

Zürcher Hochschule für Angewandte Wissenschaften

ZHAW School of Management and Law

Masterstudiengang: MSc. Banking & Finance

Masterarbeit

– Bewertungsmodell für kotierte Private Equity-Manager –

vorgelegt von:

Jan Timon Lüdeker

eingereicht bei:

Betreuer:

Prof. Dr. Mehdi Mostowfi

Professor & Leiter Fachstelle Corporate Finance & Capital

Markets Stv. Leiter Institut für Financial Management

ZHAW School of Management and Law

Korreferent:

Dr. Orcun Kaya

Dozent & Projektleiter für Corporate Finance & Capital Markets

ZHAW School of Management and Law

Management Summary

Die Masterarbeit erforscht die Komplexität, die mit der Bewertung von kotierten Private Equity-Managern (PEM) einhergeht. Unter Anwendung einer Fallstudie zur Partners Holding Group und Carlyle Group wurde ein speziell für PEM entwickeltes Bewertungsmodell in Excel erarbeitet, um eine faire Bewertung sicherzustellen. Dieses beschäftigt sich mit der zentralen Forschungsfrage welche, Herausforderungen es bei der Anwendung konventioneller Bewertungsverfahren auf börsennotierte Private Equity-Manager zu berücksichtigen gibt. Es ist in der Forschung hinreichend belegt, dass der Marktwert von PEM nicht notwendigerweise eine effiziente Bewertung widerspiegelt. Eine Reihe von Faktoren, einschliesslich Komplexität und Datenverfügbarkeit, wirken sich hinderlich auf die effiziente Preisbildung aus. Folgende Teilergebnisse, die für die Arbeit relevant sind, entstehen aus den betrachteten untergeordneten Forschungsfragen.

- **Cashflows:** Es wurde ein anwendbares und replizierbares Modell entwickelt, das darauf abzielt, den Auszahlungszeitpunkt und die Höhe verschiedener wesentlicher Cashflows zu bestimmen. Dabei wird die Komplexität und Diversität von zentralen Kosten- und Ertragspositionen, wie Performance und Management Fees sowie Personalkosten, berücksichtigt.
- **Kapitalkosten:** Die vorherrschende Methode der Eigenkapitalkostenschätzung, die auf dem Capital Asset Pricing Model basiert, wird durch eine Risikojustierung erweitert, die dem erhöhten Risiko im Geschäftsmodell der PEM Rechnung trägt.
- **Multiplikatoren:** Essenzielle Faktoren für die Bildung einer geeigneten Peer Group wurden herausgearbeitet, und mittels der Verwendung sowohl traditioneller als auch alternativer Multiplikatoren wird eine Plausibilisierung des fundamentalen Aktienkurses ermöglicht, welcher durch das Bewertungsmodell errechnet wird.

Die Beantwortung aller Forschungsfragen wurde erreicht und das Forschungsziel wurde erfolgreich umgesetzt. Mit entsprechenden unternehmens- und produktspezifischen Anpassungen können die entwickelten Modelle auch auf andere PEM innerhalb der Peer Gruppe angewandt werden. Der Wert dieser Arbeit liegt in den erstellten Analysen und Modellen, die ein tiefgreifendes Verständnis des Geschäftsmodells und der Risiko- und Erfolgsfaktoren von PEM bereitstellen. Sie dienen als nützliche Informationsquelle und Entscheidungshilfe für Finanzinvestoren, Portfoliomanager, Analysten und Stakeholder. Durch die Möglichkeit zur Anpassung eigener Annahmen können diese Modelle mit geringem Aufwand repliziert und auf spezifische Szenarien angewendet werden.

Inhaltsverzeichnis

MANAGEMENT SUMMARY	I
ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS	VI
ABBILDUNGSVERZEICHNIS	VII
TABELLENVERZEICHNIS	IX
1 EINLEITUNG	1
1.1 Ausgangslage, Problemstellung und Themenvorstellung	1
1.2 Zielsetzung und Motivation	2
1.3 Aufbau der Arbeit und Vorgehensweise	3
1.4 Nutzen und Relevanz für das eigene Themengebiet	3
1.5 Abgrenzungen und Definition des Zielpublikums	4
1.6 Ausdifferenzierung der Forschungsfrage und Definition des Forschungsziels	4
2 GRUNDLAGEN, FORSCHUNGSSTAND UND MARKTENTWICKLUNG ..	6
2.1 Definition und Abgrenzung der Alternative Investments/ Private Markets	6
2.1.1 Private Equity	8
2.1.2 Terminologie zu Private Equity	8
2.1.3 Zentrale Grundlagen zu Private Equity-Fonds	9
2.1.4 Definition Listed Private Equity	12
2.1.5 Private Debt	14
2.1.6 Private Real Estate	15
2.1.7 Private Infrastructure	17
2.2 Literatur und theoretische Grundlagen	19
2.2.1 Grundlagen und Literatur zur Bewertung von Private Equity-Gesellschaften	20
2.2.2 Untersuchung aktueller Equity Research Reports als Praxisliteratur	24
2.3 Private Equity Markt	29

2.3.1	Historische Entwicklung des PE-Marktes.....	29
2.3.2	Aktuelle Situation des PE-Marktes	31
2.3.3	Aktuelle Herausforderungen des PE-Marktes.....	35
2.3.4	Chancen des PE-Marktes.....	38
3	VORGEHEN UND THEORETISCHE ANWENDUNG DER GRUNDLAGEN	
	40	
3.1	Sekundärforschung: Literaturarbeit und Analyse der Praxisliteratur.....	41
3.2	Primärforschung: Anwendung der Literatur anhand von Fallbeispielen.....	41
3.3	Anwendung der Erkenntnisse für das Bewertungsmodell.....	41
3.3.1	Discounted Cashflow Model.....	41
3.3.2	Kapitalkosten.....	42
3.3.3	Hauptwerte und Kostentreiber des DCF-Modells.....	43
3.3.3.1	Assets under Management (AuM).....	43
3.3.3.2	Personalkosten.....	45
3.3.3.3	Management Fee – Umsätze	45
3.3.3.4	Performance Fee (Carried Interest) – Umsätze	46
3.4	Anwendung der Erkenntnisse für das Finanzmodell	50
4	FALLSTUDIE: BEWERTUNG VON PARTNERS GROUP UND CARLYLE	
	GROUP	50
4.1	Ausgangslage	50
4.1.1	Prämissen und Datengrundlagen der Fallstudie	50
4.2	Anwendung des Bewertungsmodells auf die Partners Group Holding	51
4.2.1	Unternehmensvorstellung.....	51
4.2.2	Planung und Design.....	52
4.2.3	Prämissen und Datengrundlagen.....	53
4.2.4	Analyse der Hauptwert- bzw. Kostentreiber und Herleitung der Free Cashflows.....	53
4.2.4.1	Assets under Management.....	54
4.2.4.2	Personalkosten.....	55
4.2.4.3	Management Fees	56
4.2.4.4	Performance Fees	56
4.2.5	Berechnung des Betas für das CAPM.....	59
4.2.6	Eigenkapitalkosten und WACC	60

4.2.7	DCF-Bewertung Partners Group Holding.....	62
4.2.8	Plausibilisierung des Unternehmenswerts mit Multiplikatoren	63
4.3	Anwendung des Bewertungsmodells auf die The Carlyle Group Inc.....	64
4.3.1	Unternehmensvorstellung.....	64
4.3.2	Analyse der Hauptwert- bzw. Kostentreiber und Herleitung der Free Cashflows.....	66
4.3.2.1	Assets under Management.....	67
4.3.2.2	Personalkosten.....	67
4.3.2.3	Management Fees	68
4.3.2.4	Performance Fees	68
4.3.3	Berechnung des Betas für das CAPM.....	70
4.3.4	Eigenkapitalkosten und WACC	70
4.3.5	DCF-Bewertung Carlyle Group Inc	71
4.3.6	Plausibilisierung des Unternehmenswerts mit Multiplikatoren	72
4.4	Ergebnisse: Beantwortung der Forschungsfragen	74
4.4.1	Forschungsfrage 1: Cashflows	74
4.4.2	Forschungsfrage 2: Kapitalkosten.....	77
4.4.3	Forschungsfrage 3: Multiples und Peer Group.....	79
4.5	Zusammenfassung der Bewertung der PG und CG	82
5	DISKUSSION UND AUSBLICK.....	84
5.1	Kritische Würdigung	84
5.2	Empfehlungen zur weiteren Forschung	85
6	FAZIT	86
7	LITERATURVERZEICHNIS.....	88
	ANHANG	92
A	ÜBERSICHT MULTIPLIKATOREN FÜR PEM ZUM 31.12.2022.....	93
B	REFINITIV (RECOMMENDATIONS & TARGET PRICES) STAND 20.03.2023.....	94
C	INITIAL PUBLIC OFFERINGS VON PEM DER PEER GROUP	95

D	MARKET AND BALANCE SHEET DATA IN LOCAL CURRENCY AS OF 31.12.2022	96
E	EIDESSTÄTLICHE ERKLÄRUNG	97

Abkürzungsverzeichnis

AGM.....	Apollo Global Management Inc.
AuM.....	Assets under Management
BX.....	Blackstone Inc.
CAPM.....	Capital Asset Pricing Model
CG.....	The Carlyle Group Inc.
DCFF	Discounted Cashflow to Firm Model
EBITDA.....	Earnings before Interest Taxes Depreciation and Amortisation
EK-Kosten	Eigenkapitalkosten
EV	Enterprise Value
FoF.....	Fund of Funds
FPAuM	Fee Paying Assets under Management
FRE.....	Fee Related Earnings
FTE	Full Time Equivalent
GP.....	General Partner
Hurdle Rate.....	Mindestrendite
IRR.....	Internal Rate of Return
KKR.....	KKR & Co. Inc.
LBO	Leveraged Buyout
LP.....	Private Equity-Limited-Partnerships
LPA.....	Limited Partnership Agreement
LPs.....	Limited Partner
MOIC.....	Multiple on Invested Capital
NAV.....	Nettoinventarwert
P/AuM	Price to AuM
PD.....	Private Debt
PE.....	Private Equity
PEG.....	Private Equity Gesellschaft
PEM.....	kotierter Private Equity-Manager
PG.....	Partners Group Holding AG
REITs.....	Real Estate Investment Trusts
SOTP	Sum-of-the-Parts-Modell
WACC	Weighted Average Cost of Capital

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Limited Partnership PE-Fund Struktur (Zeisberger et al., 2017, S. 6)	10
Abbildung 2: Lebenszyklus eines Closed-Ended PE-Funds (Zeisberger et al., 2017, S. 9)	11
Abbildung 3 PE-Fund Cashflow J-Curve (Zeisberger et al., 2017, S. 12)	12
Abbildung 4: Struktur börsennotierter Private Equity-Manager (Cumming, 2010, S. 57)	14
Abbildung 5: Unternehmensgrößen und Arten von Krediten (Cumming et al., 2019, S. 186)	15
Abbildung 6: Vier Quadranten der Immobilieninvestition mit Eigentumsformen (H. K. Baker & Chinloy, 2014, S. 18)	16
Abbildung 7: Infrastruktur Finanzierungsmöglichkeiten (Kazemi et al., 2016, S. 490)	19
Abbildung 8: Globales Private Market dry powder, nach Fondsart (in Billionen USD) (MacArthur et al., 2023, S. 16).....	30
Abbildung 9: Globale Private Market AuM nach Anlageklasse in Billion USD (MacArthur et al., 2023, S. 7).....	31
Abbildung 10: Globales Private Market Fundraising nach Region in Mrd. USD (Averstad et al., 2023, S. 8).....	32
Abbildung 11: Globaler Gesamtwert der Buyout Transaktionen nach Region in Mrd. USD (MacArthur et al., 2023, S. 10).....	33
Abbildung 12: Quartärllicher Buyout Transaktionswert nach Region in Mrd. USD (MacArthur et al., 2023, S. 10).....	33
Abbildung 13: Syndizierte LBO-Kreditvergabe (in Mrd. USD) (MacArthur et al., 2023, S. 12).....	34
Abbildung 14: Globale Buyout finanziertes Exit-Transaktionsvolumen nach Segment (in Mrd. USD) (MacArthur et al., 2023, S. 18).....	35
Abbildung 15: ESG fokussierte AuM im Zeitverlauf in Mrd. USD (Averstad et al., 2023, S. 61).....	38
Abbildung 16: Modellierter Exit-Multiples (direct equity) nach Auflegungsjahr (Regli, 2022, S. 26).....	49
Abbildung 17: Historische Entwicklung AuM PGHN in Mio. USD (Auszug aus dem Bewertungsmodell).....	51

Abbildung 18: Firm AuM YoY growth rates as reported / and projected (Auszug aus dem Bewertungsmodell).....	55
Abbildung 19: Annahme für die Verteilung der Performance Fees (Eigene Darstellung, in Anlehnung an Regli, 2022, S. 27)	57
Abbildung 20: Investments nach Anlageklasse und Investitionsjahr in Mio. USD (Auszug aus dem Bewertungsmodell)	58
Abbildung 21: Modellierte Performance Fees nach Investmentjahr in Mio. USD (Eigene Darstellung, in Anlehnung an Regli, 2022, S. 27).....	59
Abbildung 22: DCF-Bewertung der PG per 31.12.2023 (Auszug aus dem Bewertungsmodell der PG)	62
Abbildung 23: Historische Entwicklung FPAuM CG in Mio. USD (Auszug aus dem Bewertungsmodell).....	65
Abbildung 24: Modellierte Performance Fees nach Investmentjahr in Mio. USD (Auszug aus dem Bewertungsmodell, in Anlehnung an Regli, 2022, S. 27).....	69
Abbildung 25: DCF-Bewertung der CG per 31.12.2023 (Auszug aus dem Bewertungsmodell).....	72
Abbildung 26: Peer Group P/E-Multiples vs retention duration of assets (Mason & Gilbat, 2022, S. 34).....	80
Abbildung 27: Sensitivitätsanalyse des Aktienkurses der PG (Auszug aus dem Bewertungsmodell).....	82
Abbildung 28: Sensitivitätsanalyse des Aktienkurses der CG (Auszug aus dem Bewertungsmodell).....	83
Abbildung 29: Recommendations & Target Prices) stand 20.03.2023 (Refinitiv)	94

Tabellenverzeichnis

Tabelle 1: Infrastruktur Branchen/ Sektoren mit Rendite- und Risikoerwartungen (Weber, 2016, S. 37).....	18
Tabelle 2: Vergleich der wichtigsten Equity-Research-Reports verschiedener PEM bezüglich Modell-, Peer Group- und Cashflow-Annahmen (eigene Darstellung)	26
Tabelle 3: Capital Light Peer Group zur Bestimmung des Betas (Auszug aus dem Bewertungsmodell der PG).....	60
Tabelle 4: Peer Group Anteil der Performance Fees am Gesamtumsatz (Auszug aus dem Bewertungsmodell der PG).....	62
Tabelle 5: Peer Group zur Bestimmung des Betas (Auszug aus dem Bewertungsmodell von CG)	70
Tabelle 6: Peer Group Anteil der Performance Fees am Gesamtumsatz (Auszug aus dem Bewertungsmodell der CG)	71
Tabelle 7: Vergleich der bedeutendsten Multiplikatoren (Auszug aus dem Bewertungsmodell der CG)	81
Tabelle 8: Übersicht Multiplikatoren für PEM zum 31.12.2022 (Auszug aus dem Bewertungsmodell).....	93
Tabelle 9: Initial Public Offerings von PEM der Peer Group (Refintiv, eigene Darstellung)	95
Tabelle 10: Market and Balance Sheet data in local currency as of 31.12.2022 (Refintiv, Auszug aus dem Bewertungsmodell)	96

1 Einleitung

1.1 Ausgangslage, Problemstellung und Themenvorstellung

Zum 31.12.2022 lagen die Kurs-Gewinn-Verhältnis Multiples (P/E Multiples) von kotierten Private Equity-Managern (PEM) zwischen 2.8 und 88.8¹, was eine deutliche Diskrepanz in der Bewertung bei den PEM aufzeigt. PEM beziehen ihren Umsatz zum Grossteil aus 2 Einkommensquellen, den Gebühren resultierend aus Management-Leistungen (Management Fee) sowie den Gebühren aus der Erfolgsbeteiligung (Performance Fee) (Cumming, 2010, S. 54). Die vertraglichen Bestimmungen für Management- und Performance Fees bei Private Equity Fonds sind in der Regel wesentlich komplizierter als bei anderen Anlageklassen (Mostowfi & Meier, 2013, S. 145). Die Mehrheit der Umsätze wird aus den Management Fees erwirtschaftet, welche allgemein als wiederkehrend und damit als gut prognostizierbare Umsätze klassifiziert werden (Buchner & Wagner, 2017, S. 1). Da die Geschäftsmodelle der PE-Manager grössten Teils sehr ähnlich sind, stellt sich die Frage, woher diese grosse Abweichung bei den P/E Multiples kommt und ob die Bepreisung der Aktien effizient ist.

Eine mögliche Erklärung könnte die unterschiedliche Kapitalintensität der PEM sein. Hierbei lässt sich ungefähr ableiten, je kapitalintensiver ein PEM ist, desto niedriger ist sein P/E Multiple und je kapitalleichter der Manager ist, desto höher ist der P/E-Multiple (BNP Paribas: Mason & Gilbat, 2022, S. 34).

Eine andere mögliche Begründung könnte allerdings sein, dass nicht alle Investoren sowie Analysten die Komplexität des Geschäftsmodells, insbesondere mit Bezug auf die Performance Fees, von PEM vollends verstehen. Zudem gelten zwar die Management Fees an sich als gut prognostizierbar, diese werden aber in prozentualer Höhe der Kapitalzusagen bzw. des verwalteten Vermögens oder vom investierten Kapital berechnet. Die Vorhersage dieser Grössen bringt aber seine eigene Komplexität mit und ist unter anderem abhängig von der Entwicklung des PE-Marktes bzw. des Investitionsuniversums in Betrachtung der Portfolioallokation, aber auch vom Erfolg des Vorgängerfonds bzw. der Erfolgsbilanz des Fondmanagers. Ein weiteres Argument hierfür könnten die breit gefächerten Zielkurse der Analysten, welche beispielsweise bei der Partners Group Holding zurzeit zwischen 836.30 CHF und 1'100.00 CHF liegen²,

¹ Vgl. Anhang A: Übersicht Multiplikatoren für PEM zum 31.12.2022

² Vgl. Anhang B: Auszug aus Refinitiv (Recommendations & Target Prices) stand 20.03.2023

sein. Deshalb wird in dieser Masterarbeit eine umfangreiche Analyse der bestehenden Bewertungsmethodik bei PEM durchgeführt, ein eigenes Bewertungsmodell entwickelt und dieses an 3 unterschiedlichen PEM beispielhaft angewandt.

1.2 Zielsetzung und Motivation

Das Ziel dieser Arbeit besteht darin, zu erforschen, wie der fundamental begründete Wert eines börsennotierten Private Equity-Managers mithilfe bewertungsrelevanter und industriespezifischer Einflussgrößen, in einem speziell auf börsennotierten Private Equity-Manager zugeschnittenen Bewertungsmodell, ermittelt werden kann. Um diese grundlegende Forschungsfrage zu beantworten, werden verschiedene Forschungsbereiche genauer untersucht und in einer Case Study angewendet. Das Ziel der Forschung besteht darin, eine faire Bewertung für die Partners Holding Group AG (PG) und The Carlyle Group Inc. (CG) zu ermitteln. Dabei sollen eine umfassende Analyse der bisherigen, in der Praxis angewendeten, Bewertungsmethodiken durchgeführt werden sowie ein Modell entwickelt werden, welches die Komplexität des Geschäftsmodells von PEM wieder spiegelt. Teil der Zielsetzung ist auch die Beurteilung der Ergebnisse sowie die konkrete Evaluierung eines Bewertungsmodells, das speziell auf kotierte Private Equity-Manager zugeschnitten ist. Diese Zielsetzung ergibt sich aus der Feststellung, dass keine Grundlagenliteratur für die Erstellung von Bewertungsmodellen für börsennotierte Private Equity-Manager vorhanden ist.

Der Haupteckenerkenntnisgewinn besteht darin, die vergangenen Cashflows eingehend zu untersuchen, zukünftige Cashflows vorauszusagen und das Wachstumspotenzial eines an der Börse gelisteten Private Equity-Managers einzuschätzen. Es werden spezielle Annahmen über die Assets under Management, Management- sowie Performance Fees, Kapitalkosten und die Multiplikatorenmethodik zur Bestimmung eines fairen Aktienpreises berücksichtigt. Mittels der Analyse dieser Faktoren anhand einer Fallstudie von zwei unterschiedlichen kotierten Private Equity-Managern soll ein praxistaugliches und erweitertes Bewertungsmodell entwickelt werden. Wichtig anzumerken ist, dass diese Arbeit ohne direkten Zugang zu den Private Equity-Managern oder deren Mitwirkung verfasst wurde. Im folgenden Kapitel wird die Strukturierung der Arbeit und die angewandte Vorgehensweise ausführlich erläutert.

1.3 Aufbau der Arbeit und Vorgehensweise

Um einen Überblick darüber zu geben, wie das Ziel dieser Arbeit erreicht wird, werden die notwendigen Schritte auf strukturierte Weise aufgebaut und dargelegt. Zu Anfang der Masterarbeit wird eine initiale Darstellung des identifizierten Problems, der Zielsetzung, der Motivation sowie der grundlegenden Struktur der Arbeit dem Leser vorgestellt. Die Struktur dieser Untersuchung kann in Teilschritte unterteilt werden. Der erste Schritt besteht in der Erläuterung bzw. Abgrenzung der wichtigsten Bezeichnungen und der Erklärung des Geschäftsmodells von Private Equity-Managern. Dabei werden auch zentrale Grundlagen zur Anlageklasse PE sowie anderen alternativen Anlageklassen kurz erläutert.

Die Schritte zwei bis drei setzen auf einer umfangreichen Literaturrecherche auf, die als Grundlage für die spätere Forschung dient. Innerhalb dieses Kapitels werden die Grundlagen der branchenspezifischen Bewertungstheorie von Private Equity-Managern (Kapitel 2.2.1) erläutert. Des Weiteren werden die praktizierte Bewertungsmethodik gegenüber kotierten Private Equity-Managern anhand von Equity-Research-Reports (Praxisliteratur) analysiert (Kapitel 2.2.2) sowie eine Auswertung und Analyse des PE-Marktes (Kapitel 2.3) vorgenommen. Grundlagen und Standardliteratur zur Unternehmensbewertung sowie zum Financial Modeling werden als bekannt vorausgesetzt. Im Kapitel 3 der Ausarbeitung wird die Methodik, das Vorgehen und die Anwendung der Grundlagen für die Erstellung des Bewertungsmodells erklärt. Unter anderem wird hier die Herleitung einzelner relevanter Bewertungsfaktoren wie zum Beispiel die Umsatzprognose oder die Annahmen für die Berechnung der Kapitalkosten veranschaulicht. Der korrekten Anwendung des Bewertungsmodells wird in Kapitel 4 am Beispiel der Partners Holding Group AG und The Carlyle Group Inc Rechnung getragen. Dieser Abschnitt beinhaltet die Vorstellung und Analyse des Geschäftsmodells der zwei verschiedenen PEM, die Analyse verschiedener konventioneller und unkonventioneller Multiplikatoren für kotierte Private Equity-Manager und die Beurteilung des errechneten fairen Aktienpreises des jeweiligen Unternehmens. Abgerundet wird die Masterarbeit mit einer Diskussion der Ergebnisse, einem Ausblick in weitere Forschungsgebiete (Kapitel 5) sowie einer Zusammenfassung der Masterarbeit (Kapitel 6).

1.4 Nutzen und Relevanz für das eigene Themengebiet

Das Fundament einer Verkaufs- bzw. Kaufempfehlung eines Unternehmens ist die Erstellung eines möglichst genauen Bewertungsmodells (Ernst et al., 2016, S. 444).

Zudem stellt die Unternehmensanalyse- und -Bewertung aus der Perspektive eines Buy-Side-Finanzanalysten oder Portfoliomanagers die Basis für das jeweilige Fachgebiet da. Der Hauptaufgabenbereich eines Finanzanalysten ist es, Informationen über die finanzielle Ausgangslage von Unternehmen systematisch zusammenzustellen und zu veröffentlichen (Spremann & Scheurle, 2012, S. 1). Durch die Verbindung des Fachgebiets der Finanzanalyse mit den Besonderheiten und Charakteristika der Anlageklasse Private Equity, stellt diese Ausarbeitung eine detaillierte Finanzanalyse im spezialisierten Themenbereich der kotierten Private Equity-Manager dar. Hierbei ermöglicht die Verbindung bedeutende Rückschlüsse zu Aktien von Private Equity-Managern. Durch die Verknüpfung unterschiedlicher Fachgebiete und Disziplinen der Corporate Finance ergibt sich der Nutzen und die Relevanz dieser Arbeit.

1.5 Abgrenzungen und Definition des Zielpublikums

Im Allgemeinen ist diese Arbeit nicht darauf ausgerichtet, die Theorie der Unternehmensbewertung bzw. des Financial Modellings zu untersuchen oder den Umfang der Anlageklasse Private Equity ausführlich darzulegen. Stattdessen konzentriert sich die Arbeit auf die spezifische Thematik der fairen Bewertung von kotierten Private Equity-Managern, Sie verzichtet dabei auf bestimmte Teilbereiche und vereinfacht einige Themen. Diese Bereiche werden entweder als bestehendes Wissen vorausgesetzt, sind nicht relevant oder dienen als Grundlage für die weitere Forschung. Gezielt angesprochen werden in dieser akademischen Ausarbeitung Finanzinvestoren, Portfoliomanager, Analysten und Interessierte an kotierten Private Equity-Managern sowie Stakeholder, die das Geschäftsmodell und die Risiko- bzw. Erfolgsfaktoren von Private Equity-Managern fundiert verstehen wollen. Mit Hilfe dieser Ausarbeitung soll der Leser mögliche Unterschiede in der Marktbewertung eines Private Equity-Managers sowie bei bestehenden Equity-Research-Reports über Private Equity-Manager verstehen. Zudem sollte diese Masterarbeit es dem Adressaten ermöglichen eine eigene faire Bewertung eines kotierten Private Equity-Managers auszuarbeiten.

1.6 Ausdifferenzierung der Forschungsfrage und Definition des Forschungsziels

Wie im Kapitel 1.1 schon einmal kurz erwähnt wurde, ergibt sich die Forschungsfrage primär aus drei Problemstellungen:

1. Die Bewertungsmultiplikatoren von PEM sind bei einem ähnlichen Geschäftsmodellen trotzdem sehr unterschiedlich.

2. Die aktuellen berechneten Zielkurse von Analysten weisen einen relativen hohen Unterschied zueinander auf.
3. Die bisherigen Theorien, Untersuchungen und Veröffentlichungen zur Bewertung bzw. dem Financial Modeling von kotierten Private Equity-Managern beziehen sich lediglich auf die Bewertung von Private Equity Fonds. Diese werden oft vereinfacht dargestellt oder liefern nur hypothetische Grundlagen ohne konkrete, praxisorientierte Anwendungen.

Auf dieser Grundlage lässt sich folgende Forschungsfrage ausdifferenzieren:

«Welche Herausforderungen sind bei der Anwendung konventioneller Bewertungsverfahren auf börsennotierte Private Equity-Manager zu berücksichtigen?»

Die Forschungsfrage lässt sich zudem in 3 verschiedene Teilbereiche gliedern:

1. **Cashflow Prognose:** Welche Hindernisse gilt es bei der Prognose der Cashflows für PEM zu beachten? Und wie können die zukünftigen Cashflows mit hinreichender Genauigkeit sowie unter Berücksichtigung der branchen- bzw. geschäftsspezifischen Risiken prognostiziert werden?
2. **Kapitalkosten:** Welche Besonderheiten weisen die Kapitalkosten von PEM auf? Und wie lässt sich ein fairer Ansatz zur Berechnung der Kapitalkosten für Anleger in börsennotierten Private Equity-Managern entwickeln und welche Kapitalkosten sollten diese Investoren in der Praxis bei der Bewertung der Unternehmen berücksichtigen?
3. **Multiples / Peer Group:** Welche Faktoren und Aspekte sollten bei einer ganzheitlichen Bewertung mit der Multiplikatorenmethode berücksichtigt werden? Und wie lässt sich in diesem Zusammenhang eine Peer Group für PEM am sinnvollsten definieren?

Die zentrale Motivation hinter der Forschungsfrage besteht darin, ein in der Praxis anwendbares Bewertungsmodell zu entwickeln, welches beispielhaft auf die Partners Group Holding und Carlyle Group angewendet wird. Das entworfene Modell für die Analyse der zwei PEM soll, mit unternehmensspezifischen Anpassungen und zusätzlichem Aufwand im Bereich der Datenauswertung - und Aufbereitung, auch bei

anderen PEM innerhalb der Vergleichsgruppe benutzt werden können. Die erarbeiteten Erkenntnisse können zudem als Ausgangspunkt für weitere Fallstudien dienen.

Ausgehend von der Hauptforschungsfrage und den damit verbundenen Folgefragen leitet sich das Forschungsziel ab. Das im Folgenden definierte Forschungsziel soll durch die stufenweise Bearbeitung und Beantwortung dieser Forschungsfragen erreicht werden.

Forschungsziel: Analyse unterschiedlicher Probleme und Besonderheiten bei der Bewertung von PEM und der Konzeption eines speziell auf PEM angepassten Bewertungsmodells, indem die branchenspezifischen Forschungsfragen einbezogen, beantwortet und die Forschungsergebnisse beurteilt werden.

Ein umfassendes, praxistaugliches und funktionales Bewertungsmodell zu entwickeln und einzusetzen ist das Hauptziel dieser Masterarbeit, wobei die Besonderheiten der PEM berücksichtigt und evaluiert werden. Folglich soll es also ermöglicht werden, mithilfe des Modells eine fundierte und faire Bewertung der Partners Group Holding und der Carlyle Group gemäss dem aktuellen und verfügbaren Wissensstand durchzuführen.

Des Weiteren besteht das Ziel darin, das Modell kritisch auf der Grundlage der untergeordneten Forschungsfragen zu analysieren und die spezifischen Werte bzw. Wachstumsreiber herauszuarbeiten, damit das Modell mit zusätzlicher Recherche auch auf weitere PEM angewendet werden kann. Ein tiefgehendes Verständnis der Fragestellung, welche Herausforderungen es bei der Bewertung von PEM gibt und wie diese bestmöglich bewältigt werden können, verschafft Investoren und Analysten einen Informationsvorsprung, falls sich die Marktbedingungen ändern.

2 Grundlagen, Forschungsstand und Marktentwicklung

2.1 Definition und Abgrenzung der Alternative Investments/ Private Markets

In dem nachfolgenden Kapitel werden essenzielle Begriffe erklärt, die zum Verständnis der Arbeit notwendig sind. Da das Hauptpublikum dieser Arbeit Finanzanalysten mit umfangreichen Fachkenntnissen sind, liegt der Schwerpunkt dieses Kapitels auf grundlegendem Wissensaufbau in Bezug auf die Anlageklasse Private Equity und Alternative Investments bzw. Private Markets.

Die Definitionen von Alternative Investments variieren stark. Diese Unterschiede resultieren teilweise aus den verschiedenen Hintergründen, für die die Definitionen

eingesetzt werden. Ein weiterer Grund für die variierenden Definitionen ist, dass alternative Anlagen einen grösstenteils neuen und sich schnell wandelnden Bereich darstellen. Daher wird es vermutlich stets schwierig sein, einen Konsens in diesem Bereich zu erzielen (Anson et al., 2015, S. 3). Baker und Filbeck definieren Alternative Investments beispielsweise als jede Anlageklasse, die ausserhalb herkömmlicher Investitionen wie Aktien, Anleihen und Bargeld liegt. Grundsätzlich kann jede andere Art von Investition, in die Einzelpersonen oder Institutionen Geld anlegen können, als alternative Anlage betrachtet werden. Angesichts des umfangreichen Anlageuniversums bei alternativen Investments ist es sinnvoll, die Diskussion über die verschiedenen Arten auf einige zentrale Kategorien zu fokussieren (2013, S. 3). Diese Anlagen könnten laut Anson, Chambers, Black & Kazemi in folgende Klassen eingeteilt werden:

1. Real Assets (einschliesslich natürlicher Ressourcen, Rohstoffe, Immobilien, Infrastruktur und geistiges Eigentum)
2. Hedge Funds (einschliesslich Managed Futures)
3. Private Equity (einschliesslich mezzanine und distressed debt)
4. Structured Products (einschliesslich credit derivatives) (2015, S. 4)

Zudem ist die Anlageklasse Private Debt (PD) in dieser Ausarbeitung von Wichtigkeit. Diese wird in den meisten Fachbüchern zu Alternative Investments nicht als extra Kategorie mit aufgeführt oder als Unterkategorie von Private Equity zugeordnet. Private Debt lässt sich aber oftmals als Anlageklasse der Private Market Investments einordnen. Demaria et al. definieren beispielsweise, dass Investitionen in Private Markets die Finanzierung von privaten Unternehmen oder Vermögenswerten (also solchen, die nicht börsennotiert sind) durch das Bereitstellen von Fremd- und/oder Eigenkapital umfassen. Bei Eigenkapitalinvestitionen in private Firmen spricht man von Private Equity, bei der Bereitstellung von Fremdkapital für diese Unternehmen von Private Debt und bei der Finanzierung von privaten Vermögenswerten durch Kapital und Fremdkapital von Private Real Assets (2021, S. 55).

Bei den grössten (kотиerten) Private Equity-Managern ist zu erkennen, dass die Umsätze nicht nur aus der Anlageklasse Private Equity erwirtschaftet werden, sondern auch durch eine Vielzahl an anderen alternativen bzw. privaten Anlageklassen. Aus diesem Hintergrund werden in den folgenden Teilkapiteln die verschiedenen Anlageklassen kurz erklärt und bestimmte Begriffe definiert. Das Hauptaugenmerk richtet sich hierbei aber

auf die Anlageklasse Private Equity. Die Anlageklasse Hedge Funds sowie structured products werden in diesem Kontext gänzlich ausser Acht gelassen.

2.1.1 Private Equity

Der Begriff "Private Equity" (PE) wird weitreichend definiert. Laut Anson et al. wird PE als Anlageklasse beschrieben, welche alle Eigenkapitalanlagen umfasst und nicht als Aktienkapital (Equity) im klassischen Sinn gelten. Zeisberger, Prahl und White beschreiben Private Equity als langfristiges Engagement in private Unternehmen. Durch diese Investition erhält der Investor eine Beteiligung, die nicht auf einem öffentlichen Markt handelbar ist. In ihrer Definition beinhalten sie auch "Take-Privates", also die Umwandlung börsennotierter Unternehmen in private, sowie private Beteiligungen an öffentlichem Eigenkapital, die mit spezifischen Governance-Rechten verknüpft sind (2017, S. 5). Zudem haben sich in der Anlageklasse PE die meisten Fonds bzw. Manager auf eine oder mehrere der folgenden Strategien fokussiert: Leveraged Buyouts, Venture Capital, Growth Capital, Mezzanine Finance oder Distressed Assets (Mostowfi & Meier, 2013, S. 150). Eine weitere aber immer mehr an Relevanz gewinnende Unterkategorie der Anlageklasse sind private equity secondaries. Private equity secondaries beziehen sich auf den Kauf und Verkauf bereits vorhandener Beteiligungen von Investoren, wie zum Beispiel Kommanditbeteiligungen, an Buyout-, Venture Capital- und anderen alternativen Investmentfonds. Damit bieten Sie die Möglichkeit eine an sich illiquide Anlageklasse mit Liquidität zu versorgen (Talmor & Vasvari, 2011, S. 187).

