



25. August 2005

Nr. 331

Aktuelle Themen

Bewertet Immaterielles!

Immaterielles Kapital kann und muss bewertet werden – Eigentümer wie Bewerter werden profitieren

Es ist soweit, wir leben in der Wissensgesellschaft. Doch immaterielles Kapital, von Mitarbeiterqualifikation bis Marken, wird heute kaum systematisch bewertet. Das ist schlecht: Wissensintensive Unternehmen haben zu hohe Kapitalkosten, Investoren und Kreditgeber verschenken Ertragspotential, die Volkswirtschaft Wachstum. Als wesentliches Hemmnis für mehr Bewertung gilt ein Mangel an geeigneten Methoden. Bei genauerem Hinsehen zeigt sich jedoch:

Es gibt bereits vielversprechende Bewertungsmethoden. Verschiedene Methoden zur nicht-monetären sowie (keinesfalls immer nötigen) monetären Bewertung immaterieller Vermögenswerte sind schon heute verfügbar – und zum Teil praktisch erprobt. Wir geben eine knappe Orientierung.

Diese Methoden können Investition sowie Kreditvergabe optimieren. Jede Methode hat spezifische Stärken, jedes Einsatzfeld bestimmte Ansprüche. Die vorhandenen Methoden können, teils im Alleingang und teils in Kombination, in vielen Bewertungssituationen die Informationsbasis entscheidend verbessern: von interner Ressourcenplanung über Kreditvergabe bis zu M&A.

Unternehmen sollten mehr über Immaterielles berichten (dürfen). Restriktive Rechnungslegungsregeln, Furcht vor dem Verrat von Geheimnissen und das Fehlen einer gemeinsamen Sprache bremsen die Berichterstattung über Immaterielles. Nur behutsames Öffnen der vorgeschriebenen und Entwickeln freiwilliger Berichterstattung wird den Wissensstand des Kapitalmarkts verbessern.

Kapitalnehmer wie -geber können sich durch systematischeres Bewerten immateriellen Kapitals handfeste Wettbewerbsvorteile sichern. Dafür brauchen sie Erfahrung, insbesondere aber engen Kontakt zueinander. Der kann nur langsam – und vielfach im Rahmen neuer Geschäftsprozesse – aufgebaut werden. Der frühe Vogel fängt den Wurm.



Editor

Stefan Schneider
+49 69 910-31790
stefan-b.schneider@db.com

Publikationsassistentz

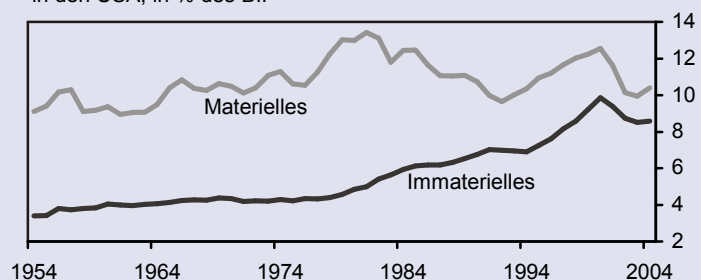
Bettina Giesel
+49 69 910-31745
bettina.giesel@db.com

Deutsche Bank Research
Frankfurt am Main
Deutschland
Internet: www.dbresearch.de
E-Mail: marketing.dbr@db.com
Fax: +49 69 910-31877

DB Research Management
Norbert Walter

Investitionsziel Immaterielles

Investitionen in immaterielle* und materielle** Vermögenswerte in den USA, in % des BIP



* Schätzung; ** Private nonresidential fixed investment
Quelle: L. Nakamura, Federal Reserve Bank of Philadelphia 2005

Autor: Jan Hofmann, +49 69 910-31752 (jan-p.hofmann@db.com)

Inhalt

A	Noch viel Luft	3
	Stiefmütterlich behandelt.....	3
	Handfeste Vorteile durch Wissen über Immaterielles	4
	Nicht ohne Tücken	5
B	Unternehmensbewertung 2.0	6
	Orientierung im Methodenwald.....	6
	Monetäre Messlatte... ..	7
	... oder breites Benchmarking	10
	Vom besicherten Kredit zur sichereren Ausfallprognose	11
	Basel fördert Immaterielles	13
	Neue Geschäftsmodelle für die Kreditfabrik	13
	Eigenkapitalgeber mit Heimvorteil	14
C	Mehr Mitteilsamkeit, bitte	14
	Erste Stimmen.....	14
	Neue Sprachregeln müssen her	15
	Spielraum für Sprachevolution	16



A Noch viel Luft

Das Wissen hat bittere Wurzeln, aber seine Früchte sind süß.

Marcus P. Cato, 234-149 v. Chr.

Die wichtigsten Produktionsfaktoren entwickelter Volkswirtschaften sind heute unsichtbar. Diese immateriellen Vermögenswerte – Mitarbeiterqualifikationen, Strategie- und Prozessqualität, Software, Patente, Marken, Zulieferer- und Kundenbeziehungen etc. – liefern einen schnell wachsenden Beitrag zur Wettbewerbsfähigkeit der Unternehmen. Und es wird massiv in diese Werte investiert: In den USA in 2004 nach einer Schätzung von Leonard Nakamura von der Federal Reserve Bank of Philadelphia eine Billion USD, was etwa 9% des US-BIP entspricht und sich den Investitionen in Materielles nähert (siehe Abbildung)¹.

Auch in der klassischen verarbeitenden Industrie verlieren Boden, Immobilie und Maschine relativ zu immateriellen Werten an Bedeutung. Eine besonders große Rolle spielt Immaterielles jedoch bei forschungsintensiven Produzenten und wissensintensiven Dienstleistern. Und letztere haben in den G6 (US, JP, DE, FR, GB, IT) ihren Wertschöpfungsanteil von 1991 bis 2002 um 5 Prozentpunkte auf 26% erhöht². Gemeinsam mit den forschungsintensiven Industrien trugen sie 2002 in den G6 wie auch den EU-15 im Schnitt bereits ein Drittel der gesamtwirtschaftlichen Wertschöpfung bei. Und auch der internationale Handel mit Patenten und Lizenzen nimmt rasant zu (siehe Abbildung auf der nächsten Seite³).

Kurz, die schon so lange und oft angekündigte Wissensgesellschaft ist Realität. Man sollte meinen, dass sich dies in der Bewertung von Unternehmen und deren Vorhaben widerspiegelt, dass ihre Kreditwürdigkeit und Investitionsattraktivität zu großen (und wachsenden) Teilen auf der Analyse ihrer immateriellen Werte basieren. Das wäre jedoch falsch vermutet. Falls überhaupt in nennenswertem Maß, gehen immaterielle Vermögenswerte heute meist wenig systematisch, eher oberflächlich behandelt und kaum vergleichbar in Unternehmensbewertungen ein.

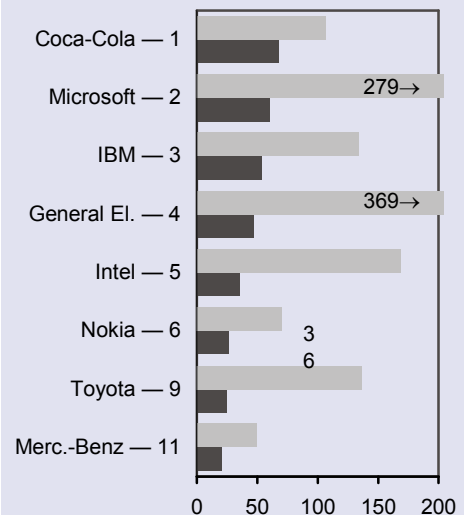
Zwangsläufig wird also die Leistungsfähigkeit vieler Unternehmen unter- oder überschätzt. Die Folge sind Fehlallokationen im Kapitalmarkt, letztlich verschenktes Wachstum. Die vorliegende Studie beleuchtet daher Methoden einer intensiveren Analyse immaterieller Vermögenswerte, skizziert Hürden und zeigt auf, wie sich Finanzdienstleister und ihre Kunden Wettbewerbsvorteile sichern können.

Stiefmütterlich behandelt

In einer Umfrage⁴ unter Fondsmanagern, Private Equity- und Risikokapital-Investoren sowie Bankanalysten aus dem Jahr 2001 gaben knapp 90% der Befragten an, das geistige Eigentum eines Un-

Teure Namen

Rangliste der höchsten Markenwerte*, in Mrd. USD (hellgrau: Marktkapitalis.**)

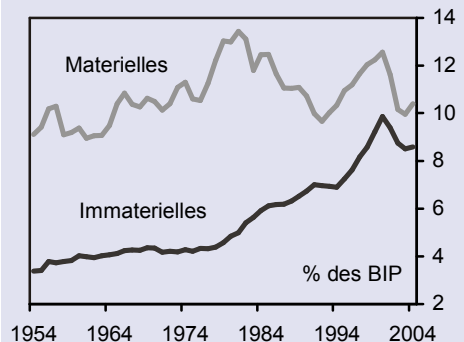


* Gegenwartswert für 2005 der zukünftigen Erträge, die auf die Marke zurückzuführen sind; ** Stand 29.7.2005

Quellen: Interbrand, Businessweek, Bloomberg 2005

Investitionsziel Immaterielles

Investitionen in immaterielle* und materielle** Vermögenswerte in den USA



* Schätzung (siehe Text); ** Private nonresidential fixed investment

Quelle: L. Nakamura, Federal Reserve Bank of Philadelphia 2005

¹ Nakamura, Leonard (2003). A trillion Dollars a year in intangible investment and the New Economy. In John Hand und Baruch Lev (Hrsg.), Intangible assets – values, measures, and risks, S. 19-47. Oxford University Press. Aktuelle Daten vom Autor. Nakamura kommt für den aktuellen Rand aus verschiedenen Perspektiven (Investitionen in FuE, Software und Werbung; Löhne; Gewinnmargen) auf eine Schätzung der Investition in immaterielle Vermögenswerte um USD 1 Bio. pro Jahr. Für die Zeitreihe verwendet er Investitionen (nominale Daten).

