



Bewertungsrichtlinien & -verfahren

E3 Holding SE

*(entspricht den International Private Equity and Venture Capital Valuation Guidelines
in ihrer geltenden Fassung vom Dezember 2022)*

Allgemeine Hinweise für die Erstellung der Bewertungsrichtlinie

- 1. Bewertungsrichtlinien umreißen die Grundsätze, nach denen ein Fonds im Rahmen der Finanzberichterstattung den Fair Value (beizulegenden Zeitwert) der Vermögenswerte seiner Beteiligungsunternehmen ermittelt.*
- 2. Dabei handelt es sich nicht so sehr um verbindliche Regeln, sondern vielmehr um einen flexiblen Regelungsrahmen, den Fonds für ihre Investments in Beteiligungsunternehmen aufstellen.*
- 3. Derartige Richtlinien sind ein wichtiger Bestandteil der Standarddokumentation von Fonds. Sie bedürfen daher sowohl der Genehmigung der Fondsgremien als auch der einzelnen Anteilseigner am Fonds. Bewertungsrichtlinien vereinfachen zudem die Berichterstattung an Anteilseigner sowie den Fondsprüfungsprozess. Die IPEV-Leitlinien wurden zwar primär für die Bewertung von Private Equity und Venture Capital entwickelt, doch sind ihre Grundsätze und Methodologien vielseitig anwendbar, wie beispielsweise auf Industriebeteiligungen, die Anlagen von Family Offices sowie die unterschiedlichsten illiquiden und alternativen Investments.*
- 4. Anleger wollen naturgemäß wissen, welchen Fair Value ihre Anlagebestände haben, die sich in der Regel aus verschiedenen Anlageinstrumenten zusammensetzen (z. B. unterschiedliche Aktienklassen, wandelbare oder kreditnahe Finanzinstrumente). Daher ist die Ermittlung des implizierten Unternehmenswerts für jedes Unternehmen im Fondsportfolio Teil der Bestimmung des Werts der Anlagebestände insgesamt. Dazu müssen alle wertbestimmenden Positionen berücksichtigt werden.*
- 5. Entsprechend sollte eine Bewertungsrichtlinie aus zwei einander ergänzenden Komponenten bestehen: dem Bewertungsansatz und der Zuordnungsmethode. Während der Bewertungsansatz den implizierten Unternehmenswert eines Beteiligungsunternehmens bestimmt, weist die Zuordnungsmethode diesen Wert den verschiedenen Aktienklassen des Unternehmens zu.*
- 6. Der Anhang zu dieser Richtlinie enthält die Definitionen der hierin verwendeten Schlüsselbegriffe.*

A.	Übersicht	5
B.	Allgemeiner Rahmen	6
1.	Leitprinzipien	6
2.	Parteien, Rollen und Verantwortlichkeiten	7
2.1	Investmentteam	7
2.2	Investmentkomitee	7
2.3	Externe Bewertungsstellen	8
2.4	Fondsverwalter	8
2.5	Regulierter Rechtsträger	8
2.6	Abschlussprüfer	9
3.	Anlagestrategie	9
C.	Rahmenwerk zur Ermittlung des Fair Value	10
1.	Überblick über die Bewertung	10
2.	Fair-Value-Hierarchie	10
2.1	Bewertung nicht notierter Finanzinstrumente	10
2.2	Bewertung börsennotierter Finanzinstrumente	11
3.	Bewertungstechniken	11
3.1	Marktbewertungsansatz	12
3.2	Ertragswertverfahren	12
3.3	Substanzwertverfahren	13
3.4	Kalibrierung	13
3.5	Backtesting	13
3.6	Entscheidungsbaum	14
D.	Zuordnung des implizierten Werts	15
1.	Allgemeine Zuordnungsregeln	15
2.	Gebräuchliche Zuordnungsmethoden	16
2.1	Szenariobasierte Methode	16
2.2	Barwertmethode	16
2.3	Optionspreismethode	16
2.4	Hybride Methoden	16
E.	Sonstige Verfahren	18
1.	Verfahren zum Zeitpunkt des Investments	18
2.	Verfahren im Anschluss an das Investment	18

F.	Anhang	20
1.	Definitionen	20

A. Übersicht

E3 Holding SE („E3“ bzw. die „Gesellschaft“) hat die folgenden Richtlinien und Verfahren (zusammen die „Richtlinie“) zusammengestellt, die einen einheitlichen Rahmen für die Bemessung des beizulegenden Zeitwerts (Fair Value, wie nachstehend definiert) bilden und die Bewertungsverfahren festschreiben. Diese Richtlinie ist stetig anzuwenden, um den Fair Value bestimmter Portfoliopositionen zum Zeitpunkt der Erstinvestition („Anfangsbewertung“) sowie bei regelmäßigen Überprüfungen in Folgeperioden („Folgebewertungen“) zu schätzen. Diese beiden Zeitpunkte werden in diesem Dokument auch jeweils als „Bewertungsstichtag“ bezeichnet.

Diese Richtlinie findet auf alle aktuellen und künftigen Investments von E3 Anwendung.

Das E3-Investmentkomitee nimmt mindestens einmal im Jahr eine Überprüfung und Beurteilung dieser Richtlinie vor und thematisiert dabei etwaige wesentlichen Bewertungsfragen, die sich seit der letzten Überprüfung ergeben haben. Erforderlichenfalls passt das Investmentkomitee die Richtlinie an.

Siehe **Definitionen** im Anhang, wo die zentralen Begriffe definiert sind.

B. Allgemeiner Rahmen

1. Leitprinzipien

E3 bewertet ihre Anlagen nach dem Fair Value (wie nachstehend definiert). Branchenübliche Bewertungstechniken dienen dabei zur Schätzung des Fair Value.

Insofern ist diese Richtlinie so konzipiert, dass sie den vom IPEV Board veröffentlichten International Private Equity and Venture Capital Valuation („IPEV“-Leitlinien in ihrer geltenden Fassung vom Dezember 2022 („IPEV-Leitlinien“) entspricht. Diese Leitlinien enthalten Empfehlungen, die als derzeit beste Praxis zur Bewertung privater (nicht börsennotierter) Kapitalanlagen angelegt sind.¹ Aufgrund ihrer Standardisierung, Transparenz und breiter Akzeptanz gelten die IPEV-Leitlinien auch für Industriebeteiligungen und die Anlagen von Family Offices. Insbesondere entsprechen nach Maßgabe der IPEV-Leitlinien durchgeführte Fair-Value-Bewertungen auch dem International Financial Reporting Standard 13, Bewertung zum beizulegenden Zeitwert („IFRS 13“), der vom International Accounting Standards Board („IASB“) herausgegeben wird.² Da sie den Vorgaben der IPEV-Leitlinien entspricht, hält diese Richtlinie auch einer stringenten aufsichtlichen oder revisorischen Prüfung stand. Ferner erfüllt sie die Bestimmungen der Europäischen Richtlinie für Alternative Investment Funds („AIFM-Richtlinie“), die in der Europäischen Union einen harmonisierten Regelungsrahmen für alternative Fonds schaffen soll.³