2.1.2 Terminologie zu Private Equity

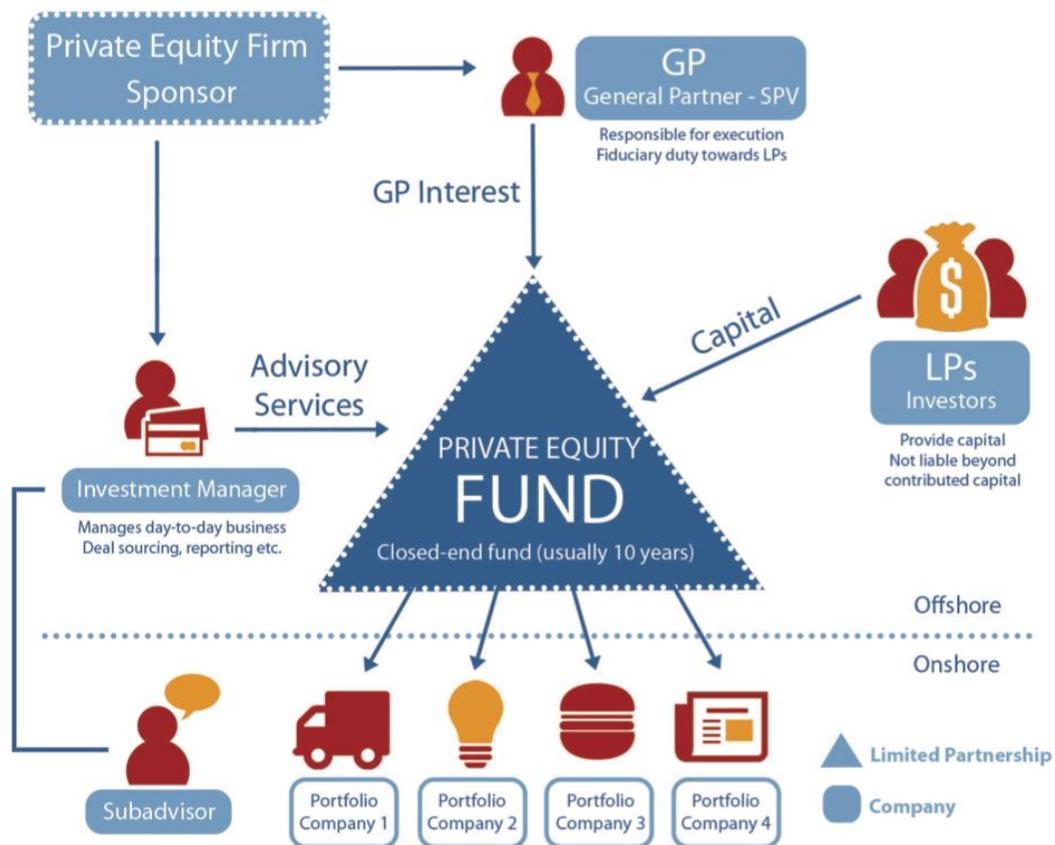
Die Definition von Private Equity ist anspruchsvoll, da sie verschiedene terminologische Aspekte umfasst. Im Allgemeinen können drei Ebenen innerhalb der PE-Struktur unterschieden werden. Erstens gibt es die Private Equity-Manager bzw. -Gesellschaften (PEM/PEG) und ihre Tochtergesellschaften (General Partner und Investment Manager), die für das Management privater Beteiligungen verantwortlich sind und die zugehörigen Strukturen bzw. Fonds kontrollieren und bereitstellen. Zweitens sind Private Equity-Fonds oder Private Equity-Limited-Partnerships (LP) spezielle Finanzierungsvehikel, die auf der zweiten Ebene geschaffen wurden, um die notwendigen finanziellen Mittel für die zugrunde liegenden Investitionen bereitzustellen. Diese Fonds können entweder in Limited Partnerships oder direkt in Firmen investieren. Drittens bilden die Private Equity-Investments oder Portfoliounternehmen den Kern einer PE-Investition. Der Verkauf

dieser Unternehmen bestimmt letztendlich den Erfolg oder Misserfolg des PE-Fonds sowie des Private Equity-Managers (Zeisberger et al., 2017, S. 8 f.).

2.1.3 Zentrale Grundlagen zu Private Equity-Fonds

Der Hauptfokus in diesem Unterkapitel liegt auf dem Verständnis der Beziehung bzw. Dynamik zwischen PEM, dem PE-Fonds und den Limited Partners (LPs). Die Limited Partners sind die Investoren des PE-Fonds (LP). Das Hauptinteresse von LPs liegt darin, in ein kompetent verwaltetes Anlagevehikel zu investieren, welches den Nutzen der Diversifikation bietet und den Zugang zu ineffizienten Märkten sowie zu einer überdurchschnittlichen Marktrendite gewährleistet. (Lerner et al., 2012, S. 23). Der Ausdruck «PE-Fonds» bezeichnet ein eigenständiges Anlageinstrument bzw. eine rechtliche Gesellschaft meistens in Form einer Limited Partnership, welche von dem PEM im Interesse einer Gruppe von Investoren aufgelegt und verwaltet wird. Zudem gründet der PEM, Tochtergesellschaften wie den General Partner (GP) und den Investmentmanager, welche die nachfolgenden Funktionen haben. Der GP eines Fonds trägt die volle Verantwortung für alle Aspekte der Fondsverwaltung und ist verpflichtet, ausschliesslich im Interesse der Anleger des Fonds zu handeln. Er erteilt Kapitalabrufe an die LPs und entscheidet über Investitionen und Desinvestitionen für den Fonds gemäss dem im Limited Partnership Agreement (LPA) festgelegten Mandat. Der GP kann einige Managementaufgaben an den Investmentmanager oder an einen Investitionsausschuss einer PE-Firma übertragen. Der Investmentmanager kümmert sich im Alltag um das Geschäft eines PE-Fonds, indem er mögliche Investitionschancen bewertet, Beratungsleistungen für die Portfoliounternehmen des Fonds anbietet und den Prüfungs- und Berichterstattungsprozess des Fonds verwaltet. Als Gegenleistung für diese Dienstleistungen erhält der Manager eine Management Fee vom Fonds. (Zeisberger et al., 2017, S. 6 f.). Das LPA regelt die Beziehung, definiert das rechtliche Grundgestell sowie die Bedingungen und Konditionen, welche unter anderem die Fondslaufzeit, den Umfang der Investitionen, Kosten und Vergütungen und die Tätigkeiten des GPs beinhalten können, zwischen LPs und dem GP (Lerner et al., 2012, S. 33). Abbildung 1 zeigt das Verhältnis zwischen LPs und PEM (in diesem Kontext Private Equity Firm Sponsor), welche eine typische Principal-Agent-Beziehung darstellt.

Abbildung 1: Limited Partnership PE-Fund Struktur (Zeisberger et al., 2017, S. 6)



Die Principal-Agent-Beziehung beschreibt das Verhältnis zwischen einem Prinzipal und einem Agenten. Im Zentrum dieses Verhältnisses steht der Principal-Agent-Konflikt, der auf unterschiedlichen Interessen der beiden Parteien beruht. Es muss gewährleistet werden, dass der Agent im Sinne des Prinzipals handelt. Performance-Fees für PEM als Agenten stellen eine praktische Möglichkeit dar, um diesem Konflikt entgegenzuwirken und die Interessen beider Parteien in Einklang zu bringen (H. K. Baker et al., 2015, S. 463). Die Umsetzung des geschlossenen Fonds-Konzepts (Closed-Ended), welches von einem Grossteil der PE-Funds verfolgt wird, eignet sich hervorragend für die Rechtsform einer Limited Partnership. Ein geschlossener Fonds zeichnet sich vor allem durch seine begrenzte Laufzeit aus, die im Gesellschaftsvertrag der Limited Partnership festgelegt wird und normalerweise zehn Jahre beträgt, wobei eine Verlängerung um bis zu zwei weitere Jahre möglich ist. Zudem ist es typisch für solche Fonds, dass Investoren ab dem Zeitpunkt der Fonds-Auflegung (Closing) keine Möglichkeit mehr haben ihre Anteile am Fonds zurückzugeben (Mostowfi & Meier, 2013, S. 144). Abbildung 2 illustriert den Lebenszyklus eines Closed-Ended PE-Fonds, welcher in verschiedene Phasen unterteilt ist: die Fundraising-Phase, die Investitionsphase (üblicherweise vier bis fünf Jahre), die

Realisationsphase (Restlaufzeit), die Verlängerungsphase (normalerweise zwei Jahre) und schliesslich die Liquidationsphase (Zeisberger et al., 2017, S. 9–10)

Abbildung 2: Lebenszyklus eines Closed-Ended PE-Funds (Zeisberger et al., 2017, S. 9)



Infolge der begrenzten Laufzeit des Fonds werden die Gelder im Laufe der Zeit an die LPs zurückgezahlt, wodurch das von dem PPM verwaltete Vermögen abnimmt. Damit ein GP weiterhin kontinuierlich in neue Unternehmen investieren kann, ist es notwendig, alle drei bis fünf Jahre neue Fonds aufzulegen, nachdem die Investitionsperiode des Vorgängerfonds abgelaufen ist (Kazemi et al., 2016, S. 187). Daher zählen das Fundraising und die Etablierung neuer Fonds zu den wichtigsten Geschäftsbereichen für PEM. Durch neue Fonds lassen sich die verwalteten Vermögenswerte (AuM) erhöhen, die Einnahmen verbessern und der Marktanteil der PEM steigern (Cornelius, 2013, S. 48).

In den ersten Jahren des Lebenszyklus verursachen Investitionen und Management-Gebühren Netto-Kapitalabflüsse bei den LPs, während Rückzahlungen erst in der Realisationsphase eintreten. Diese Phasen finden sich in der PE-Investition unter anderem im J-Curve-Effekt wieder, der eine zentrale Bedeutung für die Kapitalflüsse während des gesamten Fondslebenszyklus hat. Das Jahr, in dem die LPs ihre gesamte investierte Kapitalrückzahlung erhalten, wird als Breakeven bezeichnet (Zeisberger et al., 2017, S. 12). Dieser J-Curve-Effekt wird auch noch mal in der Abbildung 3 veranschaulicht

Abbildung 3 PE-Fund Cashflow J-Curve (Zeisberger et al., 2017, S. 12)



Für die Erstellung des Bewertungsmodells in dieser Ausarbeitung ist ein Verständnis über den im LPA festgelegten Distributionswasserfall, der die Aufteilung und Kalkulation der Gewinne bzw. Gebühren zwischen GP und LPs regelt, von zentraler Wichtigkeit. Der Distributionswasserfall ist von wesentlicher Bedeutung für die Abstimmung der Interessen von LPs und PEM, einschließlich deren Stakeholdern (Kazemi et al., 2016, S. 190). Die Management Fee gewährleisten die Grundlage zur Abdeckung der fortlaufenden Kosten, die mit der Identifizierung, Durchführung und Kontrolle von Fondsinvestitionen verbunden sind, während die Performance Fee (Carried Interest) die Erfolgsbeteiligung des GPs darstellt (Mostowfi & Meier, 2013, S. 145 f.) Die Performance Fees hängen in hohem Masse von den Wertzuwachs- und Verkaufsaktivitäten des PEM ab und zusammen mit den Beteiligungserträgen aus den Finanzanlagen und den Management Fees bilden diese Komponenten den Umsatz eines PEM ab (Kazemi et al., 2016, S. 193).

2.1.4 Definition Listed Private Equity

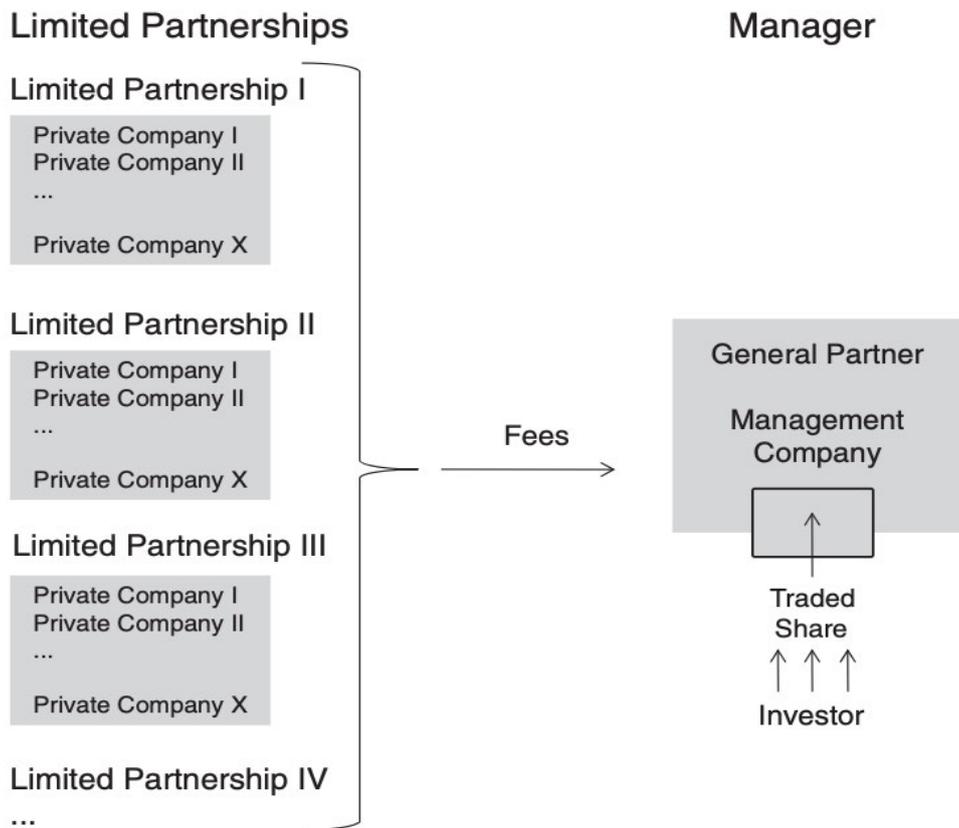
Da sich diese Ausarbeitung ausschliesslich mit den in Kapitel 1.6 definierten Fragestellungen zu börsennotierten Private Equity-Managern befasst, ist es sinnvoll einen Überblick darüber zu geben, welche Definitionen und Abgrenzungen in dem Bereich Listed Private Equity vorherrschen. Cumming gliedert Listed Private Equity in 3 verschiedene Kategorien:

1. börsennotierte direkte Private Equity-Investmentgesellschaften: Durch den Erwerb einer an der Börse gehandelten direkten Private Equity-Investmentgesellschaft erlangt der Investor Beteiligung an einem vielfältigen Portfolio aus privaten Firmen, welches unmittelbar von der börsennotierten

Gesellschaft verwaltet wird. In diesem Kontext bedeutet "direkt", dass die Gesellschaft in die betreffenden Unternehmen unmittelbar investiert, anstatt über Limited Partnerships. Die Bilanz der börsennotierten Private Equity-Gesellschaft besteht im Grunde aus den erworbenen Anteilen an den Privatunternehmen.

2. börsennotierte indirekte Private Equity-Investmentgesellschaften (Dachfonds): Ein börsengehandelter Private Equity-Dachfonds bezieht sich auf ein an der Börse gelistetes Unternehmen, dessen Hauptziel darin besteht, Kapital in herkömmliche Private Equity-Limited-Partnerships zu investieren. Der Begriff "indirekt" verweist darauf, dass das Unternehmen seine Investitionen nicht direkt in Private Equity-Portfoliounternehmen tätigt, sondern stattdessen "indirekt" Beteiligungen an Private Equity-Fonds vornimmt.
3. börsennotierte Private Equity-Fondsmanager: Normalerweise sind Manager von börsennotierten Fonds nicht oder nur zu einem sehr geringen Anteil direkt an Privatunternehmen beteiligt. Stattdessen werden erworbene Anteile mithilfe einer eigens dafür gegründeten Tochtergesellschaft (GP) in verwalteten Private Equity-Limited-Partnerships gehalten (siehe Abb. 4). Diese Tochtergesellschaften wiederum, sind wie in Kapitel 2.1.2 bereits erwähnt aber für das Management privater Beteiligungen verantwortlich und kontrollieren bzw. stellen die zugehörigen Strukturen und Fonds bereit. Der Grossteil der Umsätze wird, ähnlich wie bei nicht börsennotierten Private Equity-Managern, durch Management- und Performancegebühren erzielt. Eine Besonderheit besteht darin, dass nicht alle Gewinne aus diesen Umsätzen in Form von zum Beispiel Dividenden oder Gewinnrücklagen an die Aktionäre weitergegeben werden. Stattdessen werden diese mit den geschäftsführenden Partnern und dem Investment-Team geteilt. Ein prominentes Beispiel ist die an der New York Stock Exchange gelistete Blackstone Group L.P (Cumming, 2010, S. 58 f.).

Abbildung 4: Struktur börsennotierter Private Equity-Manager (Cumming, 2010, S. 57)

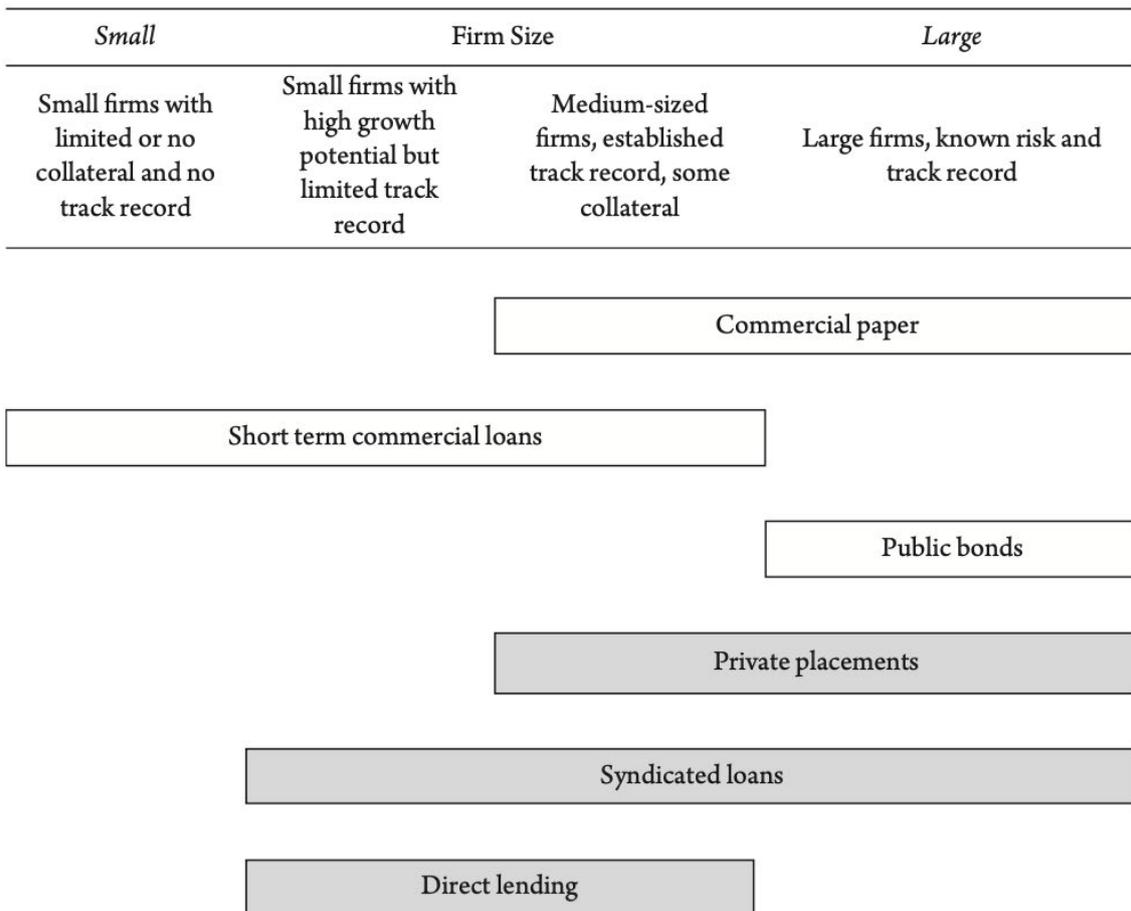


Damit entspricht die Definition von PEM in dieser Masterarbeit, der von börsennotierte Private Equity-Fondsmanagern aus der Veröffentlichung von Cummings. Es ist dabei aber nicht auszuschliessen, dass PEM sowohl direkte Beteiligungen an Portfoliounternehmen halten als auch Manager selbst gegründeter PE-Fonds sind.

2.1.5 Private Debt

Die Begriffsbestimmungen für Private Debt werden in der Literatur unterschiedlich definiert. Cumming, Flemming und Liu beschreiben Private Debt als Schuldpapiere, die von öffentlichen und privaten Firmen an Banken, Versicherungen, Geldmarktfonds, alternative Vermögensmanager (z.B. Hedgefonds und Private-Debt-Fonds) sowie institutionelle Investoren (z.B. Pensionskassen, Staatsfonds, Stiftungen und Zuwendungen) emittiert und angeboten werden. Zu den zentralen Eigenschaften von Private Debt Investments zählen, dass die Wertpapiere nicht gelistet und von Ratingagenturen nicht bewertet werden, die Konditionen vertraulich sind und sie im Allgemeinen weniger liquide als öffentliche Kredite sind. In Abbildung 5 wird eine Übersicht über private (grau) und traditionelle/ öffentliche (weiss) Kreditarten gegeben und veranschaulicht, welche Unternehmen von diesen normalerweise Gebrauch machen.

Abbildung 5: Unternehmensgrößen und Arten von Krediten (Cumming et al., 2019, S. 186)



Zu den öffentlichen bzw. traditionellen Kreditarten zählen also öffentliche Anleihen, kurzfristige Geschäftskredite sowie Schuldverschreibungen. Zu den privaten Kredittypen zählen privat platzierte Anleihen, syndizierte Kredite oder direkte (private und bilaterale) Kredite (Cumming et al., 2019, S. 186 f.).

2.1.6 Private Real Estate

Real Estate Investments beziehen sich auf den Erwerb, das Halten, das Management, das Vermieten oder das Veräußern von Immobilien, um aus den Mieterträgen oder einem höheren Verkaufspreis Gewinne zu erzielen. Anleger können direkt oder indirekt in Immobilien investieren. Direkte Investitionen beinhalten den Erwerb von Wohngebäuden, Geschäftsimmobilien und landwirtschaftlichen Flächen. Indirekte Anlagen hingegen betreffen Investitionen in Firmen, die sich mit dem Erwerb, der Entwicklung oder dem Management von Immobilien befassen. Dazu zählen zum Beispiel Real Estate Investment Trusts (REITs) und gemischte Immobilienfonds (H. Baker & Chinloy, 2014, S. 3). Bei der Assetklasse Private Real Estate definiert das Wort «Private»,

dass die getätigten Investments nicht börsennotiert sind sondern, dass das Kapital von privaten Geldgebern bzw. rechtlichen Strukturen zur Verfügung gestellt wird (Fraser-Sampson, 2011, S. 7 f.). Eine umfangreiche Übersicht zu den öffentlichen bzw. privaten Eigentumsformen von Immobilieninvestitionen wird in Abbildung 6 aufgezeigt.

Abbildung 6: Vier Quadranten der Immobilieninvestition mit Eigentumsformen (H. K. Baker & Chinloy, 2014, S. 18)

	Private	Public
Equity	Individual	Real Estate Investment Trust (REIT)
	General Partnership (GP)	Real Estate Operating Company (REOC)
	Limited Partnership (LP)	Public Corporation
	Corporation	Publicly Traded Partnership
	Private REIT	Public Non-Traded REIT
	Trust	
	Limited Liability Company (LLC)	
	Limited Liability Partnership (LLP)	
Debt	Mortgages	Residential Mortgage Backed Security (RMBS)
	• Secured	Commercial Mortgage Backed Security (CMBS)
	• Unsecured	Mortgage REIT
	• Participating	Collateralized Lease Obligation (CLO)
	Structured Financing	Collateralized Debt Obligation (CDO)

Private Real Estate Fonds verfolgen unterschiedliche Anlagestrategien, die in vier Kategorien eingeteilt werden können: Core Plus, Value Added, Opportunistic, Distressed und Debt:

1. Core Plus stellt eine leicht modifizierte Variante einer anderen Strategie namens Core dar. Core-Fonds konzentrieren sich auf erstklassige Gebäude (üblicherweise als Klasse-A-Immobilien bezeichnet) und nutzen nur einen minimalen Fremdkapitaleinsatz. Core-Plus-Fonds hingegen nehmen etwas niedriger wertige Objekte ins Visier, allerdings nur, wenn es einen spezifischen Grund für die niedrigere Bewertung gibt und eine erkennbare "Lösung" vorhanden ist, die das Gebäude rasch wieder in den Prestige-Status erhebt. Zudem sind sie gewillt, einen etwas höheren Verschuldungsgrad zu nutzen, der jedoch normalerweise 50 % des Beleihungswerts nicht überschreiten sollte.
2. Die Value Added-Strategie konzentriert sich auf den Kauf von Gebäuden, deren Wert durch bestimmte Massnahmen erhöht werden kann. Häufig geschieht dies

durch einen sogenannten "Entwicklungsgewinn", zum Beispiel indem ein Haus erworben und eine Baugenehmigung für die Umwandlung in Wohnungen erhalten wird. Eine weitere gängige Methode ist die bauliche Verbesserung, insbesondere wenn das Gebäude vernachlässigt wurde, weil der aktuelle Eigentümer nicht willens oder in der Lage war, Geld dafür auszugeben. Die Value Added-Strategie gilt als eine Herangehensweise mit mittlerem Risiko und mittlerem Ertrag.

3. Opportunistic Fonds, die in der Branche gelegentlich auch als High-Yield-Fonds bezeichnet werden, zielen auf die höchstmöglichen Renditen ab, wobei sie ein entsprechend höheres Risiko akzeptieren. Sie nutzen beispielsweise einen höheren Verschuldungsgrad (bis zu etwa 70 %) und investieren in ein breites Spektrum von Immobilienwerten, wie den Kauf von Grundstücken und die Beteiligung an Entwicklungsprojekten. Es wird angenommen, dass chancenorientierte Immobilieninvestitionen den Grossteil oder die gesamte Rendite durch Wertsteigerungen der Immobilie erzielen und dabei eine beträchtliche Schwankung von Wert und Ertrag aufweisen können.
4. Distressed Fonds verfolgen sowohl den Kauf von Immobilien, als auch die darauf abgesicherten Kredite und versuchen in vielen Fällen, beides gleichzeitig zu erwerben. Ein Beispiel hierfür ist der Kauf von toxischen Vermögenswerten. Idealerweise sollte die "Notlage" den Verkäufer betreffen und nicht den zu erwerbenden Vermögenswert. Die Experten in diesen Fonds sind jedoch hochqualifizierte Finanzfachleute und verfügen oft über spezielle Kenntnisse und Erfahrungen in den Bereichen Insolvenz und Restrukturierung (Fraser-Sampson, 2011, S. 54 f.).

2.1.7 Private Infrastructure

In der Literatur gibt es unterschiedliche Definitionen von Infrastruktur: Anson et al. definieren Infrastruktur als die grundlegenden und essenziellen Anlagen sowie Systeme, die für das Funktionieren und Wohl einer Volkswirtschaft erforderlich sind (2015, S. 309). Um Infrastruktur als Anlageklasse zu definieren wird sich häufig an bestimmte Kriterien, welche ein solches Investment aufweisen muss, orientiert. Diese Kriterien können beinhalten: wichtige öffentliche Dienstleistung, geringe Elastizität der Nachfrage, (Quasi-)Monopolsituation mit hohen Markteintrittsbarrieren, Regulierung, lange Nutzungsdauer, regelmässige, stabile Cashflows (Weber, 2016, S. 11 f.). Eine weitere Unterscheidung, die bei Infrastruktur Investitionen oft getätigt wird, ist die Separation in Greenfield und Brownfield-Investments. Projekte im Greenfield- (oder Primärbereich)

sind solche, bei denen Anlagen erstmalig an einem bestimmten Ort errichtet werden. Sie können sich in verschiedenen Stadien wie Planung, Entwicklung, Finanzierung oder Bau befinden. Hingegen beziehen sich Brownfield- oder Sekundärprojekte/-anlagen auf solche, die bereits in Betrieb sind und/oder an einem Standort mit früheren Anlagen existieren. Diese Projekte können den Umbau, die Sanierung oder den Ausbau vorhandener Anlagen umfassen. Die Hauptunterschiede bestehen somit im Entwicklungsstadium der Anlage und in der bereits vorhandenen anlagenspezifischen Erfahrung, die bei Greenfield-Projekten deutlich niedriger ist. Im Allgemeinen wird deshalb davon ausgegangen, dass Greenfield-Investitionen ein höheres Risiko inne haben als Brownfield-Projekte (Weber, 2016, S. 21). Die Vielfalt an Infrastrukturanlagen führt dazu, dass die Risiko-Ertrags-Profile dieser Anlagen entsprechend divers sind. Deshalb werden Infrastrukturinvestitionen häufig nach Branchen oder Sektoren unterteilt. Eine derartige Gliederung ist in Tabelle 1 dargestellt, zusammen mit den jeweiligen Risiko- und Renditeerwartungen (Weber, 2016, S. 36).

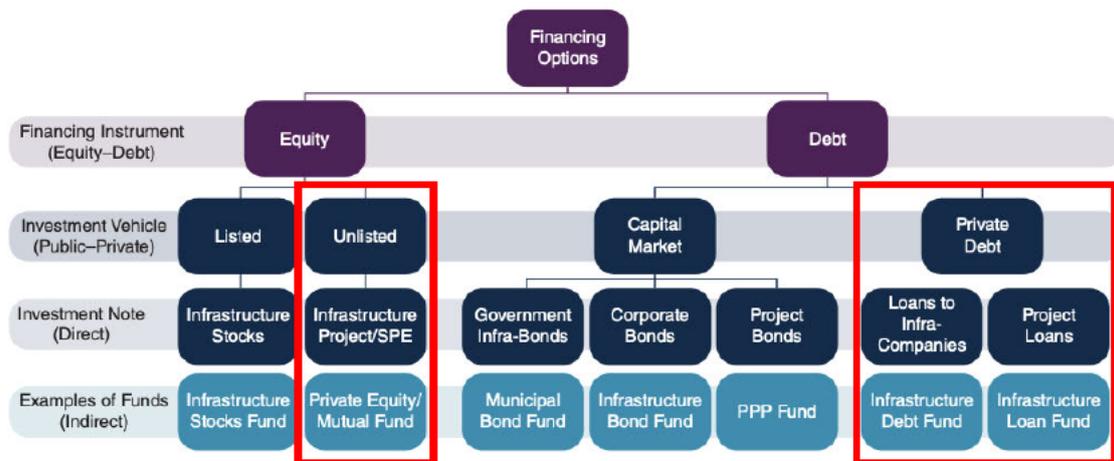
Tabelle 1: Infrastruktur Branchen/ Sektoren mit Rendite- und Risikoerwartungen (Weber, 2016, S. 37)

Infrastructure Types	3-year Equity IRR (% in AUS\$)	Expected Cash Yields (% in AUS\$)	Risk
Social	9–11	4–12	Medium
Regulated	11–12	6–10	Low
Rail	12–13	8–12	Medium
Airports/Ports	11–13	5–10	Medium
Power Generators	12–14	4–12	High
Toll Roads/Greenfield	13–15	3–5	Medium/High

Note: IRR = internal rate of return.

Die Abbildung 7 gibt eine Übersicht über die verschiedenen Finanzierungsarten von Infrastrukturinvestitionen.

Abbildung 7: Infrastruktur Finanzierungsmöglichkeiten (Kazemi et al., 2016, S. 490)



In der oberen Grafik sind die für diese Ausarbeitung relevanten Private Infrastructure Investmentarten rot umkreist. Ähnlich wie bei Private Debt bedeutet das Wort «private» in diesem Kontext also auch, dass sowohl die Zielinvestments nicht kotiert sind als auch die Finanzierung durch geschlossene Fonds erfolgt.

Private Infrastrukturfonds erscheinen weniger volatil im Vergleich zu ihren Äquivalenten auf dem öffentlichen Markt und bieten ähnliche Bedingungen wie Private Equity-Anlagen in Bezug auf Rücknahme-, Beteiligungs- und Verwaltungsgebühren. Zudem ermöglichen sie den Zugang zu aktiven Managern. Obwohl diese privaten Fonds einen Zugang zu den potenziellen Vorteilen von Infrastrukturunternehmen bzw. Projekten schaffen, bringen sie auch einige Nachteile von Private Equity-Investments mit sich: Sie sind intransparent, illiquide und mit verhältnismässig hohen Gebühren verbunden. In vielen Aspekten ähneln private Infrastrukturfonds Private Equity-Buyout-Fonds, weisen jedoch einige bedeutende Unterschiede auf. Der grösste Unterschied zeigt sich in der Verteilung der laufenden Erträge und den relativ langwierigen Plänen für den Kapitalrückfluss, da die Cashflows langfristiger Natur sind. Die zugrunde liegenden Vermögenswerte sind in der Regel langfristige Beteiligungen, die über mehr als 20 Jahre Cashflows und laufende Erträge generieren. Üblicherweise entstehen Kapitalgewinne nur bei teilweisem oder vollständigem Verkauf dieser Beteiligungen. Sie können aber auch während der Fondslaufzeit durch Refinanzierung realisiert werden (Kazemi et al., 2016, S. 490).

2.2 Literatur und theoretische Grundlagen

Diese Arbeit stützt sich auf eine umfangreiche Literaturrecherche, die dazu dient, das vorhandene Wissen zu veranschaulichen und zu vertiefen. Es wird erwartet, dass der

Leser bereits mit Standardwerken zur Bewertungstheorie und -modellen vertraut ist. Ein zentraler Bestandteil dieses Kapitels ist die Untersuchung der verfügbaren Literatur zur speziellen Bewertung von Private Equity-Managern sowie praktischer Literatur in Form von Equity-Research-Berichten. Die spezifischen Einblicke, die aus der Literaturrecherche zur Bewertung von Private Equity Gesellschaften gewonnen wurden, bilden die Grundlage für den späteren Teil dieser Arbeit

2.2.1 Grundlagen und Literatur zur Bewertung von Private Equity-Gesellschaften

Die Literatur zur Bewertung von Private Equity-Managern gibt einen Überblick über den aktuellen Forschungsstand. Der zentrale Fokus dieser Arbeit liegt in der Umsetzung einer branchenspezifischen Bewertung von Private Equity-Managementgesellschaften, wobei sie sich grösstenteils auf bestehende Literatur und Bewertungsmethoden dieser Art von Unternehmen stützt. Eine erste Analyse der Literatur hat bereits gezeigt, dass die bestehende Forschung hauptsächlich auf die faire Bewertung der Portfoliounternehmen ausgerichtet ist, weniger auf die ganzheitliche Bewertung der Private Equity-Manager selbst.

Private Equity-Manager, die an der Börse gelistet sind, sind noch recht neu in ihrer Branche und die grössten Akteure sind erst seit kurzer Zeit als kotierte Unternehmen im Markt präsent. Die Intermediate Capital Group die als erstes renommiertes Unternehmen nach dem Modell eines börsennotierten Private Equity-Managers strukturiert wurde, ging 1994 an die Börse (siehe Anhang C). Bis zu diesem Zeitpunkt war der Bedarf nach einer umfangreichen Bewertung dieser Gesellschaften lediglich bei wenigen privaten Stakeholdern vorhanden. Dies änderte sich jedoch mit der Börsennotierung und dem damit verbundenen öffentlichen Interesse. Aus der Fachliteratur geht hervor, dass Investitionen in General Partner noch ein relativ neues Geschäftsfeld darstellen.

Die einschlägige Bewertungsliteratur und Standardwerke im Bereich Private Equity konzentrieren sich häufig auf eine korrekte und faire Bewertung der Portfoliounternehmen eines Fonds oder die Gesamtbewertung von Private Equity-Fonds bzw. börsennotierter direkter Private Equity-Investmentgesellschaften. Sie fokussieren jedoch nicht auf die Bewertung der PEM. Laut Fernyhough werden die PEM von den Investoren aufgrund der Unterschiede zwischen den kotierten Private Equity-Managern hinsichtlich ihrer Einkommensstrategien immer noch unzureichend verstanden. Als die

wichtigsten Faktoren werden die variierende Rentabilität der jeweiligen Fonds und die allgemeine Komplexität von Private Equity-Managern herausgestellt. (2019, S. 1).

Mit ihrem Buch «Branchenorientierte Unternehmensbewertungen» brachten Drukarczyk & Ernst ein Standardwerk heraus, das die Komplexität der Bewertung von Private Equity-Fonds darlegt. In diesem Werk wird die angepasste Bewertungsmethodik hauptsächlich durch unvollkommene Kapitalmärkte und zusätzliche Risikodimensionen verdeutlicht. Diese beinhalten beispielsweise das Funding-Risiko, das Konkursrisiko (Insolvenz der Limited Partners), das Leverage-Risiko und das Risiko, das aus Verpflichtungen zur Rettung eines Unternehmens entsteht (Drukarczyk & Ernst, 2010; Zeisberger et al., 2017, S. 295).

