

Die Bewertung von Vermögensverwaltern

Von Omar Abou el Maati
AEM Advisors AG, Zürich

Es gibt zahlreiche Gründe, den Wert einer Firma zu bestimmen, vom geplanten Verkauf über eine Beteiligung des Managements bis zu erbrechtlichen Fragen. Grundsätzlich stehen einem Vermögensverwalter die gleichen Bewertungsmethoden zur Verfügung wie anderen Firmen: Substanzwert, Discounted Cash-flow, Ertragswert und Multiples.

Von diesen Methoden ist die *Substanzwertmethode* am wenigsten geeignet, um den Wert eines Vermögensverwalters zu bestimmen. Dabei wird der Wert des Unternehmensvermögens, welches zur Leistungserbringung eingesetzt wird, ermittelt. Eine Vermögensverwaltungsfirma hat jedoch meistens keine grösseren materiellen oder immateriellen Werte in der Bilanz. Sie besitzt im Normalfall weder teure Maschinen oder Gebäude, noch verfügt sie über Patente oder andere immaterielle Werte. Deshalb würde der Wert einer Vermögensverwaltungsfirma, der hauptsächlich in den Kundenbeziehungen steckt, mit der Substanzwertmethode massiv unterschätzt.

Demgegenüber hat sich die *Discounted Cash-flow-Methode (DCF-Methode)* in der Unternehmensbewertung als Standard durchgesetzt. Sie ermittelt den Wert einer Firma auf Basis der zukünftig zu erwartenden Zahlungsströme (Free Cash-flows). Die zukünftig zu erwartenden Zahlungsströme werden mit den Kapitalkosten abgezinst, um zum Gegenwartswert des Unternehmens zu gelangen. Zur Schätzung der Kapitalkosten wird üblicherweise das Capital Asset Pricing Model (CAPM) verwendet. Dieses Modell ist grundsätzlich gut dazu geeignet, einen Vermögensverwalter zu bewerten. Allerdings muss eine Finanzplanung für die nächsten Jahre vorhanden sein. Wird die Bewertung für verschiedene Parteien mit divergierenden Interessen erstellt, ist es jedoch oft nicht einfach, sich auf einen Finanzplan zu einigen. Im Fall eines Unternehmensverkaufs wird beispielsweise

der Verkäufer die Zukunft meist optimistischer darstellen als der Käufer, da der Verkäufer einen möglichst hohen Verkaufspreis erzielen möchte.

Bei der *Ertragswertmethode* wird der Unternehmenswert aufgrund eines zukünftig nachhaltig erzielbaren Gewinns ermittelt. Meistens wird dazu der durchschnittliche Gewinn der letzten Jahre (bereinigt um Sonderfaktoren) herangezogen. Dieser durchschnittliche Gewinn wird dann mit den Kapitalkosten kapitalisiert. Für die Herleitung der Kapitalkosten wird, wie bei der DCF-Methode, das CAPM verwendet. Der Vorteil gegenüber der DCF-Methode ist, dass man keinen Finanzplan für die Zukunft braucht.

Bei Bewertung mittels *Multiples* kommen für einen Vermögensverwalter verschiedene Multiples in Frage. Allen voran ist der AuM-Multiple zu nennen. Bei einer Bewertung mit diesem Multiple wird der Wert der Firma aufgrund der Höhe der verwalteten Vermögen (Assets under Management oder AuM) bestimmt, die mit dem AuM-Multiple multipliziert wird.

Es gibt zwei Varianten: den Gross AuM-Multiple und den Net AuM-Multiple. Beim Gross AuM-Multiple wird der Preis von Vergleichsunternehmen durch die Höhe der verwalteten Vermögen geteilt und der Durchschnitt dieser Verhältniszahl genommen. Beim Net AuM-Multiple wird vom Preis der Buchwert des Eigenkapitals abgezogen. Damit wird der Preis um das unterschiedliche Eigenkapital der Firmen bereinigt und macht sie besser vergleichbar.

Die Spannbreite der im Markt verwendeten Net AuM-Multiples reicht von ca. 1% bis über 3,5%. Wie kommen so grosse Unterschiede zustande? Wie wird der AuM-Multiple überhaupt bestimmt?

Multiples können aufgrund von Bewertungen von Vergleichsunternehmen, welche an der Börse kotiert sind, hergeleitet werden, oder sie können aufgrund von bezahlten Preisen bei kürzlich erfolgten Transaktionen bestimmt werden. Werden Bewertungen von an der Börse kotierten Vergleichs-

unternehmen genommen, ist zu beachten, dass die so hergeleiteten Multiples tendenziell zu hoch sind, da börsenkotierte Firmen in der Regel bedeutend grösser sind als ein durchschnittlicher Vermögensverwalter und grosse Firmen (wegen geringerem Risiko und aufgrund von Synergien) höhere Multiples aufweisen. Dass grosse Unternehmen höhere Multiples haben als kleinere, machen sich oft Private-Equity-Firmen zunutze, wenn sie eine *Buy-and-Build-Strategie* verfolgen. Dabei kaufen sie mehrere kleine Firmen zu einem tiefen Multiple, verschmelzen sie zu einem grösseren Unternehmen und verkaufen dieses zu einem höheren Multiple. Quintessenz ist, dass auf Multiples, welche von börsenkotierten Firmen hergeleitet werden, ein Abschlag vorgenommen werden muss.

Werden für den AuM-Multiple Preise kürzlich erfolgter Transaktionen genommen, können theoretisch Firmen von ungefähr gleicher Grösse herangezogen werden. So braucht kein Abschlag für die unterschiedliche Grösse gemacht zu werden. Praktisch ist dies allerdings schwierig, da die Preise von privaten Transaktionen kleinerer Firmen nicht publik werden und man deshalb trotzdem auf grössere Firmen ausweichen muss. Neben der Grösse einer Firma beeinflussen auch andere Faktoren den AuM-Multiple. Insbesondere spielt die Kundenstruktur eine Rolle. Wichtige Determinanten sind die Herkunft der Kunden, die durchschnittliche Höhe der AuM pro Kunde, die Altersstruktur der Kunden sowie die Profitabilität der AuM. Insgesamt führen all diese Faktoren zur oben genannten grossen Spannbreite bei der Höhe der AuM-Multiples.

Zusammenfassend kann gesagt werden, dass die Bewertung eines Vermögensverwalters keine triviale Aufgabe ist, und dass eine solche Bewertung nicht eine exakte Wissenschaft darstellt. Am sinnvollsten scheint es, mit verschiedenen Methoden eine Bewertung vorzunehmen und eine Wertbandbreite festzulegen.

www.aemadvisors.ch ●