

## Unternehmensbewertung

# Bewertung von mittelständischen Vermögensverwaltern

Von Jürgen App

**Überblick**

In den vergangenen Monaten waren einige erfolgte oder anstehende Unternehmenstransaktionen bei Vermögensverwaltern zu beobachten. Die Gründe dafür sind mannigfaltig. So werden teilweise größere Einheiten zur Realisierung von Synergie-Effekten angestrebt. Rückzugsabsichten bisheriger Gesellschafter/Gründer oder Markteintrittsabsichten ausländischer Anbieter sind ein weiterer Treiber.



Jürgen App ist auf Finanzdienstleister spezialisierter Wirtschaftsprüfer und Steuerberater.

**Bewertungsmethoden**

In allen diesen Fällen ist durch die Beteiligten eine (Unternehmens-)Bewertung des Transaktionsobjekts, d.h. des Unternehmens oder der Beteiligung, vorzunehmen. Hierfür bestehen in der Praxis verschiedene Verfahren. Zur Erstindikation oder Plausibilisierung einer Bewertung werden verschiedene Faktoren, insbesondere sogenannte Multiples, herangezogen:

- AuM - Multiplikatoren
- Umsatzbezogene Multiplikatoren
- EBIT- oder Jahresüberschuss-Multiplikatoren

Für eine professionelle Bewertung erfolgt jedoch generell ein Wertgutachten, welches anerkannte Prinzipien der Unternehmensbewertung beachtet. Dabei handelt es sich insbesondere um die Diskontierung der in der Zukunft erzielbaren entnahmefähigen Überschüsse. Hierfür ist zum einen die Ermittlung bzw. Abschätzung der zukünftigen Überschüsse erforderlich. Bei regulierten mittelständischen Finanzdienstleistern ist in diesem Zusammenhang als ein erheblicher Unsicherheitsfaktor die zukünftige Beitragsbelastung aus der Zwangsmitgliedschaft bei der EdW zu erwähnen. Zum anderen ist die Bestimmung des Diskontierungszinssatzes erforderlich, mit dem die zukünftigen Überschüsse auf den Gegenwartswert abgezinst werden.

Ggf. ist daneben zusätzlich ein etwa vorhandener Wert des nicht betriebsnotwendigen Vermögens (z.B. Immobilienbestand, Wertpapierbestand oder ähnliches) zu würdigen.

**Spezifische Herausforderungen bei mittelständischen Vermögensverwaltern**

Bei mittelständischen Asset Managern stoßen dabei bestimmte Anforderungen häufig an die Grenzen der Praxis. So werden im Rahmen einer Bewertung für die Überschussermittlung in der Regel Planungsrechnungen für einen Zeitraum von 3-5 Jahren zu Grunde gelegt und gefordert. Derartige Planungen stehen vielfach jedoch nicht ohne weiteres in hinreichend detaillierter Form zur Verfügung bzw. müssen erst aufwendig erstellt werden. In diesem Zusammenhang ist auch

eine Würdigung der Angemessenheit der Geschäftsleitervergütungen unter Drittvergleichsaspekten und des Bindungsgrades der Kunden zu bisherigen Betreuern erforderlich.

Daneben ist im Rahmen der Bestimmung des Diskontierungszinssatzes die Ableitung eines Risikozuschlags im Verhältnis zu vergleichbaren Unternehmen (Peer-Group) erforderlich, was jedoch ebenso an praktische Grenzen stößt. Ein weiterer Aspekt ist die Einbeziehung von Steuerbelastungen im Zusammenhang mit den erzielbaren Überschüssen. Hier stellt sich die Frage, inwieweit diese ermittelt werden können oder in typisierter Form zugrunde gelegt werden.

**Lösungsansätze**

Es werden teilweise Ansätze verfolgt, in denen die Überschussermittlung nicht auf Basis von Planungsrechnungen, sondern orientiert an Ergebnissen der Vergangenheit vorgenommen wird. In diesem Fall sind dann zwingend verschiedene Bereinigungen zu berücksichtigen.

Auch bezüglich der Einbeziehung von Steuerbelastungen können für kleinere/mittelgroße Vermögensverwalter Vereinfachungen in Betracht gezogen werden, die deren spezifischer Situation gerecht werden.

Zusammenfassend ist festzuhalten, dass im Rahmen einer Bewertung eine möglichst frühzeitige eingehende Befassung mit den genannten wesentlichen Aspekten erfolgen sollte. Dabei sollte auch der Prozess möglichst professionell organisiert sein.