Drukarczyk & Ernst unterscheiden zwischen zwei potenziellen Bewertungsansätzen für Private Equity-Fonds, die aber nicht spezifisch für Private Equity-Manager sind. Der eine Ansatz ist das Einzelbewertungsverfahren, das auf einer individuellen Bewertung der einzelnen Beteiligungen basiert, welche dann zum Gesamtwert des Private Equity-Fonds addiert werden. Der andere Ansatz ist das alternative Gesamtbewertungsverfahren, das auf ungewissen voraussichtlichen Einnahmen und Cashflows aus aktuellen und potenziell zukünftigen Beteiligungen (Beteiligungseinnahmen) basiert (Drukarczyk & Ernst, 2010, S. 201). Drukarczyk & Ernst's (2010) Arbeit konzentriert sich hauptsächlich auf die Bewertung von klassischen, börsennotierten und nicht börsennotierten Private Equity-Fonds, die ihre eigenen Finanzmittel in Unternehmensbeteiligungen investieren. Im Kontext von Private Equity-Managern nehmen die Gewinne aus Beteiligungen, verglichen mit den Management Fees, eine weniger bedeutende Stellung ein (Fernyhough, 2019, S. 6). Daher erscheint das Verfahren der Einzelbewertung für die Bewertung von Private Equity-Managern in der Fallstudie unpassend. Im Gegensatz dazu liefert das Gesamtbewertungsverfahren wichtige Erkenntnisse, da die Erfolge der Beteiligungen oder der Private Equity-Fonds sich direkt auf den Umsatz der Private Equity-Manager auswirken. Dies erfolgt hauptsächlich mittels Performance Fees und Beteiligungen an zugrundeliegenden Fonds oder Unternehmen durch das bilanzierte Finanzvermögen (vgl. Kapitel 2.1.3).

Die Erkenntnisse von Drukarczyk & Ernst (2010) tragen massgeblich zum Gesamtverständnis bei, während die Ausführungen von Fernyhough die Bewertung des spezifischen Geschäftsmodells von PEM, mittels Definitionen für eines speziell auf PEM abgestimmten Bewertungsmodells erleichtern. Fernyhough konzentriert sich speziell auf

die Bewertung von börsennotierten GPs oder PEM. Seine 2019er Studie legt besonderen Wert auf die relative Bewertung oder die Multiplikatorenmethode. Hierbei werden relevante Kennzahlen für PPE durch verschiedene Vergleiche betont. Als Untersuchungsgruppe dienten fünf US-amerikanische PE-Unternehmen: KKR, BX, CG, AGM und KG Ares (2019). Für eine adäquate Bewertung eines PEM ist das Verständnis der Parameter der zugrunde liegenden Fonds essenziell. Allgemein lässt sich sagen: Je transparenter und weniger komplex das Geschäftsmodell des Managers ist, desto wahrscheinlicher wird der PEM am Markt mit einem Premium bewertet (Fernyhough, 2019, S. 4). Zudem resultiert die Expansion von PEM in neue Geschäftsbereiche wie Investment Banking (wie im Falle von KKR) oder Beratungsdienstleistungen (wie bei Blackstone) in komplexeren Geschäftsmodellen und Einkommensströmen. Dies steigert auch das geforderte Verständnis, das Investoren aufbringen müssen, um ein PEM effizient zu bewerten (Fernyhough, 2019, S. 7).

Zu den Schlüsselinformationen, die aus dem Werk von Drukarczyk & Ernst für diese Arbeit gezogen wurden, gehört die Feststellung, dass vollkommene Kapitalmärkte in den meisten Fällen eine Utopie darstellen (2010, S. 211). Diese Erkenntnis legt nahe, dass eine faire Bewertung von börsennotierten und nicht börsennotierten PE-Fonds erst dann erreicht wird, wenn die Marktteilnehmer umfassende und interpretierbare Daten zu den Investitionen erhalten sowie das Risikoprofil solcher Gesellschaften vollends verstehen. Des Weiteren erläutern Drukarczyk & Ernst, dass das Gelingen eines PE-Fonds von der erwirtschafteten Rendite abhängt, welche üblicherweise auf der Basis von historischen Daten berechnet wird (2010, S. 210). Die Prognose der Rendite eines PE-Fonds im Bewertungsprozess gestaltet sich durch die unsichere Investitionsquote als herausfordernd. Sie ist in hohem Masse abhängig von der Verfügbarkeit potenzieller Investitionen und dem ausgehandelten Nachlass auf den Kaufpreis der erworbenen Anteile (Drukarczyk & Ernst, 2010, S. 206). Die Hauptaussage legt nahe, dass die Betonung auf dem Risikoumfang der PEM liegen sollte, welcher sich in den Kapitalkosten zur Bewertung des Managers ausdrücken kann.

Fernyhough veröffentlichte 2020 eine Studie, die sich auf die Einnahmequellen von PEM konzentriert und die wirtschaftlichen Einflussfaktoren eines PEM beleuchtet. Eine Zusammenfassung der Erkenntnisse ist wie folgt:

- Variabilität der Diskontierungssätze: Sofern Performance-Fees in die Bewertung einbezogen werden, neigen sie dazu, höhere Diskontierungssätze hervorzurufen.

- Risiken, die sich aus den Cashflows aus Management- und Performance-Fees ergeben, sollten in der Bewertung nicht übersehen werden (2020, S. 2)
- Durchschnittliche Fondsrendite: Die Netto-Interne Rendite (IRR) für Private Equity hat in den vergangenen zehn Jahren typischerweise zwischen 12 und 15 % gelegen. Angesichts eines Gebührenmodells von 2 % Management-Fees und 20 % Performance-Fees ergibt dies einen durchschnittlichen Brutto-IRR von 16 bis 20 %. Es ist entscheidend, dass die Renditen des General Partners (GP) an dessen Fähigkeiten angepasst sind und diese Anpassung dann in den Cashflows reflektiert wird (2020, S. 3–4).
 - Konzeption der Fondsergebnisse: Die Schätzungen zur künftigen Leistung der zu bewertenden Fonds bilden den Ausgangspunkt des Bewertungsprozesses. Hierbei sind Aspekte wie die vergangene Performance des Managers, die angewandten Strategien und die allgemeinen Marktbedingungen zu bedenken. Es empfiehlt sich für Investoren, die getroffenen Voraussetzungen kontinuierlich zu hinterfragen (2020, S. 3).
 - Wirtschaftliche Betrachtung/Gesamtansicht: Die derzeitigen internen Zinssätze (IRR) der von PEM gemanagten Fonds sollten nicht prinzipiell als Nachhaltigkeit angesehen werden. Dies lässt sich auf die gegenwärtig historisch hohen Transaktionsmultiplikatoren am Markt zurückführen. In der Gestaltung der Modellannahmen sollte die Erwartung einer reduzierten Performance in der Zukunft berücksichtigt werden, besonders im Vergleich zu dem Aufschwung, der zwischen 2010 und 2020 verzeichnet wurde (2020, S. 2-3)
 - Profitabilität: Im Vergleich zu Management Fees, die hauptsächlich zur Deckung der Fixkosten des GP dienen, bieten Performance Fees eine grössere operative Gewinnspanne. In Bezug auf die Profitabilität, erweisen sich Private Equity und Real Estate als die ertragsreichsten Sektoren für PEM, während Private Debt am wenigsten gewinnbringend ist (2020, S. 4, 8)
 - Timing der CF: Die Prognose der zeitlichen Verteilung der Einkommensströme aus Performance-Gebühren stellt eine herausfordernde, aber für eine fundierte DCF-Bewertung unerlässliche Aufgabe dar. Typischerweise treten diese Performance-Gebühren im Zeitraum zwischen dem sechsten und achten Jahr eines Fonds auf (2020, S. 4).

In seiner Untersuchung fokussiert Fernyhough sich ausschliesslich auf die einzelnen Fonds und zieht die PEM als Ganzes nicht in Betracht. Nach seinem Vorschlag sollte die

Bewertung eines PEM auf der Gesamtsumme ihrer einzelnen Fonds beruhen. Obwohl dieser Ansatz wichtige Informationen über die Herleitung der Erträge aus den Fonds eines PEM liefert, gibt er nur eingeschränkte Auskunft über die Gesamtbewertung eines PEM.

Drukarczyk & Ernst (2010, S. 203) weisen darauf hin, dass gegenwärtige Unternehmensbewertungen von PE-Fonds und letztlich auch PEM noch immer verschiedene Risikofaktoren nicht vollständig eruiert werden. Bei der Durchsicht der spezialisierten Literatur wurde deutlich, dass die Einkommensströme von PEM variieren. Management Fees, die üblicherweise als konventionelle Einnahmen eines Asset Managers betrachtet werden, und Performance Fees sowie Beteiligungserträge, die eher typisch für PE-Fonds sind, erfordern eine separate bzw. risikogerechte Methodik zur Prognose dieser Einkommensströme, um ein fundiertes Ergebnis zu erlangen.

Im Kontext dieser Arbeit werden die charakteristischen Aspekte der PEM-Bewertung, die während der Erstellung des theoretischen Fundaments ausgearbeitet wurden, in den folgenden Kapiteln weiter erforscht und mit eigenen Analysen ergänzt. Die Werttreiber, die einer tieferen Analyse unterzogen werden sollen, werden im dritten Kapitel vertieft untersucht und im vierten Kapitel durch die Modellierung in der Fallstudie sowie die Integration eigener Erkenntnisse ausgebaut.

2.2.2 Untersuchung aktueller Equity Research Reports als Praxisliteratur

Für die Durchführung einer PEM-Bewertung ist es von Bedeutung, die Bewertungskriterien der massgeblichen Marktteilnehmer zu verstehen. Zudem ist es von Relevanz, aktuelle Bewertungsmethodiken zu analysieren bzw. zu beurteilen und daraus Ideen für das eigene Bewertungsmodell abzuleiten. Deshalb erfolgt im Weiteren eine Analyse und Deutung der Equity-Research-Reports³, die von Finanzanalysten verfasst wurden. In der Regel geniessen PEM eine weitreichende Berichterstattung durch Analysten. Durchschnittlich werden PEM, gemäss der Erläuterung, von 15 Analysten bewertet. Hierbei kommen unterschiedliche Modelle zur Anwendung, die sich in ihrer Herangehensweise und ihrem Umfang differenzieren. Für die vorliegende Arbeit ist es entscheidend zu verstehen, wie gängige Investmentanalysen für PEM erstellt und letztendlich Empfehlungen an die Anleger ausgesprochen werden. Dies soll einerseits

³ Analyseberichte im Bereich Equity-Research werden von Finanzspezialisten bei Banken, Research- oder Brokerhäusern erstellt und an ihre Kunden ausgegeben. Üblicherweise enthalten diese Berichte spezifische Anlageempfehlungen, wie zum Beispiel den Kauf, das Halten oder den Verkauf von Wertpapieren, die an Investoren gerichtet sind (CFI Team, 2023).

eine umfangreiche Übersicht darüber liefern, welche Annahmen sich in den Aktienpreisen von PEM widerspiegeln und andererseits dem Autor als Basis dienen, um das auf PEM spezialisierte Bewertungsmodell zu erstellen und zu beurteilen.

Für diese Ausarbeitung wurden über 40 Reports von 8 verschiedenen PEM und 10 unterschiedlichen Banken bzw. Research-Häusern analysiert. Der Zeitraum erstreckte sich dabei über 10 Jahre, weil es für die Auswertung am sinnvollsten war, nicht nur «Continuing Reports», sondern auch «Initiating Reports» zu betrachten. Dieses Vorgehen wird dadurch gerechtfertigt, dass «Initiating Reports» in der Regel deutlich detaillierter ausgeführt sind, wodurch sie ihre Vorgehensweisen und Annahmen umfassender und nachvollziehbarer darlegen können. Ein Nachteil dieser Reports ist aber auch, dass diese etwas älter sein können und dass die Informationen in den Berichten damit schon veraltet sind. Dieser Faktor spielt insofern nur bedingt eine Rolle, da eher eine Analyse der Werttreiber, getroffenen Annahmen und Entscheidungsfaktoren durchgeführt wird. Der Schwerpunkt der Analyse orientierte sich hierbei an den für diese Masterarbeit relevanten Forschungsfragen, woraus sich folgende Fragestellungen für die Untersuchung der Reports ableiten lassen:

- Welche Bewertungsmethodik bzw. welches Modell wurde verwendet?
- Anhand welcher Kriterien wurde die Peer Group gebildet?
- Welche Multiples wurden verwendet?
- Wie wurden die relevanten Cashflows (Management Fees, Performance Fees und Personalkosten) prognostiziert?
- Wie wurde das Risiko berücksichtigt bzw. was für Kapitalkosten wurden angewandt?

In der Tabelle 2 werden repräsentativ die 7 aufschlussreichsten Equity-Research-Reports von 7 verschiedenen Analysten bzw. Research-Häusern zusammengefasst und Antworten zu den kritischen Fragestellungen gegeben.

Tabelle 2: Vergleich der wichtigsten Equity-Research-Reports verschiedener PEM bezüglich Modell-, Peer Group- und Cashflow-Annahmen (eigene Darstellung)

PEM (Date)	Research Inst./ Bank	Applied Model	Multiple	Criteria for Peer Group	Assumptions for Cashflow forecast	Capital costs/ Risk recognition	Discount/ Growth rates
TPG (04.02.2022)	J.P. Morgan	Sum-of-the-parts (SOTP): Multiple Diconted Net Cash and Investments	EV/(Man.) Fee related earning (FRE) EV/Perf Fee	American PEMs Adjusting Multiple to the most comparable Peer (Carlyle)	not disclosed (n.d.)	Discount to Perf. Fee Multiple	not applicable (N/A)
TPG (07.02.2022)	Deutsche Bank	SOTP: Multiple DCF on Perf. Fees Balance Sheet Value (Net Cash + Investments)	Price/FRE (Man. Fees)	American PEMs Adjusting Multiple to the most comparable Peer (Carlyle)	- Management fees: Management fees are primarily derived from fee-paying AUM (FPAuM) and is the primary driver of fee-related revenues. - FPAuM is driven by Fundraising - Compensation Expenses are calculated as a ratio of Fee related revenues - Carried Interest = (Investments + Dry Powder)* MOIC* Perf Fee (20%)	n.d.	Perf. Fee: 10%
EQT (01.11.2019)	UBS	2-Stage DCF Model based on free cashflows to equity	N/A	European PEMs Balance Sheet Intensitiy	- Management Fees: Are calculated on AuM as recurring Man. Fee Margin - AuM forecast is based on Fundraising of flagship funds - Carried interest: forecast is based on Invested amount, MOIC, investment period and hurdle rate assumptions (Invested amount is derived on a Fund-Level) - Personnel Expenses are based on FTE Growth (allows for Margin increase)	Cost of Equity (CAPM)	discount rate (dr): 10.7% (rf: 0.34%; Beta 1.4; MP: 7.4%)
Partners Group (27.10.2020)	Societe Generale	3-Stage dividend discount model (DDM) Return on tangible equity (ROTE) DCF	N/A	N/A	- Man. Fees: Are calculated on AuM as recurring Man. Fee Margin - Perf: Fees: forecast is based on Invested amount, MOIC (variable on diffrent Asset classes), IRR and Perf. Fee share (variable on asset class) assumptions. - Personnel Expenses are based on FTE Growth, and evolution of average fixed compensation per head.	Cost of Equity (CAPM)	dr: 7.3% TV Growth: 4%
EQT (03.11.2019)	Nordea	DDM Model	P/E	European & American PEMs Similar product offerings	- Fund Level-Analyses (Buttom-Up): Each fund is modeled separately and aggregated to reach a group estimate. (Man. Fee, Perf. Fee, Personnel Expenses)	Cost of Equity	dr: 8.0% TV Growth: 2.5%
Partners Group (22.08.2022)	Credit Suisse	Average of 5 Models: DCF Residual Income Gordon Growth Model Dividend yields SOTP	N/A	N/A	- Man. Fees: Are calculated on AuM as recurring Man. Fee Margin - Perf. Fees: Forecast is based on 5-Step Model based on assumption for Perf. Fee distribution, Invested Capital, Exit-Multiples and Perf. Fee share	WACC	CoE: 7.5% Cost of Debt: 1.1% WACC: 7.2% TV Growth: 2.5%
EQT (04.11.2019)	BNP Paribas	SOTP: Multiples Balance Sheet	P/FRE	Differentiaion between US and European Peers as well as listed PE-Fund and listed PE Manager (PEM)	- Man. Fees: Are calculated on AuM as recurring Man. Fee Margin - Perf. Fees: Are calculted on a Fund-Level and assume Invested amount, MOIC, investment period and hurdle rate and Perf. Fee Share)	Discount to Perf. Fee Multiple WACC	WACC: 15%

Die Auswertung der Equity-Research-Reports wird in diesem Abschnitt anhand der oben definierten Fragestellungen zusammengefasst:

Angewandtes Bewertungsmodell: Wie in der obigen Tabelle zu erkennen ist, variieren die Arten der Bewertungsmodelle zwischen den verschiedenen Analysten. Zwei Arten der Bewertung stechen jedoch hierbei hervor: einmal das klassische Discounted Cashflow-Modell und zum anderen das Sum-of-the-Parts-Modell (SOTP)⁴. Bei der ersten Methodik liegt der Fokus mehr auf der Herleitung der zukünftigen Cashflows und der Peer Group und eine Bewertung mit Multiples erfolgt zumeist nur zur Plausibilisierung des mit dem DCF Model berechneten Aktienpreises. Die SOTP-Methode umfasst allerdings oftmals einen umfangreicheren Ansatz, bei dem die verschiedenen Geschäftsfelder der PEM mit unterschiedlichen Bewertungsmethodiken evaluiert werden. Hierbei ist auch zu erkennen, dass ein deutlich stärkerer Fokus auf der Analyse der Vergleichsunternehmen und unterschiedlicher Multiples liegt.

Kriterien für die Auswahl der Peer Group: Bei der Auswahl der Vergleichsunternehmen, gehen die verschiedenen Banken auch auf unterschiedliche Schwerpunkte ein. Zumeist erfolgt bei vielen eine Unterscheidung zwischen traditionellen Asset Managern, also jene die primär in Public Markets investieren, und alternativen Asset Managern, also jene die in hauptsächlich in Private Markets investieren. Des Weiteren wird oft eine Differenzierung zwischen europäischen und amerikanischen PEM vorgenommen. Hintergrund hierfür ist zum einen, dass der Markt, in dem die PEM agieren, unterschiedlich sein kann und zum anderen, dass amerikanische PEM oft einen höheren Anteil an Performance Fees aufweisen als ihre europäischen Äquivalente. Daher kann es sein, dass amerikanische und europäische Peers ein unterschiedliches Risikoprofil aufweisen. Eine weitere Herangehensweise bei der Bestimmung der Peer Group ist die Unterscheidung zwischen kapitalintensiven und kapitalarmen PEM.

Verwendete Multiples: Am meisten wurden von den Analysten der Price to Earnings, Enterprise Value to Earnings Multiple oder eine abgewandelte Form dieses Multiples verwendet. Zum Beispiel wurden bei der SOTP-Bewertung die Management Fees separat betrachtet und dann mittels eines Fee related earnings (FRE) Multiples der Unternehmenswert dieses Geschäftsbereich errechnet. Hintergrund hierfür ist eine separate Betrachtung der wiederkehrenden und gut prognostizierbaren Management Fee-

⁴ Die Sum-of-the-parts-Bewertung (SOTP), auch als "Break-up-Analyse" bekannt, ist eine Methode zur Bewertung eines Unternehmens, indem man die einzelnen Geschäftssegmente des Unternehmens separat bewertet und dann zusammenzählt, um eine Gesamtbewertung zu erhalten (Ernst et al., 2017, S. 155 f.).

Umsätze sowie der schwer prognostizierbaren Performance Fee-Umsätzen. Ausserdem äusserten sich viele Analysten kritisch zum Price to AuM (P/AuM) – Multiple. Werner et al. von der UBS argumentierten beispielsweise, dass der P/AuM-Multiple für PEM eine unzulängliche Bewertungsmethode darstellt, da sie wichtige Faktoren wie die zugrunde liegenden Umsätze und Gewinne des AuM, die von Produktmix, Gebührenmargen, erfolgsabhängigen Vergütungen (Carried Interest) und dem Ausmass der Co-Investition abhängen, nicht berücksichtigt. Des Weiteren vertreten sie die Ansicht, dass die P/AuM-Multiplikatoren nicht in der Lage seien, die Effizienz und die grundlegenden ökonomischen Faktoren von PEM zu berücksichtigen. Daher würden diese Kennzahlen kaum aussagekräftige Informationen bezüglich der potenziellen Gewinnstärke oder möglichen Skaleneffekten liefern. (2019, S. 137)

Annahmen zur Cashflow Prognose: Bei der Analyse zu den Annahmen zur Cashflow Prognose wurde sich nur auf die wesentlichen Wert- und Kostenreiber eines PEM fokussiert. Die Analysten weisen bei der Prognose der Management Fees und Personalkosten eine recht einheitliche Herangehensweise auf. Oftmals werden hierfür Verhältniskennzahlen zum AuM gebildet. Die eigentliche Prognose erfolgt dann auf der Vorhersage des AuM-Wachstums, welche wiederum auf der Analyse von Vergangenheitszahlen und dem Fundraisingzyklus sowie der Management-Guidance beruht. Für die Personalkosten wird oft ein Verhältnis zu den durch Gebühren generierten Gewinnen benutzt, um diese vorherzusagen. Falls eine Veränderung der Gewinnmarge berücksichtigt werden soll, wird sich bei den Personalkosten an dem Wachstum der Angestellten orientiert, um eine Verkleinerung oder Vergrösserung der Marge zuzulassen. Bei der Prognose der Performance Fees werden unterschiedliche Herangehensweisen verwendet. Eine mögliche Herangehensweise zur Bewertung besteht darin, die historische Wachstumsrate der Performance Fees zu berechnen. Eine weitere Vorgehensweise ist die Bottom-Up-Analyse der zugrunde liegenden PE -Fonds des PEM. Diese Analyse auf Produktebene verspricht eine umfassende Vorhersage der Performance Fees, erfordert jedoch auch einen beträchtlichen Aufwand. Schließlich wird noch eine andere Methode, die die Berücksichtigung der vom PEM getätigten Investments beinhalten, wobei Annahmen über die Verteilung der Performance Fees (in Bezug auf Höhe und Zeitpunkt), den Exit-Multiple, die Hurdle Rate und die vertraglich vereinbarte Gewinnbeteiligung des PEM getroffen werden.

Kapitalkosten: Für die Berechnung der Kapitalkosten wurde zumeist die weighted average cost of capital (WACC) verwendet. Hierfür wurden bei den Eigenkapitalkosten

auf das capital asset pricing model (CAPM) als Basis aufgesetzt. Da bei der SOTP-Bewertung die Performance Fees separat bewertet wurden, ist meistens ein Risikoaufschlag auf den Diskontierungssatz hinzugerechnet worden. Auch bei der SOTP-Bewertung mittels Multiples wurde für die Berechnung des Performance Fee related Earnings-Multiples eine Risikoadjustierung vorgenommen. In diesem Fall gilt der Management Fee related Earnings-Multiple als Ausgangspunkt und wurde wegen des zusätzlichen Risikos der Performance Fees mit einem Abschlag angepasst.

2.3 Private Equity Markt

Um eine faire Bewertung eines PEM vornehmen zu können ist ein umfangreiches Verständnis über den Markt, in dem das Unternehmen agiert essenziell. Deshalb wird in den folgenden Teilkapiteln die historische Entwicklung des PE-Marktes erörtert, die aktuelle Situation dargestellt und einige der wichtigsten Herausforderungen und Potenziale des PE-Marktes herausgearbeitet.

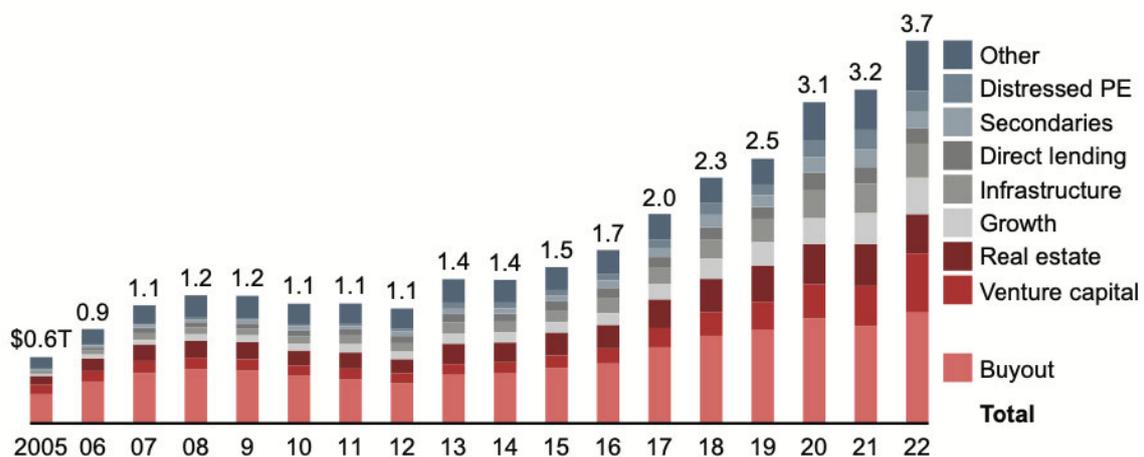
2.3.1 Historische Entwicklung des PE-Marktes

In den 1980er Jahren erlangten Leveraged Buyouts (LBOs) erstmals grössere Beachtung. Als diese Anlageklasse anfang zu wachsen, vermutete Jensen, dass Private Equity-Organisationen langfristig zur vorherrschenden Unternehmensform avancieren würden. Seine Argumentation basierte darauf, dass Private Equity-Unternehmen eine Verbindung aus Beteiligungen an Portfoliofirmen, leistungsorientierten Anreizen für die Mitarbeiter der Private Equity-Unternehmen und einer schlanken, effizienten Struktur mit minimalen Gemeinkosten in sich vereinen. Private Equity-Unternehmen führten eine leistungsbezogene Vergütung für Manager ein, verfügten über stark fremdfinanzierte Kapitalstrukturen, die häufig durch Hochzinsanleihen finanziert wurden, und beteiligten sich aktiv an der Führung und Überwachung der Portfoliounternehmen. Jensen war der Ansicht, dass diese Strukturen den börsennotierten Firmen mit einer Vielzahl von Eigentümern, niedriger Fremdfinanzierungsquote und schwacher Unternehmensführung überlegen seien. Nach dem Zusammenbruch des Junk-Bond-Marktes im Jahr 1989 und dem daraus resultierenden Scheitern und Konkurs zahlreicher LBOs schien Jensens Annahme jedoch verfrüht. (1989, S. 61). In den 1980er Jahren lag der entscheidende Wertehobel im Bereich des Financial Engineering. Aufgrund der wachsenden Anzahl an Buyouts, Fusionen und Unternehmensübernahmen stieg der Wettbewerb um Portfoliounternehmen, was es immer anspruchsvoller machte, die erhofften hohen

Renditen zu erzielen. Diese Situation führte dazu, dass Private Equity-Unternehmen gezwungen waren, die zweite grosse Innovation einzuführen: das operative Engineering (Operational Improvements). Wie bereits erwähnt, wurde dieser Ansatz auch von Firmen ausserhalb der Branche übernommen (Kaplan & Strömberg, 2009, S. 130; Neely & Favaro, 2011, S. 5).

In der Mitte des ersten Jahrzehnts des 21. Jahrhunderts erlebte die PE-Branche einen zweiten LBO-Boom. In den Jahren 2006 und 2007 flossen sowohl in nomineller als auch in relativer Hinsicht Rekordsummen in Private Equity-Investitionen. Die zwischen 2007 und 2008 entstehende globale Finanzkrise bewirkte jedoch einen Rückgang der Investitionen in Private Equity (Kaplan & Strömberg, 2009, S. 121). Nachdem die Liquiditätskrise abklang, nahmen die Investitionen in die Private Equity-Branche wieder zu. Aufgrund sinkender Zinssätze und mangelnder alternativer, ansprechender Anlageoptionen stieg der Bestand an nicht investiertem Kapital, auch als Dry Powder bekannt, in den folgenden Jahren beträchtlich an (siehe Abb. 8) (Barth, 2022, S. 47).

Abbildung 8: Globales Private Market dry powder, nach Fondsart (in Billionen USD) (MacArthur et al., 2023, S. 16)



Aufgrund der insgesamt positiven Wirtschaftsentwicklung und des unkomplizierten Zugangs zu Finanzmitteln verfügten potenzielle Portfoliounternehmen über eine solide Bilanzstruktur und hohe Geldreserven. Daher bestand kaum Bedarf an einem starken Kapitalgeber für kostenintensive Investitionen. Dies resultierte in einer Verknappung potenzieller Übernahmekandidaten. Diese Verknappung, zusammen mit der gleichzeitig wachsenden Nachfrage nach Private Equity-Investitionen von institutionellen Investoren, liess die Preise für mögliche Portfoliounternehmen steigen. Während im Jahr 2013 Preis/Earning-Ratios von 10 oder höher noch als ungewöhnlich galten, wurden solche

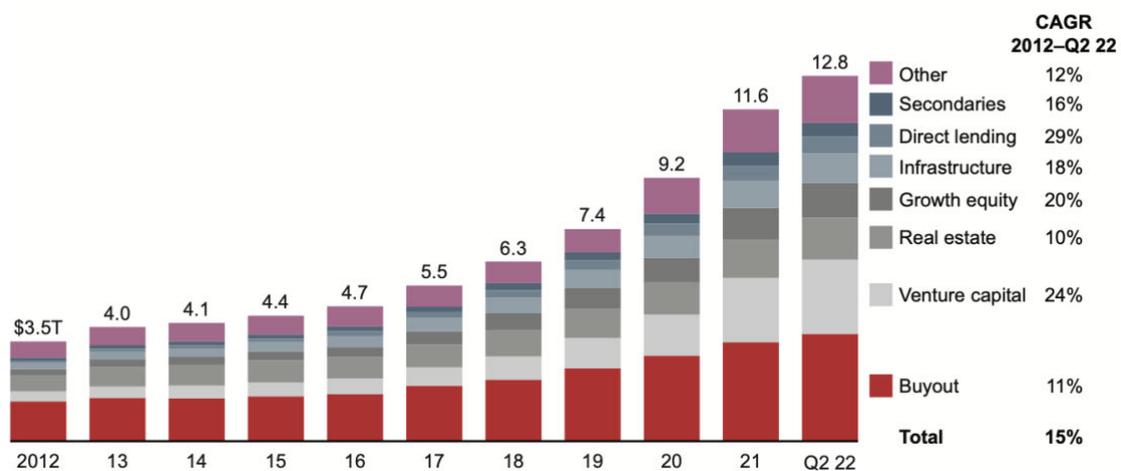
Multiples in den darauffolgenden Jahren zur Marktnorm (Barth, 2022, S. 48). Diese Entwicklung hatte aber auch zur Folge, dass sich viele PE-Manager für die Renditesteigerung auf den Aufwärtstrend der Multiples verliessen (MacArthur et al., 2023, S. 67).

2.3.2 Aktuelle Situation des PE-Marktes

Assets under Management

Bis zum 30. Juni 2022 erreichte das verwaltete Vermögen an den Privatmärkten ca. 12.8 Billionen US-Dollar (siehe Abb. 9). Seit 2017 sind die AUM mit einer jährlichen Wachstumsrate von fast 18 Prozent gestiegen. Im Jahr 2022 führte ein sich verschlechterndes makroökonomisches Umfeld zusammen mit einer geringeren Verfügbarkeit und höheren Kosten für Fremdkapital zu einer Verlangsamung der Exit-Aktivitäten, was das Wachstum des Nettoinventarwerts (NAV) befeuerte. Die Marktveränderungen in der zweiten Hälfte des vergangenen Jahres sind aufgrund von Verzögerungen bei den gemeldeten Daten noch nicht in den ausgewiesenen AUM-Zahlen enthalten (Averstad et al., 2023, S. 10)

Abbildung 9: Globale Private Market AuM nach Anlageklasse in Billion USD (MacArthur et al., 2023, S. 7)

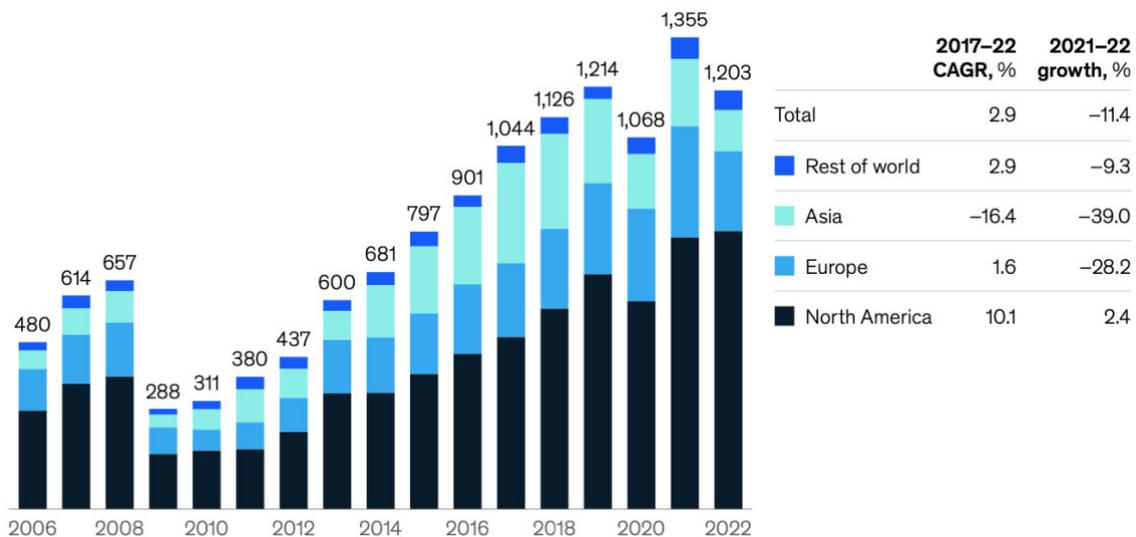


Fundraising

Im Jahr 2022 sank das globale Fundraising im Bereich Private Markets um 11 % auf 1.2 Billionen US-Dollar. Real Estate (-23 %) und Private Equity (-15 %) verzeichneten im Vergleich zu den Rekordwerten von 2021 die stärksten Rückgänge, während Private Debt (+2 %) sich als robuster erwies. Makroökonomische Gegenströmungen, darunter ansteigende Inflation und Zinsen, zusammen mit einer negativen Performance des

öffentlichen Marktes (-17.7 %), führten zu einem Denominator-Effekt⁵, und die LPs verringerten ihre neuen Zusagen. Im regionalen Vergleich zum Vorjahr wiesen Asien und Europa mit -39 % respektive -28 % den grössten Rückgang im Fundraising auf (siehe Abb. 1). Trotz dieser Herausforderungen dürfte 2022 (nachdem alle Daten erfasst sind) wahrscheinlich das drittbeste Fundraising-Jahr in der Geschichte werden (Averstad et al., 2023, S. 7–9). Obwohl die langfristigen Perspektiven für das Fundraising weiterhin sehr positiv erscheinen, ist es wahrscheinlich, dass das Umfeld für die Akquise neuer Mittel im Jahr 2023 merklich ungünstiger ist. Aufgrund verschiedener Faktoren wird die Investitionskapazität der LPs begrenzt sein, und der Liquiditätsengpass, vor dem sie stehen, wird es in den kommenden Monaten schwer machen, das Engagement auszuweiten. (MacArthur et al., 2023, S. 20).

Abbildung 10: Globales Private Market Fundraising nach Region in Mrd. USD (Averstad et al., 2023, S. 8)

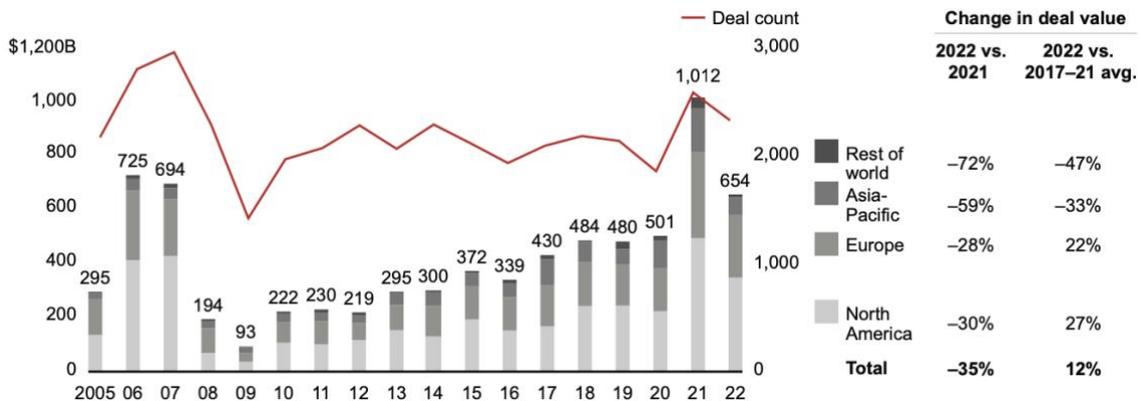


Investments

In diesem Jahr belief sich der Gesamtwert der globalen Buyout-Transaktionen (ohne Add-ons) auf 654 Mrd. USD, was einem Rückgang von 35 % im Vergleich zu 2021 entspricht. Die Gesamtzahl der Transaktionen sank um 10 % auf 2.318 (siehe Abb. 11). Trotzdem war 2022, gemessen am Transaktionswert, das zweitbeste Jahr in der Geschichte, was auf die aussergewöhnliche Geschäftsentwicklung in der ersten Jahreshälfte zurückzuführen ist.