² Ohne Wohnungsvermietung. Schumacher, Dirk (2005). Marktergebnisse bei forschungsintensiven Waren und wissensintensiven Dienstleistungen im internationalen Vergleich. DIW.

³ Herzlichen Dank an Bernhard Gräf für die Aufbereitung der Daten.

⁴ Howrey (2001). A Survey of Investor Attitudes on IP Protection. (www.howrey.com/docs/UK_IP_Survey0102.pdf)

ternehmens sei ein wichtiger Faktor in ihrer Investitionsbewertung. Warum also die Aufregung? In derselben Studie zeigten sich 70% der Befragten überzeugt, dass der Markt keine zuverlässigen Werkzeuge habe, um geistiges Eigentum effektiv zu bewerten. 56% gaben gar an, der Wert geistigen Eigentums könne überhaupt nicht gemessen werden. Ihnen bleibt also nur eine subjektive, zwangsläufig undifferenzierte Einschätzung, die ihren eigenen Vorstellungen von der Rolle geistigen Eigentums für den Unternehmenswert kaum gerecht werden kann.

Auch in den bewerteten Unternehmen, in Politik und Wissenschaft ist das Problem der verzerrenden Bewertung erkannt. Im Jahr 2003 wurde ein umfangreiches, von der EU-Kommission initiiertes Forschungsprojekt⁵ zur wachsenden Bedeutung immaterieller Vermögenswerte abgeschlossen, in dem Experten aus allen drei Bereichen kooperiert haben. Es ergänzt die bislang oft recht theoretische Forschungsliteratur um praxisnahe Untersuchungen. Eines der empirisch gut untermauerten Ergebnisse des Projekts ist, dass Investoren und Kreditgeber mit ihren aktuellen Bewertungsmodellen auf die Bedeutung immaterieller Vermögenswerte unzureichend eingestellt sind – und dass die bewerteten Unternehmen bei Weitem zu wenig Information über diese Werte kommunizieren. Zu ähnlichen Schlussfolgerungen kamen im Herbst 2004 die Teilnehmer eines Expertenworkshops bei der OECD⁶.

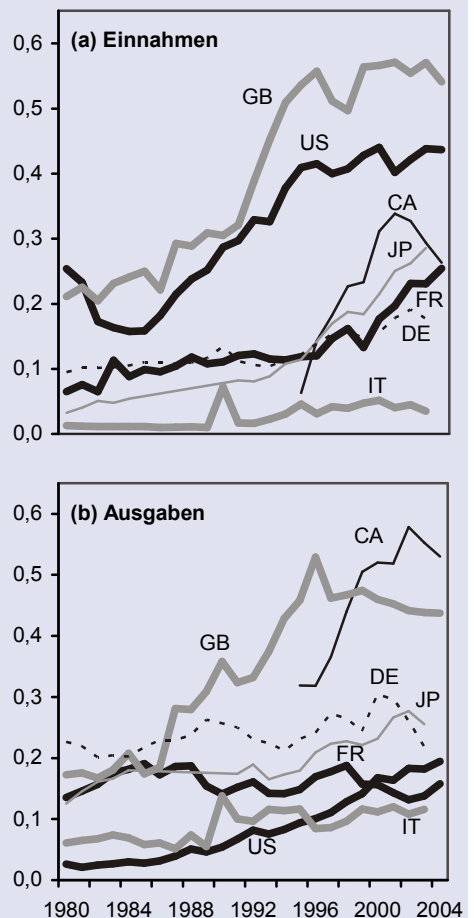
Quantitative Hinweise auf Fehleinschätzungen immaterieller Vermögenswerte durch den Kapitalmarkt liefern die US-Forscher Baruch Lev, Doron Nissim und Jacob Thomas. Sie zeigen anhand einer Analyse risikoadjustierter Aktienkursentwicklungen, dass FuE-intensive Unternehmen vom US-Kapitalmarkt zwischen 1983 und 2000 systematisch unterbewertet wurden⁷. In einer weiteren Studie finden sie empirische Hinweise darauf, dass in einigen US-Branchen die bilanzielle Aktivierung und Abschreibung von FuE-Ausgaben – momentan nur in Ausnahmefällen zulässig – eine verbesserte Prognose zukünftiger Aktienkursbewegungen erlaubt⁸.

Handfeste Vorteile durch Wissen über Immaterielles

Offensichtlich gibt es also für *Investoren und Kreditgeber* durch eine systematischere Bewertung immateriellen Kapitals viel zu gewinnen⁹. Investoren könnten durch realitätsnähere Unternehmensbewertungen ihr Portfolio optimieren und ihre Erträge steigern. Kreditgeber könnten ihr Geld zu risikoadäquateren Konditionen verleihen. Sie könnten so nicht nur ihren mittleren Ertrag je Kredit steigern, sondern – sofern sie immaterielle Vermögenswerte effizienter und korrekter bewerten als ihre Konkurrenz – gerade in wachstumsstarken, wissensintensiven Segmenten ihren Marktanteil durch bessere Preise vergrößern. Das würde ihnen zudem einen Vorsprung in dem mittelfristig interessanten Markt für verbriefte immaterielle Vermögenswerte sichern (bei dessen Erschließung der Musiker David Bowie 1997 Pionierarbeit geleistet hat¹⁰).

Regier Handel mit Immateriellem

(a) Einnahmen durch und (b) Ausgaben für Patente und Lizenzen im internationalen Zahlungsverkehr*, in % des BIP



Quellen: IWF, DB Research 2005

* inkl. grenzüberschreitender Zahlungen innerhalb von Unternehmensverbänden

⁵ Eustace, Clark (2003). The PRISM Report 2003. European Commission.

⁶ Joint CIBE and CSTP Forum on Business Performance and Intellectual Assets. Oktober 2004, OECD, Paris. (www.oecd.org/dataoecd/3/1/34462868.pdf)

⁷ Lev, Baruch (2004). Sharpening the Intangibles Edge. Harvard Business Review, Juni 2004, S. 108-116.

⁸ Lev, Baruch, Doron Nissim und Jacob Thomas (2005). On the informational usefulness of R&D capitalization and amortization. Working paper, Columbia University.

⁹ Immaterielles Kapital = Summe aller immateriellen Vermögenswerte.

¹⁰ Im wohl bekanntesten Geschäft dieser Art verbriefte Bowie zukünftige Erträge durch 25 seiner Alben für USD 55 Mio.



Aber auch in den *Unternehmen* selbst fehlt oft Information über den Ertrag von Investitionen in immaterielle Vermögenswerte. Die Folge sind einzelne Fehlallokationen oder, schlimmer, in die Irre führende Investitionsstrategien. Zudem fehlt Unternehmen ein wichtiger Baustein für ihre Außendarstellung gegenüber Investoren, Kreditgebern und öffentlichen Förderern (was gerade für wissensintensive Dienstleister und FuE-intensive Güterhersteller zu ungerechtfertigt hohen Kapitalkosten führt), gegenüber Kunden (denen Innovations- oder Kostenführerschaft transparenter vermittelt werden könnte) und dem Arbeitsmarkt (der oft besonders empfänglich für die „weichen Werte“ eines Unternehmens ist). Und nicht zuletzt können Unternehmen, die den Wert ihres geistigen Eigentums kennen, mit diesen Werten oder Lizenzen darauf besser Handel betreiben.

Aus der *Wohlfahrtsperspektive* schließlich sollte eine systematische Bewertung immaterieller Vermögenswerte zu mehr Wachstum führen: (1) Kapital könnte zuverlässiger dorthin gelenkt werden, wo es am effizientesten eingesetzt wird. Das führt u. a. zu einer besseren Versorgung junger, wissensintensiver Unternehmen mit Eigen- und Fremdkapital – ein zentraler Innovationstreiber. (2) Die Kapitalmärkte wären aufgrund der verbesserten Information über immaterielle Vermögenswerte weniger volatil, das Vertrauen von Anlegern und Unternehmen ihnen gegenüber würde steigen. Das könnte u. a. die Eigenkapitalausstattung des klassisch kreditfinanzierten deutschen Mittelstands verbessern. (3) Da für eine adäquatere Bewertung auch eine verbesserte Berichterstattung der Unternehmen über immaterielle Vermögenswerte nötig ist, könnte zudem die heutige Informationsasymmetrie zwischen großen und kleineren Investoren zumindest anteilig abgebaut werden (vgl. Abschnitt *Eigenkapitalgeber mit Heimvorteil*). Aus Sicht der großen, teils sehr gut informierten Investoren wäre das weniger attraktiv, für die wahrgenommene Fairness im Kapitalmarkt als Ganzes – und damit seine Effizienz – vermutlich aber förderlich.