Die IPEV-Leitlinien bestätigen, dass der Fair Value der beste Maßstab für die Bewertung von Kapitalanlagen ist. Die IPEV-Leitlinien definieren den Fair Value als *„Preis, zu dem am Bewertungsstichtag in einem geordneten Geschäftsvorfall zwischen Marktteilnehmern ein Vermögenswert verkauft werden kann“*, vorausgesetzt der Geschäftsvorfall *„findet auf dem Hauptmarkt statt bzw., falls es keinen Hauptmarkt gibt, auf dem vorteilhaftesten Markt für den betreffenden Vermögenswert.“*⁴

Diese Richtlinie skizziert die Bewertungstechniken, die bei der Schätzung des Fair Value für Kapitalanlagen unter Berücksichtigung der flankierenden Faktoren zu einem gegebenen Zeitpunkt sachgerecht sind und aktuelle Marktdaten, Inputfaktoren und Annahmen einbeziehen. Im Ergebnis sollen die Bedingungen nachvollzogen werden, zu denen andere (hypothetische) Marktteilnehmer die Bewertung von Wertpapieren vornehmen würden.

Bei nicht notierten Wertpapieren oder Finanzinstrumenten bestehen naturgemäß Ungewissheiten aufgrund mangelnder Informationen über die Papiere selbst, die Geschäftstätigkeit des ausgeben- den Unternehmens und das Verhalten der Marktteilnehmer. Die Beurteilung privater Kapitalanlagen stützt sich häufig auf vertrauliche, nichtöffentliche Informationen, die oftmals begrenzt sind. Daher

¹ <https://www.privateequityvaluation.com/Valuation-Guidelines>

² <https://www.ifrs.org/issued-standards/list-of-standards/ifrs-13-fair-value-measurement/>

³ https://finance.ec.europa.eu/regulation-and-supervision/financial-services-legislation/implementing-and-delegated-acts/alternative-investment-fund-managers-directive_en

⁴ IPEV Guidelines, Section I, 1.1 und 1.2

ist die Fair-Value-Bewertung mit Unsicherheiten behaftet; seine Ermittlung oder Schätzung erfolgt nach subjektiven Kriterien und Ermessen.

Wenn auch die Nutzung von Ermessensspielräumen bei Vornahme der erforderlichen Schätzungen mit aller Sorgfalt geschehen sollte, ist übermäßige Vorsicht bei der Ermittlung des Fair Value unangebracht. Bei nicht notierten Wertpapieren ist in der Regel kein Preis identischer Vermögenswerte verfügbar. Da der Fair Value jedoch ein marktbasierter Maßstab ist, kann er anhand von Annahmen – wie beispielsweise zum Risiko – gemessen werden, die Marktteilnehmer bei der Bewertung des betreffenden Vermögenswerts treffen würden. Mitunter sind Näherungswerte für diese Annahmen heranzuziehen, falls keine konkreten Informationen dazu vorliegen. Unter diesen Umständen messen wir den Fair Value anhand einer Bewertungstechnik, die die Verwendung beobachtbarer Inputfaktoren maximiert und die Verwendung nicht beobachtbarer Inputfaktoren minimiert.

Zusätzlich dient diese Richtlinie dazu, die spezifischen Rollen und Verantwortlichkeiten der an der Bewertung beteiligten Parteien darzustellen.

2. Parteien, Rollen und Verantwortlichkeiten

An der Bewertung sind mehrere Parteien beteiligt, die in dieser Richtlinie dargestellt sind.

2.1 Investmentteam

E3 betreibt einen strukturierten Beteiligungsprozess, bei dem sie Deal Sourcing, Due Diligence und Vertragsverhandlungen selbst steuert. Ein oder mehrere Anlageexperten (in der Regel E3-Mitarbeiter) informieren das Investmentkomitee über den Beteiligungsprozess, empfehlen ein bestimmtes Investment, unterziehen jedes Investment einer Bewertungsanalyse und dokumentieren die dazu herangezogenen Unterlagen, wie Finanzberichte, Performance-Analysen, Marktvergleiche und externe Bewertungsberichte. Diese Analysen werden im Investmentmemorandum dokumentiert. Das Memorandum enthält zudem das Unternehmensprofil und beschreibt die während der Due Diligence identifizierten Risiken und Chancen. Dieser Prozess dient dazu, die Anlagethese der Gesellschaft im Rahmen einer strukturierten Due Diligence zu verifizieren.

2.2 Investmentkomitee

Das Investmentkomitee hat die Aufgabe, Investmenttransaktionen, Management, Richtlinien und Leitlinien zu überwachen. Das schließt auch die Überprüfung der Anlageergebnisse sowie der Grundsätze für die Übernahme von Anlagerisiken durch die von E3 verwalteten Fonds ein. Dem Investmentkomitee gehören vier oder fünf Mitglieder an, die vom Aufsichtsrat und der Geschäftsleitung von E3 ernannt werden. Sie legen dem Aufsichtsrat Anlageempfehlungen vor.

Daher ist das Investmentkomitee auch für die Überprüfung und Pflege dieser Richtlinie zuständig; etwaige Anpassungen dieser Richtlinie bedürfen seiner Genehmigung. Diese Richtlinie ist mindestens einmal im Jahr vom Investmentkomitee dahingehend zu überprüfen, ob wesentliche Bewertungsfragen seit der letzten Überprüfung eine Aktualisierung erforderlich machen. Gegebenenfalls passt das Investmentkomitee die Richtlinie ent-

sprechend an. Falls sich eine Bewertungsfrage ergibt, die nicht in dieser Richtlinie geregelt ist, holt das Investmentkomitee in sachgerechter Weise relevante Informationen ein, um den Fair Value zu bestimmen, und zieht dabei auch externe Fachleute hinzu.

Das Investmentkomitee wählt eine Vorsitzende bzw. einen Vorsitzenden aus seiner Mitte. Das Komitee kann nach seinem Ermessen Investmentfunktionen an Mitglieder des Investmentteams des Vermögensverwalters delegieren.

Es prüft die vom Investmentteam zum Investitionsdatum erstellte Bewertungsanalyse; dies ist ein integraler Bestandteil des Anlageprozesses, bevor das Investment umgesetzt wird. Gelegentlich werden unabhängige Bewertungsschätzungen von externen Bewertungsstellen zur Plausibilitätsprüfung eingeholt, doch trägt das Investmentkomitee die übergeordnete Verantwortung und Genehmigungskompetenz für die Bewertungsanalyse zum Investitionsdatum.