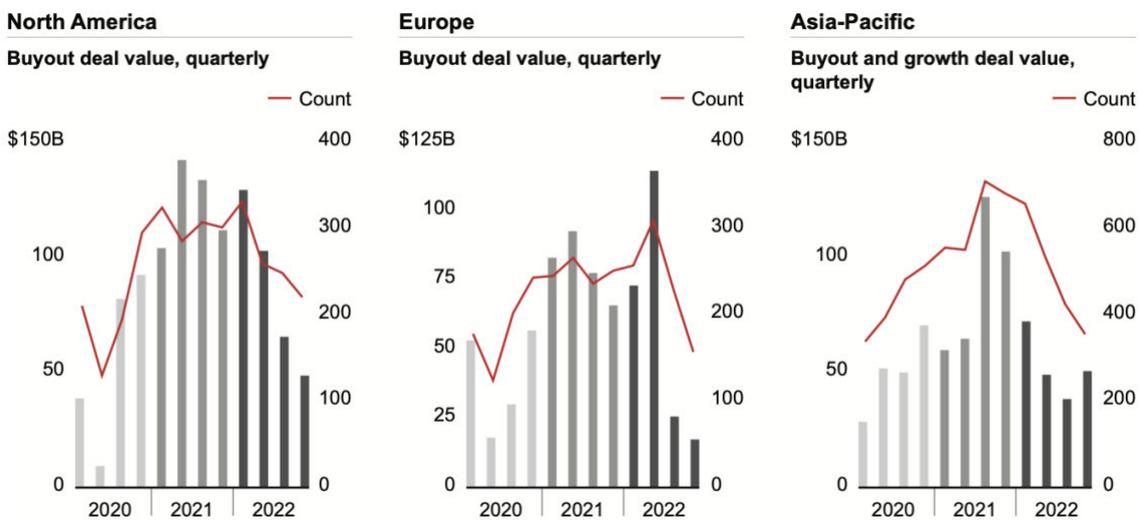
⁵ Der Denominator-Effekt entsteht, wenn eine Anlageklasse eines Portfolios einen starken Wertverlust verzeichnet und dadurch der Gesamtwert des Portfolios abfällt. Infolgedessen machen diejenigen Teile des Portfolios, deren Wert nicht gefallen ist, nun einen höheren prozentualen Anteil am Gesamtwert aus (O’Leary, 2023).

Abbildung 11: Globaler Gesamtwert der Buyout Transaktionen nach Region in Mrd. USD (MacArthur et al., 2023, S. 10)



Nach 2021, als die Branche Transaktionen im Wert von USD 1 Billion abwickelte, war der Dealflow der PE-Manager in den ersten Monaten des Jahres 2022 wieder sehr hoch. Als jedoch die Zentralbanken weltweit begannen, die Geldpolitik zur Bekämpfung der anhaltend hohen Inflation zu straffen, reduzierte sich die Aktivität in der zweiten Jahreshälfte in allen bedeutenden Regionen drastisch (siehe Abbildung 12).

Abbildung 12: Quartärlischer Buyout Transaktionswert nach Region in Mrd. USD (MacArthur et al., 2023, S. 10)

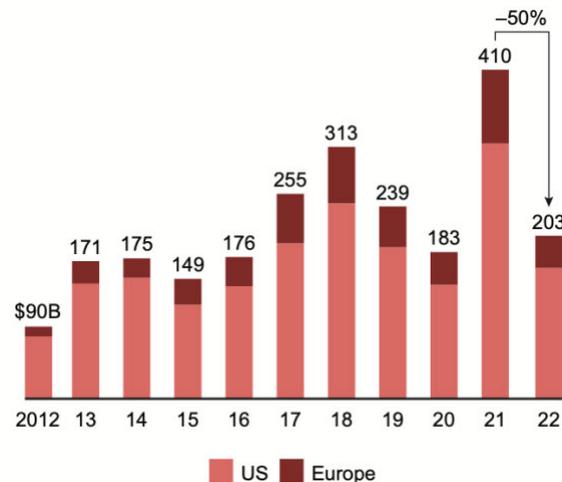


Der besonders ausgeprägte Rückgang im asiatisch-pazifischen Raum lässt sich auf wiederholte Marktabschaltungen aufgrund von Covid-Restriktionen zurückführen. Die Anzahl der Übernahmen verringerte sich in allen Branchen oder wuchs nur in geringem Masse (MacArthur et al., 2023, S. 9).

Aufgrund des starken Anstiegs der Zinsen zeigte sich der Bankensektor bei der Vergabe von syndizierten Krediten für grosse Leveraged-Buyout-Transaktionen zurückhaltend. Diese Entwicklung trug ab der zweiten Jahreshälfte massgeblich dazu bei, dass das

Transaktionsvolumen für Buyouts im Jahr 2022 erheblich zurückging. In den USA und Europa fiel das Volumen der fremdfinanzierten Kredite in der zweiten Jahreshälfte um 50 % auf 203 Mrd. USD (siehe Abbildung 13).

Abbildung 13: Syndizierte LBO-Kreditvergabe (in Mrd. USD) (MacArthur et al., 2023, S. 12)



Die Folge war ein Rückgang der grossen Transaktionen mit hoher Hebelwirkung, welche seit Jahren den Gesamtwert der Deals nach oben getrieben hatten. Das durchschnittliche Transaktionsvolumen verringerte sich um 23 % auf 964 Millionen USD, nachdem es seit 2014 jedes Jahr kontinuierlich zugenommen hatte und 2021 mit 1,2 Mrd. USD einen neuen Höchstwert erreichte.

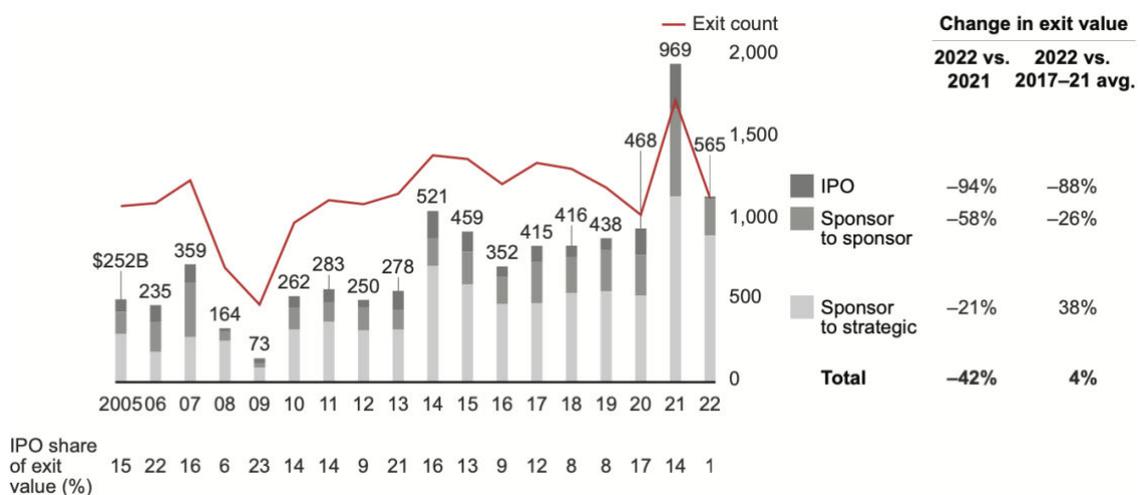
Da sich die meisten Kreditinstitute aus dem Geschäft mit grossen syndizierten Krediten zurückzogen, machten 2022 kleinere Transaktionen, die weniger Fremdkapital benötigten, einen grösseren Anteil an der Gesamtzahl der Transaktionen aus. GPs wandten sich an direkte Kreditgeber wie Sixth Street Partners und Ares Credit Group, um im Laufe des Jahres 80 % aller Mittelstandskredite zu finanzieren (MacArthur et al., 2023, S. 11).

Exits

In der zweiten Jahreshälfte 2022 gingen die Investitionen stark zurück, wobei die Exits noch stärker abnahmen. Alle Bereiche verzeichneten Rückgänge: Die durch Buyouts finanzierten Exits sanken um 42 % auf 565 Mrd. USD, wobei alle Weltregionen betroffen waren. Hingegen verringerten sich die Exits bei Wachstumskapital um 64 % auf 312 Mrd. USD. Der IPO-Markt kam 2022 aufgrund von starken Verwerfungen am Aktienmarkt fast vollständig zum Erliegen, was das Growth Equities-Segment besonders hart traf. Sponsor-zu-Sponsor-Transaktionen gingen um 58 % zurück, da Kreditgeber die

Finanzierung für grosse Deals reduzierten und Private Equity-Investoren wegen der anhaltend hohen Unternehmensbewertungen zögerten. Verkäufe an strategische Käufer lagen über dem Fünfjahresdurchschnitt, was hauptsächlich auf die relativ stabile Unternehmensprofitabilität während des Jahres zurückzuführen ist. Die makroökonomische Unsicherheit trübte jedoch den Markt in der zweiten Jahreshälfte, und auch das Transaktionsvolumen der strategischen Verkäufe verlangsamte sich gegenüber 2021 um 21 % (siehe Abb. 14) (MacArthur et al., 2023, S. 17)

Abbildung 14: Globale Buyout finanziertes Exit-Transaktionsvolumen nach Segment (in Mrd. USD) (MacArthur et al., 2023, S. 18)



Viele GPs waren 2022 angesichts der ungünstigen Marktbedingungen nicht bereit, kurzfristig unter Druck geratene, vielversprechende Vermögenswerte abzustossen. Nach der globalen Finanzkrise haben Private Equity-Manager einen der grössten Fehler begangen, indem sie Vermögenswerte zu schnell verkauften, statt sie länger zu halten. Bei einem stabilen Unternehmen besteht eine hohe Wahrscheinlichkeit einer Erholung, und es liegt die Annahme nahe, dass der Fonds am Ende eine adäquate Rendite erzielen wird. Diese Denkweise lässt vermuten, dass sich die Haltedauer für zum Verkauf stehende Unternehmen im Jahr 2023 verlängern könnte, falls die Wirtschaft ins Stocken gerät (MacArthur et al., 2023, S. 19).

2.3.3 Aktuelle Herausforderungen des PE-Marktes

Inflation

Die Inflation konfrontiert Private Equity-Fonds mit mehreren unmittelbaren Herausforderungen. Erstens beeinflussen die Unsicherheit über Zinssätze und die Sorge vor einer möglichen Rezession direkt die Kosten und Verfügbarkeit von Krediten für

M&A-Transaktionen. Zweitens sind die Portfoliounternehmen selbst von den inflationären Kostenanstiegen betroffen, sowohl bei den bezogenen Waren als auch bei den Lohnansprüchen. Das gegenwärtige makroökonomische Umfeld erfordert entschiedene Massnahmen in Bezug auf die Kostenseite (Einkauf, Automatisierung, Investitionsverzögerungen) sowie die Weitergabe von Preiserhöhungen. Dies kann insbesondere in verbraucherorientierten Branchen, die sich an weniger finanzstarke Verbraucher richten, problematisch sein, weil deren verfügbares Einkommen bereits durch zunehmende Energiepreise und nun auch durch steigende Zinssätze beeinträchtigt ist. Die verfügbaren liquiden Mittel sind begrenzt und der Zugang zu Verbraucherkrediten ist erschwert (Erickson, 2023). Wie schon im vorhergehenden Kapitel erwähnt, beeinflussen diese Entwicklungen unmittelbar den Zeitpunkt und den Transaktionswert der Exits, welche sich wiederum auf die Renditen der PE-Manager auswirkt.

Zinsanstieg

Im Juni 2021 deutete die steigende Inflation das Ende der lockeren Geldpolitik im globalen Finanzwesen an. Im Juni 2022, als die US-Notenbank und andere bedeutende Zentralbanken die erste von mehreren Zinserhöhungen um jeweils 0,25 Prozentpunkte durchführten, zogen sich die Banken von der Finanzierung von Leveraged-Transaktionen zurück. Dies führte zu einem Einbruch im Transaktionsgeschäft, der sich negativ auf Exit- und Fundraising-Zahlen auswirkte (MacArthur et al., 2023, S. 3). Bis Mai 2023 hat sich, aufgrund einer Veränderung von 500 Basispunkten innerhalb eines Jahres, die Kalkulation für Investitionen (und das Erzielen signifikanter Renditen) in Unternehmen - insbesondere in solche, die auf Schulden angewiesen sind - für Private Equity-Gesellschaften deutlich verändert (O’Leary, 2023). Dies führt direkt zu einer grundlegenden Herausforderung, der sich PE-Investoren gegenübersehen: Zinssätze und Vermögenspreise neigen dazu, sich in entgegengesetzte Richtungen zu entwickeln. Wenn die Diskontsätze fallen, steigen die Vermögenspreise und umgekehrt. Für Private Equity-Investoren, die sich lange auf eine multiple Expansion verlassen haben, um ihre Renditen zu steigern, hat die Zinswende eine neue Realität geschaffen: In Zukunft werden Renditen stärker von der Generierung von Einnahmen und der Steigerung der Gewinnmargen abhängig sein, anstatt einfach günstig einzukaufen und teuer zu verkaufen. In den vergangenen Jahren basierten die Renditen von Private Equity-Gesellschaften grösstenteils auf der Expansion des Geschäftsvolumens und nicht auf dem Wachstum von Einnahmen und Gewinnmargen. Diesen Luxus können sich GPs jedoch zukünftig nicht mehr erlauben, da höhere Zinsen weiterhin Druck auf die Unternehmensbewertungen

ausüben. Das bedeutet, dass die Erträge vermehrt aus dem Wachstum des Gewinns vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA) stammen müssen. Angesichts der Verlangsamung des Marktwachstums und des inflationären Kostendrucks dürften diese Gewinne jedoch schwerer zu erreichen sein. Der Erfolg wird weniger davon abhängen, den "maximalen Leverage" zu erhöhen und Multiple Arbitrage zu betreiben, sondern vielmehr darin liegen, den operativen Leverage zu optimieren und organisches Wachstum zu generieren (MacArthur et al., 2023, S. 70 f.).

Zudem ist der Bereich Growth and Venture Capital Fonds mit eigenen Schwierigkeiten konfrontiert. Aber auch in diesem Fall ist die Herausforderung rechnerisch begründet: Höhere Zinssätze reduzieren den Wert zukünftiger Einnahmen, was sich besonders stark auf schnell wachsende Unternehmen auswirkt, deren erwarteter Cashflow-Boom in der Zukunft liegt (MacArthur et al., 2023, S. 15). Abschliessend könnte sich der Zinsanstieg auch auf das Fundraising im PE-Markt auswirken da, andere Anlageklassen wie z.B. Anleihen wieder attraktiver werden und institutionelle Investoren ihre asset allocation wieder mehr in Richtung Public Markets verschieben könnten. Ein solches Verhalten würde sich dann auch negativ auf das AuM-Wachstum auswirken (MacArthur et al., 2023, S. 21).

ESG-Regulatorien:

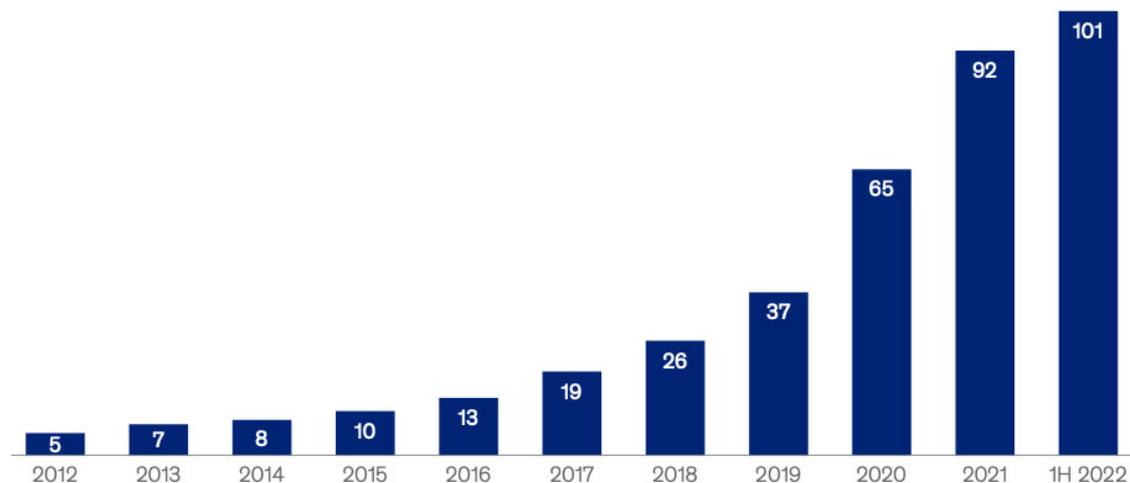
Obwohl die Energiewende neue Investitionschancen eröffnet, führt sie auch zu neuen Risiken und Anforderungen für Private Equity-Portfolios. Sowohl grosse als auch kleine Unternehmen sind gefordert, mehr zu tun als lediglich PR-Aussagen über Netto-Null-Ziele zu veröffentlichen. Bisher waren private Unternehmen im Vergleich zu ihren börsennotierten Konkurrenten weniger stark darauf angewiesen, Strategien zur Reduzierung der CO₂-Emissionen umzusetzen. Dies ändert sich jedoch nun, da die privaten Firmen mit neuen Regelungen konfrontiert werden, die sich auf die Emissionen der Kategorien Scope 1 und Scope 2 (direkte Emissionen eines Unternehmens sowie solche, die durch Energieeinkäufe entstehen) sowie Scope 3 (Emissionen, die in der Wertschöpfungskette eines Unternehmens sowohl vor- als auch nachgelagert entstehen) fokussieren. Zudem verlangen Investoren und Regulierungsbehörden, dass Firmen klare Strategien zur Emissionsreduzierung entwickeln, welche den von Organisationen wie der Science Based Targets Initiative festgelegten Standards und Berichtsprotokollen entsprechen. Wenn GPs nicht für eine Zukunft vorsorgen, in der Portfoliounternehmen sich darauf vorbereiten, auf emissionsneutrale Geschäftspraktiken umzustellen, setzen sie sich einem erheblichen Risiko aus (MacArthur et al., 2023, S. 35).

2.3.4 Chancen des PE-Marktes

Nachhaltige Investitionen

Das Jahr 2022 dürfte das bislang erfolgreichste Jahr für ESG-orientierte Kapitalbeschaffung werden, da in der ersten Jahreshälfte 24 Mrd. US-Dollar eingesammelt wurden. Nachhaltigkeitsbezogene Geschäftsabschlüsse stiegen um 7 Prozent auf fast 200 Mrd. US-Dollar und erwiesen sich damit als widerstandsfähig gegenüber den Herausforderungen, denen andere Anlageklassen ausgesetzt waren (siehe Abb. 15). Rund 40 Prozent dieses Gesamtvolumens entfielen auf Risikokapital, während auf Branchenebene erneuerbare Energien und emissionsfreier Verkehr das dritte Jahr in Folge an der Spitze standen. Die zunehmende Bedeutung von ESG in den Privatmärkten beschränkt sich jedoch nicht nur auf spezielle Fonds und Geschäftsabschlüsse: Die meisten Fonds (unabhängig von ihrer Strategie) berücksichtigen inzwischen ESG-Risikofaktoren bei ihren Due-Diligence-Prüfungen, und einige integrieren explizit ESG-Konzepte in ihre Wertschöpfungspläne (Averstad et al., 2023, S. 61)

Abbildung 15: ESG fokussierte AuM im Zeitverlauf in Mrd. USD (Averstad et al., 2023, S. 61)



Der Wettbewerb um die Entwicklung neuer alternativer Energiequellen und anderer CO₂-arme Technologien bietet generationsübergreifendes Potenzial für attraktive Investitionsmöglichkeiten. Unternehmen, die die Technologien, Produkte und Dienstleistungen bereitstellen, die den Übergang zu CO₂-armen Lösungen fördern, sind in der gesamten Weltwirtschaft präsent. Sie werden Billionen an neuem Kapital benötigen, um die schlimmsten Auswirkungen des Klimawandels abzuwenden. Investoren empfinden den Bereich der Energiewende zunehmend als attraktiv. PitchBook zufolge haben Buyout- und Growth-Equity-Fonds zwischen 2017 und der ersten Jahreshälfte 2022 Investitionen im Zusammenhang mit der Energiewende im Gesamtwert

von etwa 160 Mrd. US-Dollar getätigt. Der grösste Anteil entfiel dabei auf die Bereiche erneuerbare Energien und umweltfreundliche Industrien (MacArthur et al., 2023, S. 30)

Web3

Im letzten Jahr sind Vermögenswerte im Zusammenhang mit Web3 deutlich geschrumpft. Das liegt zum grossen Teil an den starken Verwerfungen am Krypto Markt, aber die Kryptowährungen sind nicht das eigentlich Wichtige bei Web3. Die grundlegenden Technologien, die Web3 ermöglicht haben, sind von entscheidender Bedeutung, da sie zahlreiche Innovationen hervorgebracht haben, welche weitreichende Einflüsse auf viele Aspekte der globalen Wirtschaft, einschliesslich des Private Equity-Sektors, ausüben werden. Das expandierende Web3-Ökosystem beinhaltet mittlerweile Tausende von Unternehmen, die durch Startkapital von rund 94 Mrd. Dollar, bereitgestellt von Risikokapitalgebern, Hedgefonds, Private Equity-Fonds und weiteren Investoren, finanziert werden. Gerade für Private Equity stellt web3 ein grosses Wachstumspotential dar. Zum einen als Investitionsmöglichkeit, da sich Blockchain und ähnliche Technologien als grundlegende Infrastruktur für eine breite Palette an Sektoren und Anwendungen etablieren lässt, wobei Kryptowährungen lediglich einen geringen Anteil an der gesamten Web3-Entwicklung darstellen. Und zum anderen als Instrument für neue Fondsstrategien. Die Möglichkeiten digitaler Token könnten die Methoden der Kapitalbeschaffung und -verwaltung in Private Equity-Fonds revolutionieren. Sie könnten vermögenden Privatpersonen Zugang gewähren und den Prozess zur Erschaffung von liquideren Fondsmodellen beschleunigen. Zudem besteht die Chance, dass sie die Management Fees reduzieren und die Verwaltung der Fonds effizienter werden lassen (MacArthur et al., 2023, S. 39–42).

Digitalisierung

Laut einer Studie von PWC gehen 70 % der befragten PE-Manager davon aus, dass operative Verbesserungen, insbesondere Digitalisierung (82 %), einen stärkeren Einfluss auf ihre Kapitalrendite haben werden. Diese Einschätzung unterscheidet sich von den letzten drei Jahren, als 61 % der Private Equity-Unternehmen den finanziellen Leverage als treibende Kraft hinter ihren Renditen sahen. In der aktuellen Situation mit höheren Zinsen und begrenzter Kreditvergabe müssen sich Investoren weniger auf Fremdkapital stützen und stärker auf die Fähigkeiten konzentrieren, welche sie als aktive Investoren auszeichnen. Beachtenswert ist, dass 64 % der Befragten der Ansicht waren, die Digitalisierung habe in jüngerer Vergangenheit den grössten Einfluss auf die

Kapitalrendite ausgeübt und wird nun als zentraler Faktor betrachtet. Das zeigt einen signifikanten Wandel in der Wahrnehmung der Fondsmanager (Beer, 2023, S. 41).

Die Digitalisierung von Prozessen zur Datenerhebung erlaubt es Private Equity-Gesellschaften, rasch und genau Informationen über ihre Portfoliofirmen zu sammeln. Dies unterstützt sie dabei, potenzielle Risiken zu identifizieren und fundierte Entscheidungen zu fällen. Digitalisierung kann auch Echtzeit-Überwachung ermöglichen, durch die Unternehmen die Performance ihrer Portfoliounternehmen kontinuierlich verfolgen können. Eine solche Anwendung kann Frühwarnindikatoren für mögliche Risiken liefern und ein frühzeitiges Eingreifen ermöglichen. Zudem erlauben fortschrittliche Technologien wie Künstliche Intelligenz die Automatisierung von repetitiven und zeitaufwendigen Aufgaben, wie etwa Finanzprognosen, Risikoanalysen und Due Diligence. Dadurch wird Zeit für strategisch wichtigere Tätigkeiten frei. Darüber hinaus setzen Private Equity-Gesellschaften auf digitale Analysewerkzeuge, um Erkenntnisse über Verbraucherverhalten, Markttrends und weitere wichtige Metriken zu erlangen. Diese Daten können als Grundlage für Investitionsstrategien und Entscheidungen dienen. Die Auswirkungen der Digitalisierung machen sich auch in Bereichen wie Marketing, Vertrieb, Kundenservice sowie Lieferketten und Logistik bemerkbar, was insgesamt einen wertsteigernden Effekt hat. Indem sie widerstandsfähigere und leistungsfähigere Unternehmen aufbauen, erhöht sich die Wahrscheinlichkeit für Fonds, erfolgreiche Exits zu erzielen und ihren LPs höhere Ausschüttungen zu ermöglichen, wenn sie ihre Investitionen verkaufen (Beer, 2023, S. 45–47).

3 Vorgehen und theoretische Anwendung der Grundlagen

Die Vorgehensweise baut auf einer umfangreichen Literaturanalyse auf. Durch die Umsetzung einer Fallstudie und die Verwendung sowie Beurteilung der eruierten theoretischen Konzepte entstehen Modelle, die auf einer quantitativen Datenerhebung basieren. Obwohl die theoretischen Grundlagen empirisch erstellt wurden, ermöglicht die Fallanalyse in Kapitel vier ein praktisches Forschungsergebnis. Die Kombination aus qualitativen Erkenntnisgewinnen und quantitativen Daten ermöglicht eine objektive Herangehensweise. Im Folgenden wird die Forschung weiter erläutert und plausibilisiert.

3.1 Sekundärforschung: Literaturarbeit und Analyse der Praxisliteratur

Als Grundlage für die Erstellung der Modelle dienen die akademische Literaturarbeit sowie die Analyse von Praxisliteratur. Durch das sukzessive Aufbereiten von theoretischen Grundlagen entstand das qualitative Fundament, für die im Anschluss umgesetzte Fallstudie. Die Modellerstellung basiert auf einer immer spezifischer werdenden Literaturrecherche in den Bereichen Unternehmensbewertung, Finanzmodellierung, spezifische Bewertungstheorien für PEM, Praxisliteratur in der Bewertung von PEM und letztendlich auf der eigenen Erfahrung des Verfassers im Bereich Private Equity. Aus den gewonnenen Erkenntnissen wurde eine Theorie dazu abgeleitet, wie ein PEM mithilfe eines speziell auf diese Unternehmensart zugeschnittenen Modells, bewertet werden kann.

3.2 Primärforschung: Anwendung der Literatur anhand von Fallbeispielen

Für die Anwendung des Bewertungsmodells wurden die Firmen Partners Group Holding und The Carlyle Group ausgewählt. Primär wurden die Unternehmen ausgewählt, um das entwickelte Bewertungsmodell auf einen kapitalleichten PEM (PG) und einen kapitalintensiven (CG) anzuwenden. Die Analyse der Praxisliteratur sowie das daraus entwickelte Bewertungsmodell bilden das theoretische Fundament und den zentralen Bestandteil der Masterarbeit. Das Grundgerüst der Arbeit basiert auf eigener Forschung und umfasst eine Verknüpfung von Theorie, Praxis und Datenbanken (Refinitiv, Bloomberg). In den folgenden Abschnitten wird auf die durch die Praxisliteratur gewonnenen Grundlagen und deren Anwendung auf das Bewertungsmodell für PEM eingegangen.

3.3 Anwendung der Erkenntnisse für das Bewertungsmodell

In diesem Unterkapitel wird eine Verbindung zwischen Theorie und Praxis hergestellt, um ein tieferes Verständnis und Vorkenntnisse für das in Kapitel 4 verwendete Bewertungsmodell zu schaffen. Darüber hinaus werden mögliche Ansätze zur Bewertung eines PEM eruiert.

3.3.1 Discounted Cashflow Model

Eine der Möglichkeiten, einen PEM zu bewerten, besteht darin, ein Discounted Cashflow to Firm Model (DCFF) (auch als Entity-Ansatz bezeichnet) zu verwenden (vgl. Kapitel 2.2.2). Hierbei kann es sinnvoll sein, die Cashflow-Ströme zwischen Cashflows aus Management Fees sowie Cashflows aus Performance Fees aufzuteilen und eine geeignete

Methode zur Prognose zu verwenden. Der Grund hierfür ist, dass die beiden Cashflow-Quellen ein völlig unterschiedliches Risikoprofil aufweisen. Management Fees sind wiederkehrende, vertraglich vereinbarte und stabile Zahlungseingänge, die sich mit hoher Sicherheit prognostizieren lassen. Deshalb weisen diese Cashflows ein vergleichsweise niedriges Risiko auf. Bei Performance Fees sind Zeitpunkt und Höhe der zu erwartenden Cashflows schwer vorherzusagen und weisen durch ihre optionsähnliche Auszahlungsstruktur ein deutliches höheres Risiko auf. Es wird für sinnvoll erachtet die Prognose der zukünftigen Cashflows in zwei Phasen zu unterteilen. Die erste Phase ist die nähere Phase, in der jegliche Einflussgrößen auf den Cashflow der nächsten 5 Jahre genaustens evaluiert und prognostiziert werden und für die zweite Phase wird ein sogenannter Terminal Value bestimmt, auf dessen Grundlage eine ewige Rente berechnet wird.

Um den Zeitwert des Geldes zu berücksichtigen, werden die zukünftigen Cashflows in einem letzten Schritt mit den Kapitalkosten diskontiert (Ernst et al., 2017, S. 9). Auf die Einzelheiten zur Berechnung der Kapitalkosten und den wichtigsten Erträgen und Aufwendungen zur Bestimmung der zukünftigen Cashflows wird in den folgenden Unterkapiteln näher drauf eingegangen.

3.3.2 Kapitalkosten

Um den Aktienwert eines Unternehmens mit Hilfe des DCF zu bestimmen, werden zusätzlich zu den zukünftigen Cashflows noch die Kapitalkosten benötigt. In der Praxis wird häufig zur Berechnung der EK-Kosten ein kapitalmarktorientiertes Modell wie z.B. das Capital Asset Pricing Modell (CAPM) verwendet (vgl. 2.2.2). Dieses Modell wird auch in dieser Bewertung als Grundlage verwendet, um die EK-Kosten zu bestimmen. Einige Untersuchungen haben jedoch ergeben, dass die Bepreisung der EK-Kosten durch das CAPM in manchen Fällen nicht effizient ist bzw. nicht die tatsächlich erwartete Rendite der Investoren widerspiegelt (vgl. 2.2.1). In diesem Bewertungsmodell wird daher für die aus Performance Fee generierten Cashflows zusätzlich zu den aus dem CAPM berechneten EK-Kosten ein Risikoaufschlag hinzugerechnet. Dieser Risikoaufschlag sollte anhand des Performance Fee- Anteil am Umsatz bestimmt werden. Wenn dieser in Relation zu einer Peer Group gesetzt wird, kann beurteilt werden, ob der Anteil besonders hoch oder niedrig ausfällt. Bei einem erhöhten Anteil ist also ein Risikozuschlag und bei einem niedrigeren Anteil ein Risikoabschlag auf die Kapitalkosten vorzunehmen.

3.3.3 Hauptwerte und Kostentreiber des DCF-Modells

Als Hauptwerttreiber lassen sich solche Positionen definieren, welche einen massgeblichen Einfluss auf die Entwicklung der Cashflows oder die Gewinne (Earnings) eines PEM haben. Die Prognose der Cashflows bzw. der Earnings eines Unternehmens sind deshalb so ausschlaggebend, da diese als Grundlage für die DCF-Bewertung dienen.

3.3.3.1 *Assets under Management (AuM)*

Für die Aktionäre eines PEM ist es vom grossen Vorteil, grade im Vergleich zu traditionellen Asset Managern, dass die Investoren (LPs) der Fondsprodukte eine Ihr Kapital langfristig binden. Die Grundlage für diesen Vorteil bilden, wie oben bereits erwähnt, die wiederkehrenden und relativ sicheren Management Fees. In der Regel haben die vom PEM (GP) gegründeten Fonds eine Laufzeit von 10 Jahren, mit der Möglichkeit, die Laufzeit noch 2-mal um ein Jahr zu verlängern (Giblat et al., 2019, S. 35). Die Höhe der Assets under Management ist neben der Investment-Performance einer der zwei entscheidenden Faktoren für den Erfolg von Private Equity-Managern. Die Bewegungen der AuM resultieren aus neuen Commitments bestehender oder neuer Investoren, Abgängen aus dem Verkauf von Portfoliounternehmen sowie step-downs⁶. Wenn etwa 80-85 % des zugesagten Kapitals im Vorgängerfonds investiert wurden, wird der Nachfolgefonds lanciert und die Höhe der AuM reduzieren sich auf das investierte Kapital (Werner et al., 2019, S. 92).

Ob ein PEM neue Commitments generieren kann, hängt von unterschiedlichen Faktoren ab. Zum einen spielt die Performance bzw. die erwirtschafteten Renditen des Fonds eine grosse Rolle beim Fundraising, denn hohe Renditen im Vorgängerfonds können ein Indiz für die Kompetenzen des Fondsmanagers sein. Investoren könnten daher annehmen, dass auch der Nachfolgefonds eine hohe Rendite aufweisen wird. Ein zweiter wesentlicher Faktor ist die allgemeine Entwicklung des PE-Markts und die Attraktivität der Anlageklasse selbst im Vergleich zu anderen Anlageklassen. Beispielsweise war das Niedrigzinsumfeld für die Private Markets-Anlageklassen in den vergangenen Jahren sehr von Vorteil, denn viele institutionelle Investoren suchten nach einer Möglichkeit ausreichend hohe Renditen zu erwirtschaften, welche sie z.B. am Public Bond Market nicht mehr gewinnen konnten (Regli, 2022, S. 19). Wie im Kapitel 2.3.3. schon

⁶ Step-downs beziehen sich auf den Prozess, bei dem die AuM im Vorgängerfonds auf das investierte Kapital reduziert wird, sobald ein Nachfolgefonds aufgelegt wurde (Werner et al., 2019, S. 92).

beschrieben, kann der aktuelle Anstieg der Zinsen die PEM vor eine Herausforderung im Fundraising stellen und damit auch das AuM-Wachstum negativ beeinflussen.

Neben der Investmentperformance selbst, spielt auch die Höhe der AuM für die Berechnung der Performance Fees indirekt eine wichtige Rolle. Die Kapitalzusagen dienen hierbei als Obergrenze für das investierbare Kapital eines PEM. Das einsetzbare Kapital eines Private Equity-Managers dient wiederum als Grundlage für die Erzielung von Renditen. Auf Basis dieser Renditen, kann sich ein Manager dann nach den vertraglichen Bedingungen einen eigenen Anteil einbehalten bzw. auszahlen lassen (Werner et al., 2019, S. 84 f.).

Wichtig bei der Analyse der AuM ist auch die Unterteilung in verwaltetes Vermögen welches Gebühren generiert (Fee Paying AuM bzw. FAuM) und dem verwalteten Vermögen, welches keine Gebühren generiert. Die grössten Unterschiede zwischen den beiden Kennzahlen ergeben sich aus Co-Investments, die keine Fees erwirtschaften, Fair-Value-Markups, und Brutto-AuM für REITs und SPACs, die möglicherweise nicht vollständig gebührenpflichtig sind (Mason & Gilbat, 2022, S. 9).

