

# Die Preisfrage

Das Segment der Vermögensverwalter steht vor einer Konsolidierung. Doch bei Verkäufen zeigt sich ein Knackpunkt: die richtige Bewertung des Unternehmens.

**M**anchmal spielen beim Verkauf eines Unternehmens alle Beteiligten mit offenen Karten. Doch oft gleichen Übernahmen einem Poker-Spiel. Jede Partei hält ihre Karten bis zum Schluss bedeckt, bis entweder eine Seite einen Royal Flush aufdeckt – oder ihr schwaches Blatt offenbaren muss. Gerade im Feld der unabhängigen Vermögensverwalter fällt es den Parteien bei Übernahmen oder Zusammenschlüssen oft schwer, sich auf einen Preis zu einigen. Doch die Weitergabe des Geschäfts steht für immer mehr Vermögensverwalter auf der Agenda. Denn der zunehmende Ertrags- und Kostendruck leitet eine Konsolidierung ein. Hinzu tritt ein Generationswechsel bei den Kunden wie bei den Vermögensverwaltern selbst (siehe Grafik nächste Seite). Im Zuge dessen erlangt eine Frage an Bedeutung: Was ist das Geschäft wert?

Erste Antworten gibt der Verlauf der wirtschaftswissenschaftlichen Diskussion zu diesem Thema. So gingen Ökonomen lange Zeit davon aus, dass

Unternehmen einen objektiven Wert haben. „Die Vorstellung war: Man muss den richtigen Wert einfach nur finden“, sagt Antje Wendler, Professorin an der Hochschule Aschaffenburg. Das dort angesiedelte Institut für Vermögensverwaltung behandelte dieses Thema auf seinem Sommerseminar. Die so-



genannte objektive Werttheorie entwickelte sich weiter zur subjektiven. „Heute geht man davon aus, dass der Unternehmenswert im Auge des Betrachters liegt“, erläutert die Dozentin. So mögen etwa für den einen Käufer mögliche Synergien einen Aufschlag auf den Kaufpreis rechtfertigen, ein anderer ist hingegen nur am Kundenstamm interessiert.

Zudem schwankt der Wert eines Unternehmens je nachdem, von wem und zu welchem Zweck er ermittelt wird. So wird ein Gutachten, das anlässlich eines Firmenverkaufs ausgestellt wird, naturgemäß einen höheren Preis angeben, als wenn es etwa zur Vorlage beim Finanzamt gedacht wäre. „Es gibt keinen einheitlichen Wert“, hält die Finanzwissenschaftlerin fest. In der Betriebswirtschaftslehre etablierten sich schließlich Gesamtbewertungsverfahren.

## Tapfere Prognosen

Eines davon ist die Ertragswertmethode, auch Discounted Cash-Flow genannt. Hierbei werden die in der Zukunft erwarteten Erträge eines Unternehmens um die Kapitalkosten abgezinst, heraus kommt der Barwert. Was einfach klingt, birgt in der Praxis jedoch Probleme. „Eine Prognose der Cashflows über vier Jahre ist tapfer, eine Prognose über unendlich lange Zeiträume ist unendlich tapfer“, bringt die Professorin das Dilemma auf den Punkt. Zwar kann man die Geschäftsentwicklung in verschiedenen Szenarien durchrechnen oder über die Befragung von Branchenkennern abschätzen, ein eindeutiger Wert lässt sich damit aber nicht ermitteln. „Dies ist eher Kunst als Wissenschaft“, sagt Betriebswirtin Wendler.

Auch die Kapitalkosten lassen sich für die Zukunft lediglich schätzen. Die Discounted-Cash-Flow-Methode rechnet über die Jahre mit der immer gleichen Zinshöhe, was realitätsfern ist. „Liebe man alle Faktoren in das Modell einfließen, wäre die Berechnung so komplex und würde eine Scheingenauigkeit vorspiegeln, die nicht gerechtfertigt ist“, erläutert die Statistikexpertin. So spiele es letztlich keine

Rolle, wie die Zinsstrukturkurve verläuft, wenn letzten Endes der Cashflow falsch geschätzt wurde.

Ein weiterer Ansatz ist die Multiplikatormethode. Dabei werden bestimmte Kennzahlen eines Vergleichsunternehmens auf die zu bewertende Gesellschaft übertragen. Gerade bei Vermögensverwaltern kommt hier ein Problem ins Spiel: Die Vergleichsdaten aus der Branche fehlen. Kaum ein Unternehmen in diesem Feld ist börsennotiert, somit sind Kennzahlen kaum öffentlich zugänglich.