2.3 Externe Bewertungsstellen

Mindestens einmal jährlich werden externe Bewertungsstellen beauftragt, die über die nötige Expertise zur Bewertung nicht notierter Wertpapiere verfügen, um eine unabhängige Schätzung der Fair-Value-Bandbreite eines jeden von E3 gehaltenen Investments abzugeben. Diese externen Schätzungen werden gemeinsam mit zusätzlichen Informationen dazu genutzt, die Voraussetzungen für die fristgerechte Erfüllung bestimmter regelmäßiger Berichtspflichten durch E3 zu schaffen, insbesondere im Hinblick auf die jährliche Abschlussprüfung durch E3s Abschlussprüfer.

Die externen Bewertungsstellen prüfen die Informationen und Unterlagen zur Fair-Value-Bewertung, darunter auch historische Finanzdaten, Geschäftspläne, Managementpräsentationen, rechtliche Dokumente zu Konditionen, Rechten und Kapitalstruktur sowie Narrative zu Wachstumstrends und Profitabilität. Ferner berücksichtigen sie allgemeine Konjunktur- und Branchentrends sowie deren mögliche Wirkung auf den Fair Value eines jeden Investments. Sie können sich telefonisch und in Besprechungen mit dem Investmentkomitee abstimmen, um dessen Erwartungen und Pläne in Bezug auf jedes Investment nachzuvollziehen und die Strategie und Wertentwicklung des betreffenden Beteiligungsunternehmens sowie relevante Aktualisierungen zu erörtern.

Die externen Bewertungsstellen wählen die in Anbetracht des zu bewertenden Investments und der verfügbaren Daten sachgerechten Bewertungsansätze und dokumentieren die Abstimmung dieser Ansätze, wann immer mehrere Ansätze verwendet werden.

2.4 Fondsverwalter

Der Fondsverwalter ist für die Führung von Unterlagen sowie E3s buchhalterische Betreuung zuständig. Er ist dafür verantwortlich, die Geschäftsbücher und -unterlagen zu führen und zu aktualisieren und den Jahresabschluss aufzustellen (Bilanz, Gewinn- und Verlustrechnung, Verzeichnis der Anlagewerte und Darstellung der Kapitalkontenentwicklung von Gesellschaftern). Auch die jährliche Ermittlung des Nettoinventarwerts (NIW) zählt zu seinen Aufgaben.

2.5 Regulierter Rechtsträger

Der regulierte Rechtsträger ist eine Industrieholding, d. h. E3 Holding SE.

2.6 Abschlussprüfer

Der Abschlussprüfer verantwortet die Durchführung einer Abschlussprüfung in Übereinstimmung mit den in dem betreffenden Land geltenden Prüfungsmaßstäben. Das Ziel einer Abschlussprüfung nach diesen Maßstäben besteht darin, ein Prüfungsurteil darüber abzugeben, ob der Jahresabschluss von E3 unter allen wesentlichen Gesichtspunkten ein den tatsächlichen Verhältnissen entsprechendes Bild gemäß den Grundsätzen ordnungsgemäßer Buchführung verschafft.

3. Anlagestrategie

Die Gesellschaft fokussiert darauf, in Familienbesitz befindliche Tochtergesellschaften im KMU-Segment auf- und auszubauen. Ziel ist es, die Beteiligungsunternehmen langfristig zu fördern und weiterzuentwickeln. Die zentralen Elemente der Anlagestrategie von E3 sind daher:

- Die Mittel für die von E3 getätigten Investments stammen vollumfänglich und dauerhaft von in Deutschland ansässigen privaten oder institutionellen Investoren.
- Die Gesellschaft konzentriert sich auf qualifizierte Minderheitsbeteiligungen – oder Mehrheitsbeteiligungen – an KMU.
- Im Sinne des eigenen unternehmerischen Denkens investiert E3 bevorzugt in Familienunternehmen oder durch Gründer geführte Unternehmen.
- Durch die Nutzung der Expertise interner Leistungsträger stellt E3 sicher, dass die Kernkompetenzen bei ESG-Investments sowie technische Kompetenz von Anfang an in den Prozess integriert werden.

Im Rahmen ihres Investmentprogramms orientiert sich E3 bei der Auswahl von Unternehmen an folgenden Kriterien:

- I. Bewertung der Geschäftsführung: (i) klare Strategie, (ii) Ambition und (iii) Integrität
- II. Branchenanalyse: (i) nachhaltiges Wachstum, (ii) Marktführer oder „Hidden Champion“ in einer Nische, (iii) hohe Eintrittsbarrieren
- III. Operative Beurteilung: Potenzial zur Effizienz- und Wertsteigerung durch (i) Value-Added Management, (ii) digitale Transformation und (iii) ESG
- IV. Finanzanalyse: (i) Umsatz EUR 10-100 Mio. p.a., davon ein hoher Anteil wiederkehrender Umsatz, (ii) EBITDA ab EUR 1 Mio. p.a.; (iii) nachhaltig hoher Free Cashflow; (iv) positives Net Working Capital

Die Gesellschaft sieht sich selbst als strategische Management-Holding und Finanzinvestor und nicht lediglich als passiver Geldgeber seiner Portfoliounternehmen. Durch die enge Zusammenarbeit mit ihren Beteiligungsunternehmen investiert E3 in die Wertentwicklung dieser Firmen und nimmt dabei eine aktive strategische Rolle ein. Zu diesem Zweck schafft und verfolgt E3 einen umfassenden operativen Rahmen sowie eine ESG-Strategie.

C. Rahmenwerk zur Ermittlung des Fair Value

1. Überblick über die Bewertung

E3 hat diese Richtlinie auf der Basis der in den IPEV-Leitlinien dargestellten Prinzipien erarbeitet, die den Fair Value definieren und einen Rahmen für seine Ermittlung etablieren.

Die IPEV-Leitlinien enthalten eine konsistente Definition des Fair Value und bieten einen stringenten Rahmen für seine Bemessung. Dennoch betonen die Leitlinien, dass es sich bei dem Fair Value nicht um einen firmenspezifischen, sondern einen marktbasierten Maßstab handelt. Aus diesem Grund wird er anhand von Annahmen – wie beispielsweise zum Risiko – gemessen, die Marktteilnehmer bei der Bewertung eines Vermögenswerts treffen würden.

2. Fair-Value-Hierarchie

E3s Anlagestrategie zielt grundsätzlich auf die Investition in zwei Arten von Wertpapieren ab: nicht notierte und börsennotierte. Nicht notierte Wertpapiere und Finanzinstrumente werden nicht aktiv gehandelt; daher stehen für sie auch keine Marktpreise zur Verfügung. Börsennotierte Wertpapiere und Finanzinstrumente werden aktiv gehandelt; für sie gibt es Marktpreise und -kurse. Aufgrund der spezifischen Anlagestrategie wird es sich bei den betreffenden Vermögenswerten überwiegend um nicht notierte Wertpapiere handeln.

E3 ordnet Vermögenswerte zudem hierarchisch ein, um sachgerechte Methoden für die Ermittlung des Fair Value in Übereinstimmung mit den Kategorien für die Bemessung des Fair Value nach IFRS 13 zu bestimmen.