Bei der Prognose der AuM können folgende Methoden angewendet werden, um diese bestmöglich zu prognostizieren: Die Prognose der AuM kann durch die Analyse historischer Wachstumsraten erfolgen. Hierbei sollten Aspekte wie z.B. Fundraising-Zyklen der Flaggschiff-Fonds berücksichtigt werden. Des Weiteren kann eine Vorhersage der AuM auch anhand des Wachstums eines Private Equity Marktes bzw. eines alternative Asset Manager Marktes gemacht werden. Hierbei können zum Beispiel Marktprognosen von Marktforschungsinstituten (z.B. von Preqin) betrachtet werden, um ein Wachstum des zu analysierenden PEM abzuleiten. Wichtig hierbei ist ausserdem auch die Analyse und Vorhersage des Marktanteils. Eine Regressionsanalyse kann es ermöglichen, grade für die kurzfristige Prognose der AuM, wichtige Einflussgrössen zu erkennen und Anpassungen bei der z.B. historisch hergeleiteten Wachstumsrate vorzunehmen. Zum Beispiel könnte eine Regression mit AuM als abhängige Variable und dem Zinsniveau als erklärende Variable durchgeführt werden.

Bei der Anwendung jeder dieser Herangehensweisen kann es hilfreich sein, eine Unterteilung des AuM nach Anlageklassen des Asset Managers, wie beispielsweise Private Equity, Private Debt, Infrastruktur, Immobilien, Hedge Funds, Secondaries usw., vorzunehmen. Abschliessend sollte auch die Management-Guidance berücksichtigt werden.

3.3.3.2 Personalkosten

Durch eine erweiterte geografische Abdeckung (Büronetzwerk), die Entwicklung neuer Anlagestrategien und die Verbesserung der Plattform wird das Wachstum in der Anzahl der Vollzeitangestellten vorangetrieben. Investitionen in private Märkte sind arbeitsintensiv und benötigen umfangreiche Ressourcen für die Identifizierung und Bewertung von Anlagechancen, die Durchführung von Due-Diligence-Prüfungen bei potenziellen Übernahmezielen, die Erstellung von Investitions- und Geschäftsplänen sowie die fortlaufende Betreuung und Überwachung von Unternehmen und Vermögenswerten im Portfolio. In den letzten Jahren hat der Anteil von Fachkräften, die nicht im Investmentbereich tätig sind (also anderweitige Experten), im Verhältnis zur gesamten Belegschaft zugenommen (Werner et al., 2019, S. 97). Eine Prognose der FTE und der damit verbundenen Personalkosten kann hierbei anhand des AuM-Wachstums festgemacht werden. Zudem könnte es sinnvoll sein, die Personalkosten den Umsätzen aus Management Fee und Performance Fee zuzuordnen und diese anhand ihres Wachstums zu prognostizieren. Dies liegt daran, dass die Personalkosten oftmals in direktem Zusammenhang mit den jeweiligen Umsätzen stehen. Beispielsweise ist es häufig vertraglich festgelegt, dass Angestellte direkt (prozentual) am erwirtschafteten Carried Interest partizipieren. Bei den beiden Verhältnisgrößen ist es ausschlaggebend zu analysieren, ob es einen historischen Trend gibt, welcher eine Erhöhung der Personalkostenmarge andeutet. Zudem ist hier auch die Prognose des Managements als Richtlinie zu evaluieren.

Des Weiteren wäre es sinnhaft die angefallenen Personalkosten nicht nur nach dem prozentualen Anteil der beiden Fees am Umsatz aufzuteilen, sondern, falls möglich, eine tatsächliche Zuordnung der Kosten vorzunehmen. Dies resultiert aus der Tatsache, dass das Investmentteam häufig unmittelbar an der Performance Fee partizipiert, was in bestimmten Jahren einen bedeutenden Prozentsatz der Personalkosten ausmachen kann.

3.3.3.3 Management Fee – Umsätze

Alternative Asset Manager verdienen einen grossen Teil ihres Einkommens durch Management Fees, die sie für die Erbringung von Investment-Management-Dienstleistungen an Limited Partners über die Vertragslaufzeit eines Fonds oder einer Limited Partnership Struktur erheben. Da die LPs ihr Kapital über die Fondslaufzeit vertraglich binden, zählen die daraus erwirtschafteten Management Fees als sichere und gut vorhersehbare Einkommensquelle. Die Höhe der Verwaltungskosten hängt dabei von

der Grösse der verwalteten Vermögenswerte sowie von der Management Fee-Marge ab (Werner et al., 2019, S. 92). Die Managementgebühren für Private-Capital-Fonds, Real Assets, Immobilien und Kreditfonds (nur in speziellen Situationen) werden anfangs auf das zugesagte Kapital erhoben. Dies erfolgt typischerweise während der ersten 4 Jahre des Fonds. Danach werden die Gebühren für den Rest der Anlagezeit auf das investierte Kapital berechnet. Bei einigen Private Debt Fonds (Direktkredite und Senior Debt) werden jedoch die Managementgebühren für die gesamte Laufzeit des Fonds auf Basis des investierten Kapitals berechnet (Kambo & Goulbourne, 2019, S. 53). Management Fees haben bei der Bewertung von PEM einen hohen Stellenwert, da diese über die gesamte Laufzeit des Fonds vertraglich wiederkehrend sind und die Management Fee-Marge sich nicht oder nur minimal ändert. Die Management Fees betragen in der Regel etwa zwischen ein und zwei Prozent von den AuM bzw. dem investiertem Kapital, dieser Prozentsatz ist abhängig von den Kosten des Fonds, die Höhe der Gebühren von Konkurrenzprodukten, der Fondsart und der Anlageklasse (Werner et al., 2019, S. 92 f.). Bei der Prognose der Management Fees eignet es sich am besten, die historische Management Fee-Marge zu berechnen und diese dann mit den prognostizierten AuM zu multiplizieren. Auch hier gilt zu beachten, dass eine Prognose der Fees für unterschiedliche Anlageklassen am sinnvollsten scheint, da die Management Fees wie oben schon beschrieben je nach Anlageklasse variieren können. Zudem sollten bei der Berechnung der Management Fee-Marge auch die Management-Guidance, des zu bewertenden PEM berücksichtigt werden.

3.3.3.4 Performance Fee (Carried Interest) – Umsätze

Sobald ein Fonds Investitionen veräussert und eine zuvor vereinbarte Mindestrendite (Hurdle Rate), welche meist zwischen 6-8 % liegt, erzielt, werden Performance Fees (auch "carried interest" genannt) generiert. In der Regel werden die Gewinne dann in einem vorher vereinbarten Verhältnis, oft 20 % für den GP und 80 % für den LP, aufgeteilt. Private Equity-Manager verdienen diese Gebühren normalerweise 4-6 Jahre nach der ersten Investition (Zeisberger et al., 2017, S. 14 f.) Es existieren üblicherweise zwei Arten von Vereinbarungen, durch die GPs eine Performance Fee erhalten: eine europäische und eine amerikanische Wasserfallstruktur. In der europäischen Wasserfallstruktur erhält der GP-Performance Fees erst nach Rückzahlung des gesamten Kapitals zuzüglich einer vereinbarten Hurdle Rate an den LP. Sobald die Hurdle Rate erreicht ist, werden Auszahlungen für die Erfolgsabhängigevergütung an den GP so lange bezahlt, bis die Gewinne schliesslich so aufgeteilt sind, als ob die Hurdle Rate null

gewesen wäre (bekannt als "Carry Catch-up"). Hingegen erzielt der GP in der amerikanischen Wasserfallstruktur Performance Fees auf Basis einzelner Deals, sofern Exits realisiert werden und der Gewinn des jeweiligen Deals im Vergleich zu dessen Kosten die festgelegte Hurdle Rate erreicht hat. Während der Laufzeit eines Fonds sind die Performance Fees insgesamt gleich, vorausgesetzt, alle anderen Faktoren bleiben unverändert. Es bestehen jedoch signifikante Unterschiede bei dem Zeitpunkt der Auszahlung der Performance Fees. In der amerikanischen Wasserfallstruktur erhält der GP die Performance Fee etwa drei Jahre früher als in der europäischen Variante (Zeisberger et al., 2017, S. 205 f.). Aus der Analyse der Praxisliteratur hat sich aber ergeben, dass sich bei den meisten PEM die europäische Wasserfallstruktur durchgesetzt hat, weshalb die amerikanische in der Analyse und Prognose der Performance Fees in dieser Ausarbeitung zu vernachlässigen ist.

Die Auszahlungsfunktion von Performance Fees, insbesondere die mit einer claw-back⁷ Klausel, ist der einer Call Option sehr ähnlich. Hieraus lassen sich Rückschlüsse auf das Risiko solcher Umsätze schliessen (Najar, 2017, S. 241). Nichtsdestotrotz ist die Performance Fee eines der wichtigsten Werkzeuge, um die Principal-Agent-Theorie zwischen Investor und Asset Manager zu überkommen. Sie hilft dabei die Ziele zwischen den beiden Parteien in Einklang zu bringen und dem GP die richtigen Anreize zu setzen (Kambo & Goulbourne, 2019, S. 56).

Wenn die Prognose von Performance Fees betrachtet wird, ist zunächst einmal festzustellen, dass die exakte Höhe und der genaue Zeitpunkt nur sehr schwer vorherzusagen ist (Mason & Gilbat, 2022, S. 38). Die Gebühren aus Erfolgsbeteiligungen sind stark abhängig vom Verkauf der gehaltenen Portfoliounternehmen, welcher wiederum abhängig ist von einer zyklischen Marktumgebung und diese ist letztendlich von vielen Faktoren abhängig wie zum Beispiel dem allgemeinen Wirtschaftswachstum eines Landes (Werner et al., 2019, S. 136).

Nach der Analyse einer Vielzahl unterschiedlicher Equity-Research-Reports über neun unterschiedliche börsennotierte Private Equity-Manager hat der Autor ein Modell

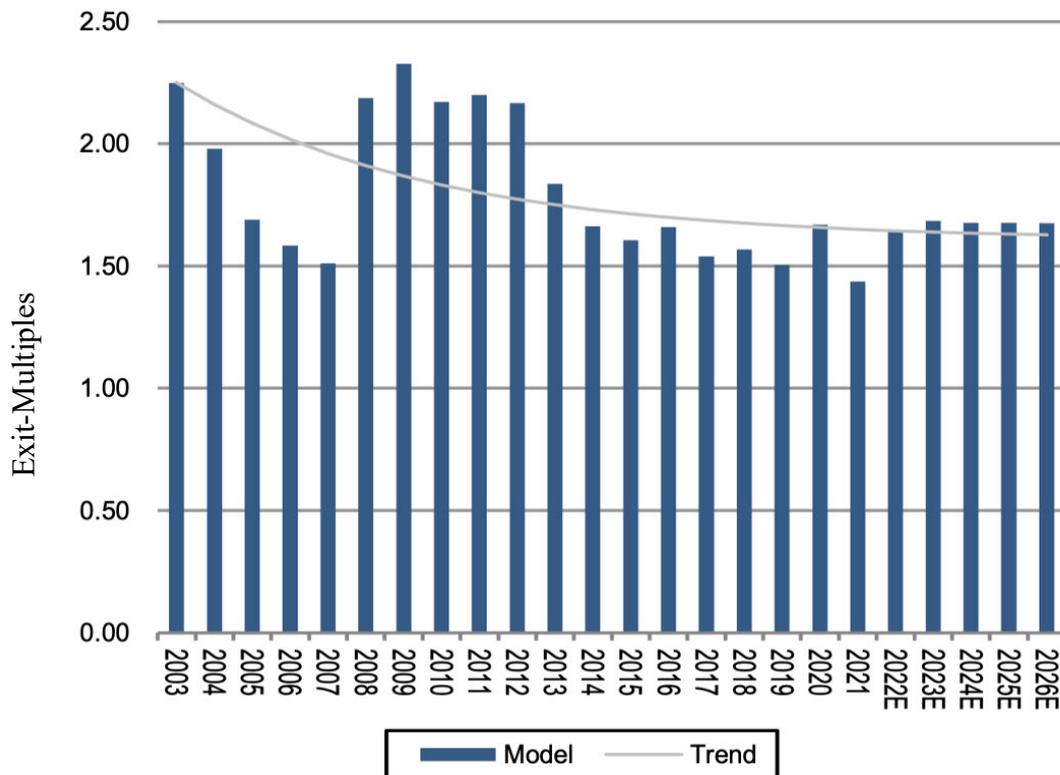
⁷ Eine claw-back Klausel bedeutet in der Regel, wenn bei der Auflösung des Fonds der Manager eine Performance Fee erhalten hat und entweder (a) die Anleger bis zu diesem Zeitpunkt ihre festgelegte Mindestrendite auf ihr investiertes Kapital noch nicht erhalten haben oder (b) die an den Manager gezahlten Performance Fees insgesamt 20 % der Gesamtgewinne des Fonds übersteigen, wird der Manager den Anlegern den höheren der beiden Beträge zahlen: (1) den Teil der erfolgsabhängigen Vergütungen, der die 20 % der Gesamtgewinne des Fonds übersteigt oder (2) den erforderlichen Betrag, um den Anlegern die gewünschte Vorzugsrendite zu ermöglichen (Zeisberger et al., 2017, S. 206)

entwickelt. Dieses ist angelehnt an das Modell des Analysten Daniel Regli welches im Bericht: «Partners Group: Initiate at Outperform: The growth story continues despite higher interest rates» von der Credit Suisse am 22.08.2022 veröffentlicht wurde. Aus seiner Sicht bietet es die bestmögliche Methode, um zuverlässig die Performance Fee von PEM vorhersagen zu können.

Im Folgenden wird die Methode zur Prognose der Performance Fees in 5 Schritten erklärt und anhand von Grafiken veranschaulicht.

1. Im ersten Schritt wird eine Verteilungsfunktion angenommen, um zu ermitteln, wie sich diese Performance Fees im Laufe der Jahre nach dem Investitionsjahrgang verteilen. Bei PEM-Investitionsprogrammen mit europäischer Wasserfallstruktur werden keine Performance Fees verbucht, solange ein bestimmtes Programm nicht seine Ziel-IRR erreicht hat. Wenn jedoch die IRR erreicht ist, werden sämtliche bis dahin aufgelaufenen Performance Fees auf einmal erfasst (Catch-Up-Klausel). Bei der Analyse von Fonds verschiedener Anlageklassen lässt sich annehmen, dass eine logarithmisch-normalverteilte Verteilungsdichte die beste Approximation darstellt. Zudem ist zu erwarten, dass ein Private-Debt-Fonds eine kürzere Laufzeit aufweist als ein Private Equity-Fonds und folglich den Wendepunkt früher erreicht, während ein Secondary-Fonds zwischen diesen beiden liegen sollte. Diese Unterschiede werden in Abbildung 16 nochmals veranschaulicht.
2. Im zweiten Schritt wird das aktuell investierte Kapital der Fonds zusammengetragen, welche Anspruch auf Performance Fees haben und diese in verschiedene Anlageklassen zu unterteilt.
3. Im nächsten Schritt muss eine Annahme über die Exit-Multiplikatoren (MOIC), je Anlageklasse getroffen werden. Dafür eignet sich eine Analyse der historischen Exit-Multiplikatoren. Wenn sich hier ein Trend feststellen lässt, ist auch die Anwendung einer natürlich abfallenden Funktion sinnvoll. Ein Beispiel für eine solche Herleitung des Exit-Multiples ist in Abbildung 16 zu erkennen.

Abbildung 16: Modellierte Exit-Multiples (direct equity) nach Auflegungsjahr (Regli, 2022, S. 26)



Mit dem investierten Kapital und den Exit-Multiples ist es nun möglich den Gewinn pro Investitions- bzw. Vintagejahr zu ermitteln. Aus diesem Gewinn lässt sich im Anschluss der Performance Fee- Anteil des PEM berechnen. Hierzu ist es notwendig einen prozentualen Anteil von Performance Fees der unterschiedlichen Anlageklasse festzulegen. Zum Beispiel könnte für direct equity 20 %, für direct lending 7.5 % und secondaries 12.5 % angenommen werden. Hierbei ist es wichtig sich an den historischen Performance Fees und an der Management-Guidance zu orientieren.

4. Im folgenden Schritt lässt sich dann die berechnete Performance Fees anhand der in Schritt 1 erstellten logarithmischen Normalverteilung auf die zukünftigen Jahre aufteilen bzw. prognostizieren.
5. Im abschliessenden Schritt erfolgt eine letzte Anpassung der Zahlen auf aktuellen und zukünftigen Marktgegebenheiten, um Jahre wie 2020 in Betracht zu ziehen, in denen aufgrund externer Faktoren (Corona-Pandemie) weniger Exits durchgeführt werden als erwartet. Solche Exits fallen in der Regel nicht total aus, sondern werden lediglich verschoben, was in den Folgejahren nach einem solchen Jahr zu einer überdurchschnittlichen Performance führt (Regli, 2022, S. 26–28).

3.4 Anwendung der Erkenntnisse für das Finanzmodell

Aus der Analyse der Literatur hat sich herausgestellt, dass die Erstellung des Finanzmodells essenziell für die Anwendung eines DCF-Bewertungsmodells ist. Genauer gesagt, bezieht sich die Erstellung des Finanzmodells auf die Prognose der Finanzberichte, also der Bilanz sowie der Gewinn- und Verlustrechnung. Hierzu werden alle relevanten Positionen des Jahresabschlusses eines PEM identifiziert und prognostiziert.

4 Fallstudie: Bewertung von Partners Group und Carlyle Group

Das zentrale Element dieser Arbeit wird durch die Fallstudie in diesem Kapitel repräsentiert, in welcher ausgewählte PEM bewertet und die primäre Forschungsfrage beantwortet wird. Das in dieser Arbeit entwickelte Bewertungsmodell wurde zur Analyse von Partners Group Holding AG und The Carlyle Group Inc. angewendet. Die nachfolgenden Kapitel liefern eine ausführliche Beschreibung und Herleitung des Bewertungsmodells. Dieses sollte gemeinsam mit dem EDV-gestützten Excel-Modell studiert werden.

4.1 Ausgangslage

Die Fallstudie konsolidiert und übernimmt die wichtigsten Einsichten aus den theoretischen Funktionsweisen der Private Equity bzw. Alternative Asset Manager, dem Private Equity Markt und der Fach- sowie Praxisliteratur zur Bewertung von PEM. Es wird eine Erweiterung von etablierten Bewertungsmodellen durch branchenspezifische Kenntnisse durchgeführt. Anschliessend wird der Ausgangspunkt der Fallstudie beschrieben. Hierbei werden die Planung und das Design diskutiert und die Prämissen festgelegt.

4.1.1 Prämissen und Datengrundlagen der Fallstudie

Die Daten, die in der Fallstudie verwendet werden, stammen aus einer Vielzahl von Quellen. Relevante Informationen für das Bewertungsmodell wurden aus Refinitiv sowie aus den Finanzberichten der jeweiligen PEM gesammelt. Es ist wichtig zu beachten, dass die verwendeten Daten öffentlich zugänglich und somit auch für Dritte verfügbar sind. Die in den Excel-Modellen vorgenommenen Dateneingaben sind im Tabellenblatt als «Assumptions» und enthalten entweder einen Kommentar oder eine Zelle, die die Quelle angibt.

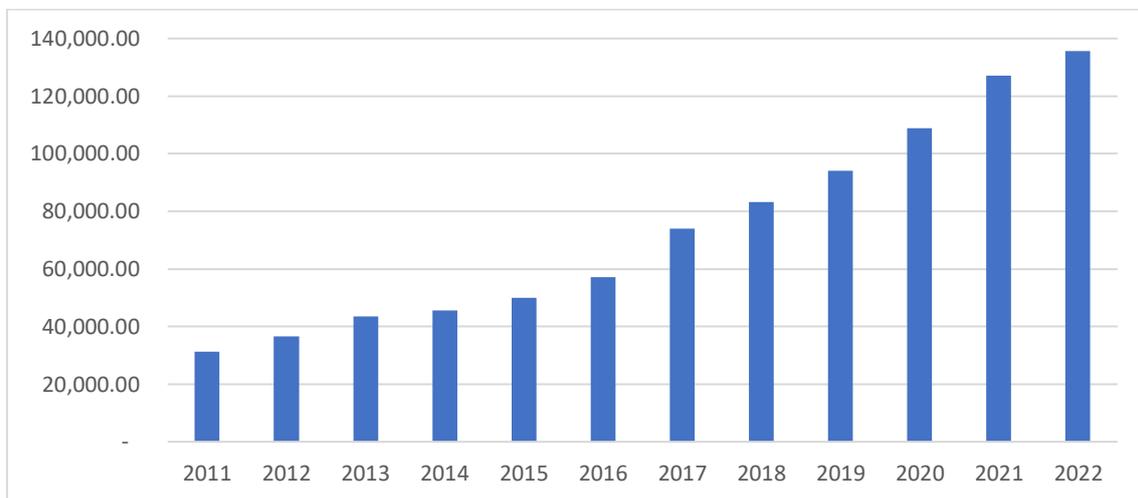
4.2 Anwendung des Bewertungsmodells auf die Partners Group Holding

Bei der Anwendung des Bewertungsmodells auf die PG wird zunächst mittels eines DCF-Modells ein fundamentaler Unternehmenswert hergeleitet und im Anschluss durch eine Multiplikatorenbewertung plausibilisiert.

4.2.1 Unternehmensvorstellung

Im Jahr 2022 betreut die PG Vermögenswerte im Wert von USD 135 Mrd. (siehe Abbildung 17), von denen USD 71 Mrd. auf Private Equity (53 %), USD 28 Mrd. auf Private Debt (20 %), USD 20 Mrd. auf Private Infrastructure (15 %) und USD 16 Mrd. auf Private Real Estate (12 %) verteilt sind (PGFS, 2023, S. 16). Das Unternehmen zählt global 1836 Mitarbeiter in 20 Büros. Mit ihrem Portfolio und Netzwerk bietet die PG eine umfassende globale Plattform für Eigentümer, Unternehmer und Investoren. Auf der Grundlage eines stetigen Wachstums der verwalteten Vermögenswerte (AuM), einer stabilen Gewinnspanne und einer Bilanz mit geringer Kapitalintensität strebt das Unternehmen hauptsächlich danach, für seine Aktionäre einen wettbewerbsfähigen Ertrag zu erzielen (Partners Group Website, o.J.). Wie im Anhang D dargestellt, wies die PG am 31.12.2022 ein Marktkapitalisierung von CHF 21.8 Mrd. auf.

Abbildung 17: Historische Entwicklung AuM PGHN in Mio. USD (Auszug aus dem Bewertungsmodell)



Das Geschäftsmodell der Partners Group gliedert sich in die Hauptbereiche Private Equity, Private Real Estate, Private Infrastructure, Private Debt und liquide Private Markets (Semi-Liquids). Das Unternehmen zielt darauf ab, das Wachstum nachhaltig zu steigern und nimmt aktiv Einfluss auf die Geschäftsentwicklung der gehaltenen Unternehmen. PG setzt sich dafür ein, das Investorenvermögen vor Verlusten zu schützen

und es durch massgeschneiderte Mandatslösungen zu vermehren, wobei Diversifikation als Strategie zur Risikominimierung genutzt wird (Partners Group Website, o. J.).

PG verwaltet insgesamt etwa 300 diversifizierte Investitionsprogramme, die die Erhebung einer Management- und Performance-Fee ermöglichen. Etwa 70 der Anlageprogramme und Mandate leisteten im Jahr 2022 einen Beitrag zu den Performance Fee-Einnahmen der PG (PGFS, 2023, S. 23–24). Zudem nahm die PG in 2022 Investitionen in Höhe von 26 Mrd. vor, welche sich aufteilen in 56% direct equity, 15% secondaries, 12% direct debt, 12% primaries (FoF) und 5% syndicated loans (PGFS, 2023, S. 10)

Die Gruppe erwartet, dass der Anteil der Performance Fees im Vergleich zum Gesamtumsatz, bei einem stabilen Marktumfeld, zwischen 20 und 30 % liegen wird (PGFS, 2023, S. 29). Im Gegensatz zu Wettbewerbern ist PGs Geschäftsmodell streng auf Private Markets fokussiert und kann einen hohen Anteil an Management-Fee-Einnahmen aufweisen.

4.2.2 Planung und Design

Die wichtigsten Erkenntnisse über die finanzielle Entwicklung des Geschäfts der PG werden durch die Vorbereitung der Bilanz und der Gewinn- und Verlustrechnung (GuV) der historischen Perioden im Tabellenblatt «Assumptions» gewonnen. Die Vergangenheitsanalyse erstreckt sich über einen Zeitraum von zehn Jahren. Der Autor hat das Bewertungsmodell schrittweise aufgebaut, wobei er sich auf ausgewählte Literatur und sein eigenes Fachwissen stützt. Zunächst wurden die GuV und die Bilanz abgebildet und prognostiziert. Anschliessend werden die Vergangenheitszahlen zunächst durch eine Analyse von Kennzahlen bewertet. Danach werden die Planungsannahmen festgelegt und zum Schluss die Planwerte berechnet. Es ist äußerst wichtig, bei der Bestimmung der Annahmen zu berücksichtigen, ob für die Kennzahlen ein gleichbleibender Wert (Mittelwert) oder ein Trend (Grundlage für das Wachstum) ermittelt wird (Ernst et al., 2016, S. 458–473). Diese Informationen werden im Bewertungsmodell individuell in der Spalte «Source» aufgeführt. Die Bilanz, die Erfolgsrechnung und die Cashflow-Rechnung werden durch die Verknüpfung der erstellten Annahmen miteinander verbunden. Darüber hinaus wurden spezielle Tabellen für die Verteilungsannahmen, Prognosen und Berechnungen der Performance Fees erstellt. Dies führt zur Erstellung von Prognosen, die zu den operativen Free-Cashflow-Zahlen führen, welche für die kommenden Jahre von Relevanz sind.

4.2.3 Prämissen und Datengrundlagen

Das PG-Bewertungsmodell stützt sich auf historische Daten aus den Finanzberichten von PG aus den Jahren 2012 bis 2022 und den vorgenommenen Projektionsannahmen für Gewinn- und Verlustrechnung sowie Bilanz. Die getätigten Projektionsannahmen basieren hauptsächlich darauf, ob identifizierbare Trends vorhanden sind oder nicht (Ernst et al., 2016, S. 460). Sollte kein solcher Trend erkennbar sein, wird üblicherweise der Durchschnitt der verfügbaren Daten der letzten sieben Jahre herangezogen. Das Bewertungsmodell wurde entwickelt, um einen Vergleich zwischen der DCF-Bewertung, der Multiplikatoren-Methode und der Marktkapitalisierung zu ermöglichen. Es deckt diese Bereiche so ab, dass es ermöglicht, eine Schlussfolgerung zu ziehen. Es ist wichtig zu bemerken, dass die Transaktionsmultiplikatoren-Methode ein wesentlicher Aspekt des Gesamtbewertungsverfahrens ist, der aufgrund von unzureichenden und vertraulichen Daten vollständig ausgeschlossen wurde. Der Schwerpunkt dieser Arbeit liegt deutlich auf einem einfachen und branchenspezifisch angepassten WACC sowie auf den Wachstumsprognosen für die Cashflows.

Es wurden keine Interviews mit dem Management durchgeführt und keine Kunden befragt, weder für den detaillierten Planungshorizont noch für die mittelfristige Planung. Der relevante Planungshorizont umfasst fünf Jahre.

4.2.4 Analyse der Hauptwert- bzw. Kostentreiber und Herleitung der Free Cashflows

Um den Free Cashflow to Firm berechnen zu können, werden alle cashwirksamen Aufwendungen und Erträge des Unternehmens analysiert, um eine Prognose der Cashflows treffen zu können. Grundsätzlich werden hierzu Vergangenheitszahlen analysiert, um festzustellen, ob ein Wachstumstrend zu erkennen ist. Komplementierend zu diesem Ansatz, nehmen für die kurzfristige Wachstumsprognose auch eine Analyse bzw. Einschätzung der aktuellen und der zukünftigen Entwicklung des PE-Marktes sowie die Management-Guidance des zu bewertenden Unternehmens Einfluss auf die Schätzungen. Wird so ein Trend bei der PG festgestellt, wird ein Wachstumsfaktor berechnet, der sich aufgrund der Reife des Unternehmens in Richtung des Marktwachstums verlangsamt. Als wesentliche Wert- und Kostentreiber wurden die AuM, Management Fees, Performance Fees und Personalkosten identifiziert, die separat im folgenden Unterkapiteln analysiert und prognostiziert werden. Zunächst wird dem Leser aber ein kurzer Überblick über die nicht wesentlichen Einflussgrößen auf den CF gegeben.

- Andere operative Erträge in % des AuM: Hier wurde der Mittelwert über die letzten 5 Jahre gebildet. Die Erträge wachsen also im Einklang mit dem AuM-Wachstum.
- Finanzerträge in % der Finanzanlagen (GP-Investitionen): Hier wurde der Durchschnitt der letzten 5 Jahre gebildet. Die Kennzahl spiegelt also die Rendite auf das investierte Kapital des GP wider.
- Andere operative Aufwendungen in % des AuM: Hier wurde der Mittelwert über die letzten 5 Jahre gebildet. Die Aufwendungen wachsen also im Einklang mit dem AuM-Wachstum.
- Finanzaufwendungen in % der zinseffektiven langfristigen und kurzfristigen Verbindlichkeiten. Hier wurde der Durchschnitt der letzten 5 Jahre gebildet. Die Kennzahl spiegelt also die Kosten der Fremdfinanzierung wider.
- Steuersatz: Hier wurde kein Trend festgestellt, es wurde der Mittelwert der letzten 5 Jahre als Grundlage für die Prognose verwendet.

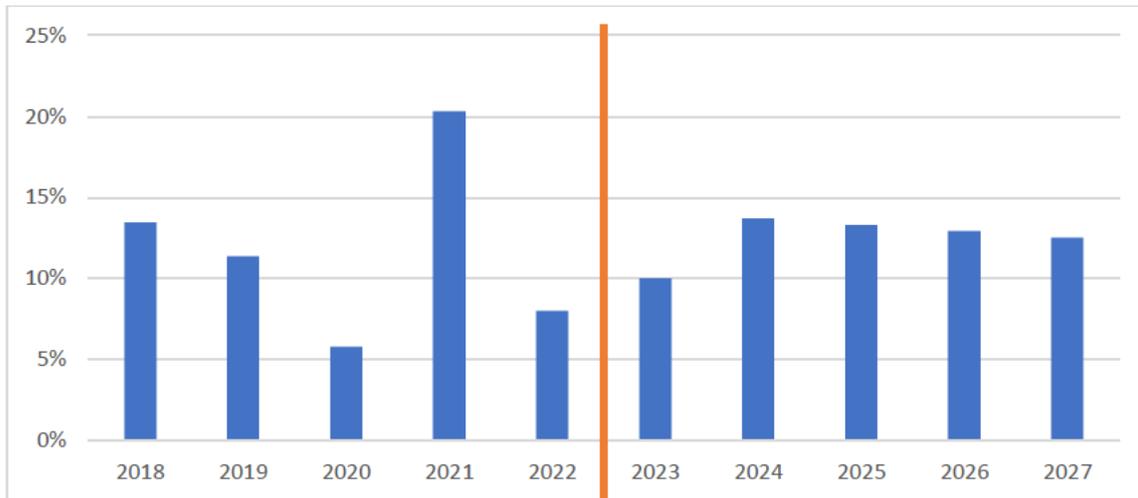
Gemeinsam bilden die CF und die Kapitalkosten das Fundament für die Anwendung der DCF-Bewertung. Die Ermittlung der Kapitalkosten erfolgt durch das WACC, CAPM und einen Risikoaufschlag für erhöhte Performance Fee-Anteile am Gesamtumsatz. Der gewählte Ansatz basiert auf Literatur und persönlichen Interpretationen. Für die Vorhersage des operativen FCF wurden Annahmen bezüglich der Liquiditätsrelevanz einzelner Positionen gemacht. Im Excel-Modell sind Erklärungen zu diesen Annahmen als Kommentare bei den jeweiligen Positionen hinterlegt. Für die ausführliche Ableitung der CF wird auf das Bewertungsmodell im Tabellenblatt «Cashflow Calculations» verwiesen.

4.2.4.1 Assets under Management

Wie im Teil der Unternehmensvorstellung der PG schon genannt, belaufen sich die AuM im Jahr 2022 auf ca. USD 135 Mrd. Dabei sind die AuM aufgeteilt in die Bereiche Closed-Ended (33%), Mandates (37 %) und Semi-Liquid (30 %). Über die letzten Jahre lies sich hier ein Trend erkennen, wobei sich der Anteil der Semi-Liquid leicht erhöhte, dies zu Lasten der Closed-Ended-Produkte. Insgesamt ist bei der Entwicklung der AuM aber ein klarer Aufwärtstrend zu erkennen. Der Mittelwert des jährlichen Wachstums über die letzten fünf Jahre beträgt rund 14 %. Dieser, wurde als Grundlage für das AuM Wachstum verwendet. Aufgrund des vorangeschrittenen Alters des Managers und des sich leicht nach unten entwickelnden Wachstumstrend, wird eine Verlangsamung des

AuM-Wachstums von rund 3 % pro Jahr angenommen. Zudem wurde nach der Analyse der aktuellen Situation des PE-Marktes (hohe Inflation, Zinssätze und Dry Powder) für 2023 ein konservativeres Wachstum angesetzt, welches mit 10 % eher an dem des Vorjahres anknüpft (siehe Abb. 18).

Abbildung 18: Firm AuM YoY growth rates as reported / and projected (Auszug aus dem Bewertungsmodell)



4.2.4.2 Personalkosten

Im Jahr 2022 lag die EBIT-Marge von PGs Geschäftsmodell bei 60.45 %. Die meisten operativen Kosten, etwa 68.91 % und im Fünffahresschnitt 67.39 %, waren Personalkosten. Mitarbeiter, oft Experten in ihrem Bereich, tragen erheblich zum Erfolg der ihnen zugewiesenen Investitionen bei. Zusätzlich zu einem festen Gehalt erhalten Investmentexperten einen variablen Anteil der aus Performance Fee generierten Gewinne (Kazemi et al., 2016, S. 193). Über einen Zeitraum von fünf Jahren betragen die «regulären» Personalausgaben durchschnittlich 65.34 %, während die Gewinnbeteiligung der Angestellten und der Partner bzw. Director 34.66 % der Personalausgaben ausmachten. Im Durchschnitt betrug der erfolgsabhängige Anteil im Verhältnis zu den Performance Fees 38.30 % und die regulären Personalausgaben im Verhältnis zu den Managementgebühren und anderen operativen Erträgen 30.94 %. Diese beiden Kennzahlen dienen als Grundlage zur Prognose der Personalkosten. Weder bei den Performance Fee bezogenen noch bei den Management Fee bezogenen Personalkosten lässt sich ein Trend im Verhältnis zu den Umsatzzahlen erkennen. Daher spiegeln die erfolgsabhängigen Personalkosten im Verhältnis zu den Performance-Gebühren ungefähr den Vergütungsplan von PG wider, welcher eine Allokation von 40 % der Performance Fees an die Angestellten vorsieht (PGFS, 2023, S. 25). Für das Bewertungsmodell ist die Prognose der Personalkosten von zentraler Bedeutung, da sie eng mit den

Expansionsplänen verknüpft sind und einen entscheidenden Faktor für die Entwicklung zukünftiger Gewinnmargen darstellen.

4.2.4.3 Management Fees

Die durchschnittliche Management Fee zu AuM-Marge der letzten Jahre betrug im Durchschnitt 1.25 %. Dabei war auch kein klarer Trend zu erkennen. Durch die bereits prognostizierten AuM lässt sich durch Multiplikation der beiden Grössen die Management Fee der nächsten Jahre ausrechnen. Eine wichtige Management-Guidance die von der PG gemacht wird lautet, dass die Management Fees im Durchschnitt ca. 70-80 % des jährlichen Gesamtumsatzes ausmachen sollen. In den letzten 5 Jahren lag der Mittelwert bei ca. 73.5 %, wobei die Jahre 2021 und 2022 jeweils einen starken Ausreisser nach unten (54.5 %) und nach oben (85.6 %) hatten. Der Durchschnitt der prognostizierten 5 Jahre, also bis 2027 liegt bei 71.5 %. Damit liegen die projizierten Werte im Rahmen der Management-Guidance. Es gilt hierbei zu beachten, dass der prozentuale Anteil der Management Fees auch von der Höhe der prognostizierten Performance Fees abhängig ist.