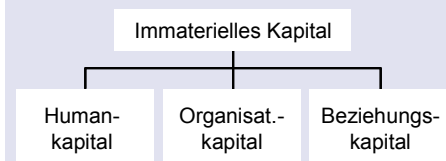
Nicht ohne Tücken

Was verhindert, trotz dieser Vorteile für alle Seiten, eine stärkere Beachtung immateriellen Kapitals in der Unternehmensbewertung? Erstens *sprechen Unternehmen zu wenig über ihre immateriellen Werte,...*

- ... weil sie von *Rechnungslegungsregeln gebremst werden*. Ohne entsprechende Informationen aus dem Unternehmen kann ein Externer die immateriellen Vermögenswerte eines Unternehmens nicht analysieren. Die Bilanzierung nach US-GAAP und IFRS verbietet jedoch bis auf wenige Ausnahmen die Aktivierung immaterieller Vermögenswerte (vgl. Abschnitt *Erste Stimmen*). Der Löwenanteil der Aufwendungen für die Entwicklung immaterieller Vermögenswerte muss sofort als Kosten verbucht werden – anstatt wie Investitionen in andere produktive Vermögenswerte über Jahre abgeschrieben zu werden. Aus Rechnungslegungssicht wird die Stanzmaschine als ein über Jahre produktives Asset behandelt, die selbst entwickelte Software für den Onlinevertrieb verliert ihren Wert jedoch bis zum nächsten Fiskaljahr.
- ... weil sie *keine Wettbewerbsvorteile preisgeben wollen*. Unternehmen befürchten, durch die Veröffentlichung von Information über immaterielle Vermögenswerte Wettbewerbsvorteile preiszugeben. Man kommuniziert dem Konkurrenten ungern Details über neue Organisationsprozesse, Produktionsverfahren oder Kundenbindungsmethoden.
- ... weil es *noch kein gemeinsames Vokabular für Immaterielles gibt*. Selbst wenn Unternehmen vermehrt Information über immaterielles Kapital

Begriffe für Immaterielles

Summiert man alle „immateriellen Vermögenswerte“ (engl. „intangible assets“) oder „immateriellen Ressourcen“ einer Organisation, erhält man ihr „intellektuelles Kapital“ oder „Wissenskapital“. Zumindest ungefähr – darüber z. B., ob eine Marke (sicher ein „immaterieller Vermögenswert“) Teil des „Wissenskapitals“ ist, lässt sich streiten. In der einschlägigen Literatur herrscht noch keine begriffliche Klarheit. Wir verwenden hier die Begriffe „immaterielle Vermögenswerte“ (wie auch das International Accounting Standards Board) und, passend dazu, „immaterielles Kapital“. Folgende Unterteilung ist üblich:



Zum Humankapital zählen beispielsweise Mitarbeiterqualifikationen und -einstellungen, zum Organisationskapital werden Unternehmensstrukturen gerechnet, unter Beziehungskapital wird u. a. die Vernetzung mit Kunden und Partnern verstanden.

Unternehmen informieren zu wenig über ihr immaterielles Kapital ...

terielle Vermögenswerte veröffentlichen wollten, fehlt heute vielfach noch eine gemeinsame Sprache. Das gilt sowohl für die Kommunikation zwischen Unternehmen und Kapitalmarkt als auch zwischen den Kapitalmarktteilnehmern.

Zweitens sind Bewerter und Kapitalmarkt überfordert,...

- ... weil *Immaterielles oft kaum vergleichbar ist*. Der Wert eines tangiblen Gutes wird bei seinem Verkauf sichtbar. Käufer und Verkäufer schätzen den Wert, den das Gut für sie hat, auf der Basis von Erfahrungen mit ähnlichen oder zumindest grob vergleichbaren Gütern. Liquide und transparente Märkte erlauben ihnen zudem abzuschätzen, welchen Wert andere diesem Gut beimessen. Beide Mechanismen stocken im Fall immaterieller Vermögenswerte: Geistiges Eigentum definiert sich gerade über seine Einzigartigkeit, Erfahrungswerte sind daher schwierig zu finden. Mitarbeiterqualifikationen und Organisationsprozesse entfalten ihren Wert erst im Kontext eines bestimmten Unternehmens, was Vergleiche erschwert. Und liquide und transparente Märkte für immaterielle Vermögenswerte gibt es – gerade wegen dieser mangelnden Vergleichbarkeit – bislang nur in Einzelfällen.
- ... weil *Immaterielles oft besonders risikobehaftet ist*. Selbst wenn man Vergleichswerte hat, wenn man ein Patent kauft, das einem anderen ähnelt, wenn man in ein ähnliches Forschungs- und Entwicklungs-(FuE-)Projekt investiert wie ein Konkurrent: Der zukünftige Nutzen einer Investition in immaterielle Werte ist – wenn auch potentiell höher – meist wesentlich unsicherer als der von Investitionen in tangible Werte.
- ... weil *ihnen Wissen über Bewertungsmethoden fehlt*. Trotz der widrigen Ausgangsbedingungen existiert schon heute eine ganze Reihe von Methoden zur Bewertung immaterieller Vermögenswerte. Sie sind vielen Kapitalgebern wie -nehmern jedoch wenig vertraut, häufig schlicht unbekannt. Zudem bieten sich je nach Einsatzbereich verschiedene Methoden an.
- ... weil *der Kapitalmarkt noch kein Vertrauen hat*. Mangelnde Erfahrung mit Bewertungsmethoden für immaterielle Vermögenswerte, aber auch eine mangelnde Integration dieser Themen in der Ausbildung z. B. von Finanzanalysten führen dazu, dass im Kapitalmarkt noch wenig Vertrauen in die Ergebnisse solcher Bewertungen besteht.

Dreh- und Angelpunkt für einen größeren Einfluss immaterieller Vermögenswerte auf die Unternehmensanalyse ist dabei fundiertes Wissen über Bewertungsmethoden für Immaterielles. Ohne erprobte und weithin bekannte Methoden wird im Kapitalmarkt kein Vertrauen in diese Werte entstehen, werden sie keine stärkere Beachtung in den Rechnungslegungsvorschriften finden, werden keine liquiden Märkte für sie entstehen, die ihrerseits die Bewertung erleichtern.

... und die Bewertung immateriellen Kapitals ist – auch bei ausreichender Information – schwierig

Methodenwissen ist zentraler Treiber für mehr Bewertung immateriellen Kapitals

B Unternehmensbewertung 2.0

Orientierung im Methodenwald

Das bereits heute gängige Vorgehen zur Abschätzung der immateriellen Werte eines Unternehmens – die Bestimmung des Goodwills, der Differenz seines Markt- und Buchwerts – erweist sich bei kritischer Betrachtung als wenig geeignet. Das zeigt sich schon an der oft hohen Volatilität dieses Indikators aufgrund von Marktschwankungen, die ihn kaum geeignet erscheinen lässt, sich eher langsam

Verwendeter Wertmaßstab unterscheidet Methodengruppen

entwickelnde Werte wie Mitarbeiterqualifikationen, Prozesswissen und Kundenbeziehungen abzubilden¹¹. Die im Vergleich zum Goodwill heute noch weniger verbreiteten, z. T. aber deutlich vielversprechenderen Bewertungskonzepte für immaterielle Vermögenswerte können nach verschiedenen Kriterien kategorisiert werden:

- **Zweck.** Soll ein Kredit an ein Unternehmen vergeben werden? Soll in das Unternehmen investiert werden? Soll es verkauft werden?
- **Granularität.** Werden einzelne immaterielle Vermögenswerte (z. B. bestimmte Patente oder Patentbündel), wissensintensive Projekte, Geschäftsbereiche inklusive ihrer immateriellen Werte, oder ganze Unternehmen bewertet?
- **Perspektive.** Bewertet das Management des Unternehmens seine immateriellen Vermögenswerte selbst oder bewertet sie ein externer Akteur (ein Kreditgeber, eine Private Equity- oder Risikokapital-Gesellschaft, eine Fondgesellschaft, eine Ratingagentur, ein privater Investor)?
- **Maßstab.** Soll die Analyse einen monetären Wert liefern? Oder ist ein nicht-monetärer, wohl aber Vergleiche erlaubender Indikator als Wertmaßstab ausreichend (z. B. ein Branchen-Benchmark)? Oder reichen reine Messdaten ohne Wertmaßstab (z. B. die mittlere Zahl der Weiterbildungsstunden je Mitarbeiter und Jahr)?