2.1 Bewertung nicht notierter Finanzinstrumente

Bei der Bewertung nicht notierter Wertpapiere und Finanzinstrumente kann in der Regel nicht auf Börsenkurse abgestellt werden, um den Fair Value zu ermitteln. Gibt es nur wenig oder gar keine Marktaktivität in einem Wertpapier, muss sich die Fair-Value-Bewertung stattdessen auf nicht beobachtbare Inputfaktoren zum Bewertungsstichtag stützen. Das Ziel der Fair-Value-Bewertung bleibt jedoch dasselbe: der Exitpreis zum Bewertungsstichtag aus Sicht des Marktteilnehmers, der den Vermögenswert hält. Nicht beobachtbare Inputfaktoren sollen daher die Annahmen (wie beispielsweise zum Risiko) widerspiegeln, die Marktteilnehmer bei der Bewertung eines Vermögenswerts treffen würden.

Annahmen zum Risiko beziehen sich auf die Risiken, die einer bestimmten Bewertungstechnik (wie etwa Preismodellen) zur Ermittlung des Fair Value und den in die Bewertungstechnik einbezogenen Inputfaktoren innewohnen. Eine Bewertung, die im Gegensatz zu den Marktteilnehmern in Bezug auf das Wertpapier keine Anpassung für Risiken vornimmt,

wäre keine Fair-Value-Bewertung. So ist es unter Umständen erforderlich, eine Risikoanpassung vorzunehmen, wenn im Hinblick auf die Bewertung erhebliche Unsicherheiten bestehen.

Nach dieser Richtlinie vorgenommene Bewertungen zielen darauf ab, nicht beobachtbare Inputfaktoren anhand der jeweils besten zur Verfügung stehenden Informationen abzuleiten. Dabei könnte es sich neben öffentlich zugänglichen Daten um vertrauliche Daten des Beteiligungsunternehmens oder um eigene Daten von E3 handeln. Bei der Ableitung nicht beobachtbarer Inputfaktoren müssen die Bewertungsverfahren alle Informationen zu den Annahmen von Marktteilnehmern berücksichtigen, auf die in zumutbarem Rahmen zugegriffen werden kann. Auf diese Weise abgeleitete nicht beobachtbare Inputfaktoren gelten als Annahmen von Marktteilnehmern und erfüllen die Zielsetzung der Fair-Value-Bewertung. Ein Beispiel für einen nicht beobachtbaren Inputfaktor sind Finanzprognosen (wie etwa der Cashflows oder Erträge), die auf E3s Daten basieren, soweit hinreichend verfügbare Informationen nicht darauf hindeuten, dass Marktteilnehmer andere Annahmen verwenden würden.

2.2 Bewertung börsennotierter Finanzinstrumente

E3s Anlagestrategie fokussiert einzig auf Investments in private (nicht börsennotierte) Kapitalanlagen. Doch die in der Regel nicht notierten Wertpapiere, die der Fonds nach getätigter Investition hält, können zu börsennotierten Wertpapieren werden (z.B. durch einen IPO) oder in notierte Wertpapiere umgetauscht werden (im Zuge einer Übernahme). Insofern könnten E3-Fonds unter bestimmten Bedingungen durchaus börsennotierte Wertpapiere halten, wenn auch eine solche Strategie nicht im Mittelpunkt steht.

Die Bewertung börsennotierter Wertpapiere auf aktiven Märkten, an denen identische Assets gehandelt werden, erfolgt anhand unbereinigter Börsenkurse, die E3 zum Bewertungsstichtag zur Verfügung stehen. Sind keine Börsenkurse für identische Assets verfügbar, kann die Fair-Value-Bewertung auf Börsenkurse ähnlicher Assets auf aktiven Märkten zurückgreifen. Ein Beispiel für Inputfaktoren der Fair-Value-Bewertung, bei der ähnliche Assets herangezogen werden, wäre ein Bewertungsmultiplikator (z. B. ein Ertrags- oder Umsatzmultiplikator oder eine ähnliche Performancekennzahl), der sich aus beobachtbaren Marktdaten ableitet. Dabei kann es sich um Multiplikatoren handeln, die ihrerseits von den Preisen beobachteter Transaktionen abgeleitet werden, an denen vergleichbare (ähnliche) Firmen beteiligt sind, wobei operative, marktbezogene, finanzielle und nicht finanzielle Faktoren zu berücksichtigen sind.

3. Bewertungstechniken

Bei Fair-Value-Bewertungen muss der Bewertende (entweder E3 oder eine externe Bewertungsstelle) angemessene Bewertungstechniken einsetzen. Dabei ist zu berücksichtigen, ob Daten zur Verfügung stehen, anhand derer Inputfaktoren entwickelt werden können, die die von Marktteilnehmern bei der Bewertung des Vermögenswerts getroffenen Annahmen widerspiegeln, sowie die Stufe innerhalb der Fair-Value-Hierarchie, auf der die Inputfaktoren eingeordnet werden.

Sofern das zu bewertende Investment erst kürzlich getätigt wurde (vor weniger als einem Jahr), sind die Anschaffungskosten unter Umständen ein guter Ausgangspunkt für die Schätzung des Fair Value.

Sofern in der jüngeren Vergangenheit weitere Investitionen in das Beteiligungsunternehmen getätigt wurden (auch durch andere Investoren), kann der Preis solcher Investitionen dazu dienen, die Inputfaktoren in das Bewertungsmodell neu zu kalibrieren. Es sollte allerdings beachtet werden, dass in Fällen, in denen bestehende Investoren führend an Finanzierungsrunden jüngerer Zeit beteiligt sind, ohne dass die entsprechenden Preise durch externe Stellen bestätigt wurden, es sachgerecht sein mag, im Rahmen des internen Bewertungsprozesses Abschlüsse auf die Bewertung dieser Runde vorzunehmen und dabei erforderlichenfalls auch zusätzliche Anpassungen zu bewirken. Die Verwendung des Transaktionspreises als Ausgangspunkt für den Fair Value setzt voraus, dass der Preis den Fair Value im Markt sowie die Wirkung etwaiger Veränderungen am Markt und im Portfolio widerspiegelt.

Je nach Bewertungssituation ergeben sich unter Umständen unterschiedliche Ermessensspielräume. In einigen Fällen kann es sachgerecht sein, nur eine einzige Bewertungstechnik zu verwenden, in anderen Fällen kann der Einsatz mehrerer Bewertungstechniken erforderlich sein. Werden mehrere Bewertungstechniken eingesetzt, können die Ergebnisse einer Technik dazu genutzt werden, die mit den anderen Techniken erlangten Werte einer Gegenprobe zu unterziehen oder deren Ergebnisse zu bestätigen, um so den Fair Value des Investments zu ermitteln.