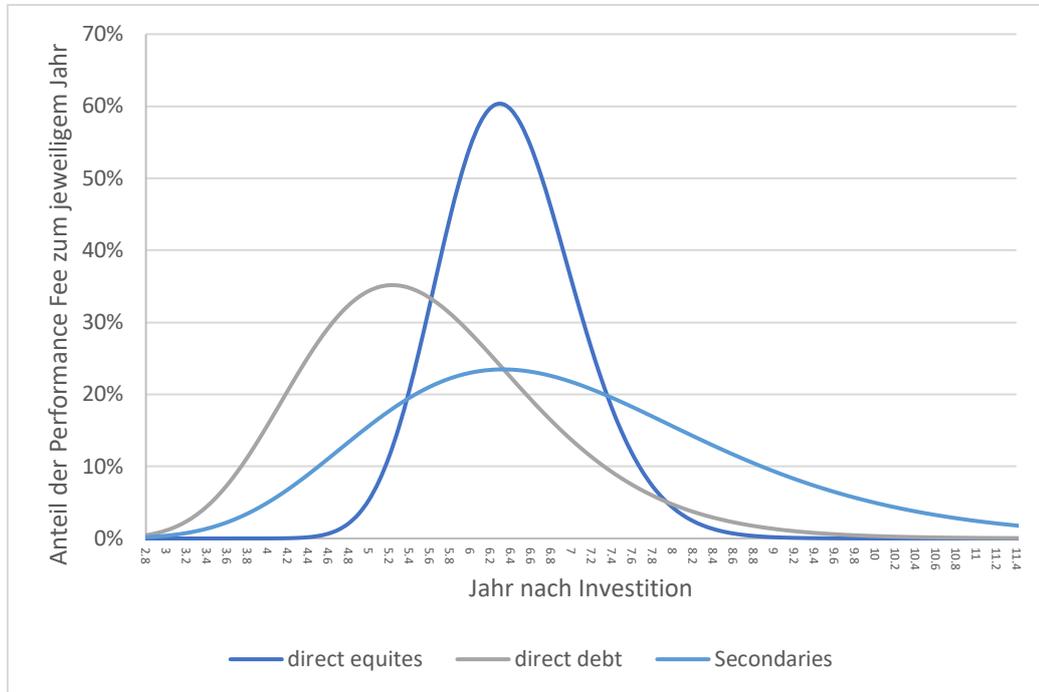
4.2.4.4 Performance Fees

Da Zeitpunkt und Höhe der Performance Fees deutlich unvorhersehbarer als Management Fees sind und auch nicht direkt im Zusammenhang mit dem AuM-Wachstum stehen, wurde für die Prognose ein Bottom-Up ähnlicher Ansatz gewählt. Das Modell zur Berechnung der Performance Fees basiert hierbei auf den Erkenntnissen des Equity Research Analysten Daniel Regli. Die Analyse und Berechnung der Performance Fees erfolgt in 5 Schritten:

1. Es wird eine Annahme über die Verteilung der Performance Fees getroffen. Die Partners Group verwendet einen europäischen Wasserfall zur Ausschüttung bzw. Berechnung von Performance Fees. Bei Private Equity Fonds ist zu erkennen, dass nach der Investition in eine Gesellschaft zumeist nach 4-7 Jahren eine vollständige Veräusserung der Beteiligung erfolgt. Da eine Auszahlung der Performance Fees erst getätigt wird, nachdem die Hurdle Rate erreicht wird, ist damit zu rechnen, dass der Grossteil der Gebühren um das Jahr sechs herum anfallen wird. Hierbei spielt besonders der Effekt der so genannten Catch-Up Klausel eine grosse Rolle. Um die theoretische Verteilung der Cashflows nach

diesen Annahmen bestmöglich abzubilden, wurde hierfür eine logarithmische Normalverteilung angewendet (siehe Abb. 19).

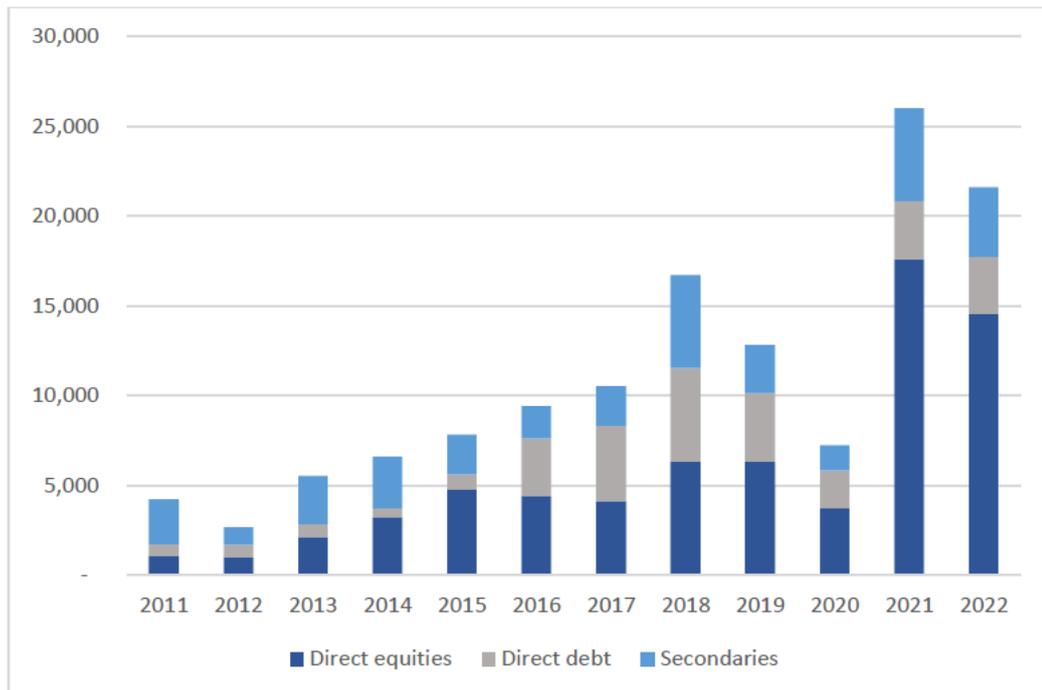
Abbildung 19: Annahme für die Verteilung der Performance Fees (Eigene Darstellung, in Anlehnung an Regli, 2022, S. 27)



Zudem ist zu beachten, dass die theoretische Verteilung je nach direct equities, direct debt und secondaries etwas unterschiedlich ausfällt. Das liegt daran, dass bei den jeweiligen Anlageklassen die Erlöse aus den Veräusserungen der Unternehmen und Fonds bzw. den Zinserträgen unterschiedlich früh bzw. spät eingenommen werden und Hurdle Rates unterschiedlich hoch oder gar nicht vorhanden sein können. Allgemein lässt sich sagen, dass Performance Fees aus direct equities am konzentriertesten sind, aus direct debt am breitesten verteilt sind und die Verteilung von secondaries zwischen den ersten beiden Anlageklassen liegt. Die detaillierte Modellierung kann im Bewertungsmodell im Tabellenblatt «Assumption for Per Fee dist.» nachvollzogen werden.

2. Im nächsten Schritt werden die von der Partners Group getätigten Investitionen pro Jahr und pro Anlageklasse der letzten 10 Jahre zusammengetragen. (siehe Abb. 20).

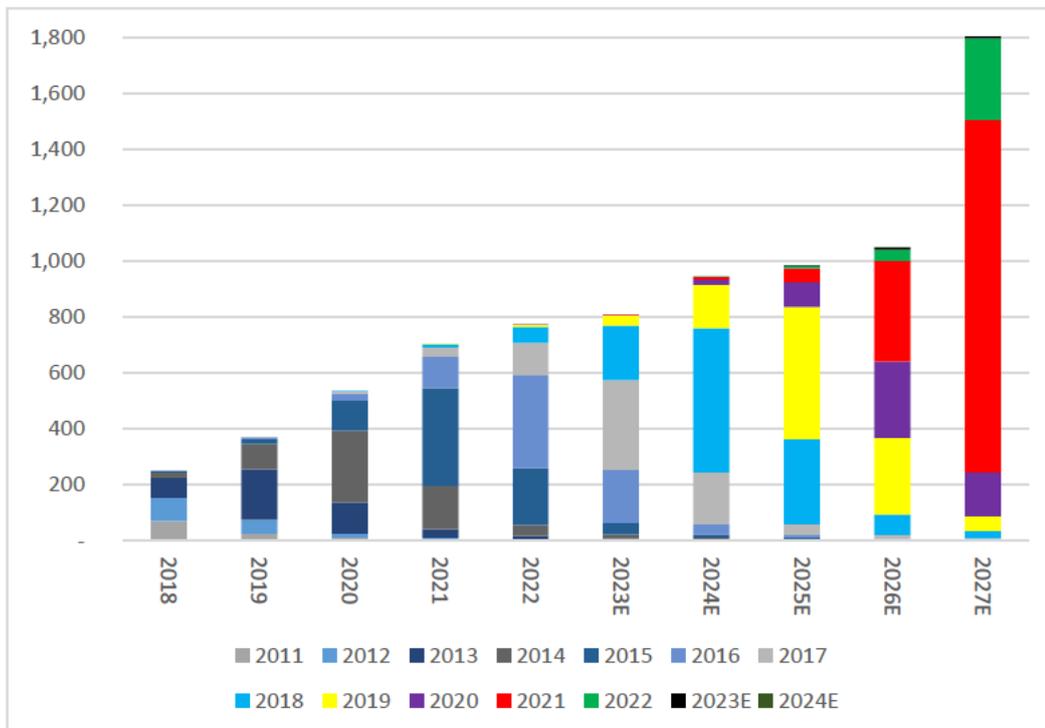
Abbildung 20: Investments nach Anlageklasse und Investitionsjahr in Mio. USD (Auszug aus dem Bewertungsmodell)



- Im Anschluss wurden für die jeweilige Anlageklasse Exit-Multiples festgelegt. Dieser beträgt für direct equities 1.7 für direct debt 1.2 und für secondaries 1.5. Bei der Festlegung wurde sich hierbei an dem Modell von dem oben bereits genannten Autor Daniel Regli orientiert. Mit dem Exit-Multiple und dem investierten Kapital kann jetzt ein Gewinn pro Investment- bzw. Vintage Jahr errechnet werden. Aus diesem Gewinn wird im Anschluss der Performance Fee Anteil des GP berechnet, und zwar ist dieser prozentual für direct equity auf 17.8 %, bei direct debt auf 7.5 % und bei secondaries auf 12.5 % festgelegt. Da unter direct equities Investments in Private Equity, Private Real Estate und Private Infrastructure zählen, wurden hierfür jeweils 20 %, 15 % und 12 % Performance Fees angenommen und mit dem durchschnittlichen Anteil der letzten 5 Jahre am AuM gewichtet. Die oben genannten Anlageklassen sind bei Partners Group die einzigen die Performance Fees generieren. Primary Investments (FoF) z.B. generieren keine Performance Fees (Tommaselli, 2020, S. 30). Schritt zwei und drei können unter dem Tabellenblatt «Basis Perf. Fee Forecast» nachvollzogen werden.
- Die in Schritt drei gesamten pro Jahr berechneten Performance Fees, werden im Anschluss mit der in Schritt eins bestimmten logarithmischen Normalverteilung auf die zukünftigen Jahre verteilt. (siehe Abb. 21). In dieser Abbildung ist auch

gut zu erkennen, wie das in 2021 hohe investierte Kapital (Abb. 20) zeitversetzt ab 2026 bzw. 2027 die höchsten Performance Fees generiert.

Abbildung 21: Modellierte Performance Fees nach Investmentjahr in Mio. USD (Eigene Darstellung, in Anlehnung an Regli, 2022, S. 27)



5. Abschliessend wurde wie beim AuM-Wachstum eine Anpassung für das Jahr 2023 vorgenommen, da hier ein allgemeiner Rückgang der Exits im PE-Markt zu erwarten ist. Diese Exits werden nicht vollständig abgeschrieben, sondern verschieben sich voraussichtlich in die Zukunft, weshalb die im Jahr 2023 ausgebliebenen Performance Fees gleichmässig in die Planphase ab 2024 verschoben werden. In einem letzten Schritt werden die in USD prognostizierten Performance Fees in CHF umgerechnet. Schritt vier und fünf können unter dem Tabellenblatt «Basis Perf. Fee Forecast» nachvollzogen werden.

4.2.5 Berechnung des Betas für das CAPM

Um die EK-Kosten zu ermitteln, können diese mithilfe des Betas berechnet werden. Historische Kursdaten bilden in der Regel die Grundlage zur Berechnung des Betas bei börsennotierten Unternehmen (Ernst et al., 2016, S. 501). Es ist jedoch zu berücksichtigen, dass diese Methode einen Schätzfehler beinhalten kann, da sie auf historischen Daten basiert und ein Beta zur Prognose zukünftiger Risikoprämien liefert. Um diesen Schätzfehler zu verkleinern, wird in der Praxis oftmals auf eine alternative Methode zurückgegriffen: Das Beta des zu bewertenden Unternehmens wird auf Basis

der Betas einer Peer Group geschätzt. Hierbei werden die Betas der Peer Group zunächst «delevered», das heisst, von den Einflüssen der individuellen Finanzierungsstruktur bereinigt. Anschliessend wird aus den einzelnen, bereinigten Betas ein Durchschnittswert gebildet. Dieser Durchschnittswert wird dann entsprechend der spezifischen Vermögensstruktur des zu bewertenden Unternehmens wieder «relevered». Auf diese Weise erhält man das auf das spezifische Risiko des zu bewertenden Unternehmens angepasste Beta (Mostowfi, o. J., S. 10–12). Die Peer Group der Partners Group zeigt durchschnittlich ein «unlevered» Beta von 1.19 (siehe Tabelle 3). Unter Berücksichtigung des Verschuldungsgrades der PG ergibt dies ein angepasstes Beta von 1.29 für die PG. Um die Analyse abzurunden, sollte angemerkt werden, dass das historische Beta, welches durch eine lineare Regression der täglichen historischen Aktienkurse der Partners Group und der Kursentwicklung des SPI der vergangenen fünf Jahre berechnet wurde, bei 1.33 liegt.

Tabelle 3: Capital Light Peer Group zur Bestimmung des Betas (Auszug aus dem Bewertungsmodell der PG)

Capital Light Peer Group**	Levered Beta	Unlevered Beta
Blackstone Inc	1.46	1.08
Ares Management Corp	1.32	0.70
TPG Inc	1.36	0.76
EQT AB	1.76	1.58
Hamilton Lane Inc	1.04	0.90
Antin Infrastructure Partners SAS	1.89	1.84
Bridgepoint Group PLC	2.22	1.47
Average	1.58	1.19

4.2.6 Eigenkapitalkosten und WACC

Die Berechnung der Eigenkapitalkosten basiert auf dem kapitalmarktorientierten Ansatz (Capital Asset Pricing Model) (Ernst et al., 2016, S. 498). Angesichts der vielfältigen Risiken, die mit dem Geschäftsmodell eines PEM verbunden sind, kann laut Literaturstudie ein Renditeaufschlag auf die Kapitalkosten erhoben werden. Die Höhe und der Zeitpunkt der Auszahlung von Performance Fees sind schwieriger vorherzusagen, wodurch sie unsicherer als die Management Fees sind. Mögliche Clawbacks wirken sich zusätzlich auf die Unsicherheit der Performance Fees aus.

Für die Berechnung der Eigenkapitalkosten wird zunächst das CAPM angewandt. Hierbei wird ein Beta von 1.29 (wie im Kapitel zuvor beschrieben), ein risikofreier Zinssatz in Höhe von 0.6 % (3 Jahresdurchschnitt der Yield der zehn Jahres Anleihen der schweizerischen Eidgenossenschaft) und eine Risikoprämie von 5.9 %⁸ verwendet. Mit Hilfe des CAPM werden EK-Kosten von 8.2 % berechnet. Die FK-Kosten der CG werden auf 0.3 % geschätzt. Unter Berücksichtigung der Kapitalstruktur und dem Steuereffekt wird somit vorerst ein WACC von 7.8 % berechnet. Um dem höheren Risiko der Performance Fee im Geschäftsmodell der PEM gerecht zu werden, wird eine Analyse des Performance Fee Anteils von Gesamtumsatz der Peer Group vorgenommen. Dieser Anteil weist bei der Peer Group einen Anteil von 18.7 % auf. Die Partners Group allerdings weist im Schnitt einen Performance Fee-Anteil von 26.5 % auf. Und auch die PG selber gibt in Ihrer Guidance eine Bandbreite von 20-30 % vor. Dadurch kann sich ableiten lassen, dass das Geschäftsmodell ein höheres Risiko inne hat als das der Peer. Mit diesem Hintergrund wurde ein Risikoaufschlag von 2.5 % vorgenommen was einen Gesamtkapitalkostensatz von 10.3 % ergibt.

Die Beachtung des erhöhten Risikos, das sich aus der Performance Fee im Geschäftsmodell der PEM ergibt, ist von zentraler Bedeutung. Dies wird durch eine Analyse des Anteils der Performance Fee am Gesamtumsatz der Peer Group verdeutlicht. Bei der kapitalintensiven Peer Group liegt dieser Anteil bei 18.7 % (siehe Tabelle 4). Im Gegensatz dazu weist die Partners Group im Fünfjahresdurchschnitt einen Performance Fee-Anteil von 26.5 % auf. Dieser Unterschied impliziert, dass das Geschäftsmodell der PG mit einem höheren Risiko behaftet, ist als das ihrer Peers. In Anbetracht dieser Umstände wurde ein Risikoaufschlag von 2.5 % berücksichtigt, der in einem Gesamtkapitalkostensatz von 10.3 % resultiert. Diese Anpassung spiegelt eine Annahme für die notwendige Prämie wider, die für die Übernahme des zusätzlichen Risikos im Zusammenhang mit dem grösseren Anteil der Performance Fee am Gesamtumsatz zu erwarten ist.

⁸ Als Grundlage hierfür wurde die international anerkannte Berechnung für die Schweizer Risikoprämie von Aswath Damodaran von der Stern School of Business der New York University verwendet (Ernst et al., 2016, S. 501).

Tabelle 4: Peer Group Anteil der Performance Fees am Gesamtumsatz (Auszug aus dem Bewertungsmodell der PG)

Capital Light Peer Group**	Sales Revenue	Performance Fee Revenue	Perf. Fee in % of Total Revenue
Blackstone Inc	8'517.67	2'471.71	29.02%
Ares Management Corp	3'133.56	759.20	24.23%
TPG Inc	1'905.14	756.25	39.70%
EQT AB	16'921.44	168.80	1.00%
Hamilton Lane Inc	528.75	148.93	28.17%
Antin Infrastructure Partners SAS	214.15	2.12	0.99%
Bridgepoint Group PLC	307.40	24.20	7.87%
Average			18.71%

4.2.7 DCF-Bewertung Partners Group Holding

Der faire Wert der PG-Aktie wird auf Grundlage der abgeleiteten Eingangsgrößen mit dem DCF-Verfahren im Arbeitsblatt «DCFF-Modell» bestimmt. Nach der Diskontierung der Cashflows wird ein fairer Unternehmenswert von CHF **885.00** zum 31.12.2023 ermittelt. Die Details dieser Berechnung sind in Abbildung 22 und ausführlich im Bewertungsmodell dargestellt.

Abbildung 22: DCF-Bewertung der PG per 31.12.2023 (Auszug aus dem Bewertungsmodell der PG)

DCF-Valuation						
Unit: nominal figures in millions CHF if not otherwise stated	2023	2024	2025	2026	2027	Plan TV
WACC	10.27%					
Present Value Factor	0.91	0.82	0.75	0.68	0.61	0.56
Operative Free Cash Flows	973.93	1'226.78	1'443.06	1'608.02	1'973.55	2'331.22
Terminal Value Growth Rate	2.50%					
Terminal Value	30'002.83					
Present value of operating free cash flows	883.22	1'008.91	1'076.25	1'087.58	1'210.49	
Present value of terminal value (TV)						16'688.53
Enterprise Value	21'954.97					
+ nonoperating assets	-					
+ liquidity	779.50					
+ investments in companies valued at equity	1'199.30					
Entity Value	23'933.77					
./. Interest bearing liabilities	1'195.10					
Equity Value (including minority interests)	22'738.67					
/ Minority interests	-					
Equity Value	22'738.67					
/Total shares outstanding	26'700'000					
Equity Value per Share in CHF	851.6					

4.2.8 Plausibilisierung des Unternehmenswerts mit Multiplikatoren

Zur Plausibilisierung des mit dem DCF-Modell berechneten Unternehmenswert wurden verschiedene Multiplikatoren angewendet. Zunächst wurde für die Bewertung der Partners Group die Peer Group in kapitalintensive und kapitalleichte kotierte Alternative Asset Manager aufgeteilt. Die Kapitalintensität wurde in diesem Fall anhand der bilanzierten Finanzanlagen im Verhältnis zum AuM gemessen. Alle Unternehmen mit einem Wert grösser 4 % werden als kapitalintensiv und alle kleiner 4 % als kapitalleicht eingestuft. Somit gehört die PG mit einer Kapitalintensität von rund 1 % zu den kapitalleichten Asset Managern. Im Folgenden wird nun auf die verschiedenen Multiple-Bewertungen der PG eingegangen. Zur vollständigen Übersicht der Peer Group und Berechnung der Multiples wird auf die Register „Peer Group Multiples“ und „Multiple Valuation“ im Bewertungsmodell verwiesen.

Price to Earnings Ratio

Die P/E-Ratio wurde berechnet, indem der Aktienpreis der Vergleichsunternehmen durch die Earnings per share zum 31.12.2022 dividiert wurde. Bei der P/E Ratio weist die Peer Group eine Multiple-Spanne von 8.8 bis 88.8 auf. Der Median liegt in diesem Fall bei 23.18, mit welchem ein Aktienpreis von CHF **872.20** für die PG berechnet wurde. Dieser Wert liegt, mit CHF 12.8 unterschied, sehr nah an dem Aktienpreis, welcher durch das DCF-Modell berechnet wurde. Das kann ein Indikator dafür sein, dass das entwickelte Modell auf plausiblen Annahmen beruht. Die nahe liegenden Werte könnten aber ausserdem ein Indiz dafür sein, dass die Bepreisung am Markt korrekt ist und dieser auch eine Unterscheidung zwischen kapitalintensiven und kapitalleichten PEM vornimmt. Bei Betrachtung des Multiples der kompletten Peer Group, also kapitalintensive und leichte Vergleichsunternehmen, errechnet sich ein Median von 15.51, welcher eine Aktienpreisbewertung von CHF **568.40** ergibt. Dieser Wert liegt deutlich unter dem im DCF-Modell bestimmten Preises.

Price to Book Ratio

Die P/B-Ratio wurde berechnet, indem die Marktkapitalisierung zum 31.12.2022 der Vergleichsunternehmen durch den Buchwert des Eigenkapitals zum selben Zeitpunkt dividiert wurden. Bei der P/B Ratio weist die Peer Group eine Multiple-Spanne von 1,6 bis 7.5 auf. Der Median liegt bei 4.1, mit welchem ein Aktienpreis von CHF **349.00** für die PG berechnet wurde. Dieser Wert liegt deutlich unter dem Kurs, der durch das DCF berechnet wurde, was darauf schliessen lassen könnte das, dass DCF-Model die Aktie überbewertet. Auch bei dieser Kennzahl führt eine Einbindung der kapitalintensiven

Asset Manager in die Peer Group zu einem tieferen Multiple und somit zu einem niedrigeren Aktienpreis in Höhe von CHF **195.90** führt.

Enterprise Value to EBIT

Die EV/EBIT-Ratio wurde berechnet, indem der Enterprise Value zum 31.12.2022 der Vergleichsunternehmen durch das EBIT zum selben Zeitpunkt dividiert wurden. Bei der EV/EBIT Ratio weist die Peer Group eine Multiple-Spanne von 11.6 bis 39.9 auf. Der Median liegt bei 26.3, mit welchem ein Aktienpreis von CHF **1'143.50** für die PG berechnet wurde. Dieser Wert liegt deutlich über dem Kurs, der durch das DCF-Modell berechnet wurde, was darauf schliessen lassen könnte, dass das DCF-Modell die Aktie unterbewertet. Auch hier trug der Einbezug der kapitalintensiveren Peers zu einer Reduktion des Multiples und auch des geschätzten Aktienpreises bei.

Enterprise Value to AuM

Die EV/AuM-Ratio ist ein alternativer Bewertungsmultiple, da die Assets under Management weder eine Buchhaltungs- noch eine Gewinngrösse darstellt. Die Ratio wurde berechnet in dem der Enterprise Value zum 31.12.2022 der Vergleichsunternehmen durch die Assets under Management des Eigenkapitals zum selben Zeitpunkt dividiert wurde. Bei der EV/AuM-Ratio weist die Peer Group eine Multiple-Spanne von 0.05 bis 0.62 auf. Der Median liegt bei 0.1, mit welchem ein Aktienpreis von CHF **487.90** für die PG berechnet wurde. Dieser Wert liegt deutlich unter dem Kurs, der durch das DCF berechnet wurde, was darauf schliessen lassen könnte, dass das DCF-Modell die Aktie überbewertet.

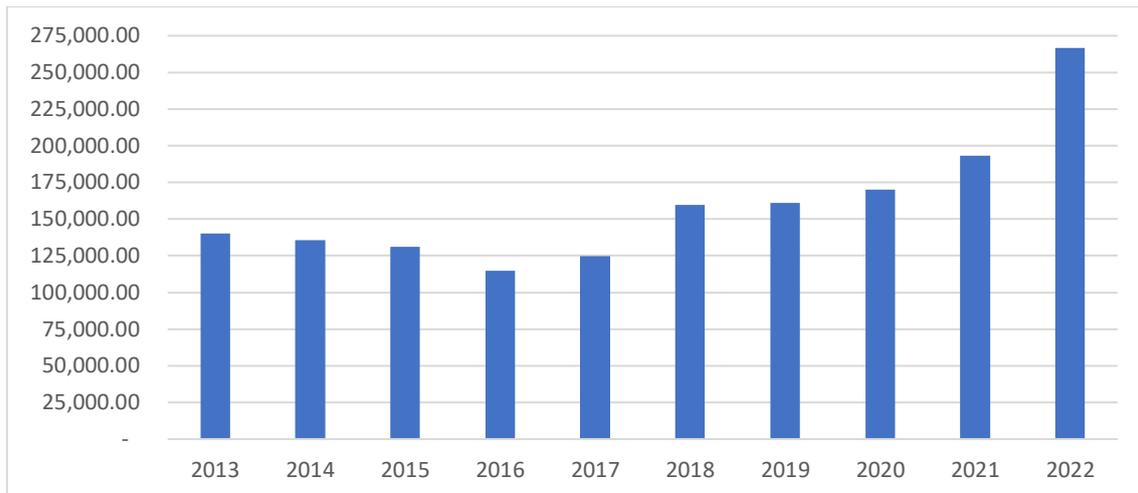
4.3 Anwendung des Bewertungsmodells auf die The Carlyle Group Inc

Auch bei der Anwendung des Bewertungsmodells auf die CG wird zunächst mittels eines DCF-Modells ein fundamentaler Unternehmenswert hergeleitet und im Anschluss durch eine Multiplikatorenbewertung plausibilisiert.

4.3.1 Unternehmensvorstellung

Die CG verwaltet 2022 Vermögen im Wert von USD 266 Mrd. (vgl. Abbildung 23), wovon USD 108 Mrd. auf Global Private Equity (40 %), USD 121 Mrd. auf Private Debt (46 %), USD 38 Mrd. auf Global Investment Solutions (Secondaries & FoF) (14 %) (CGER, 2023).

Abbildung 23: Historische Entwicklung FPAuM CG in Mio. USD (Auszug aus dem Bewertungsmodell)



Der Manager beschäftigt 2100 Angestellte in 29 Büros weltweit. Carlyle agiert global als Manager für alternative Vermögenswerte und zeichnet sich durch umfangreiche Branchenkenntnisse aus. Das Unternehmen ist in drei Kerngeschäftsbereichen tätig: Global Private Equity, wobei sich dieser Bereich in Corporate Private Equity, Real Estate und Natural Resources aufteilt, Global Credit und Global Investment Solutions (CGFS, 2023, S. 7). Die Teams von Carlyle investieren in verschiedene Strategien, die sowohl ihre breitgefächerte Branchenkompetenz als auch lokale Expertise und weltweite Ressourcen nutzen. Dadurch erzielen sie über den gesamten Investitionszyklus hinweg attraktive Renditen. Der PEM verfolgt konsequent seine Strategie und legt dabei besonderen Fokus auf die folgenden Schwerpunkte:

- Geschäftserweiterung: Die Gruppe erkennt und nutzt neue Möglichkeiten, sowohl durch internes Wachstum als auch durch Akquisitionen. Dabei stützt sie sich auf ihre Kernkompetenzen in den drei globalen Geschäftsbereichen und strebt an, ihre Produktvielfalt weiter zu erhöhen.
- Ausbau der Plattform: Carlyle ermittelt Strategien und Gelegenheiten, die eine weitere Expansion des Geschäfts ermöglichen, oft in verwandten Segmenten wie Kapitalmärkten und Versicherungslösungen.
- Effizienzsteigerung im gesamten Unternehmen: Die Gesellschaft ist stets auf der Suche nach Möglichkeiten, den Anlageprozess zu verfeinern. Dazu gehören die Förderung der Mitarbeiterentwicklung, die kontinuierliche Optimierung von Prozessen und das Nutzbarmachen der unternehmenseigenen Daten, um Mehrwert zu generieren.

Die Unternehmensphilosophie von Carlyle konzentriert sich auf zielgerichtetes und flexibles Investieren und strebt danach, die Unternehmensinteressen mit denen der Fondsanleger, Aktionäre und weiterer Stakeholder in Übereinstimmung zu bringen (CGFS, 2023, S. 7). Am 31.12.2022 wurde CG mit einer Marktkapitalisierung von USD 10.8 Mrd. (vgl. Anhang D) bewertet.

Zum Stichtag 31.12.2022 waren rund USD 57 Mrd. (21 %) der Fee Paying Assets under Management in Public Markets investiert. Hierbei handelt es sich ausschliesslich um AuM aus dem Bereich Global Credit (CGFS, 2023, S. 10). Ausserdem nahm die CG im Jahr 2022 Investitionen in Performance Fee generierende Funds in Höhe von 34,8 Mrd. vor, welche sich aufteilen in 57 % Global Private Equity, 24 % Global Credit und 19 % Global Investment Solutions aufteilen (CGER, 2023).

In den letzten 5 Jahren weist die CG einen Performance Fee- Anteil von rund 55 % am Gesamtumsatz aus. Dieser ist damit im Vergleich zur Peer Group mit ca. 11 % für 2022 ziemlich hoch.

4.3.2 Analyse der Hauptwert- bzw. Kostentreiber und Herleitung der Free Cashflows

In dem Fallbeispiel der Partners Group wurden bereits alle wesentlichen und allgemeinen Grundsätze zur Analyse der Hauptwert- bzw. Kostentreiber und Herleitung der Free Cashflows erklärt. Daher wird in diesem Teil nur auf die unternehmensspezifischen Besonderheiten eingegangen. Als wesentlichen Wert- und Kostentreiber bei der CG wurden die AuM, Management Fees, Performance Fees und Personalkosten identifiziert, die separat in den folgenden Unterkapiteln analysiert und prognostiziert werden. Zunächst wird dem Leser aber ein kurzer Überblick über die nicht wesentlichen Einflussgrössen auf den CF gegeben.

- Finanzerträge in % der Finanzanlagen (GP-Investitionen): Hier wurde der Durchschnitt der letzten 5 Jahre gebildet. Die Kennzahl spiegelt also die Rendite auf das investierte Kapital des GP wider.
- Andere operative Aufwendungen in % der Management Fees: Hier wurde der Mittelwert über die letzten 5 Jahre gebildet. Die Aufwendungen wachsen also im Einklang mit den Management Fees bzw. indirekt den AuM.
- Finanzaufwendungen in % der zinseffektiven langfristigen Verbindlichkeiten. Hier wurde der Durchschnitt der letzten 5 Jahre gebildet. Die Kennzahl spiegelt also die Kosten der Fremdfinanzierung wider.

- Steuersatz: Hier wurde kein Trend festgestellt, es wurde der Mittelwert der letzten 5 Jahre als Grundlage für die Prognose verwendet.

Der gewählte Prognose-Ansatz basiert auf Literatur und persönlichen Interpretationen des Autors. Für die Vorhersage des operativen FCF wurden Annahmen bezüglich der Liquiditätsrelevanz einzelner Positionen gemacht. Im Excel-Modell wurden diese Annahmen durch Kommentare zu den jeweiligen Positionen erläutert. Für die ausführliche Ableitung der CF wird auf das Bewertungsmodell im Tabellenblatt «Cashflow Calculations» hingewiesen.

4.3.2.1 Assets under Management

Wie im Teil der Unternehmensvorstellung der CG schon genannt belaufen sich die Fee Paying- AuM im Jahr 2022 auf ca. USD 266 Mrd. Dabei sind die AuM aufgeteilt in die Bereiche Global Private Equity (40 %), Global Credit (46 %) und Global Investment Solutions (14 %). Über die letzten Jahre lies sich hier ein Trend erkennen, wobei sich der Anteil des Global Credit Segment deutlich erhöhte, dies zu Lasten der Global Private Equity und Global Investment Solution Produkte. Insgesamt ist bei der Entwicklung der AuM aber ein klarer Aufwärtstrend zu erkennen. Dieser wurde grade im Jahr 2022 durch einen Anstieg des Global Credit- Geschäftsbereiches um 130 % deutlich vorangetrieben. Die durchschnittliche jährliche Wachstumsrate der FPAuM über die letzten fünf Jahre beträgt rund 13 %. Dieser wurde als Grundlage für das FPAuM- Wachstum verwendet. Es wurde aber Aufgrund des alters des Managers eine Verlangsamung des AuM-Wachstums von rund 5 % pro Jahr angenommen. Zudem wurde nach der Analyse der aktuellen Situation des PE-Marktes (hohe Inflation, Zinssätze und Dry Powder) für 2023 ein Abschlag von 3 % auf die Wachstumsrate eine konservativere Annahme getroffen.

4.3.2.2 Personalkosten

Im Durchschnitt der letzten 5 Jahre lag die EBIT-Marge von CGs Geschäftsmodell bei rund 31 %. Mit Abstand der grösste Einflussfaktor bei den operativen Kosten waren die Personalkosten mit rund 80 % im Fünfjahresdurchschnitt. Bei einer Detailanalyse der Personalkosten ist zu erkennen, dass im Schnitt rund 52 % auf die erfolgsabhängige Vergütung und rund 48 % auf die regulären Personalkosten entfallen. Für die Prognose der Personalkosten werden Kennzahlen aus den erfolgsabhängigen Personalkosten im Verhältnis zu den Performance Fees und die regulären Personalkosten im Verhältnis zu den Management Fees berechnet. Über einen Zeitraum von 5 Jahren ergab die

Berechnung der performance-bezogenen Personalkosten im Durchschnitt 44.3 % und die der regulären Personalkosten 56.2 %. Weder bei den Performance Fee bezogenen noch bei den Management Fee bezogenen Personalkosten lässt sich ein Trend im Verhältnis zu den Umsatzzahlen erkennen. Die Prognose der Personalkosten steigt somit parallel zu den Performance- bzw. Management Fee Umsätzen.

4.3.2.3 Management Fees

Die durchschnittliche Management Fee zu FPAuM-Marge der letzten 5 Jahre betrug im 0.90 %. Die Management-Guidance der CG für die kommenden Jahre beinhaltet eine Marge von rund 0.95 %. Deshalb wird ein Wachstum der Management Fee marge von einem Prozenpunkt bis 0.95 % modelliert. Durch die bereits prognostizierten AuM lässt sich durch Multiplikation der beiden Grössen die Management Fee der nächsten Jahre ausrechnen.