Letztere Unterscheidung ist besonders wichtig. Ob tatsächlich eine monetäre Bewertung nötig ist oder ein alternativer Wertmaßstab ausreicht, hängt vom Bewertungszweck ab. Erfasst eine Methode jedoch lediglich reine Messdaten, ist sie nur sehr begrenzt einsetzbar. Wer kann schon ohne Vergleichsmaßstab beurteilen, ob eine bestimmte Zahl von Ausbildungsstunden ausreichend ist? Dennoch lieferten in einer aktuellen Vergleichsstudie¹² neun der 25 untersuchten Methoden lediglich Messdaten ohne Maßstab – unter ihnen auch die bekannteste, der „Skandia Navigator“, der vom Versicherer Skandia entwickelt und in einem Großversuch von über 200 schwedischen Unternehmen eingesetzt wurde¹³.

Monetäre Messlatte...

Immerhin zwölf der analysierten Methoden versuchen jedoch eine monetäre Bewertung, die grundsätzlich nach dem Kosten-, Markt- oder Einkommensansatz erfolgen kann (vgl. Kasten *Immaterielles preisen*). Für Immaterielles erweist sich – wie häufig auch für andere Werte – der Einkommensansatz als am besten geeignet. Interessant erscheint insbesondere das „Intangibles Scoreboard“¹⁴ von Baruch Lev, Professor für Rechnungswesen und Finanzierung an der New York University. Mit seiner Methode, die auf einer erweiterten Discounted Cashflow-Analyse basiert, können die immateriellen Vermögenswerte eines Unternehmens als Gesamtheit auf der Basis öffentlich verfügbarer Informationen monetär bewertet werden. Lev:

- ... errechnet den „normalisierten jährlichen Ertrag“, i. e. einen Mittelwert aus historischen und von Analysten prognostizierten Erträgen,

¹¹ Zudem werden Äpfel mit Birnen verglichen: Der Marktwert basiert auf Erwartungen zukünftiger Erträge, der Buchwert auf historischen Kosten. Als ebenso problematisch wie der Goodwill erweist sich – aus denselben Gründen – die Market-to-book Ratio.

¹² Andriessen, Daniel. (2004). Making Sense of Intellectual Capital. Elsevier.

¹³ In weiter entwickelter Form und unter dem Namen IC Rating™.

¹⁴ vgl. z. B. Lev, Baruch (1999). „Seeing is believing: a better approach to estimating knowledge capital. CFO Magazine; Lev, Baruch (2004). Sharpening the intangibles edge. Harvard Business Review, Juni 2004, S. 108-116.

Immaterielles preisen

Die monetäre Bewertung immaterieller Vermögenswerte kann grundsätzlich, wie auch die anderer Werte, nach dem Kostenansatz (was würde die Erzeugung des analysierten Vermögenswerts heute kosten), dem Marktansatz (was zahlt ein liquider und transparenter Markt für vergleichbare Werte) und dem Einkommensansatz (wie hoch ist der Gegenwartswert des mit dem Vermögenswert erzeugbaren Ertrags oder Cashflows) erfolgen. Welcher Ansatz aber ist am besten geeignet?

- Der *Kostenansatz* ist für immaterielle Vermögenswerte selten sinnvoll. Ihre historischen Erzeugungskosten (bzw. ihre Wiederbeschaffungskosten) sind, schon aufgrund des hohen Ertragsrisikos, mit dem zukünftigen Nutzen immaterieller Werte nur schwach korreliert. Entwickelte gar, in einem Gedankenexperiment, FuE-Abteilung A die Methode a zur internen Prozessvereinfachung, FuE-Abteilung B jedoch eine identische Methode b mit den halben Entwicklungskosten, würde nach dem Kostenansatz b halb so viel wert sein wie a – obwohl die durch a und b zu erwartenden Prozesskostenreduktionen (sowie deren Eintrittswahrscheinlichkeiten) identisch wären und b zudem effizienter erzeugt worden wäre.
- Der *Marktansatz* wäre die ideale Lösung. Nur fehlen bislang ausreichend liquide und transparente Märkte.
- Es bleibt der *Einkommensansatz*, der teils retrospektiv (auf historischen Ertragsdaten basierend), teils prospektiv (auf prognostizierten Erträgen basierend) ausgelegt ist*. Da für die meisten Bewertungszwecke jedoch die künftig erwirtschaftbaren Erträge relevant sind, schränkt sich das Spektrum auf die prospektiven Methoden ein. Sie basieren meist auf einer Discounted Cashflow-(DCF-)Analyse, wobei nur der Teil des zukünftigen Cashflow abdiskontiert wird, der den immateriellen Vermögenswerten zugeschrieben wird. Diese Aufspaltung des Cashflow ist, neben der Cashflow-Prognose selbst sowie der Schätzung einer adäquaten Diskontrate, einer der schwierigsten Schritte in der DCF-Analyse.

* Auch für Ertragsprognosen werden in der Realität meist historische Ertragsdaten als Ausgangspunkt verwendet. Darüber hinaus gehen jedoch auch Abschätzungen zukünftiger Veränderungen von Output, Prozessen und Rahmenbedingungen gegenüber der Vergangenheit in solche Prognosen ein (bzw. Änderungen von deren Veränderungsgeschwindigkeit): neue Produkte, veränderte Produktionsprozesse, eine veränderte Wettbewerbssituation etc. Daneben werden natürlich auch heute schon immaterielle Vermögenswerte in die Prognose einbezogen, i. A. jedoch wenig systematisch.

- ... zieht davon die Ertragsanteile, die auf die Sach- und Finanzanlagen des Unternehmens zurückgeführt werden können, ab (er subtrahiert das Produkt ihrer aktuellen Buchwerte mit ihren jeweiligen historischen Durchschnittsrenditen¹⁵) und erhält so einen Näherungswert für den Anteil des normalisierten Ertrags, der von den immateriellen Vermögenswerten des Unternehmens erzeugt wird (*intangible-driven earnings, IDE*),
- ... *prognostiziert diese IDE* mit einem Drei-Phasen-Modell für die Wachstumsrate der Gesamterträge¹⁶,
- ... berechnet den *Gegenwartswert* (net present value) der prognostizierten IDE als monetären Schätzer des gesamten immateriellen Kapitals des Unternehmens. Hierzu verwendet er eine Diskontrate, die die überdurchschnittlichen Risiken der IDE reflektiert.

Dieses Vorgehen hat seine Tücken. Die Wahl der richtigen Diskontrate ist mehr Kunst als Wissenschaft¹⁷. Zudem basiert die gesamte Analyse auf der sauberen Trennbarkeit der Erträge von Sach-, Finanz- und immateriellem Kapital. Das entspricht aber nicht der Realität – Erträge entstehen gerade durch deren Zusammenspiel. Und schließlich basiert Levs Bestimmung des immateriellen Kapitals auf Analystenschätzungen der zukünftigen Gesamterträge – in die, wie oben ausgeführt, die Beiträge der immateriellen Vermögenswerte des Unternehmens meist eher unsystematisch eingehen. Aus diesen Gründen kann Levs Methode nur eine grobe Näherung produzieren.

Dennoch könnte sie sich als gut brauchbar erweisen. Mit seinem Kollegen Feng Gu liefert Lev empirische Hinweise, dass das nach ihm berechnete immaterielle Kapital, addiert man es zum Buchwert, ein guter Indikator für den Grad der Unter- oder Überbewertung einer Aktie ist¹⁸. Levs Ansatz eignet sich daher nicht nur für Bewertungen im Rahmen von Unternehmensfusionen und -akquisitionen¹⁹, sondern auch für die Optimierung von Investitionsportfolios (vgl. Abbildung *Methodenmodule zur Bewertung immateriellen Kapitals* auf der nächsten Seite).

Monetäre Bewertung immateriellen Kapitals ist – als grobe Abschätzung – möglich...

... und erscheint auch für die Aktienkursprognose vielversprechend

¹⁵ Lev verwendet 7% für Sachanlagen und 4,5% für Finanzanlagen als nachsteuerliche Renditen. Der Zins auf Sachanlagen ist ein Mittelwert für alle in Datenbanken erfassten US-Unternehmen mit Sachanlagen und sollte je nach Branche angepasst werden.

¹⁶ Jahre 1-5: Analystenprognosen für Wachstumsrate der Gesamterträge; Jahre 6-10: Übergangsphase in Langfristwachstumsrate der Gesamtwirtschaft; Jahre 11+: Langfristwachstumsrate der Gesamtwirtschaft.