Gebräuchlich sind vor allem folgende Bewertungstechniken:

3.1 Marktbewertungsansatz

Marktbewertungsansätze zur Ermittlung des Fair Value umfassen Techniken, die Multiplikatoren, branchenspezifische Bewertungsmaßstäbe und andere relevante Informationen nutzen, die von Markttransaktionen mit vergleichbaren Vermögenswerten abgeleitet sind. Marktbewertungsansätze umfassen auch Ansätze, bei denen auf Benchmark-Transaktionen oder börsennotierte Benchmarkunternehmen abgestellt wird (Guideline Transactions/Guideline Public Companies). Hierbei berücksichtigt der Bewertende, inwieweit die jeweiligen Transaktionen und Vergleichswerte anwendbar sind. Im Rahmen seines Ermessensspielraums bestimmt er, ob ein Abschlag oder ein Aufschlag auf die Multiplikatoren vorzunehmen ist, um strukturellen Unterschieden Rechnung zu tragen.

Je nach Entwicklungsstufe des Beteiligungsunternehmens, seiner Branche oder seines geografischen Standorts können Marktteilnehmer Ertrags- bzw. Umsatzmultiplikatoren oder andere in der betreffenden Branche verwendete Messgrößen zur Anwendung bringen. Der Bewertende kann auch Kombinationen mehrerer Messgrößen einsetzen.

Bei der Erstinvestition stützt sich das Investmentteam primär auf den Marktbewertungsansatz, wenn es den Fair Value ermittelt. Aufgrund der relativen Verhandlungspositionen von Käufern und Verkäufern kann der tatsächliche Wert einer Investmenttransaktion von dem durch den Marktbewertungsansatz ermittelten Fair Value abweichen.

3.2 Ertragswertverfahren

Das Ertragswertverfahren zur Bestimmung des Fair Value umfasst Techniken, um die geschätzten künftigen Cashflows in einen einzelnen diskontierten Barwert umzurechnen. Zu diesen Bewertungstechniken zählen beispielsweise Barwerttechniken und Optionspreismodelle. Zwar plant E3 zum Datum dieser Richtlinie nicht, Optionen direkt zu halten, doch

beinhalten private Wertpapiere wie wandelbare Vorzugsaktien oftmals optionsähnliche Auszahlungsstrukturen, die sich für die Analyse durch Optionspreismethoden eignen.

Der Barwert (im Rahmen des Ertragswertverfahrens) ermöglicht, künftige Beträge (wie beispielsweise Cashflows) durch Anwendung eines Diskontierungssatzes auf einen gegenwärtigen Betrag zu beziehen. Die Fair-Value-Bewertung eines Vermögenswerts anhand einer Barwerttechnik erfasst alle der folgenden Elemente aus Sicht der Marktteilnehmer zum Bewertungsstichtag:

- I. Schätzung der künftigen Cashflows eines zu bewertenden Vermögenswerts bzw. einer zu bewertenden Verbindlichkeit.
- II. Erwartungen im Hinblick auf mögliche Schwankungen bei Betrag und Zeitpunkt der Cashflows, die die Cashflows innewohnende Ungewissheit widerspiegeln.
- III. Der Zeitwert des Geldes, ausgedrückt durch den Zinssatz, der auf risikolose monetäre Vermögenswerte zur Anwendung kommt, die Fälligkeiten oder Laufzeiten aufweisen, die den im Hinblick auf die Cashflows betrachteten Zeiträumen entsprechen und weder mit Ungewissheit in Bezug auf den Zeitpunkt noch mit Ausfallrisiken für ihren Inhaber behaftet sind (d. h. der risikolose Zinssatz).
- IV. Der Preis zum Ausgleich der den Cashflows innewohnenden Ungewissheit (d. h. der Risikoaufschlag).
- V. Sonstige Faktoren, die Marktteilnehmer unter diesen Umständen berücksichtigen würden.

3.3 Substanzwertverfahren

Umfasst Bewertungstechniken, die auf den Betrag abstellen, der gegenwärtig aufgewendet werden müsste, um das Nutzenpotenzial eines Vermögenswerts zu ersetzen.

3.4 Kalibrierung

Kalibrierung bezieht sich auf die erneute Analyse der zum Zeitpunkt des Investments durchgeführten Bewertungsanalyse (Erstbewertung), wobei die Inputfaktoren an den folgenden Bewertungsstichtagen aktualisiert werden (Folgebewertungen), um so den aktualisierten Fair Value zu ermitteln.

Das Konzept beruht auf folgender Annahme: Falls der für ein Investment gezahlte Preis zum Investitionsdatum als Fair Value gilt und anhand eines bestimmten Ansatzes oder bestimmter Ansätze (Marktbewertungsansatz, Ertragswertverfahren, Substanzwertverfahren usw.) ermittelt wird, würde der Bewertende versuchen, die Analyse mit den neuesten zur Verfügung stehenden Inputfaktoren zu aktualisieren und eine erneute Bewertung anhand des ursprünglichen Ansatzes vorzunehmen.