4.3.2.4 Performance Fees

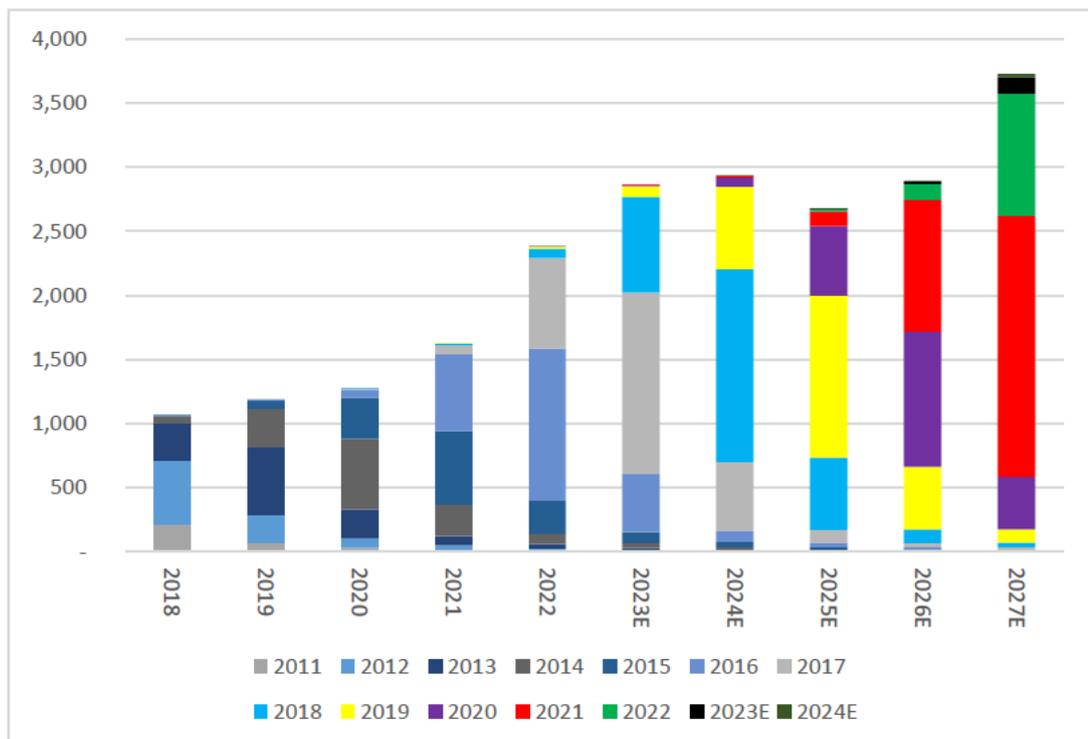
Auch bei den Performance Fees wurde eine detaillierte Beschreibung der Herangehensweise zur Berechnung der Performance Fees schon bei der Bewertung der PG vollzogen. Deshalb werden in diesem Teil nur die 5 notwendigen Schritte zur Berechnung der Performance Fees kurz wiederholt und die unternehmensspezifischen Annahmen der CG erläutert.

1. Die Annahme zur Verteilung der Performance Fees wird auch bei der CG mit Hilfe einer logarithmischen Normalverteilung bestimmt. Hierbei werden unterschiedliche Annahmen über die Verteilung um den Mittelwert für die verschiedenen Geschäftsbereiche bzw. Anlageklassen gebildet. Diese Unterschiede in den Annahmen rühren z.B. daher, dass die Erlöse aus den Verkäufen von Unternehmen und Fonds sowie aus Zinserträgen je nach Anlageklasse zu unterschiedlichen Zeiten anfallen. Außerdem können die Hurdle Rates, die erreicht werden müssen, bevor Performance Fees anfallen, je nach Anlageklasse variieren oder sogar gar nicht vorhanden sein. Allgemein lässt sich sagen, dass Performance Fees aus Global Private Equities am konzentriertesten sind und ca. 6 Jahre nach Investition anfallen, aus Global Credit am breitesten verteilt sind und die Verteilung von Global Investment Solutions zwischen den ersten beiden Anlageklassen liegt, aber etwas früher um 5 Jahre nach der Investition eingenommen werden. Die detaillierte Modellierung kann

Bewertungsmodell im Tabellenblatt «Assumption for Per Fee dist.» nachvollzogen werden.

2. Im nächsten Schritt werden die von der Carlyle Group getätigten Investitionen pro Jahr und pro Anlageklasse der letzten 8 Jahre zusammengetragen.
3. Im Anschluss wurden für die jeweilige Anlageklasse Exit-Multiples festgelegt. Dieser beträgt für Global Private Equity 1.8, für Global Credit 1.2 und für secondaries 1.7. Die Exit-Multiples wurden anhand der historischen Multiples der CG ermittelt. Mit dem Exit-Multiple und dem investierten Kapital kann der Gewinn pro Investitionsjahr errechnet werden. Aus diesem Gewinn wird im Anschluss der Anteil der Performance Fees des GP berechnet, und zwar ist dieser prozentual für Global Private Equity auf 20.0 %, bei direct debt auf 7.5 % und bei secondaries auf 15 % festgelegt. Hierbei wurde sich auf Angaben bei der Management-Guidance gestützt. Die Schritte 2 und 3 können unter dem Tabellenblatt «Basis Perf. Fee Forecast» nachvollzogen werden.
4. Diese Performance Fees werden nun mit der oben bestimmten logarithmischen Normalverteilung auf die zukünftigen Jahre verteilt. (siehe Abb. 24).

Abbildung 24: Modellierte Performance Fees nach Investmentjahr in Mio. USD (Auszug aus dem Bewertungsmodell, in Anlehnung an Regli, 2022, S. 27)



5. Zum Schluss wurde wie beim AuM-Wachstum noch eine Anpassung für das Jahr 2023 vorgenommen, da hier ein allgemeiner Rückgang der Exits im PE-Markt zu erwarten ist. Diese Exits werden aber nicht vollständig abgeschrieben, sondern

verschieben sich voraussichtlich nur in die Zukunft, weshalb die im Jahr 2023 ausgebliebenen Performance Fees gleichmässig in die Planphase ab 2024 verschoben werden.

4.3.3 Berechnung des Betas für das CAPM

Die Peer Group der Carlyle Group zeigt durchschnittlich ein «unlevered» Beta von 0.59 (siehe Tabelle 3). Unter Berücksichtigung des Verschuldungsgrades der PG ergibt dies ein angepasstes Beta von 1.92 für die CG. Um die Analyse abzurunden, sollte angemerkt werden, dass das historische Beta, welches durch eine lineare Regression der monatlichen historischen Aktienkurse der CG und der Schlusskurse des S&P 500 der vergangenen fünf Jahre berechnet wurde, bei 1.67 liegt.

Tabelle 5: Peer Group zur Bestimmung des Betas (Auszug aus dem Bewertungsmodell von CG)

Capital Heavy Peer Group***	Levered Beta	Unlevered Beta
Apollo Global Management Inc	1.72	0.27
Intermediate Capital Group PLC	2.33	0.78
Tikehau Capital SCA	0.85	0.63
3i Group PLC	1.31	1.22
Eurazeo SE	1.32	0.39
KKR & CO Inc.	1.56	0.23
Average	1.51	0.59

4.3.4 Eigenkapitalkosten und WACC

Für die Berechnung der Eigenkapitalkosten wird zunächst das CAPM angewandt. Hierbei wird ein Beta von 1.29 (wie im Kapitel zuvor beschrieben), ein risikofreier Zinssatz in Höhe von 0.6 % (3 Jahresdurchschnitt der Yield der amerikanischen Staatsanleihen) und eine Marktrendite von 11.06 %, welche der durchschnittlichen annualisierten Rendite der letzten 5 Jahre des S&P 500 entspricht, verwendet. Mit Hilfe des CAPM werden EK-Kosten von 19.2 % berechnet. Die FK-Kosten der CG werden anhand der aktuell emittierten Anleihen auf 4.8 % geschätzt. Unter Berücksichtigung der Kapitalstruktur und dem Steuereffekt wird somit vorerst ein WACC von 13.5 % berechnet.

Die Beachtung des erhöhten Risikos, das sich aus der Performance Fee im Geschäftsmodell der PEM ergibt, ist von zentraler Bedeutung. Dies wird durch eine Analyse des Anteils der Performance Fee am Gesamtumsatz der Peer Group verdeutlicht.

Bei der kapitalintensiven Peer Group liegt dieser Anteil bei 5.8 % (siehe Tabelle 6). Im Gegensatz dazu weist die Carlyle Group im Fünfjahresdurchschnitt einen Performance Fee-Anteil von 53.12 % auf. Dieser signifikante Unterschied impliziert, dass das Geschäftsmodell der Carlyle Group mit einem erheblich höheren Risiko behaftet, ist als das ihrer Peers. In Anbetracht dieser Umstände wurde ein Risikoaufschlag von 4.5 % berücksichtigt, der in einem Gesamtkapitalkostensatz von 17.9 % resultiert. Diese Anpassung spiegelt eine Annahme für die notwendige Prämie wider, die für die Übernahme des zusätzlichen Risikos im Zusammenhang mit dem grösseren Anteil der Performance Fee am Gesamtumsatz zu erwarten ist.

Tabelle 6: Peer Group Anteil der Performance Fees am Gesamtumsatz (Auszug aus dem Bewertungsmodell der CG)

Capital Light Peer Group**	Sales Revenue	Performance Fee Revenue	Perf. Fee in % of Total Revenue
Blackstone Inc	8'517.67	2'471.71 	29.02%
Partners Group Holdings	1'813.90	280.40 	15.46%
Ares Management Corp	3'133.56	759.20 	24.23%
TPG Inc	1'905.14	756.25 	39.70%
EQT AB	16'921.44	168.80 	1.00%
Hamilton Lane Inc	528.75	148.93 	28.17%
Antin Infrastructure Partners SAS	214.15	2.12 	0.99%
Bridgepoint Group PLC	307.40	24.20 	7.87%
Average			18.30%

4.3.5 DCF-Bewertung Carlyle Group Inc

Der faire Wert der PG-Aktie wird auf Grundlage der abgeleiteten Eingangsgrößen mit dem DCF-Verfahren im Arbeitsblatt «DCFF-Modell» bestimmt. Nach der Diskontierung der Cashflows wird ein fairer Unternehmenswert von USD 32.60 pro Aktie zum 31.12.2023 ermittelt. Die Details dieser Berechnung sind in Abbildung 25 und ausführlich im Bewertungsmodell dargestellt.

Abbildung 25: DCF-Bewertung der CG per 31.12.2023 (Auszug aus dem Bewertungsmodell)

DCF-Valuation							
Unit: nominal figures in millions USD if not otherwise stated	2023	2024	2025	2026	2027	Plan TV	
WACC	17.96%						
Present Value Factor	0.85	0.72	0.61	0.52	0.44	0.37	
Operative Free Cash Flows	2'206.96	1'989.76	2'022.01	2'226.92	2'715.90	2'647.68	
Terminal Value Growth Rate							2.00%
Terminal Value							16'589.48
Present value of operating free cash flows	1'870.94	1'429.99	1'231.91	1'150.18	1'189.16		
Present value of terminal value (TV)							6'157.78
Enterprise Value	13'029.96						
+ nonoperating assets	-						
+ liquidity	1'668.90						
Entity Value	14'698.86						
./. Interest bearing liabilities	2'271.70						
Equity Value (including minority interests)	12'427.16						
./. Minority interests	600.30						
Equity Value	11'826.86						
/Total shares outstanding	362'298'650						
Equity Value per Share in USD	32.6						

4.3.6 Plausibilisierung des Unternehmenswerts mit Multiplikatoren

Zur Plausibilisierung des mit dem DCF-Modell berechneten Unternehmenswert wurden verschiedene Multiplikatoren angewendet. Zunächst wurde für die Bewertung der Carlyle Group die Peer Group in kapitalintensive und kapitalleichte kotierte Alternative Asset Manager aufgeteilt. Die Kapitalintensität wurde in diesem Fall anhand der bilanzierten Finanzanlagen im Verhältnis zum AuM gemessen. Alle Unternehmen mit einem Wert grösser 4 % werden als kapitalintensiv und alle kleiner 4 % als kapitalleicht eingestuft. Somit gehört die CG mit einer Kapitalintensität von rund 5 % zu den kapitalintensiven Asset Managern. Ein weiterer Faktor warum die CG als Kapitalintensiver PEM angesehen werden könnte ist, dass die bilanzierten Finanzanlagen ungefähr dem 1,6-fachen der Marktkapitalisierung entsprechen. Im Folgenden wird nun auf die verschiedenen Multiple- Bewertungen der CG eingegangen. Zur vollständigen Übersicht der Peer Group und Berechnung der Multiples wird auf die Register „Peer Group Multiples“ und „Multiple Valuation“ im Bewertungsmodell verwiesen.

Price to Earnings Ratio

Die P/E-Ratio wurde berechnet, indem der Aktienpreis der Vergleichsunternehmen durch die Earnings per share zum 31.12.2022 dividiert wurde. Bei der P/E Ratio weist die Peer Group eine Multiple-Spanne von 6.3 bis 13.3 auf. Der Median liegt in diesem Fall bei 6.9, mit welchem ein Aktienpreis von USD **24.30** für die CG berechnet wurde. Dieser

Wert liegt, mit USD 8.3 Unterschied, unter dem Kurs, der durch das DCF berechnet wurde, was darauf schliessen lassen könnte das, dass DCF-Modell die Aktie überbewertet. Bei Betrachtung des Multiples der kompletten Peer Group, also kapitalintensive und leichte Vergleichsunternehmen, errechnet sich ein Median von 19.3, welcher eine Aktienpreisbewertung von USD **68.5** ergibt. Dieser Wert liegt deutlich über dem im DCF-Modell bestimmten Preises.

Price to Book Ratio

Die P/B-Ratio wurde berechnet, indem die Marktkapitalisierung zum 31.12.2022 der Vergleichsunternehmen durch den Buchwert des Eigenkapitals zum selben Zeitpunkt dividiert wurde. Bei der P/B Ratio weist die Peer Group eine Multiple-Spanne von 0.5 bis 2.4 auf. Der Median liegt bei 1.1, mit welchem ein Aktienpreis von USD **18.20** für die CG berechnet wurde. Dieser Wert liegt unter dem Kurs, der durch das DCF berechnet wurde, was darauf schliessen lassen könnte, dass das DCF-Modell die Aktie überbewertet.

Enterprise Value to EBIT

Die EV/EBIT-Ratio wurde berechnet, indem der Enterprise Value zum 31.12.2022 der Vergleichsunternehmen durch die EBIT zum selben Zeitpunkt dividiert wurden. Bei der EV/EBIT Ratio weist die Peer Group eine Multiple-Spanne von 3.1 bis 75.5 auf. Der Median liegt bei 14.1, mit welchem ein Aktienpreis von USD **40.70** für die CG berechnet wurde. Dieser Wert liegt deutlich über dem Kurs, der durch das DCF berechnet wurde, was darauf schliessen lassen könnte, dass das DCF-Modell die Aktie unterbewertet. Auch hier trug der Einbezug der kapitalleichteren Peers zu einer deutlichen Erhöhung des Multiples und auch des geschätzten Aktienpreises bei.

Enterprise Value to AuM

Die EV/AuM-Ratio ist eine alternativer Bewertungsmultiple, da die Assets under Management weder eine Buchhaltungs- noch eine Gewinngrösse darstellt. Die Ratio wurde berechnet, indem der Enterprise Value zum 31.12.2022 der Vergleichsunternehmen durch die Assets under Management zum selben Zeitpunkt dividiert wurden. Bei der EV/AuM-Ratio weist die Peer Group eine Multiple-Spanne von 0.1 bis 0.6 auf. Der Median liegt bei 0.2, mit welchem ein Aktienpreis von USD **124.40** für die CG berechnet wurde. Dieser Wert liegt deutlich über dem Kurs, der durch das DCF berechnet wurde, was darauf schliessen lassen könnte, dass das DCF-Modell die unterbewertet überbewertet. Wie in Kapitel 2.2.2 aber schon erläutert, ist diese Kennzahl

mit Vorsicht zu betrachten und wird von vielen Analysten als nicht tauglich für die Bewertung von PEM angesehen.

4.4 Ergebnisse: Beantwortung der Forschungsfragen

4.4.1 Forschungsfrage 1: Cashflows

Wie in Kapitel 2 bis 4 herausgearbeitet wurde, sind die wesentlichen Cashflows auf der Ertragsseite das Management sowie Performance Fees und auf der Kostenseite die Personalkosten unterteilt in reguläre Vergütungen und erfolgsabhängige Vergütungen. Im Folgenden werden die Herausforderungen zu der Prognose der jeweiligen Cashflows beschrieben und im Anschluss die im Praxisbeispiel angewandten Lösungswege aufgezeigt.

Management Fees

Die Management Fees werden, wie in Kapitel 3.3.3.3 schon beschrieben durch eine vertraglich vereinbarte Gebühr auf die AuM bzw. dem Investieren Kapital berechnet. Da diese in der Regel immer sehr stabil zwischen 1-2 % liegt, liegt es nahe für die Prognose dieser Umsätze eine Management Fee- Marge bzw. Verhältniskennzahl zum AuM zu berechnen. Diese wird am besten mittels Vergangenheitsanalyse und der Management-Guidance des zu bewertenden PEM bestimmt. Diese Herangehensweise unterstellt, dass der PEM selbst am besten einschätzen kann, ob und wann sich die Höhe der vereinbarten Verwaltungsgebühren für neue Fonds ändern werden.

Diese Herangehensweise an die Schätzung der zukünftigen Management Fees impliziert auch, dass die eigentliche Vorhersage abhängig ist von den prognostizierten AuM. Deshalb wird im Folgenden auf die Herausforderungen und möglichen Lösungsansätzen zur Prognose der AuM eingegangen. Die PEM gewinnt einen Grossteil ihrer neuen AuM durch das Fundraising für ihre Flaggschifffonds. Diese werden üblicherweise alle 3-4 Jahre als Nachfolgefonds neu aufgelegt, was einen sogenannten Fundraising-Zyklus erzeugt. Dieser Zyklus kann eine wichtige Rolle bei der Prognose der AuM spielen. Wie bereits in Abschnitt 3.2.1.3.1 erwähnt, hängt die Fähigkeit eines PEM, neue Fonds bzw. Commitments zu generieren, von verschiedenen Faktoren ab. Erstens spielt die Performance bzw. die erzielten Renditen des Fonds eine bedeutende Rolle beim Fundraising. Hohe Renditen in einem Vorgängerfonds könnten als Indikator für die Fähigkeiten des Fondsmanagers gesehen werden. Daher könnten Investoren annehmen, dass auch der Nachfolgefonds hohe Renditen erzielen wird. Zweitens hat die allgemeine

Entwicklung des Private Equity-Marktes und die Attraktivität der Anlageklasse im Vergleich zu anderen Anlageklassen einen wesentlichen Einfluss.

Der im Kapitel 4 eruierte Lösungsansatz zur Prognose des Wachstums der AuM lässt sich in drei grundlegende Schritte gliedern:

1. Zunächst bildet eine gründliche Untersuchung der historischen Entwicklung der AuM und des Fundraisings bzw. der neuen Commitments der Limited Partners die Basis für die Wachstumsprognose. In diesem Kontext sollte geprüft werden, ob sich ein Wachstumstrend oder ein Fundraising-Zyklus, wie oben erläutert, erkennen lässt.
2. Darüber hinaus sollte eine umfassende Analyse des Private Equity-Marktes durchgeführt werden, in welcher die gegenwärtige Marktsituation, auftretende Herausforderungen, aber auch sich bietende Chancen sorgfältig erörtert und interpretiert werden (siehe Kapitel 2.3). Auf Grundlage dieser Analyse kann dann die im ersten Schritt berechnete Wachstumsrate angepasst werden.
3. Schliesslich spielt die Management-Guidance eine zentrale Rolle bei dieser Prognose. Der Private Equity-Manager sollte in der Lage sein, eine fundierte Beurteilung zukünftiger Fundraising-Aktivitäten abzugeben. Diese Guidance sollte mit der eigenen Prognose verglichen werden und es sollte bei starken bzw. unbegründeten Abweichungen eine Anpassung der Prognose vorgenommen werden.

Indem diese Schritte sorgfältig durchgeführt und die erzielten Erkenntnisse zusammengeführt würden, könnte eine robuste und zuverlässige Prognose des AuM-Wachstums erstellt werden.

Performance Fees

Wie bereits in Kapitel 3.3.3.4 ausgeführt, liegt die Schwierigkeit bei der Prognose der Performance Fees in der Antizipation der Höhe und des Zeitpunkts der Ertragsrealisierung. Im Gegensatz zu den Management Fees hängen die Performance Fees nicht direkt vom verwalteten Kapital ab, sondern vielmehr vom Verkauf der im Portfolio gehaltenen Unternehmen. Dieser Verkauf ist wiederum stark abhängig von zyklischen Marktbedingungen, die von einer Vielzahl von Faktoren beeinflusst werden, wie zum Beispiel dem allgemeinen Wirtschaftswachstum eines Landes. Des Weiteren fließen Performance Fees nicht unmittelbar nach dem profitablen Verkauf einzelner Beteiligungen ein, sondern erst nachdem eine bestimmte Rendite auf das von den Limited

Partners investierte Kapital erzielt wurde (sogenannte Hurdle Rate). Bereits vereinnahmte Performance Fees tragen zudem das Risiko, dass sie teilweise oder vollständig an die Investoren zurückgezahlt werden müssen, falls die erzielte Rendite in einem bestimmten Zeitraum wieder unter die Hurdle Rate fällt (sogenannte Claw-Back-Klausel). Das Modellieren dieses Risikos kann durch Berücksichtigung eines erwarteten Wertes in die zukünftig prognostizierten Exit-Multiples erfolgen oder in einem erhöhten bzw. angepassten Kapitalkostensatz reflektiert werden.

Der in Kapitel 4 erarbeitete methodische Ansatz konzentriert sich auf die vom PEM getätigten Investitionen. Basierend auf den jährlichen Investitionen eines PEM kann durch die Annahme eines Exit-Multiples (MOIC) abgeschätzt werden, welcher Gesamtgewinn aus den getätigten Investitionen erzielt werden wird. Aus diesem Gesamtgewinn lässt sich dann durch Annahmen über die Gewinnbeteiligung des PEM die insgesamt zu generierenden Performance Fees ermitteln. Das Risiko, das aus den sogenannten Claw-Back-Klauseln entsteht, könnte durch die Bildung von Erwartungswerten berücksichtigt werden, die eine Ausfallwahrscheinlichkeit bei der Bestimmung der Exit-Multiples einbeziehen. Anschliessend können die insgesamt zu erwartenden Performance Fees mittels einer Verteilungsfunktion auf die zukünftigen Jahre aufgeteilt werden. Die hierfür verwendete logarithmische Normal-Verteilungsfunktion ermöglicht eine Approximation des spezifischen Auszahlungsprofils der Performance Fees, das insbesondere durch die Hurdle Rate und die Catch-up-Klausel beeinflusst wird. Schliesslich spielen auch makroökonomische Faktoren, wie das allgemeine Wirtschaftswachstum und die Entwicklung des Private Equity-Marktes, eine wesentliche Rolle. Daher sollten die durch das oben definierte Verfahren berechneten Performance Fees an Marktprognosen angepasst werden. Es ist wichtig zu beachten, dass Exits einzelner Unternehmen bei ungünstigen Marktentwicklungen oft nur aufgeschoben und, wenn auch mit einem Abschlag, zu einem späteren Zeitpunkt durchgeführt werden.

Mit diesem Prognosemodell schlägt der Autor einen ausgewogenen Weg zwischen einem leicht umsetzbaren, aber wahrscheinlich unpräzisen Ansatz vor, der beispielsweise lediglich die historische Wachstumsrate der Performance Fees berücksichtigt und diese als lineare Wachstumsrate verwendet. Auf der anderen Seite steht ein äusserst komplexer und schwierig zu implementierender Ansatz, der jedoch mit hoher Wahrscheinlichkeit die genauesten Ergebnisse liefert, indem er eine Bottom-Up-Analyse der jeweiligen zugrunde liegenden Private Equity-Fonds durchführt. Die Bottom-Up ähnliche

Herangehensweise über die jährlich getätigten Investitionen eines PEM bietet somit eine ausgewogene Balance zwischen Umsetzbarkeit und Genauigkeit.

Personalkosten

Im Kontext der Prognose von Personalkosten, wie in Kapitel 3.3.3.2 diskutiert, liegt die Herausforderung bei der genauen Identifikation der Ursachen dieser Ausgaben. Die Kosten können hierbei in zwei Hauptkategorien unterteilt werden: erstens, Personalkosten, die sich aus der Erfolgsbeteiligung an den erzielten Performance Fees ergeben und zweitens, die sogenannten 'regulären' Kosten, welche durch das Gehaltsniveau und die Anzahl der Mitarbeiter bestimmt werden.

In der in Kapitel 4 verwendeten Prognosemethode werden zwei Verhältniskennzahlen berechnet. Zum einen werden die Personalkosten, die durch die Mitarbeiterbeteiligungen an den Performance Fees des Private Equity-Managers entstehen, in Bezug zu den Performance Fees gesetzt. Zum anderen werden die 'regulären' Personalkosten in Relation zu den Management Fee-Umsätzen gesetzt. Diese Kennzahlen ermöglichen durch eine Analyse der Vergangenheitsdaten die Ermittlung möglicher Trends. Sollte ein solcher Trend erkennbar sein, kann ein Wachstumsfaktor in die Prognose eingearbeitet werden, der eine Erhöhung oder Verringerung der Gewinnmarge widerspiegeln würde. Falls kein Trend erkennbar ist, wird ein Durchschnittswert der letzten fünf Jahre gebildet. Die Personalkosten steigen oder fallen demnach proportional zu den prognostizierten Management Fee- bzw. Performance Fee-Einnahmen. Schlussendlich ist es auch bei dieser Prognose wesentlich, zu beachten, ob der zu bewertende PEM eine Leitlinie hinsichtlich der EBIT-Marge vorgibt und den Wachstumsfaktor für die Personalkostenkennzahlen entsprechend anzupassen

4.4.2 Forschungsfrage 2: Kapitalkosten

Aus den Kapiteln 2.2.1 und 3.3.2 lässt sich schlussfolgern, dass PEM einige Besonderheiten in Ihren Kapitalkosten aufweisen, die hauptsächlich auf das Risikoprofil und die Geschäftsstruktur dieser Unternehmen zurückzuführen sind. Diese Besonderheiten werden in den folgenden Punkten dargestellt:

Die Umsätze aus Performance Fees sind zum einen stark von der Fähigkeit der vom PEM verwalteten Fonds abhängig, die im Portfolio gehaltenen Unternehmen erfolgreich zu veräußern. Dieser Verkaufsprozess ist in hohem Masse von zyklischen Marktbedingungen sowie von individuellen, unternehmensspezifischen Faktoren

beeinflusst, die wiederum durch eine Vielzahl von Variablen bestimmt werden, darunter beispielsweise das allgemeine Wirtschaftswachstum eines Landes. Die daraus resultierende Unsicherheit bezüglich des exakten Zeitpunkts und der Höhe der erwarteten Cashflows hat direkten Einfluss auf die Renditeerwartungen der Aktionäre und infolgedessen auch auf die Kapitalkosten.

Auf der anderen Seite sind die generierten Performance Fees selbst mit einem erhöhten Risiko behaftet, da sie in der Regel Claw-Back-Vereinbarungen unterliegen. Dies verleiht ihnen ein Auszahlungs- und Risikoprofil, das dem einer Call-Option ähnelt. Bei einer Verschlechterung der Marktbedingungen könnte es sein, dass bereits realisierte Erträge aus Performance Fees an die Limited Partners der PE-Fonds zurückgezahlt werden müssen. Wie bereits in der Beantwortung der ersten Forschungsfrage erwähnt, kann dieser Sachverhalt entweder bei der Prognose der zukünftigen Cashflows berücksichtigt werden oder sich in der erwarteten Rendite der Aktionäre eines PEM niederschlagen. Dies verdeutlicht die Komplexität und die spezifischen Herausforderungen, die sich bei der Ermittlung der Kapitalkosten für Private Equity-Manager ergeben.

Aus der Analyse der Praxisliteratur und der Anwendung am Fallbeispiel der PG und CG hat der Autor folgenden Lösungsansatz zur Bestimmung der Kapitalkosten entwickelt:

1. Anwendung des CAPM: Der erste Schritt besteht darin, das CAPM zur Berechnung der Eigenkapitalkosten zu verwenden. Dies berücksichtigt das systematische Risiko des Unternehmens im Vergleich zum Gesamtmarkt.
2. Bestimmung des Betas: Hierbei werden für eine Peer Group die historischen Betas berechnet. Für die Berechnung der Betas, werden die monatlichen Renditen der jeweiligen Peers auf die jeweiligen Marktrenditen der letzten 5 Jahre regressiert. Im Anschluss werden die Betas „delevered“ und es wird ein Mittelwert über die Peer Group gebildet. Dieser Mittelwert wird dann mit der Vermögensstruktur des zu bewertenden PEM „relevered“ um das geschätzte Beta zu erhalten.
3. Berechnung der gewichteten durchschnittlichen Kapitalkosten (WACC): Nachdem die Eigenkapitalkosten berechnet wurden, sollten sie mit den Fremdkapitalkosten kombiniert werden, um die WACC zu bestimmen. Die WACC berücksichtigt sowohl die Kosten des Eigenkapitals als auch die Kosten des Fremdkapitals und gewichtet sie entsprechend ihrer Anteile an der gesamten Kapitalstruktur des Unternehmens.

4. Berücksichtigung der Performancegebühren: Da die Performancegebühren unsicher sind und ein erhöhtes Risiko darstellen, sollte ein Risikoaufschlag auf den Diskontierungssatz hinzugefügt werden. Dieser Aufschlag sollte anhand des Performance Fee-Anteils am Umsatz bestimmt werden. Wenn der Performance Fee-Anteil eines Unternehmens im Vergleich zu einer Peer Group hoch ist, sollte ein Risikozuschlag auf die Kapitalkosten angewendet werden. Ist der Anteil niedrig, könnte ein Risikoabschlag gerechtfertigt sein.

4.4.3 Forschungsfrage 3: Multiples und Peer Group

Peer Group

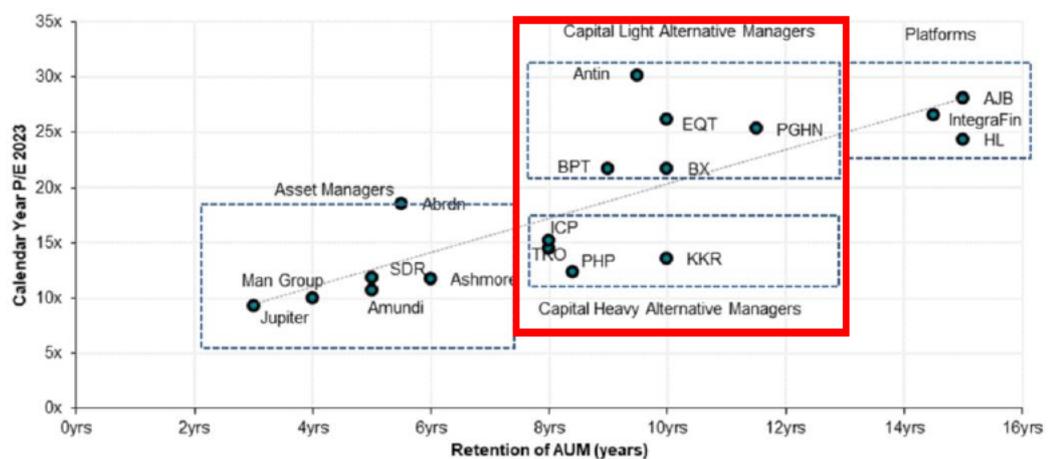
Die Schlüsselerkenntnisse zur Bildung einer geeigneten Peer Group stammen überwiegend aus der Analyse der Praxisliteratur. Die wesentlichen Faktoren für die Definition der Peer Group sind in den folgenden Punkten zusammengefasst:

1. Differenzierung zwischen alternativen und traditionellen Asset Managern: Ein entscheidender Aspekt bei der Bildung einer geeigneten Peer Group ist die Unterscheidung zwischen traditionellen und alternativen Asset Managern. Dies ist darauf zurückzuführen, dass das Rendite- und Risikoprofil von Kosten und Erträgen zwischen diesen beiden Gruppen variieren kann. Obwohl beide Arten von Asset Managern Einnahmen aus dem Management von Investitionen erzielen, sind diese Einnahmen bei alternativen Asset Managern tendenziell stabiler, da ihre Fonds in der Regel als Closed-End-Fonds strukturiert sind und somit eine vertraglich festgelegte längere Kapitalbindung aufweisen. Darüber hinaus generieren alternative Asset Manager einen erheblichen Teil ihrer Einnahmen durch Performance Fees, die, wie zuvor erörtert, eine gänzlich andere Risikostruktur als Management Fees aufweisen. Diese Art von Einnahmen tritt bei traditionellen Asset Managern entweder gar nicht oder in viel geringerem Ausmass auf.
2. Geografische Abgrenzung: Wie bereits in Abschnitt 2.2.2 erläutert, wird in der Praxis häufig eine Unterscheidung zwischen amerikanischen und europäischen Private Equity-Managern vorgenommen. Der Grund dafür ist, dass das Geschäftsmodell der amerikanischen PEMs dazu neigt, einen höheren Anteil an Performance Fees im Verhältnis zum Gesamtumsatz zu haben, verglichen mit den europäischen PEMs. Unter dem Aspekt der geografischen Geschäftstätigkeit kann

diese Unterscheidung jedoch vernachlässigt werden, da sowohl europäische als auch amerikanische PEMs auf globaler Ebene investieren.

3. Kapitalintensität: Die Kapitalintensität wird hier durch das Verhältnis der bilanzierten Finanzanlagen zu den AuM gemessen. Der Grund für diese Unterteilung ist, dass Asset Manager mit geringer Kapitalintensität in der Regel ein höheren P/E Multiple aufweisen, während kapitalintensive Asset Manager, bei denen die in der Bilanz ausgewiesenen Erträge im Verhältnis zu den Kapitalkosten bewertet werden, ein deutlich niedrigeres P/E-Multiple aufweisen (Mason & Gilbat, 2022, S. 34). Diese Auswirkung wird in Abbildung 26 nochmals veranschaulicht.

Abbildung 26: Peer Group P/E-Multiples vs retention duration of assets (Mason & Gilbat, 2022, S. 34)



Um die durch das DCF-Modell berechnete faire Bewertung zu überprüfen, wurde vom Autor, eine Peer Group aus kapitalleichten alternativen Asset Managern für die Partners Group und kapitalintensiven Asset Managern für die Carlyle Group gebildet. Da bei einer weiteren Aufteilung zwischen amerikanischen und europäischen Asset Managern die Peer Group zu klein geworden wäre, wurde dieses Kriterium nicht berücksichtigt.

Multiples

Die wesentlichen Erkenntnisse zur Auswahl geeigneter Bewertungsmultiples resultieren hauptsächlich aus der Untersuchung praxisbezogener Literatur. Es hat sich herausgestellt, dass traditionelle Bewertungsmultiples voraussichtlich die grösste Aussagekraft für die Bewertung von Private Equity-Managern besitzen. Daher bilden traditionelle Multiples wie P/E, P/B und EV/EBIT die Grundlage für diese Analyse. Zusätzlich wurden alternative Multiples wie das Verhältnis von Enterprise Value zu den gesamten AuM (EV/Total AuM) in der Praxis stark kritisiert. Trotzdem sollte dieser alternative Multiple

zur Plausibilitätsprüfung verwendet werden, da er zwar keine Annahmen über Margen und Wachstum berücksichtigt, aber zusätzliche Anhaltspunkte für die Bewertung liefert. Die wichtigsten Multiples werden in Tabelle 7 dargestellt. Die kompletten Kalkulationen für die Analysen sowie zusätzliche Kennzahlen sind im Bewertungsmodell auf dem Tabellenblatt «Multiple Valuation» einsehbar. Ausreisser, die durch Verluste oder besonders niedrige Gewinne verursacht wurden, wurden bei der Berechnung der Multiples für die Durchschnittsbildung ausgeschlossen.

Tabelle 7: Vergleich der bedeutendsten Multiplikatoren (Auszug aus dem Bewertungsmodell der CG)

Trading Multiples and Peer-Group Comparison as of 31.12.2022				
Unit: nominal figures in millions USD if not otherwise stated				
Descriptive	Valuation Ratios (actuals)			
	P/E Ratio	P/Bk Ratio	EV/EBIT	EV/Total AuM
Capital Light Peer Group**				
Blackstone Inc	30.15	4.57	28.80	0.11
Partners Group Holdings	21.70	9.03	19.90	0.18
Ares Management Corp	88.80	4.06	44.52	0.10
TPG Inc	16.94	2.30		0.08
EQT AB	83.36	3.62	39.85	
Hamilton Lane Inc	23.18	7.45	22.56	0.04
Antin Infrastructure Partners SAS		7.48		0.10
Bridgepoint Group PLC	13.01	2.03	23.78	0.05
Average	39.59	5.07	29.90	0.10
Median	23.18	4.31	26.29	0.11
Capital Heavy Peer Group***				
Apollo Global Management Inc		2.37		0.07
Intermediate Capital Group PLC	6.33	1.67	14.18	0.12
Carlyle Group Inc	8.83	1.59	11.63	
Tikehau Capital SCA	13.27	1.35	14.03	0.14
3i Group PLC	2.86	0.78	3.08	0.62
Eurazeo SE	7.40	0.50	75.49	0.34
KKR & CO Inc.		0.74		0.21
Average	7.74	1.28	23.68	0.25
Median	7.40	1.35	14.03	0.17

Auffällig ist auch, dass in dieser Studie die P/E-Multiples von kapitalarmen PEMs deutlich höher sind als die von kapitalintensiven PEMs. Diese Analyse stützt die Ergebnisse der Studien von Mason und Gilbat.