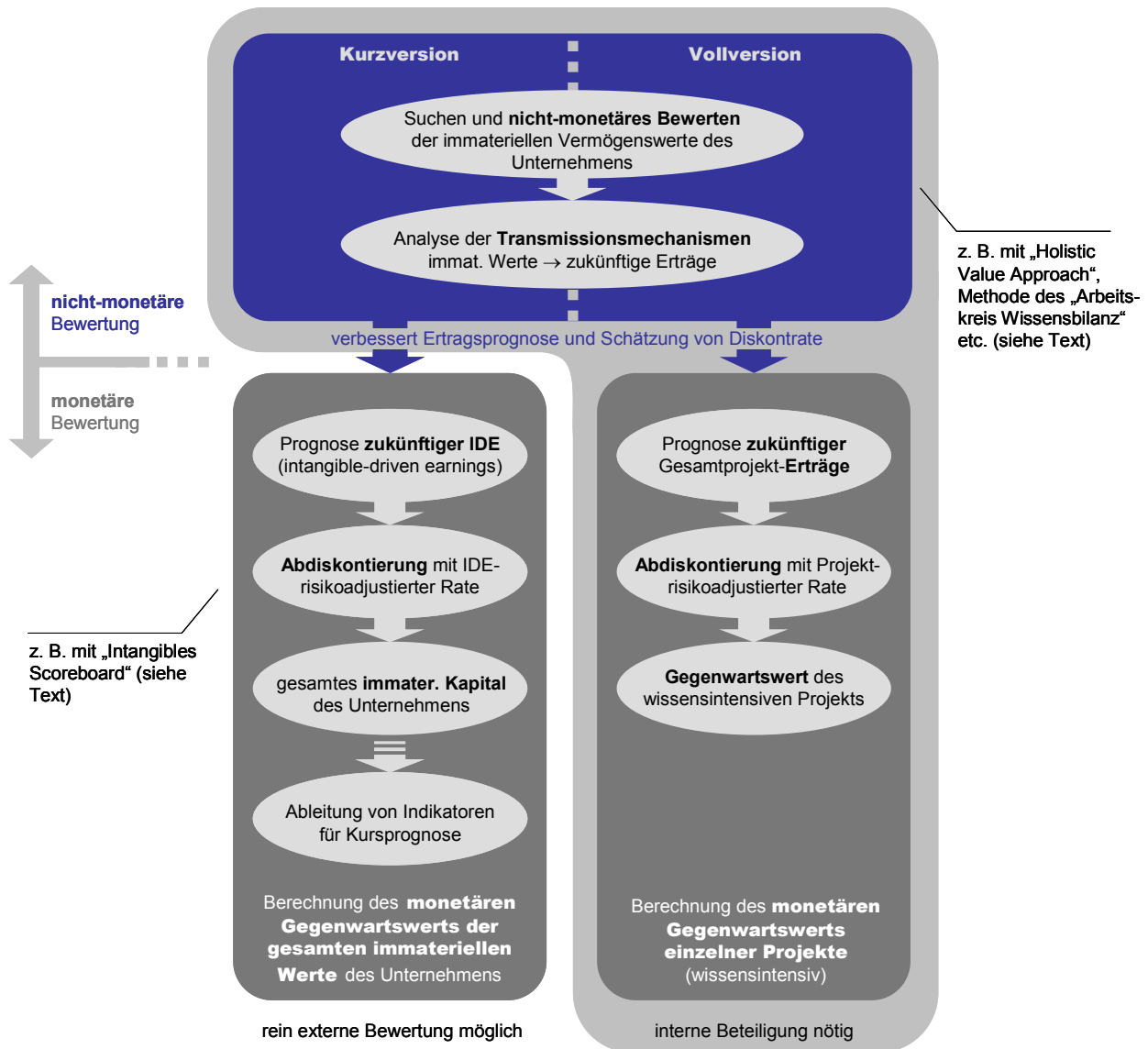
¹⁷ Zudem sollten für diese Wahl die wesentlichen (unternehmensspezifischen) Transmissionsmechanismen zwischen immateriellen Werten und von ihnen erzeugten Erträgen bekannt sein. Die sind für Unternehmensexterne jedoch meist nicht sichtbar.

¹⁸ Er verwendet den Quotienten „comprehensive value“ / Marktkapitalisierung (C/M). Der comprehensive value ist die Summe des Levschen Wissenskapitals und des Buchwerts des Unternehmens. Gu und Lev gruppieren für die Jahre 1989-1999 ca. 2000 Unternehmen nach steigendem C/M (i. e. steigender Unterbewertung) in fünf Portfolios. Tatsächlich steigen die Erträge der Portfolios in den drei Jahren nach der Portfoliozusammenstellung monoton mit steigendem C/M – und zwar stärker als für eine Portfolioformierung nach steigendem Buch- zu Marktwert (vgl. Gu, Feng und Baruch Lev (2002). *Intangible assets: measurement, drivers, usefulness*). Es ist zwar schwierig, solche Ergebnisse mit der Theorie effizienter Märkte in Einklang zu bringen – die ist in den letzten Jahren jedoch auch verstärkt hinterfragt worden.

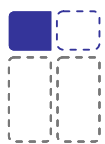
¹⁹ Hier kann zum einen die monetäre Bewertung des Wissenskapitals an sich eine hilfreiche Zusatzinformation für die klassische Discounted Cashflow-(DCF-)Analyse sein. Oder aber die Levsche Methode wird eingesetzt, um die Diskontrate in der klassischen DCF-Analyse zu differenzieren: die IDE werden mit einer anderen Rate abdiskontiert als der Rest der prognostizierten Erträge.



Methodenmodule zur Bewertung immateriellen Kapitals...

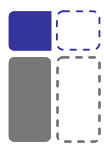


... und ihr Einsatz für typische Bewertungszwecke



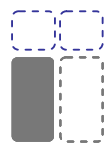
Kreditrating

- monetäre Bewertung nicht nötig
- (meistens) Vollversion der nicht-mon. Bewertung zu aufwendig



M&A, Großbeteiligung

- monetäre Bewertung entscheidend
- nicht-mon. Vorbereitung möglich wegen engen Unternehmenskontakts



kleine/mittlere Investition

- monetäre Bewertung gewünscht
- Information für nicht-mon. Bewertung oft nicht vorhanden



Untern.-interne Planung

- monetäre Bewertung üblich
- Vollversion der nicht-mon. Bewertung sinnvoll, weil vielfältig einsetzbar

Daniel Andriessen – Autor der oben zitierten Vergleichsstudie – ergänzt Levs Discounted Cashflow-Analyse um Werkzeuge, mit denen sie besser vorbereitet und das ermittelte immaterielle Kapital grob in seine unternehmensspezifischen Bestandteile zerlegt werden kann (Verteilung auf Kernkompetenzen)²⁰. Das jedoch verlangt Insiderwissen und deutlich mehr Aufwand, was unternehmensinterne Einsatzfelder wie Ressourcenallokation und Strategieentwicklung sinnvoller erscheinen lässt als eine Bewertung von außen. In diesen internen Feldern könnte auch eine Kombination von Levs Vorgehen oder anderen Discounted Cashflow-Verfahren mit dem Realoptions-Ansatz sinnvoll sein²¹.

Für die monetäre Bewertung einzelner geistiger Eigentumsrechte, insbesondere von Patenten oder Patentbündeln, wird häufig ebenfalls die Discounted Cashflow-Methode eingesetzt (vgl. Kasten *Patente bewerten* für einen Methodenüberblick). Die zukünftigen Erträge dieser Eigentumsrechte werden u. a. aus marktüblichen Lizenzgebühren abgeleitet. Viele Marktakteure wie große Technologieunternehmen und Bewertungsdienstleister haben hier – anders als in der Bewertung allgemeiner immaterieller Vermögenswerte – bereits umfangreiche Erfahrung gesammelt. In einer 2004 durchgeführten Umfrage²² gaben 38% der 300 befragten großen europäischen Unternehmen an, ihr geistiges Eigentum zu bewerten (allerdings nur 19% innerhalb des letzten Jahres). 12% ließen sich dabei von externen Dienstleistern unterstützen. Die Einsatzfelder solcher Bewertungen reichen von Erfindervergütung und Allokation von FuE-Investitionen über Patenthandel bis zur Bewertung technologiezentrierter Spin-Offs.

... oder breites Benchmarking

Andere Wertmaßstäbe als Geld verwenden z. B. das „Intellectual Capital Audit“²³, der „Holistic Value Approach“²⁴, die „Inclusive Value Methodology“²⁵ sowie eine Methode, die vom „Arbeitskreis Wissensbilanz“²⁶ mit Förderung des Bundesministeriums für Wirtschaft und Arbeit entwickelt wurde. Sie alle

- ... basieren auf einer umfassenden Analyse der einzelnen immateriellen Vermögenswerte des Unternehmens. Einzelne Werte können dabei Prozesseffizienz oder Mitarbeitermotivation, aber auch Teilaspekte davon sein. Auswahl und Granulierung der Einzelwerte erfolgt unternehmensspezifisch und hängt entscheidend von der Perspektive des Bewerbers ab – schon daher können diese Methoden keine allgemein gültige Bewertung des immateriellen Kapitals eines Unternehmens liefern.
- ... bewerten die einzelnen Vermögenswerte relativ zu einem jeweils „optimalen Zustand“. Dieser optimale Zustand muss aus historischen oder, wenn verfügbar, Branchen-Benchmarks gewonnen werden. Entscheidend ist auch hier die Perspektive – selbst bei gleichen Werten können verschiedene Stakeholder unterschiedliche Ausprägungen für optimal halten, können sich Ein-