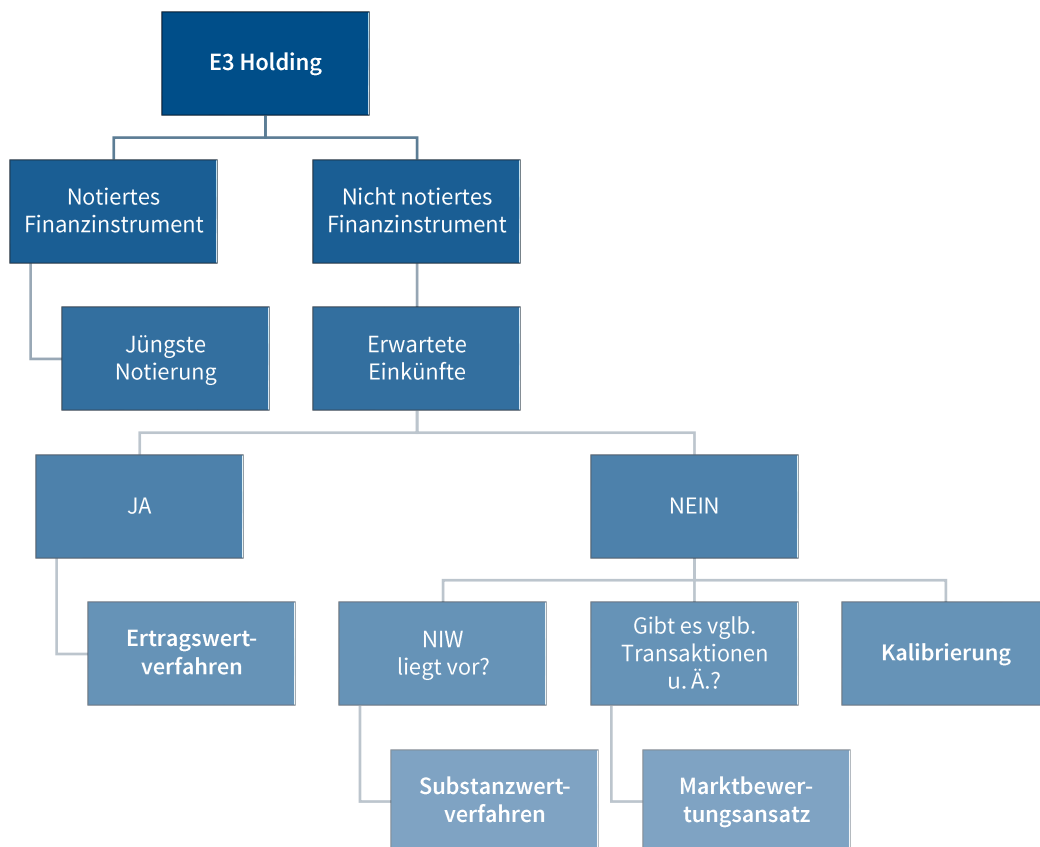
3.5 Backtesting

Während des Bewertungsprozesses untersucht die Gesellschaft die wesentlichen Unterschiede, die naturgemäß zwischen dem realisierten Abgangspreis (impliziert durch einen Verkauf oder ein Liquiditätsereignis wie z. B. einen IPO) und der vorherigen Fair-Value-Bewertung auftreten. Dieses Konzept wird als Backtesting bezeichnet. Es setzt sich im Wesentlichen aus folgenden Schritten zusammen: (i) Erfassen der zum Bewertungsstichtag bekannten oder erkennbaren Informationen; (ii) Auswerten, inwieweit diese Informationen bei den jüngsten Fair-Value-Schätzungen berücksichtigt wurden; (iii) Ermitteln, ob

bekannte oder erkennbare Informationen bei Ermittlung des Fair Value angemessen berücksichtigt wurden (in Anbetracht der tatsächlich erzielten Abgangspreise).

3.6 Entscheidungsbaum

Bei der Auswahl der sachdienlichsten Methoden für die Fair-Value-Bewertung sind alle verfügbaren Informationen sowie die Relevanz aller Inputfaktoren zu berücksichtigen. Nachfolgend ist der Entscheidungsbaum illustrativ zusammengefasst:



D. Zuordnung des implizierten Werts

1. Allgemeine Zuordnungsregeln

Nach Ermittlung des Unternehmenswerts eines Beteiligungsunternehmens ist der ermittelte Wert den jeweiligen Anteilsklassen zuzuordnen. Dies dürfte Fondsanlegern eine akkurate Schätzung des gegenwärtigen Werts ihrer Bestände vermitteln. Dabei muss man sich der Subjektivität dieser Bewertung bewusst sein, da sie ihrem Wesen nach auf zukunftsbezogenen Schätzungen und Beurteilungen hinsichtlich des Beteiligungsunternehmens sowie seines Marktes und des Umfelds, in dem es tätig ist, beruht. Weitere Aspekte sind die Lage auf dem M&A-Markt und am Börsenmarkt sowie sonstige Faktoren und Erwartungen am Bewertungsstichtag.

Aufgrund des komplexen Zusammenspiels dieser Faktoren und der Tatsache, dass oftmals keine direkt vergleichbaren Markttransaktionen zur Verfügung stehen, geht E3 bei der Nutzung öffentlich zugänglicher Informationen über andere Unternehmen im Zusammenhang mit der Bewertung mit der gebotenen Umsicht vor. Bei der Ermittlung des Fair Value eines Investments trifft die Gesellschaft Ermessensentscheidungen und nimmt die nötigen Schätzungen vor, um die Marktdaten entsprechend anzupassen, sodass die mögliche Wirkung anderer Faktoren wie geografischer Standort, Kreditrisiko, Fremdwährungen, verbundene Rechte, Aktienkurse und Volatilität berücksichtigt wird.

Laut IPEV (allgemein für Investments in private Kapitalanlagen) ermitteln Marktteilnehmer den Preis, den sie für bestimmte Eigenkapitalinstrumente zu zahlen bereit sind, anhand des Unternehmenswerts, der wiederum auf Basis der hypothetischen Veräußerung des Eigenkapitals unter Berücksichtigung eines Verkaufs des Portfoliounternehmens wie folgt geschätzt werden kann:

- I. Ermittlung des Unternehmenswerts des Portfoliounternehmens anhand der Bewertungstechniken;
- II. Anpassung des Unternehmenswerts im Hinblick auf Faktoren, die ein Marktteilnehmer berücksichtigen würde, wie Vermögensüberschuss, Unterdeckung sowie andere Eventualverbindlichkeiten und relevante Faktoren, um zum bereinigten Unternehmenswert des Beteiligungsunternehmens zu gelangen;
- III. Abzug des Werts aller Finanzinstrumente von diesem Betrag, die aus Sicht eines Marktteilnehmers dem ranghöchsten Instrument im Fonds bei Verkauf des Portfoliounternehmens im Rang vorgehen;
- IV. Berücksichtigung der Wirkung aller Finanzinstrumente, die das Investment des Fonds bei der Ermittlung des zurechenbaren Unternehmenswerts verwässern könnten;
- V. Aufteilung des zurechenbaren Unternehmenswerts auf die entsprechenden Finanzinstrumente des Portfoliounternehmens je nach Rang;
- VI. Je nach vom Fonds gehaltenen Anteil an jedem Finanzinstrument Zuordnung der abgeleiteten Beträge, die die jeweiligen Fair Values darstellen.

2. Gebräuchliche Zuordnungsmethoden

Die gebräuchlichsten Zuordnungsmethoden für die Bewertung von Aktienbeständen sind die vereinfachte Szenarioanalyse, die Barwertmethode (Current Value Method, CVM) und die Optionspreismethode (Option Pricing Method, OPM).

2.1 Szenariobasierte Methode

Hierbei handelt es sich um eine zukunftsbezogene Methode zur Berücksichtigung eines oder mehrerer möglicher Szenarien. Methoden dieser Art sind beispielsweise die vereinfachte Szenarioanalyse und die Szenarioanalyse der relativen Bewertung, die auf den Eigenkapitalwert bei unterstellter Ausübung sämtlicher Bezugs-, Wandlungs- und Optionsrechte („post-money“-Betrachtung) abstellen, sowie die umfassende Szenarioanalyse, die auch als wahrscheinlichkeitsgewichtete Erwartungswertmethode bezeichnet wird (Probability-Weighted Expected Return Method, PWERM).

2.2 Barwertmethode

Diese Methode ordnet den Eigenkapitalwert den verschiedenen Eigenkapitalbeteiligungen an einer Kapitalgesellschaft unter der Annahme zu, dass diese Kapitalgesellschaft am Bewertungsstichtag veräußert würde. Diese Methode, die auch als „Waterfall Method“ bezeichnet wird, teilt den Barwert des Unternehmens auf Basis von Liquidationsvorzügen und anderen wirtschaftlichen Rechten unter seinen Anteilseignern auf.