4.5 Zusammenfassung der Bewertung der PG und CG

Die Erfüllung der zentralen Forschungsfrage wird durch die Zusammenfassung der Ergebnisse des Bewertungsmodells erreicht. Nachfolgend wird erörtert, wie das Forschungsziel - Analyse unterschiedlicher Probleme und Besonderheiten bei der Bewertung von PEM und der Konzeption eines speziell auf PEM zugeschnittenen Bewertungsmodells anhand der PG und CG - erreicht wurde.

Partners Group Holdings

Die Beantwortung der Unterfragen ermöglicht eine abschliessende Schlussfolgerung und eine Antwort auf die zentrale Forschungsfrage. Der faire Aktienkurs der Partners Group, ermittelt durch das Bewertungsmodell, beträgt CHF 851.60. Vergleicht man diesen mit dem Börsenkurs zum 01.06.2023 von 825.20, stellt dies eine geringfügige Überbewertung gegenüber dem Marktwert dar. Ein möglicher Grund für die Überbewertung durch das Modell könnten ein zu geringer Risikoaufschlag für den im Vergleich höheren Anteil der Performance-Gebühr am Umsatz sein. Eine weitere Ursache könnte eine fehlerhafte Annahme für das ewige Wachstum darstellen. Dieser wurde durch einen Wachstumstrend der AuM ermittelt und auf 2.5 % festgelegt. Zukünftig könnte sich dieser Wert als zu hoch oder zu niedrig herausstellen. In Anbetracht dessen wurde eine Sensitivitätsanalyse durchgeführt, um den Effekt von Veränderungen in den Annahmen des Risikoaufschlags oder des ewigen Wachstums auf den vom Modell ermittelten fairen Aktienkurs zu verdeutlichen (siehe Abb. 27).

Abbildung 27: Sensitivitätsanalyse des Aktienkurses der PG (Auszug aus dem Bewertungsmodell)

WACC + Risk Adjustment	Perpetual Growth Terminal Value							
	851.6	1.75%	2.00%	2.25%	2.50%	2.75%	3.00%	3.25%
8.77%	986.4	1'014.1	1'044.0	1'076.2	1'111.1	1'149.1	1'190.5	
9.27%	914.4	937.9	963.0	990.0	1'019.1	1'050.4	1'084.4	
9.77%	851.7	871.8	893.1	915.9	940.4	966.6	994.9	
10.27%	796.6	813.8	832.2	851.6	872.4	894.6	918.4	
10.77%	747.8	762.8	778.6	795.3	813.2	832.1	852.3	
11.27%	704.3	717.4	731.1	745.7	761.1	777.4	794.7	
11.77%	665.4	676.8	688.9	701.5	714.9	729.1	744.1	

Durch die Plausibilisierung der DCF-Bewertung durch die Multiplikatorenbewertung können folgende Erkenntnisse gewonnen werden. Die Bewertung durch den P/E-Multiple zeigt eine sehr ähnliche Bewertung wie die durch das DCF-Modell ermittelte, was die Plausibilität der DCF-Bewertung zunächst unterstreicht. Die Bewertung durch den P/B-Multiple sowie dem unkonventionellen EV/AuM-Multiple weist jedoch eine deutlich niedrigere Bewertung als das DCF-Modell auf. Ein möglicher Grund für diese erhebliche

Abweichung könnte sein, dass die PG eine sehr schlanke Bilanz und geringe Kapitalintensität im Vergleich zu ihrer Peer-Gruppe aufweist.

Besonders interessant ist, dass die Unterteilung in eine kapitalarme Peer-Gruppe bei der Bewertung mit den Multiples einen Aktienpreis liefert, der deutlich näher am vom DCF-Modell bestimmten Wert und dem aktuellen Aktienkurs liegt, als wenn die gesamte Peer-Gruppe berücksichtigt wird.

The Carlyle Group

Der fundamentale faire Aktienkurs der Carlyle Group, ermittelt durch das Bewertungsmodell, beträgt USD 32.60. Vergleicht man diesen mit dem Börsenkurs zum 01.06.2023 von USD 28.10, stellt dies eine geringfügige Überbewertung gegenüber dem Marktwert dar. Mögliche Gründe für den Unterschied zur Marktbewertung sind ähnlich zur Partners Group. Aus diesem Grund wurde auch für die CG eine Sensitivitätsanalyse durchgeführt, um die Auswirkungen von Veränderungen in den Annahmen des Risikoaufschlags oder des ewigen Wachstums auf den vom Modell ermittelten fundamentalen fairen Aktienkurs zu verdeutlichen (siehe Abb. 28).

Abbildung 28: Sensitivitätsanalyse des Aktienkurses der CG (Auszug aus dem Bewertungsmodell)

		Perpetual Growth Terminal Value							
		32.6	1.25%	1.50%	1.75%	2.00%	2.25%	2.50%	2.75%
WACC + Risk Adjustment	13.46%	45.9	46.5	47.1	47.7	48.4	49.1	49.8	
	14.96%	40.2	40.6	41.0	41.5	42.0	42.5	43.0	
	16.46%	35.6	35.9	36.2	36.6	36.9	37.3	37.7	
	17.96%	31.9	32.1	32.4	32.6	32.9	33.2	33.5	
	19.46%	28.8	29.0	29.2	29.4	29.6	29.8	30.0	
	20.96%	26.2	26.4	26.5	26.7	26.9	27.0	27.2	
	22.46%	24.0	24.1	24.3	24.4	24.5	24.7	24.8	

Durch die Plausibilisierung der DCF-Bewertung durch die Multiplikatorenbewertung können folgende Erkenntnisse gewonnen werden. Die Bewertung durch den P/E- und P/B-Multiple weist eine tiefere Bewertung als das DCF-Modell auf. Ein möglicher Grund für diese Abweichung könnte bei der verwendeten Peer Group liegen. Hierbei ist zu erkennen, dass die CG mit einer Kapitalintensität von rund 5 % deutlich unter dem Durchschnitt der Peer Group von rund 21 % liegt. Der EV/EBIT-Multiple weist jedoch eine höhere Bewertung als das DCF-Modell auf. Eine mögliche Begründung für diese Abweichung könnte ein zu hoher Ansatz für die Risikoprämie sein. Diese scheint mit einem Performance Fee- Anteil von 36.1 %, im Vergleich zum Durchschnitt der Peer Group von 5.8 % zwar gerechtfertigt sein, könnte jedoch bereits vom Markt und damit in der Berechnung des Betas mit eingepreist sein. In Abbildung 28 lässt sich gut erkennen,

welche Auswirkung die Anpassung des Risikoaufschlags auf den vom DCF-Modell berechneten Aktienpreis haben würde. Der alternative EV/AUM-Multiple liegt mit einer Bewertung von USD 124.40 so weit über dem tatsächlichen Aktienkurs, dass eine Interpretation kaum möglich erscheint. Auch bei dieser Analyse ist zu erkennen, dass die Aufteilung in eine kapitalintensive Peer Group bei Multiple-Bewertungen zu Aktienpreisen führen, die in den meisten Fällen näher am DCF-Modell und dem aktuellen Kurs liegen als bei der Verwendung der gesamten Peer Group.

5 Diskussion und Ausblick

Die vorangegangenen Kapitel haben aufeinander aufbauend die untergeordneten Fragestellungen sowie die zentrale Forschungsfrage adressiert und beantwortet. Somit wurde das angestrebte Forschungsziel – die Analyse diverser Herausforderungen und Besonderheiten bei der Bewertung von PEM sowie die Entwicklung eines auf PEM zugeschnittenen Bewertungsmodells – erreicht. Im Rahmen dieser Studie wurden spezifische Aspekte eines Bewertungsmodells, das auf PEM ausgerichtet ist, durch die Fallstudien von PG und CG konkretisiert. Im Folgenden erfolgt eine kritische Würdigung der bedeutendsten Ergebnisse und die Präsentation von konkreten Empfehlungen für zukünftige Forschungsarbeiten.

5.1 Kritische Würdigung

In dieser Sektion erfolgt eine kritische Bewertung der erzielten Ergebnisse. Zusammenfassend wurden die Forschungsfragen erfolgreich gelöst und das Forschungsziel der Erstellung eines fairen Bewertungsmodells für PG und CG erreicht. Durch die Auseinandersetzung mit den Herausforderungen bei der Entwicklung eines speziell auf PEM zugeschnittenen Bewertungsmodells wurden wertvolle Erkenntnisse erlangt, die sowohl für Dritte als auch für die Anwendung auf weitere PEM von Nutzen sein können.

Ein kritischer Aspekt dieser Arbeit ist die Annahme, dass eine Modellierung der Performance Fees auf Fondsebene aller Wahrscheinlichkeit nach zu präziseren Prognosen führen könnte. Allerdings geht dieser Ansatz mit einem beträchtlichen zusätzlichen Aufwand einher und einige produktspezifische Informationen, die zur Modellierung der einzelnen Fonds erforderlich sind, sind nicht für alle Marktteilnehmer zugänglich. Diese

Punkte würden die Replizierbarkeit der Analyse auf Produkt bzw. Fondsebene erheblich einschränken.

Die Bewertung von PG und CG basierte auf umfangreicher und relevanter Literatur. Es sollte jedoch nicht unerwähnt bleiben, dass auch die gängigen Bewertungsmodelle auf zahlreichen Annahmen basieren. Insbesondere in Bezug auf die Risikoprämie und den Beta-Faktor ist zu berücksichtigen, dass diese Komponenten zeitdynamisch sind und der ausgewählte historische Zeitraum nicht unbedingt zukunftsgerichtet ist. Diesem Problem wurde durch die Bewertung des Betas im Kontext einer repräsentativen Peer Group begegnet, obwohl auch die Betas der Peer Group auf historischen Daten basieren. Die Ableitung der Kapitalkosten orientiert sich am WACC und CAPM, ergänzt durch einen Kapitalkostenauf- oder Abschlag, um den erhöhten Anteil der Performance Fees am Umsatz im Vergleich zur Peer Group zu berücksichtigen. Theoretisch wurde erkannt, dass Aktien in Kapitalgesellschaften, einschliesslich PEMs, möglicherweise nicht effizient bewertet werden. Dies würde eine Anpassung der Kapitalkosten rechtfertigen, aber obwohl der Ansatz zur Risikoadjustierung für den Autor logisch erscheint, wurde dieser nicht empirisch untersucht und hat somit eher einen praktischen Charakter.

Eine genaue Prognose von Performance Fees auf der Grundlage der jährlich getätigten Investitionen und der im Bewertungsmodell entwickelten Methodik des PEM ist nur eingeschränkt möglich. Auf der einen Seite stützt sich die Kalkulation der Performance Fees, die der GP durchführt, auf zum Teil uneinheitliche und diskretionäre Herangehensweisen, auf der anderen Seite lässt sich der Auszahlungszeitpunkt sowie die genaue Höhe der Einnahmen nur näherungsweise und nicht präzise festlegen. Die im Rahmen dieser Ausarbeitung durchgeführten Kalkulationen zu den Performance Fees basieren jedoch auf einheitlichen Annahmen durch die Verwendung konsistenter Mechanismen, die in Wirklichkeit auf der Produktebene stärker variieren könnten.

5.2 Empfehlungen zur weiteren Forschung

Die in dieser Masterarbeit erzielten Ergebnisse stellen einen grundlegenden Ausgangspunkt für Finanzanalysten dar, um weiterführende Bewertungsmodelle für börsennotierte Private Equity und andere alternative Asset Manager zu erstellen. Dieses Kapitel beleuchtet, warum die durchgeführten Analysen und das entwickelte Modell nicht als abschliessend zu betrachten sind und deutet die Richtungen an, in denen zukünftige Forschungsarbeiten zur Bewertung von PEM sich fortsetzen könnten. Das erstellte Modell bietet Raum für Verbesserungen und könnte durch verschiedene Perspektiven

verfeinert werden. Zudem gibt es weitere Forschungsgebiete und Herausforderungen, die einer weiteren Untersuchung bedürfen.

Evaluierung und Vergleich mit anderen Bewertungsmodellen: Im Kontext der prognostizierten Performance Fees wäre ein Vergleich der Ergebnisse mit anderen Bewertungsmethoden sinnvoll. Hierbei könnte beispielsweise untersucht werden, inwiefern die modellierten Performance Fees, basierend auf den von PEM getätigten Investitionen, von den prognostizierten Performance Fees abweichen, die auf Basis eines auf Fondsebene entwickelten Produktanalysemodells berechnet wurden. Nach diesem Vergleich könnte also beurteilt werden, ob eine Bottom-Up Analyse auf Fondsebene einen signifikanten Mehrwert bietet.

Analyse des Beta-Faktors: Es erscheint zweckmäßig, eine Korrelations- bzw. Regressionsuntersuchung zwischen den historischen Beta-Werten von PEM und dem historischen Anteil der Performance Fee am Gesamtumsatz durchzuführen. Diese Analyse könnte aufschlussreiche Erkenntnisse darüber liefern, ob und in welchem Umfang der Markt bereits eine Risikopreisbildung für einen erhöhten Anteil an Performance Fees vorgenommen hat. Mithilfe dieser Erkenntnisse könnte die im aktuellen Modell verwendete Risikoadjustierung weiter verfeinert und ein noch exakterer fundamentaler Aktienwert ermittelt werden.

6 Fazit

In der gegenwärtigen Ausarbeitung wurden ergebnisorientierte Resultate vorgestellt und Verfahren optimiert, die präzise Anwendungsempfehlungen für ein spezifisch auf börsennotierte Private Equity-Manager ausgerichtetes Bewertungsmodell bereitstellen. Die wesentlichen Ergebnisse richten den Fokus auf Teilaspekte, die für die Bewertung relevant sind. Als zentrale Komponente wurde ein spezifisches Modell zur Prognose von Performance Fees entwickelt. Der Vorteil dieses Modells besteht in der Möglichkeit, die Performance Fees von Private Equity Investments aber auch von anderen alternativen Anlageklassen wie zum Beispiel Private Debt, Private Infrastruktur oder Private Real Estate zu modellieren und durch eine einheitliche und replizierbare Herangehensweise den Zeitpunkt und die Höhe zukünftiger Umsätze approximieren zu können. Darüber hinaus ermöglicht das Modell durch eine Modifikation der erwarteten Exit-Multiples die Anpassung an sich verändernde Marktbedingungen und Szenarioanalysen. Die Kapitalkosten wurden zunächst mittels WACC und CAPM berechnet und anschließend

mit einem Risikofaktor erweitert, welcher in Abhängigkeit von der Höhe des Performance Fee-Anteil im Geschäftsmodell des zu bewertenden PEM festgemacht werden kann.

Die Erkenntnisse aus der Analyse der Faktoren, die zur Bildung einer adäquaten Peer Group gewonnen wurden, runden in Kombination mit den Erkenntnissen aus der Analyse der anwendbaren Multiplikatoren als Grundlage zur Plausibilisierung des fairen Unternehmenswertes das Bewertungsmodell ab.

Die ausgeführten Analysen und erstellten Analyseverfahren haben es ermöglicht, die Forschungsfragen umfassend zu beantworten. Die Integration der PE-spezifischen Grundlagen in das Modell für eine fundierte Bewertung börsennotierter Private Equity-Manager ist erfolgreich gelungen. Auf diese Weise wurde ein fundamental fairer Wert für die Partners Group (PG) und Carlyle Group (CG) ermittelt. Am 01.06.2023 belief sich der Schlusskurs der PG-Aktien auf CHF 825.20 und der der CG-Aktien auf USD 28.10. Dem gegenüber stand der, durch das speziell auf die PG abgestimmte Bewertungsmodell, ermittelte faire Aktienkurs von CHF 856.00, welcher leicht über dem tatsächlichen Aktienpreis lag. Ebenso lag der intrinsische Aktienkurs der CG von USD 32.60 über dem tatsächlichen Aktienkurs zum Stichtag 01.06.2023. Mögliche Ursachen für die beobachteten Abweichungen könnten eine unzureichende Risikoadjustierung der Kapitalkosten oder inkorrekte oder sich künftig verändernde Annahmen bezüglich des ewigen Wachstums sein. Daher wurden, wie in Kapitel 4.3 dargestellt, verschiedene Szenarien mithilfe einer Sensitivitätsanalyse untersucht und deren Auswirkungen auf die Aktienbewertung des Modells aufgezeigt.

Kotierte Private Equity-Manager sind hochprofitable Unternehmen, die mit einer effizienten Bilanzstruktur erheblichen Mehrwert für Aktionäre generieren. Allerdings können konjunkturelle Veränderungen der Inputvariablen aufgrund des optionsähnlichen Auszahlungs- und Risikoprofils der Performance Fees signifikante Auswirkungen auf die Ertragskraft des PEM haben. Daher ist eine umfassende Analyse der spezifischen Risiken und deren Integration in die Bewertung von immenser Bedeutung. Die in dieser Arbeit vorgestellten Analysen und Modelle bilden eine solide Basis für die Entwicklung eigener Bewertungsmodelle, weiterführender Untersuchungen und der Prognose unterschiedlicher Szenarien.

7 Literaturverzeichnis

Anson, M. J. P., Chambers, D. R., Black, K. H., & Kazemi, H. (2015). *Alternative investments: CAIA level I* (Third edition). Wiley.

Averstad, Beltrán, Brinkman, Maia, Pinshaw, Quigley, Sanghvi, Spivey, & Vickery. (2023). *McKinsey Global Private Markets Review: Private markets turn down the volume* [Marktbericht]. McKinsey & Company. [https://www.mckinsey.com/industries/private-equity-and-principal-investors/our-insights/mckinseys-private-markets-annual-review/#/](https://www.mckinsey.com/industries/private-equity-and-principal-investors/our-insights/mckinseys-private-markets-annual-review/)

Baker, H., & Chinloy, P. (2014). *Public real estate markets and investments*.

Baker, H. K., & Chinloy, P. (2014). *Private Real Estate Markets and Investments*. Oxford University Press.

Baker, H. K., & Filbeck, G. (2013). *Alternative investments: Instruments, performance, benchmarks, and strategies*. Wiley.

Baker, H. K., Filbeck, G., & Kiymaz, H. (2015). *Private Equity: Opportunities and Risks*. Oxford University Press. <https://doi.org/10.1093/acprof:oso/9780199375875.001.0001>

Barth, C.-P. (2022). *Geschäftsmodellinnovation in Portfoliounternehmen in der Hand Von Private-Equity-Gesellschaften*. Springer Fachmedien Wiesbaden GmbH.

Beer, S. (2023). *Private Equity Trend Report 2023 | PwC Switzerland* [Marktbericht]. PwC Switzerland. <https://www.pwc.ch/en/insights/strategy/private-equity-trend-report.html>

Bedell, B., & Desai, S. (2022). *TPG Inc: Initiating Coverage With a Buy Rating; Poised for Strong Growth* [Equity Research Report]. Deutsche Bank.

Buchner, A., & Wagner, N. F. (2017). Rewarding risk-taking or skill? The case of private equity fund managers. *Journal of Banking & Finance*, 80, 14–32. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2017.03.014>

Brink, J., & Henze R. (2019). *EQT AB: Growth and stability at a discount* [Equity Research Report]. Nordea

CFI Team. (2023, Mai 3). *Equity Research Report*. Corporate Finance Institute. <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/valuation/equity-research-report/>

CGER. (2023). *The Carlyle Group Earnings Release Q4 2022; Financial Data Supplement*

- Excel*. The Carlyle Group Inc. <https://ir.carlyle.com/quarterly-results>
- CGFS. (2023). *The Carlyle Group Inc. Financial Statements: FORM 10-K FOR THE FISCAL YEAR ENDED DECEMBER 31, 2022*. The Carlyle Group Inc. https://ir.carlyle.com/sec-filings?field_nir_sec_form_group_target_id%5B%5D=471&field_nir_sec_date_filed_value=#views-exposed-form-widget-sec-filings-table#views-exposed-form-widget-sec-filings-table#views-exposed-form-widget-sec-filings-table#views-exposed-form-widget-sec-filings-table
- Cornelius, P. (2013). *Mastering illiquidity: Risk management for portfolios of limited partnership funds*. Wiley.
- Cumming, D. (2010). *Private equity: Fund types, risks and returns, and regulation*. Wiley.
- Cumming, D., Liu, Z., & Fleming, G. (2019). Private Debt Markets. In *Debt Markets and Investments*. Oxford University Press. <https://doi.org/10.1093/oso/9780190877439.003.0011>
- Demaria, C. (2021). *Asset allocation and private markets: : A guide to private equity, private debt and private real assets*. Wiley.
- Drukarczyk, J., & Ernst, D. (2010). *Branchenorientierte Unternehmensbewertung* (3., überarb. und erw. Aufl., 3rd ed.). Franz Vahlen.
- Erickson, D. (2023, März 13). *What's Wrong with the Private Equity Market—And How to Fix It*. Knowledge at Wharton. <https://knowledge.wharton.upenn.edu/article/whats-wrong-with-the-private-equity-market-and-how-to-fix-it/>
- Ernst, D., Häcker, J., Prexl, S., Bloss, M., Kleinknecht, M., Plötz, G., Dirnberger, M., & Röck, B. (2016). *Financial Modeling* (2., überarbeitete und erweiterte Auflage., 2. überarbeitete und erweiterte Auflage). Schäffer-Poeschel.
- Ernst, D., Schneider, S., & Thielen, B. (2017). *Unternehmensbewertungen erstellen und verstehen: Ein Praxisleitfaden*. Franz Vahlen.
- Fernyhough, W. (2019). *4Q 2019 PitchBook Analyst Note: Unpacking PE Firm Valuations: Part I*. PitchBook. <https://pitchbook.com/news/reports/4q-2019-pitchbook-analyst-note-unpacking-pe-firm-valuations-part-i>

- Fernyhough, W. (2020). *Q1 2020 PitchBook Analyst Note: What Is a Private Capital Fund Worth?* PitchBook. <https://pitchbook.com/news/reports/q1-2020-pitchbook-analyst-note-what-is-a-private-capital-fund-worth>
- Fraser-Sampson, G. (2011). *Alternative assets: Investments for a post-crisis world*. Wiley.
- Giblat, Mason, & Simpson. (2019). *EQT Partners: Top performer in attractive private markets* [Equity Research Report]. Exane BNP Paribas.
- Jensen, M. C. (1989). Eclipse of the public corporation. *Harvard Business Review*, 5, 61–75.
- Kambo & Goulbourne. (2019). *EQT: Long duration assets support earnings growth and valuation—Initiating at OW with SEK115 TP* [Equity Research Report]. J.P. Morgan Cazenove.
- Kaplan, S. N., & Strömberg, P. (2009). Leveraged Buyouts and Private Equity. *The Journal of Economic Perspectives*, 23(1), 121–146. <https://doi.org/10.1257/jep.23.1.121>
- Kazemi, H., Black, K. H., & Chambers, D. R. (2016). *Alternative investments: CAIA level II* (Third edition). Wiley.
- Lerner, J., Hardymon, G. F., & Leamon, A. (2012). *Venture capital, private equity and the financing of entrepreneurship: The power of active investing*. Wiley.
- MacArthur, H., Burack, R., Rose, G., De Vusser, C., Yang, K., & Lamy, S. (2023). *Global Private Equity Report 2023* (Private Equity Outlook in 2023: Anatomy of a Slowdown). Bain & Company, Inc. <https://www.bain.com/insights/private-equity-outlook-global-private-equity-report-2023/>
- Mason & Gilbat. (2022). *TPG Inc: A Private Equity Pioneer* [Equity Research Report]. BNP Paribas.
- Mostowfi, M. (o. J.). *Module Corporate & Entrepreneurial Finance Firm Valuation: DCF and Multiple Methods*. ZHAW School of Management and Law.
- Mostowfi, M., & Meier, T. (2013). *Alternative Investments: Analyse und Due Diligence*. Verlag Neue Zürcher Zeitung.
- Najar, D. (2017). Private equity managers' fees: Estimation and sensitivity analysis using Monte Carlo simulation. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 48(1), 239–

263. <https://doi.org/10.1007/s11156-015-0549-6>

Neely, J., & Favaro, K. (2011). *The Next Winning Move in Private Equity*. Strategy+business. <https://www.strategy-business.com/article/11208>

O'Leary, K. (2023, April 9). *What asset allocators need to know about the denominator effect*. <https://pitchbook.com/blog/what-is-the-denominator-effect-exploring-portfolio-rebalancing-strategies>

Partners Group Website. (o. J.). *Partners Group*. Abgerufen 22. Mai 2023, von <https://www.partnersgroup.com/de/investoren/>

PGFS. (2023). *Partners Group: Annual Report 2022*. Partners Group Holding AG.

Regli. (2022). *Partners Group: Initiate at Outperform: The growth story continues despite higher interest rates* [Equity Research Report]. Credit Suisse.

Spremann & Scheurle. (2012). *Finanzanalyse*. De Gruyter. <https://doi.org/10.1524/9783486710397>

Talmor, E., & Vasvari, F. (2011). *International private equity* (2nd ed.). Wiley.

Tommaselli, C. (2020). *Partners Group: A sound and diversified, but fairly priced, business model* [Equity Research Report]. Societe Generale.

Weber, B. (2016). *Infrastructure as an asset class: : Investment strategy, sustainability, project finance and PPP* (Second edition.). Wiley.

Werner, M., Nemes, M., & Braga, F. (2019). *EQT AB Group: Launch with a Buy; Exposure to Secular Growth, Strong Fundamentals & Attractive Valuation* [Equity Research Report]. UBS.

Worthington, K. (2022). *TPG: Initiation of Coverage with an Overweight Rating* [EquityResearch Report]. J.P. Morgan.

Zeisberger, C., Prah, M., & White, B. (2017). *Mastering Private Equity: Transformation via Venture Capital, Minority Investments & Buyouts* (1. Aufl.). John Wiley & Sons.

Anhang

A	ÜBERSICHT MULTIPLIKATOREN FÜR PEM ZUM 31.12.2022.....	93
B	REFINITIV (RECOMMENDATIONS & TARGET PRICES) STAND 20.03.2023.....	94
C	INITIAL PUBLIC OFFERINGS VON PEM DER PEER GROUP	95
D	MARKET AND BALANCE SHEET DATA IN LOCAL CURRENCY AS OF 31.12.2022	96
E	EIDESSTÄTTLICHE ERKLÄRUNG	97

A Übersicht Multiplikatoren für PEM zum 31.12.2022

Trading Multiples and Peer-Group Comparison as of 31.12.2022

Unit: nominal figures in millions USD if not otherwise stated

Descriptive	Valuation Ratios (actuals)					
	P/E Ratio	P/EBITDA	P/Bk Ratio	EV/Sales	EV/EBITDA	EV/EBIT
Global Peer Group*						
Blackstone Inc	30,15	22,78	4,57	12,70	27,39	28,80
Apollo Global Management Inc			2,37	3,17		
Partners Group Holdings	21,70	18,81	9,03	12,48	19,52	19,90
Ares Management Corp	88,80	17,28	4,06	10,97	29,86	44,52
TPG Inc	16,94		2,30	5,56		
EQT AB	83,36	29,65	3,62	15,78	30,30	39,85
Hamilton Lane Inc	23,18	10,63	7,45	7,41	12,12	22,56
Intermediate Capital Group PLC	6,33	5,29	1,67	8,86	13,78	14,18
Tikehau Capital SCA	13,27		1,35	17,44		14,03
Antin Infrastructure Partners SAS			7,48	14,99		
3i Group PLC	2,86	2,82	0,78	2,99	3,06	3,08
Eurazeo SE	7,40	3,24	0,50	2,53	8,25	75,49
Brookfield Corp	25,97	1,98	0,36	3,65	12,99	21,51
Bridgepoint Group PLC	13,01	13,90	2,03	6,21	16,90	23,78
KKR & CO Inc.		23,48	0,74	13,88	61,59	
Average	27,75	13,62	3,22	9,24	21,43	27,97
Median	19,32	13,90	2,30	8,86	16,90	22,56

Tabelle 8: Übersicht Multiplikatoren für PEM zum 31.12.2022 (Auszug aus dem Bewertungsmodell)

B Refinitiv (Recommendations & Target Prices) stand 20.03.2023

PGHN.S PARTNERS GROUP HOLDING AG Switzerland | SIX Swiss Exchange | Investment Management & Fund Operators

Updated: 20-Mar-2023 13:40:26 Recommendations & Target Price REC

Overview News & Research Price & Charts **Estimates** Financials ESG Event Ownership Debt & Credit Peers & Valuation Derivatives Filings

RECOMMENDATIONS & TARGET PRICE

Current Recommendation 2.56 HOLD Current Target Price CHF 1027.35 (+26.24%) Current Long-Term Growth (LTG) -4.59%

RECOMMENDATION & PRICE TARGET DETAIL

Contributor	Analyst	Current Recommendation	Rec. Date	Review Date	Analyst Rec. Rating		Price Target	% Diff from Current Price	Price Target Date	LTG %
					Overall	PGHN.S				
Undisclosed	Undisclosed	▲ 1-BUY	24-Jun-2019	17-Feb-2023	★★★★★	★★★★★	▼ 1,100.00	46.59%	09-Jan-2023	20.00% X
Undisclosed	Undisclosed	2-BUY	11-Apr-2022	13-Mar-2023	★★★★★	★★★★★	▼ 1,080.00	43.92%	12-Jan-2023	-
BAADER HELVEA EQUITY RESEARCH	Schwarz, Gerhard	▲ 1-BUY	03-Oct-2022	13-Jan-2023	★★★★★	★★★★★	▼ 1,075.00	43.26%	03-Oct-2022	0.30% X
Undisclosed	Undisclosed	▼ 3-EQUALWT/IN-LINE	02-Feb-2021	17-Jan-2023	★★★★★	★★★★★	▼ 1,073.00	42.99%	16-Jan-2023	-
CREDIT SUISSE - EUROPE	Regli, Daniel	2-OUTPERFORM	22-Aug-2022	16-Jan-2023	★★★★★	★★★★★	▼ 1,050.00	39.93%	16-Jan-2023	1.05% X
Undisclosed	Undisclosed	2-OUTPERFORM	18-Jan-2021	08-Mar-2023	★★★★★	★★★★★	▼ 1,050.00	39.93%	08-Mar-2023	-
BNP PARIBAS EXANE	Giblat, Arnaud M	▼ 3-NEUTRAL	12-Jan-2021	22-Feb-2023	★★★★★	★★★★★	▼ 1,040.00	38.59%	13-Jan-2023	-
Mean	-	2.56	20-Mar-2023	-	-	-	1,027.35	36.91%	-	-
Undisclosed	Undisclosed	▼ 3-HOLD	30-Jan-2023	15-Mar-2023	★★★★★	★★★★★	▼ 1,000.00	33.26%	30-Jan-2023	-6.68%
Undisclosed	Undisclosed	3-EQUALWEIGHT	24-May-2022	13-Jan-2023	★★★★★	★★★★★	▼ 950.00	26.60%	13-Jan-2023	-3.60%
SOCIETE GENERALE	Tommaselli, Carlo	▼ 3-HOLD	13-Jan-2023	16-Jan-2023	★★★★★	★★★★★	▼ 950.00	26.60%	13-Jan-2023	-3.50%
Undisclosed	Undisclosed	▼ 3-HOLD	01-Jul-2021	22-Jan-2023	★★★★★	★★★★★	▼ 910.00	21.27%	22-Jan-2023	-
Undisclosed	Undisclosed	▼ 3-NEUTRAL (2)	16-Jan-2023	-	★★★★★	★★★★★	▼ 910.00	21.27%	16-Jan-2023	-
Undisclosed	Undisclosed	▼ 3-HOLD	15-Jul-2020	15-Mar-2023	★★★★★	★★★★★	▼ 895.00	19.27%	15-Mar-2023	-
Undisclosed	Undisclosed	3-NEUTRAL	12-Dec-2022	16-Jan-2023	★★★★★	insuf-hist	836.30	11.45%	13-Jan-2023	-
UBS	Nemes, Mate	Undisclosed	31-Jan-2022	18-Feb-2023	★★★★★	★★★★★	Undisclosed	-	24-Aug-2022	-

Abbildung 29: Recommendations & Target Prices) stand 20.03.2023 (Refinitiv)

C Initial Public Offerings von PEM der Peer Group

Alternative Asset Managers:	Identifizier (RIC)	IPO Datum	Region
Intermediate Capital Group PLC	ICP.L	01.06.94	Europe
3I GROUP PLC	III.L	18.07.94	Europe
Eurazeo SE	EURA.PA	01.04.99	Europe
Brookfield Corp	BN	05.12.03	US
Apollo Global Management Inc	APO.N	06.04.04	US
Parnters Group Holding AG	PGHN.S	23.03.06	Europe
Blackstone Inc	BX.N	21.06.07	US
KKR & Co Inc	KKR	17.07.10	US
Carlyle Group Inc	CG.O	02.05.12	US
Ares Management Corp	ARES.K	02.05.14	US
Hamilton Lane Inc	HLNE.O	01.03.17	US
Tikehau Capital SCA	TKOO.PA	07.03.17	Europe
EQT AB	EQTAB.ST	23.09.19	Europe
Bridgepoint Group plc (BPT.L)	BPTB.L	22.07.21	US
Antin Infrastructure Partners SAS	ANTIN.PA	24.09.21	US
TPG Inc	TPG.O	12.01.22	US

Tabelle 9: Initial Public Offerings von PEM der Peer Group (Refintiv, eigene Darstellung)

D Market and Balance Sheet data in local currency as of 31.12.2022

Market and Balance Sheet data in local currency					Total balance sheet investments (financial investments)
Source: Refinitive as per 31.12.2022	Refinitive Market Cap	Refinitive Share Price	Refinitive Enterprise Value	Refinitive Book value (common equity)	
Blackstone Inc	89'999.26	74.19	108'177.61	19'681.07	22'023
Apollo Global Management Inc	36'505.97	63.79	37'055.97	15'398.00	186'705
Carlyle Group Inc	10'849.98	29.84	18'005.38	6'821.30	17'662
Ares Management Corp	19'895.18	68.44	34'385.08	4'905.03	14'073
TPG Inc	8'596.48	27.83	10'599.11	3'739.51	5'330
EQT AB	261'417.29 SEK	220.60 SEK	23'633.74 €	6'398.70 €	708.80 €
Hamilton Lane Inc	3'437.69	63.88	3'919.73	461.49	296
Intermediate Capital Group PLC	3'335.54	11.48	8'696.94	2'001.80	6'975
Tikehau Capital SCA	4'248.43	24.25	5'258.07	3'151.20	3'526
Antin Infrastructure Partners SAS	3'543.62	20.30	3'211.17	473.45	42
3i Group PLC	13'056.67	13.42	14'159.67	16'844.00	9'518
Eurazeo SE	4'602.95	58.10	11'718.46	9'280.24	4'071
Brookfield Corp	51'532.13	31.46	338'277.13	141'891.00	141'999
Bridgepoint Group PLC	1'569.15	1.91	1'907.55	772.70	426
KKR & CO. INC.	39'972.81	46.42	104'828.15	53'658.89	92'375
Partners Group Holding AG	21'808.56	816.80	22'632.36	2'416.30	1'195

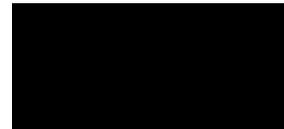
Tabelle 10: Market and Balance Sheet data in local currency as of 31.12.2022 (Refinitiv, Auszug aus dem Bewertungsmodell)

E Eidesstattliche Erklärung

Der Verfasser erklärt an Eides statt, dass er die vorliegende Masterarbeit, mit dem Titel: «Bewertungsmodell für kotierte Private Equity-Manager» selbstständig, ohne fremde Hilfe und ohne Benutzung anderer als die angegebenen Hilfsmittel angefertigt hat. Die aus fremden Quellen (einschliesslich elektronischer Quellen) direkt oder indirekt übernommenen Gedanken sind ausnahmslos als solche kenntlich gemacht. Die Arbeit ist in gleicher oder ähnlicher Form oder auszugsweise im Rahmen einer anderen Prüfung noch nicht vorgelegt worden.

Zürich, 14.06.2023

Ort, Datum



Jan Timon Lüdeker