Patente bewerten

Patente können, wie andere immaterielle Vermögenswerte, nach monetären und nicht-monetären Ansätzen bewertet werden:

- *Monetäre Patentbewertung.* Auch hier sind wieder der Kosten-, der Markt- und der Einkommensansatz möglich. Für ihre jeweilige Eignung gelten auch hier die im Kasten *Immaterielles Preis* getroffenen Aussagen – der Einkommensansatz wird am häufigsten verwendet. Auch der Kostenansatz wird im Fall von Patenten jedoch durchaus eingesetzt (z. B. für Rechnungslegungs- und Steuerzwecke). Darüber hinaus werden statistische Ansätze zur monetären Bewertung kompletter Patentportfolios erprobt, die auf deren Wert im Rahmen einer Kreditbesicherung zielen (vgl. zur allgemeinen Rolle immaterieller Werte als Kreditsicherheit jedoch den Abschnitt *Vom besicherten Kredit zur sichereren Ausfallprognose*).
- *Nicht-monetäre Patentbewertung.* Diese Analyseart kommt meist bei internem Patentmanagement und der Ressourcenplanung für FuE-Abteilungen zum Einsatz. In die Bewertung geht dabei z. T. ein breites Spektrum von Faktoren ein, die den zukünftigen Nutzen des Patents beeinflussen (u. a. die Breite des Patentschutzes, seine rechtliche Sicherheit, die personellen und technischen Voraussetzungen des Unternehmens, das Patent in ökonomischen Erfolg umzusetzen, der Anteil der geschützten Technologie an zukünftigen Produktträgern, Marktwachstum, Marktposition). Daneben werden heute statistische Methoden zur nicht-monetären Patentbewertung eingesetzt, meist auf der Basis von Daten über Zitatraten (wie wertvoll ist ein Patent für andere Technologien?) oder über die Erneuerung von Patentansprüchen (ist das Patent erneut die Anmeldekosten wert?). Diese statistischen Methoden werden jedoch vorwiegend in hoch aggregierten Analysen zur Politikplanung oder für wissenschaftliche Zwecke verwendet.

²⁰ „Weightless wealth tool kit“, vgl. Andriessen, Daniel (2004). op. cit. Andriessen berichtet zudem von Erfahrungen aus Beratungsprojekten, in denen seine Methode eingesetzt wurde.

²¹ Vgl. z. B. Putten, Alexander B. und Ian C. MacMillan (2004). Making real options really work. Harvard Business Review, Dezember 2004.

²² DLA Piper Rudnick Gray Cary (2004). European intellectual property survey.

²³ Brooking, Annie (1996). Intellectual Capital: core asset for the third millennium. International Thomson Business Press.

²⁴ Pike, Stephen und Göran Roos (2000). Intellectual capital measurement and Holistic Value Approach (HVA). Works Institute (Japan), 42.

²⁵ M'Pherson, Philip K. und Stephen Pike (2001). Accounting, empirical measurement and intellectual capital. Journal of Intellectual Capital 2(3), S. 246-260.

²⁶ www.akwissensbilanz.org



schätzungen aus operativer und strategischer Sicht unterscheiden etc.

- ... ermöglichen durch Integration der Einzelbewertungen einen guten Überblick. Entweder werden die Einzelbewertungen zu einem Gesamtindikator zusammengefasst, wobei wegen der Heterogenität der Messgrößen methodisch bedacht vorgegangen werden muss; oder die Einzelbewertungen werden gemeinsam grafisch so geschickt dargestellt, dass ein intuitiver Gesamteindruck entsteht – der oft aussagekräftiger sein kann als eine Zahl.
- ... sind aufwändig und von außen kaum durchführbar. Man ahnt es: Das Finden, Filtern, Bewerten und Integrieren der Einzelwerte ist aufwändig – und ohne intime Unternehmenskenntnisse nicht durchführbar.

Vor allem eignen sich diese Methoden daher dazu, die Ressourcenallokation innerhalb des Unternehmens effizienter zu gestalten. In diesem Rahmen können sie der fundierten Vorbereitung für die klassische monetäre Projektbewertung dienen (vgl. Abbildung *Methodenmodule zur Bewertung immateriellen Kapitals*). Darüber hinaus liefert eine solche nicht-monetäre Analyse die Grundlage dafür, die immateriellen Werte des Unternehmens glaubwürdig nach außen zu kommunizieren (zur Kreditaufnahme, Partner-, Kunden- und Mitarbeiterakquise etc.)²⁷. Für eine Bewertung durch Unternehmensexterne, sowieso nur mit interner Unterstützung möglich, wird der Aufwand in der Regel zu hoch sein – zumindest, wenn die Methoden in vollem Umfang eingesetzt werden.

Sehr wohl denkbar und sinnvoll ist der Einsatz der nicht-monetären Methoden bei der Bewertung von außen jedoch in einer abgespeckter Variante („Kurzversion“ in Abbildung *Methodenmodule zur Bewertung immateriellen Kapitals*). Oft steht hier zwar die finanzielle Bewertung im Vordergrund. Abgespeckte nicht-monetäre Methoden können jedoch (1) als Wegweiser für Gespräche mit dem Management des bewerteten Unternehmens eingesetzt werden, um Interpretationsspielräume im Rahmen der *klassischen* monetären Gesamtbewertung besser informiert nutzen zu können, oder (2) dazu dienen, die monetäre Bewertung *immaterieller* Werte strukturierter vorzubereiten. Und schließlich können solche vereinfachten Varianten auch für Kreditgeber von großem Nutzen sein.

Vom besicherten Kredit zur sichereren Ausfallprognose

Banken bewerten die Kreditwürdigkeit ihrer Kunden i. W. nach zwei Kriterien: der Wahrscheinlichkeit, dass der Kredit nicht zurückgezahlt werden kann (*Ausfallrisiko, probability of default*), und dem Verlust der Bank, wenn er tatsächlich nicht zurückgezahlt wird (*Verlust bei Ausfall, loss given default*). In die Abschätzung des Verlusts bei ausfallender Rückzahlung gehen u.a. Sicherheiten wie Immobilien, Betriebsanlagen und Wertpapiere ein. Je mehr solcher Sicherheiten der Kreditnehmer bietet, die die Bank im Zweifelsfall schnell veräußern könnte, um ihren Verlust zu minimieren, desto wahrscheinlicher die Kreditvergabe (bzw. desto niedriger der Zins).

Immaterielle Vermögenswerte spielen als Sicherheiten heute eine untergeordnete Rolle, wie Studien aus der EU, den USA und Japan zeigen²⁸. Das liegt insbesondere daran, dass die meisten immate-

Nicht-monetäre Bewertungsmethoden sind aufwändig, ...

... eignen sich daher eher für unternehmensinterne Zwecke, ...

... sind aber in abgespeckter Form auch als Ergänzung für externe Bewertung sinnvoll

Immaterielles Kapital heute selten als Kreditsicherheit eingesetzt

²⁷ In diesem Zusammenhang kann auch eine nicht-monetäre Bewertung von Patenten sinnvoll sein, vgl. dazu den Kasten *Patente bewerten*.

²⁸ Eine bedeutende Ausnahme sind die mehr als 250 Kredite, die die Development Bank of Japan auf der Basis geistigen Eigentums als Sicherheit an japanische Start-Ups vergeben hat. Vgl. OECD (2005). Intellectual property as an economic asset: Key issues in valuation and exploitation.

riellen Werte ihren vollen Nutzen nur in einem bestimmten Kontext entfalten können. Um z. B. mit einem Patent Erlöse zu erzielen, braucht der Anwender spezifisches Wissen, spezielle Technologien etc. Das schränkt aber den potentiellen Käuferkreis für das Patent, sollte es nach einem Ausfall an die kreditgebende Bank gefallen sein, deutlich ein. Das Risiko für die Bank, die immateriellen Sicherheiten nicht schnell genug oder nur mit unbefriedigendem Erlös verkaufen zu können, ist wohl höher als bei tangiblen Sicherheiten.