2.3 Optionspreismethode

Es handelt sich hierbei um eine zukunftsbezogene Methode, die den aktuellen Eigenkapitalwert ermittelt und dann auf die verschiedenen Eigenkapitalklassen verteilt. Dabei wird eine fortlaufende Anpassung möglicher Szenarien vorgenommen statt auf bestimmte künftige Szenarien zu fokussieren. Dieses Modell verwendet verschiedene Inputfaktoren, wie beispielsweise die Kapitalstruktur des Unternehmens, Rechte und Vorzüge, voraussichtliche Dauer bis zum Ausstieg, Marktvolatilität und den risikofreien Zinssatz, um den Unternehmenswert den einzelnen Anteilsklassen zuzuordnen. In der Regel setzt die OPM verteilte Renditen voraus und modelliert künftige Szenarien anhand des voraussichtlichen Zeitraums, bis Liquidität hergestellt ist.

2.4 Hybride Methoden

In bestimmten Situationen können hybride Methoden (d. h. Berücksichtigung der verschiedenen oben beschriebenen Bewertungsansätze und Zuordnungsmethoden) eingesetzt werden, um den Fair Value eines bestimmten Investments zu ermitteln. Die Wahrscheinlichkeit, dass sich unterschiedliche Ergebnisse (Entscheidung für „post-money“/szenariobasiert] oder gegen einen Börsengang [„backsolve“/OPM]) für ein Unternehmen ergeben, beruht wohl auf den von hybriden Methoden verwendeten Gewichtungen. Wenn das betreffende Beteiligungsunternehmen einen höheren Reifegrad erreicht hat, könnte die Gewichtungsmethodologie anhand dieser Methoden angepasst werden; dies gilt auch, wenn bestimmte Kriterien wie z.B. Ertragsmeilensteine erreicht werden, Liquiditätsereignisse bevorstehen oder eine gewisse Zeit seit der jüngsten Finanzierungsrunde des Unternehmens vergangen ist. Im Ergebnis stellt Backtesting sicher, dass die von der hybriden Methode zugewiesenen Gewichtungen auch dann weiterhin mit den tatsächlichen

Ergebnissen korrespondieren, wenn die Beteiligungsunternehmen weitere Ausstiege verzeichnen.

E. Sonstige Verfahren

1. Verfahren zum Zeitpunkt des Investments

Dieser Abschnitt erläutert das Verfahren zur Ermittlung des Fair Value zum Zeitpunkt der Erstinvestition (Anfangsbewertung).

- I. Ein oder mehrere Mitglieder des Investmentteams führen für jedes Investment eine Bewertungsanalyse durch und dokumentieren die dazu herangezogenen Unterlagen, wie Finanzberichte, Performance-Analysen, Marktvergleiche, externe Bewertungsberichte usw.. Das Investmentteam ermittelt den Fair Value anhand diverser Bewertungstechniken. Welche Techniken dabei zum Einsatz kommen, legt das Investmentteam in Abstimmung mit dem Investmentkomitee fest. Die Wahl der Technik(en) hängt von den Umständen der Transaktion und der Verfügbarkeit von Daten ab.
- II. Das Investmentkomitee prüft und erörtert die Analyse und nimmt erforderlichenfalls Anpassungen vor.
- III. Die abschließende Analyse wird vom Investmentkomitee vor oder zeitgleich mit der Erstinvestition geprüft. Unter Umständen werden einzelne Mitglieder des Investmentkomitees und/oder zusätzliche externe Fachleute konsultiert, um Kommentare oder Fragen des Investmentkomitees zu beantworten. Das Investmentkomitee kann auch die Beiträge von Dienstleistern, einschließlich externer Bewertungsstellen, prüfen.
- IV. Das Investmentkomitee von E3 genehmigt das Investment.

Bei der Ermittlung des anfänglichen Haltewerts nach erfolgtem Investment ist grundsätzlich das Substanzwertverfahren anzuwenden. Dies trägt der relativen Illiquidität der Märkte Rechnung, auf denen Ersatzvermögenswerte beschafft werden.

2. Verfahren im Anschluss an das Investment

Dieser Abschnitt erläutert das Verfahren zur Ermittlung des Fair Value nach der Erstinvestition (Folgebewertung).

- I. Ein oder mehrere Mitglieder des Investmentteams führen eine Bewertungsanalyse in einem Zeitrahmen durch, der mit der NIW-Berichterstattung gegenüber Anteilseignern korrespondiert. Dabei liegt ein besonderer Fokus auf bedeutenden Aktualisierungen seit dem Zeitpunkt der Erstinvestition. Derartige Aktualisierungen sind beispielsweise vom Beteiligungsunternehmen erreichte Meilensteine, vom Beteiligungsunternehmen in jüngerer Zeit durchgeführte Benchmark-Transaktionen oder auch signifikante Marktbewegungen.
- II. Externe Bewertungsstellen führen mindestens einmal im Jahr eine Bewertungsanalyse durch, um für jedes Investment unabhängig eine Fair-Value-Bandbreite zu taxieren. Externe Schätzungen werden zusammen mit weiteren Informationen bei der Vorbereitung

und zeitnahen Erfüllung bestimmter periodischer Berichtspflichten durch E3 Holding SE (vor allem im Zusammenhang mit Abschlussprüfungen) verwendet. Die externen Bewertungsstellen prüfen die bei der Fair-Value-Bewertung genutzten Inputfaktoren und Unterlagen, wie historische Finanzdaten, Geschäftspläne, Managementpräsentationen, rechtliche Dokumente zu Konditionen, Rechten und Kapitalstruktur sowie Narrative zu Wachstumstrends und Profitabilität. Ferner berücksichtigen sie allgemeine Konjunktur- und Branchentrends sowie deren mögliche Wirkung auf jedes Investment. Sie können sich telefonisch und in Besprechungen mit dem Investmentkomitee abstimmen, um dessen Erwartungen und Absichten in Bezug auf jedes Investment nachzuvollziehen und die Strategie und Wertentwicklung des betreffenden Beteiligungsunternehmens sowie relevante Aktualisierungen zu erörtern. Die Bewertungsstellen wählen die in Anbetracht des zu bewertenden Investments und der verfügbaren Daten sachgerechten Bewertungsansätze und dokumentieren die Abstimmung dieser Ansätze, wann immer mehrere Ansätze verwendet werden.

- III. Das Investmentkomitee prüft und erörtert die Analyse und nimmt erforderlichenfalls Anpassungen vor.
- IV. Die abschließende Bewertungsanalyse wird vom Investmentkomitee in einem Zeitrahmen auf ihre Genehmigungsreife geprüft, der mit der NIW-Berichterstattung gegenüber Anteilseignern korrespondiert.