Zudem erschweren in diesem Zusammenhang weitere Hürden die Bewertung. „Bei unabhängigen Vermögensverwaltern sind Substanzwerte vernachlässigbar“, sagt Wendler. Sie weisen nur immaterielle Vermögenswerte wie Kunden oder Mitarbeiter auf. Zudem sei gerade bei kleineren Gesellschaften das Private und Berufliche nicht klar getrennt. Der Eigentümer zahlt sich selbst als Geschäftsführer mitunter kein marktübliches Gehalt aus. Die tatsächliche Ertrags- und die Kostenlage seien daher oft nur schwer zu ermitteln. Schließlich hängt die Geschäftslage und somit der Wert von Vermögensverwaltern stark von der Stimmungslage an den Börsen ab.

## Überholte Daumenregel

Einer versucht dennoch, möglichst umfangreiche Vergleichskennzahlen zu ermitteln: Stefan Adams. Sein Weg führt über Erfahrungswerte aus der Praxis. Er begleitet mit seiner Unternehmensberatung Dr. Adams & Associates seit fast 20 Jahren Unternehmensverkäufe unter Maklern und Vermögensverwaltern. Gut 400 Transaktionen hat er eingefädelt, tiefe Einblicke in die Branche erhalten und einen wahren Datenschatz gesammelt.

„Früher zog man einfach das verwaltete Vermögen heran und legte über den Daumen einen Multiplikator an“, berichtet der Volkswirt. Dies habe sich jedoch seit der Finanzkrise 2009 völlig geändert. „Vielen ist damit erst bewusst geworden, welches Risiko in den Portfolios schlummern kann.“ Heute würde meist der Gewinn vor Steuern, Zinsen und Abschreibungen (Ebitda) als Basis herangezogen. Welcher Faktor dann angelegt wird, dafür steigt Adams in eine detaillierte Analyse der Unternehmen ein.



Stefan Adams, Adams & Associates: „Anbieter unter 100 Millionen Euro Volumen sind praktisch insolvent.“

Neben dem Blick auf die üblichen Geschäftskennzahlen klopft der Consultant die Bestände der Kunden ab. Standardaktienfonds gelten als weniger riskant, Emerging-Markets-Fonds oder noch exotischere Investments als riskanter. Hierbei geht es darum, den zum Verkauf stehenden Bestand auf mögliche Risiken oder gar Regressforderungen durch Kunden zu durchleuchten. Ein Beispiel: Hat ein Finanzberater seinen Klienten Containerdirektinvestments oder geschlossene Schiffsfonds ins Portfolio gelegt, ist die Wahrscheinlichkeit eines teuren Rechtsstreits relativ hoch – was sich in einem Abschlag auf den Kaufpreis niederschlagen oder gar die ganze Transaktion platzen lassen kann.

Weiterhin schauen Adams und seine Partner auf Klumpenrisiken. Ein einzelner großer

Klient mag zwar ein lukrativer Posten in der Gewinn- und Verlust-Rechnung einer Vermögensverwaltung sein. Doch springt dieser eine Kunde ab, brechen große Teile des Geschäfts weg. Bei seinen Gutachten trennt Adams daher häufig solche einzelnen Depots ab und bewertet das übrige Geschäft gesondert.

Ein weiteres Augenmerk legt Adams auf den Inhaber. Inwieweit betreut er selbst die Kunden, oder übernehmen dies die Mitarbeiter? Im zweiten Fall mag eine Geschäftsübergabe glatt ablaufen. Im ersten Fall hingegen läuft der neue Eigentümer Gefahr, dass ihm die Klienten abspringen. „Die Käufer müssen das Vertrauen erst erwerben“, erläutert Dozentin Wendler. Transaktionsberater Adams empfiehlt daher, eine Übergangsphase zu vereinbaren. Beispielsweise bleibt der Verkäufer noch zwei Jahre im Geschäft und übergibt zumindest die bedeutendsten Kunden persönlich. Eine wichtige Voraussetzung dabei ist, dass beide Seiten menschlich gut miteinander auskommen.

## Gleichlauf der Interessen

All diese Faktoren zieht Adams bei seinen Analysen heran und berechnet daraus einen fairen Unternehmenswert. Um Risiken abzufedern, vereinbaren die Parteien häufig eine Streckung der Zahlung über einen gewissen Zeitraum, meist über zwei bis drei Jahre. Ergreifen tatsächlich Anleger die Flucht oder materialisieren sich weitere Risiken, kommt es zu Abschlägen beim Kaufpreis. Zudem schafft dies einen Gleichklang der Interessen: Der Verkäufer wird alles daransetzen, dass die Kunden dem Käufer die Treue halten.

All den Hürden zum Trotz werden sich immer mehr Geschäftsinhaber über Kauf oder

Verkauf Gedanken machen müssen. Denn der Faktor Größe entscheidet zunehmend über das Überleben. „Früher konnte ein Vermögensverwalter mit einem Volumen von 100 Millionen Euro gut verdienen“, so Branchenkenner Adams. „Heute sind Unternehmen, die darunter liegen, praktisch insolvent.“ Somit scheint es für alle Parteien ratsam, mit offenen Karten zu spielen. Denn eine baldige Baisse kann den Einsatz vom Tisch fegen, sodass selbst das beste Blatt auf der Hand wertlos ist.