Ein immer größerer Teil der prosperierenden Unternehmen ist jedoch gerade aufgrund ihrer immateriellen Werte erfolgreich. Wer ihnen nicht auf Basis dieser Werte Kredit geben kann, verschließt sich großen Teilen des Kreditmarkts der Zukunft. Es liegt daher nah, in solchen Fällen *die Bonitätsprüfung wesentlich stärker als bislang auf die Einschätzung des Ausfallrisikos zu gründen* – mit starkem Fokus auf immaterielle Werte. Folgendes Vorgehen erscheint sinnvoll:

1. Suche und Analyse derjenigen immateriellen Werte, die für die unternehmensspezifischen Wertschöpfungsprozesse besonders relevant sind. Diese abgespeckte nicht-monetäre Analyse fokussiert auf die immateriellen Werte mit dem höchsten Einfluss auf die Ausfallwahrscheinlichkeit des Kredits. Sie sollte sich jedoch an einer der oben erwähnten Methoden orientieren, da letztere zum einen erprobte Handlungsanweisungen für dieses ungewohnte Feld bieten, zum anderen so die Vergleichbarkeit zwischen den einzelnen Kreditanalysen erhöht wird. Im Idealfall werden die gewonnenen Einzelbewertungen zu einem einzelnen Indikator integriert, wofür die obigen Methoden wiederum Ansätze bieten.
2. *Analyse der Transmissionsmechanismen, mit denen die zentralen immateriellen Werte in zukünftige Erträge umgesetzt werden.* Entscheidend für das Ausfallrisiko sind neben den zentralen immateriellen Werten selbst insbesondere die Mechanismen, mit denen diese Werte in Erträge umgesetzt werden. Wie gut sind interne Weiterbildung und externe Forschungsvernetzung mit der technologischen Roadmap der FuE-Abteilung synchronisiert? Sind die Erkenntnisse der eigenen Marktforschung in die Roadmap und den Rekrutierungsplan des Vertriebs eingeflossen? Trägt die Roadmap zur Umsetzung der generellen Unternehmensstrategie bei? Auch hier sollte, wie in (1.), bei der Bewertung mit Branchenbenchmarks gearbeitet werden, auch hier wäre die Zusammenführung in einem einzelnen Indikator ideal – wenn auch schwieriger als in (1.).
3. *Vereinfachte Folgebewertungen.* Wie in der klassischen Kreditrisikoanalyse ist auch hier für Folgebewertungen i. W. die Differenz zur Erstbewertung relevant. Dabei kann auf das in (1.) und (2.) entwickelte Analyseraster – u. U. inklusive der Integration zu je einem Indikator – zurückgegriffen werden. Die auf diese Weise deutlich vereinfachten Folgebewertungen relativieren die Kosten der Erstbewertung.

Gemeinsam können diese drei Schritte die klassische Kreditrisikoanalyse – die natürlich auch unternehmensexterne Faktoren wie die Nachfrageentwicklung einbezieht – in variablem Umfang ergänzen und so die Kreditvergabe an besonders wissensintensive Unternehmen ermöglichen (vgl. Abbildung *Methodenmodule zur Bewertung immateriellen Kapitals*). Hilfreich ist, dass das heute noch fehlende Marktvertrauen in die Bewertung von Immateriellem hier kaum ins Gewicht fällt: Banken kommunizieren, mit Ausnahme ihrer Berichterstattung an Aufsichtsbehörden, weder ihre Kreditratings noch die zugrunde liegenden Methoden nach außen. Daraus folgt zudem, dass Banken sich künftig über proprietäre Kreditrating-Methoden für

Für Kredite an wissensintensive Unternehmen Fokus auf Ausfallrisiko legen...

... dabei auf immaterielle Werte mit größtem Einfluss auf die Wertschöpfung konzentrieren...

... und die Mechanismen für deren Umsetzung in Erträge analysieren

Folgebewertungen sind weniger aufwändig

Kreditrating auf Basis immateriellen Kapitals liefert Wettbewerbsvorteile



immaterielle Vermögenswerte – und damit risikoadäquatere Preise – von der Konkurrenz differenzieren können.

Basel fördert Immaterielles

Zudem unterstützen die neuen Eigenkapitalregeln für Kreditgeber (Basel II), die ab Ende 2006 schrittweise wirksam werden, die Bewertung von Immateriellem in der Kreditanalyse. Möchte ein Kreditgeber unter Basel II eigene Bonitätsprüfungen vornehmen (Internal Rating-Based Approach), ist er bei der Abschätzung des Ausfallrisikos angehalten, neben Bilanzdaten auch „qualitative Information“ einzubeziehen – darunter auch solche über immaterielle Vermögenswerte. Grundsätzlich lässt der so genannte Advanced Internal Rating-Based Approach im Basel-II-Regelwerk zudem sogar die Anerkennung geistigen Eigentums als *Sicherheit* zu. Die Ansprüche an die Erfahrung der Bank in der Be- und Verwertung solcher Sicherheiten sind jedoch hoch.

Entscheidet sich eine Bank dagegen für den so genannten Standardised Approach der neuen Eigenkapitalregeln, muss sie auf externe Bewertungen durch Ratingagenturen zurückgreifen²⁹. In diesem Fall kann sie sich natürlich keine Wettbewerbsvorteile durch eine intelligente Bewertung immateriellen Kapitals sichern.

Neue Geschäftsmodelle für die Kreditfabrik

Es ist offensichtlich, dass für den oben skizzierten, auf das Ausfallrisiko fokussierenden Ansatz zur Kreditbewertung der enge persönliche Kontakt zum Kreditnehmer wichtiger denn je wird – weit über gelegentliche Gespräche mit dem Topmanagement hinaus. Dafür werden nicht nur neue Kompetenzen und beiderseitiges Interesse, sondern schlicht Kapazitäten gebraucht, insbesondere auf der Seite des Kreditgebers. Zwei Geschäftsmodelle bieten sich an:

Kernkompetenz Kundennähe. Das zunehmende Outsourcing (und Offshoring) einfacherer Aufgaben in der Kreditanalyse schafft freie Kapazitäten beim Kreditgeber. Statt vieler Backoffice-Analysten beschäftigt er vorwiegend Vor-Ort-Bewerter und vertrauensvolle Gesprächspartner für verschiedene Ebenen des bewerteten Unternehmens. Für diese Verschiebung entlang der Wertschöpfungskette sind entweder umfangreiche Schulungen nötig – oder neue Mitarbeiter. Die First-Mover-Vorteile können beträchtlich sein: Zum einen ist Erfahrung in diesem jungen Feld weit wichtiger als Faktenwissen, zum anderen braucht es Zeit, das Vertrauen der Kunden in die neuen (proprietären) Bewertungsansätze aufzubauen.

Kernkompetenz schlanke Abwicklung. Übernehmen die Kreditgeber die neuen Vor-Ort-Analysen nicht selbst, werden Intermediäre entstehen, die auf die Bewertung immaterieller Vermögenswerte spezialisiert sind. Da die einfacheren Aufgaben der Kreditanalyse wahrscheinlich auch in diesem Modell ausgelagert werden, reduziert der Kreditgeber seine Funktion darauf, Kapital bereitzustellen und die wenigen verbliebenen internen mit den externen Prozessen effizient zu koppeln. Fraglich ist, ob dieses Geschäftsmodell genug Raum für Differenzierung vom Wettbewerb liefert, zumal die Intermediäre den Konkurrenten des Kreditgebers dieselben Dienste anbieten werden.

Basel II fordert, auch Qualitatives in Ausfallrisiko-Schätzung zu beachten

Kreditgeber können für die Bewertung immateriellen Kapitals auf eigene Vor-Ort-Bewertung...

... oder das Einbinden von Intermediären und schlanke Prozesse setzen

²⁹ In deren Ratingansätzen haben immaterielle Werte nach Ansicht von Wissenschaftlern im PRISM-Projekt der EU-Kommission bislang eine untergeordnete Rolle gespielt: „[...] there is surprisingly little evidence of any explicit consideration of intangibles in [the ratings agencies'] corporate ratings products.“ Vgl. Mørck, Frede, Mike Hall und Edward Vali (2003). Banking and venture capital metrics. Projekt PRISM (Policy research into innovation and measurement practice in the intangible economy), S. 49. European Commission.

In keinem Fall jedoch werden Kreditgeber die neuen Bewertungsansätze über Nacht implementieren können – die Kosten für ihre Integration in bestehende Ratingmethoden, organisatorische Prozesse und IT-Systeme sind hoch.

Eigenkapitalgeber mit Heimvorteil

Größere Investoren – insbesondere Publikums-, Pensions-, Risikokapital- und Private Equity-Fonds – sowie ausgewählte Sell-Side-Analysten³⁰ haben ihre Geschäftsmodelle schon heute stärker auf den persönlichen Kontakt mit den bewerteten Unternehmen ausgerichtet. Bei Unternehmensfusionen und -akquisitionen übernehmen meist Berater aus Investmentbanken (oder deren Berater) diese Aufgabe. Viele von ihnen analysieren umfangreicher vor Ort, als es die Geschäftsmodelle von Kreditgebern heute zulassen; die meisten kommunizieren zudem intensiver mit dem Topmanagement des zu bewertenden Unternehmens³¹.

Sie sind daher aufgrund ihrer etablierten Geschäftsmodelle besser als Kreditgeber und kleinere Investoren auf die Bewertung immateriellen Kapitals – und damit allgemein auf zukünftige Unternehmensbewertung – vorbereitet. Intensiver Kontakt mit dem Topmanagement ist heute der wesentliche Kanal für Information über immaterielle Vermögenswerte des Unternehmens nach außen, wie eine Studie des Glasgower Finanzwissenschaftlers John Holland zeigt³². Aber auch besser informierte Investoren müssen die über diese Kanäle gewonnenen, oft nicht-monetären Informationen strukturiert analysieren, wenn sie zu einem realistischeren Bild des immateriellen Kapitals des Unternehmens kommen wollen.