F. Anhang

1. Definitionen

- Kategorien der Fair-Value-Bewertung – gemäß IFRS 13 werden Fair-Value-Bewertungen auf drei Stufen (Levels) eingeordnet, je nachdem inwieweit die Inputfaktoren für die Fair-Value-Bewertung beobachtbar sind und inwieweit sie eine Rolle für die Fair-Value-Bewertung insgesamt spielen. Diese Stufen sind nachfolgend beschrieben:
 - I. *Fair-Value-Bewertungen der Stufe I* leiten sich von auf aktiven Märkten für identische Vermögensgegenstände und Verbindlichkeiten notierten (nicht berichtigten) Preisen ab.
 - II. *Fair-Value-Bewertungen der Stufe II* leiten sich von anderen Inputfaktoren als den Stufe I zugeordneten notierten Preisen ab, die für die jeweiligen Vermögenswerte oder Verbindlichkeiten entweder unmittelbar oder mittelbar bestimmbar sind.
 - III. *Fair-Value-Bewertungen der Stufe III* leiten sich von Inputfaktoren ab, die nicht auf beobachtbaren Marktdaten beruhen. Die in die Bestimmung des Fair Value einfließenden Inputfaktoren erfordern ein hohes Maß an geschäftlichem Urteilsvermögen bzw. die Fähigkeit, in diesem Zusammenhang akkurate Schätzungen vorzunehmen, und sind ihrem Wesen nach subjektiv. Zu den Finanzinstrumenten, die generell in diese Kategorie aufgenommen werden, zählen nicht börsennotierte Beteiligungsunternehmen, Investments in Sachanlagen und Credit Investments.
- *Investitionsdatum* – der genaue Zeitpunkt, auf den sich die vorgenommene Bewertung bezieht und/oder an dem die Mittel für die Investition ausgegeben werden.
- *Marktteilnehmer* – Marktteilnehmer bezeichnet kaufbereite Käufer und verkaufsbereite Verkäufer von privaten Kapitalanlagen. Da private Kapitalmärkte in der Regel illiquide sind, gibt es entweder keine Marktteilnehmer bzw., falls es sie gibt, sind die Einzelheiten der von ihnen getätigten Transaktionen vertraulich. Daher kann sich der Begriff „Marktteilnehmer“ auf einen angenommenen hypothetischen Käufer oder Verkäufer beziehen, und zwar unter Berücksichtigung der aktuellen Marktbedingungen sowie der Risikobeurteilung eines Kaufs oder Verkaufs der betreffenden Vermögenswerte.
- *Bewertungsstichtag* – Bewertungsstichtag bezeichnet entweder den Tag der Erstinvestition oder den Tag, an dem Folgebewertungen stattfinden.
- *Börsennotierte und nicht notierte Finanzinstrumente* – Börsennotierte Wertpapiere oder Finanzinstrumente werden aktiv gehandelt; für sie stehen Marktpreise zur Verfügung. Nicht notierte Wertpapiere oder Finanzinstrumente werden nicht aktiv gehandelt; daher stehen auch keine Marktpreise zur Verfügung.
- *Geordneter Geschäftsvorfall* – Bezeichnet eine Transaktion, die nicht auf einer Zwangslage beruht oder infolge von Zahlungsschwierigkeiten stattfindet, wie beispielsweise aufgrund einer aufsichtlichen Anordnung oder weil der Inhaber des Wertpapiers sich umstände halber zur sofortigen Veräußerung veranlasst sieht oder weil der Verkäufer vor einer Insolvenz oder Zwangsverwaltung steht. Ein geordneter Geschäftsvorfall ist keine Ausnahmesituation, sondern gilt

allgemein als repräsentativ für andere ähnliche Transaktionen, die unter vergleichbaren Bedingungen stattfinden. Ob ein Geschäftsvorfall als geordnet anzusehen ist, beruht gegebenenfalls auf einer Ermessensentscheidung.

- *Beteiligungsunternehmen* – Beteiligungsunternehmen bezeichnet entweder den Emittenten der Wertpapiere oder Finanzinstrumente oder das zugrundeliegende operative Geschäft.
- *Private Kapitalanlage* – Beteiligungen an nicht börsennotierten Unternehmen in der Frühphase sowie Investments in Fonds, die in solche Unternehmen investieren.
- *Rechnungseinheit* – bezeichnet das jeweilige zum Fair Value bewertete Investment. Ist zudem ein Begriff aus dem Rechnungswesen, der die Ebene bezeichnet, auf der ein Vermögenswert zu Zwecken der Fair-Value-Bewertung aggregiert oder disaggregiert wird. Fonds investieren für gewöhnlich in mehrere Arten von Anlageinstrumenten eines bestimmten Unternehmens (wie Stammaktien, verschiedene Arten von Vorzugsaktien, diverse Fremdkapitaltranchen und aktienbasierte Optionen). Nach US-amerikanischen Rechnungslegungsvorschriften und International Financial Reporting Standards ist der Fair Value (beizulegender Zeitwert) einer Kapitalanlage konsistent mit dem vom Rechnungslegungsstandard, der die Fair-Value-Bewertung vorschreibt oder erlaubt, vorgegebenen Aggregationsgrad (Rechnungseinheit) zu ermitteln. Die folgenden Begriffe entsprechen den IPEV-Definitionen für Wertermittlungsgrundlagen bezüglich Unternehmenswerten und Investitionsniveaus:

- I. *Unternehmenswert* bezeichnet den Gesamtwert der Finanzinstrumente, die Eigentumsanteile (Eigenkapital) an einer Geschäftseinheit verkörpern, zuzüglich des Werts seiner Schulden und mit Schuldtiteln verbundenen Verbindlichkeiten und abzüglich aller zur Bedienung dieser Verbindlichkeiten zur Verfügung stehenden Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente.
- II. *Bereinigter Unternehmenswert* bezeichnet den um diejenigen Faktoren bereinigten Unternehmenswert, die ein Marktteilnehmer berücksichtigen würde, wie insbesondere Vermögensüberschuss, Unterdeckung, Eventualverbindlichkeiten und sonstige relevante Faktoren.
- III. *Zurechenbarer Unternehmenswert* bezeichnet den bereinigten Unternehmenswert, der den vom Fonds gehaltenen Finanzinstrumenten sowie sonstigen Finanzinstrumenten des Unternehmens zurechenbar ist, die dem ranghöchsten Instrument im Fonds im Rang entsprechen oder nachgehen.
- IV. *Investment* bezeichnet die einzelnen vom Fonds gehaltenen Finanzinstrumente eines Beteiligungsunternehmens.
- V. *Beteiligungsunternehmen* bezeichnet ein Einzelunternehmen bzw. eine Unternehmensgruppe, in das bzw. die der Fonds entweder direkt oder über spezielle Holdinggesellschaften investiert.

Diese Bewertungsrichtlinie ist in deutscher und in englischer Sprache ausgefertigt. Nur die deutsche Ausfertigung ist bindend; die englische Übersetzung dient ausschließlich zu Informationszwecken. Auch im Fall von Widersprüchen geht die Bewertungsrichtlinie in deutscher Sprache der Ausfertigung in englischer Sprache vor.