.12.2003:
 - Keine Beteiligung am aktiven Management der Portfolio-Gesellschaften (auch nicht über verbundene Dritte).
 - Die Wahrnehmung von Aufsichtsratsfunktionen in den gesellschaftsrechtlichen Gremien ist grds. unschädlich (insbesondere bei quotaler Besetzung bei Minderheitsbeteiligungen)
 - Die Einräumung von Zustimmungsvorbehalten – analog § 111 Abs. 4 Satz 2 AktG – ist regelmäßig unschädlich, es sei denn, es werden Zustimmungsvorbehalte in einem Maße eingeräumt, dass der Geschäftsführung der Portfolio-Gesellschaft kein echter Spielraum für unternehmerische Entscheidungen bleibt

STEUERERKLÄRUNGSPFLICHTEN



- Bei direkter oder indirekter Anlage in Co-Investmentgesellschaften können Steuererklärungspflichten in den Zieljurisdiktionen entstehen
 - Due Diligence
 - Ggf. geeignete Strukturauswahl

QUELLENSTEUERN



- Z.B. bei US-Investments über sog. leveraged blocker können Quellensteuern anfallen auf
 - Dividenden
 - Zinsen, da ggf. „Portfolio Interest Exemption“ nicht greift

CLIFFORD CHANCE

Clifford Chance, Junghofstraße 14, 60311 Frankfurt am Main

© Clifford Chance 2020

Clifford Chance Deutschland LLP ist eine Limited Liability Partnership mit Sitz in 10 Upper Bank Street, London E14 5JJ, registriert in England und Wales unter OC393460. Die Gesellschaft ist mit einer Zweigniederlassung im Partnerschaftsregister des Amtsgerichts Frankfurt am Main unter PR 2189 eingetragen.

Die nach § 5 TMG und §§ 2, 3 DL-InfoV vorgeschriebenen Informationen finden Sie unter: www.cliffordchance.com/deuregulatory

WWW.CLIFFORDCHANCE.COM