Zu diesem Zweck können sie ähnliche Methoden wie diejenigen einsetzen, die wir für Kreditnehmer vorgeschlagen haben. Auch hier sind wieder abgespeckte Varianten der Originalmethoden vorzuziehen. Methodenzuschnitt und Aufwand sollten dabei mit dem Investitionsvolumen skaliert werden. In jedem Fall sollten aber sowohl die immateriellen Werte selbst als auch die Transmissionsmechanismen in zukünftige Erträge betrachtet werden. Gemeinsam liefern sie einen wertvollen Input für die beiden zentralen Bestandteile jeder monetären – klassischen oder auf Immaterielles fokussierten – Unternehmensbewertung: Cashflow-Prognose und Diskontrate (vgl. Abbildung *Methodenmodule zur Bewertung immateriellen Kapitals*).

Viele Großinvestoren besser als Kreditgeber auf Bewertung immateriellen Kapitals vorbereitet...

... können aber ebenfalls von nicht-monetären Bewertungsmethoden profitieren

C Mehr Mitteilsamkeit, bitte

Erste Stimmen

Trotz der Informationsvorteile großer Investoren – ausreichend Information für eine umfassende Bewertung des immateriellen Kapitals eines Unternehmens hat heute kaum ein Externer. Nötig ist entweder die Beteiligung interner Mitarbeiter an der Bewertung, oder aber eine umfassende Berichterstattung des Unternehmens über seine immateriellen Werte nach außen (was ebenfalls interne Analysen nach den oben skizzierten oder ähnlichen Methoden voraussetzt). Zentral wichtig für die Verbesserung dieser Berichterstattung ist eine Adaption der Rechnungslegungsstandards für Unter-

Rechnungslegungsstandards öffnen sich langsam für Immaterielles

³⁰ Analysten, die vorwiegend Recherchen für Investitionen ihrer Kunden – und nicht für die des eigenen Arbeitgebers (z. B. Bank, Broker) – anstellen.

³¹ Mørck, Frede et al. (2003). op. cit.

³² Holland, John (2001). Corporate Value Creation, Intangibles and Disclosure. Working Paper 2001/3, University of Glasgow.



nehmen. Hier gab es in letzter Zeit Schritte in die richtige Richtung, wenn auch vorsichtige:

- Seit 2002 werden nach den US-Rechungslegungsstandards (US-GAAP) Goodwill und andere immaterielle Werte mit „unendlicher Lebensdauer“ nicht mehr abgeschrieben, sondern einer regelmäßigen Werthaltigkeitsprüfung (impairment test) unterzogen.
- Die in der EU seit Anfang 2005 für börsennotierte Unternehmen vorgeschriebenen International Financial Reporting Standards (IFRS, früher IAS) regeln erstmals auch den Umgang mit einem breiten Spektrum immaterieller Werte. Allerdings bleiben z. B. Mitarbeiterqualifikationen, Forschungsprojekte und die meisten intern erstellten immateriellen Werte wie Marken grundsätzlich oder faktisch nicht aktivierbar³³.

Daneben gibt es in verschiedenen Ländern Initiativen zur Förderung der freiwilligen Kommunikation von Informationen über immaterielles Kapital. Vorreiter waren Schweden und, etwas später, Dänemark. Seit den späten 80er Jahren wurden dort Leitfäden für die Erstellung solcher Unternehmensberichte entwickelt und in Pilotprojekten in vielen Firmen eingesetzt³⁴. Andere Länder folgten mit breiten Initiativen (z. B. NL, GB und US Ende der 90er Jahre; JP und DE später) und legten ebenfalls eigene Leitfäden vor (JP und DE 2004³⁵), die meist in Kooperation zwischen öffentlicher Hand und Unternehmen entwickelt wurden.

Neue Sprachregeln müssen her

Diese Ansätze und Experimente sind sehr zu begrüßen. Von einer breiten und intensiven Berichterstattung über Immaterielles kann bislang jedoch nicht die Rede sein. Um solche Berichte zu fördern, halten wir folgende Maßnahmen für entscheidend:

4. *Rechnungslegungsstandards öffnen.* IFRS und US-GAAP sollten ein in Stufen wachsendes Spektrum immaterieller Vermögenswerte aktivierbar machen. Interessant erscheint z. B. der Vorschlag, die Aktivierung von FuE-Projekten dann zuzulassen, wenn sie einen technologischen Machbarkeitstest erfolgreich durchlaufen haben³⁶.
5. *Rechnungslegungsstandards zusammenführen.* Darüber hinaus könnten immaterielle Werte einen Ansatzpunkt für die generell überfällige Konvergenz von IFRS und US-GAAP bieten: Warum nicht in einem noch wenig definierten Feld von vorn herein gleiche Konzepte anlegen? Die Koordinatorenrolle schreiben viele Akteure der OECD zu³⁷.
6. *Nutzen freiwilliger Berichte transparenter machen.* Für die Entscheidung, ob sie zusätzliche, freiwillige Berichte über ihr immaterielles Kapital vorlegen, werden Unternehmen die dadurch entstehenden Kosten (i. W. für die interne Analyse ihres immateriellen Kapitals) dem potentiellen Nutzen gegenüber stellen. Die mögliche Breite dieses Nutzens (z. B. für die Kapitalbeschaffung, Mitarbeiterakquise oder Markenbildung) ist offenbar jedoch nicht ausreichend bekannt.

Freiwillige Berichte über Immaterielles in verschiedenen Ländern erprobt

Für bessere Berichterstattung über Immaterielles...

... Rechnungslegungsstandards weiter öffnen und konvergieren, ...

... Anreize für freiwillige Berichterstattung – und die Effizienz der Berichte – erhöhen...

³³ IAS 38, „Immaterielle Vermögenswerte“. Vgl. Achleitner, Ann-Kristin und Giorgio Behr (2000). International Accounting Standards, S. 123-133. Verlag Franz Vahlen.

³⁴ Vgl. www.il-a.fr/intangibles, auch zu Initiativen in anderen Ländern.

³⁵ www.vienskabsministeriet.dk/cgi-bin/theme-list.cgi?theme_id=100650&_lang=uk (DK); www.meti.go.jp/english/information/downloadfiles/cIPP0403e.pdf (JP); www.akwissensbilanz.org/Infoservice/Infomaterial/Leitfaden_deutsch.pdf (DE)

³⁶ Vgl. Andriessen, Daniel (2004). op. cit., S. 89.

³⁷ Joint CIBE and CSTP Forum on Business Performance and Intellectual Assets (2004). op. cit.

7. *Effiziente freiwillige Berichtsstandards entwickeln.* Unternehmen sollten Überschneidungen mit existierenden freiwilligen Berichten minimieren. Zudem sollten branchenspezifische Standards entwickelt werden, um der je nach Sektor sehr unterschiedlichen Bedeutung der verschiedenen immateriellen Werte gerecht werden zu können.
8. *Über Schweigezone einigen.* Wichtig ist zudem, einen Quasi-Standard der Informationen zu etablieren, deren Veröffentlichung nicht eingefordert werden sollte. Je klarer diese Grenze, desto weniger müssen Unternehmen übertriebene Informationsforderungen fürchten, desto transparenter ist für Kapitalgeber, wo Informationen zurückgehalten werden.
9. *Protagonisten motivieren und schulen.* Die Berufsverbände derer, die zentrale Rollen in Rechnungsprüfung und Unternehmensbewertung spielen, sollten unter ihren Mitgliedern die Wertschätzung für die Berichterstattung über immaterielles Kapital fördern. Entsprechende Bewertungsmodelle sollten Eingang in ihre Qualifikationsprogramme finden.

Zudem sollte erwogen werden, in diese Maßnahmen frühzeitig einen technischen Effizienzförderer zu integrieren: die Extensible Business Reporting Language (XBRL)³⁸. Sie hängt jedem Detail der Berichterstattung ein elektronisches Etikett zur Kennzeichnung an – und vereinfacht so die Vergleiche von Berichten und ihre Weiterverarbeitung in den schnell wachsenden Rating-Datenbanken der Finanzdienstleister.

Spielraum für Sprachevolution

Diese Standardisierung an vielen Fronten darf allerdings nicht überstürzt werden. In vielen Bereichen ist heute noch unklar, was denn überhaupt zum Standard erhoben werden sollte. Hier ist noch Spielraum für Experimente nötig, um in einem evolutionären Prozess die richtigen Konzepte für Berichterstattung und Bewertung finden zu können. Daran müssen sich alle relevanten Akteure beteiligen, von Kapitalnehmern und -gebern, über Bewertungsspezialisten, Rechnungsprüfer und Regulierer bis zu supranationalen Organisationen wie EU oder OECD. Die meisten von ihnen werden in diesem Prozess ohnehin aktive Rollen anstreben: Zu groß ist der Handlungsdruck, zu viel gibt es zu gewinnen – und zu verlieren.

Autor: Jan Hofmann, +49 69 910-31752 (jan-p.hofmann@db.com)

... sowie die Bewerter besser auf Analyse immaterieller Werte vorbereiten

Raum für Experimente zur Entwicklung neuer Standards lassen

³⁸ XBRL International ist ein Konsortium von ca. 300 Unternehmen, Regierungs- und anderen Organisationen. XBRL ist ein offener, lizenzfreier Standard. www.xbrl.org