

Wenn Marktwert und Buchwert auseinanderklaffen

Bewertung und Kommunikation von immateriellen Vermögenswerten

Von Ulrich Sommer und Nils Klamar, FAS*

Die Differenz zwischen dem Marktwert eines Unternehmens und dessen Buchwert ist regelmäßig signifikant. Dennoch steuert ein Großteil der Unternehmen die Geschäfte auf Basis von bilanziellen Größen. Wesentliche Teile des Marktwert-Buchwert-Unterschieds werden häufig durch die immateriellen Vermögenswerte (Intangible Assets) erklärt. Diese erfüllen zumeist die Ansatzvorschriften der Rechnungslegungssysteme nicht und werden daher nicht in der Bilanz erfasst. Der folgende Artikel liefert Ideen zur Angleichung des Buchwerts an den Marktwert in der internen Steuerung und gibt Hinweise auf im Controlling bisher wenig beachtete Werttreiber.

Bedeutung der Intangible Assets:

Die Bedeutung der immateriellen Vermögenswerte für die Unternehmen hat in den vergangenen Jahren deutlich zugenommen. Einer der Gründe dafür ist die stetig steigende Wettbewerbsintensität. Unternehmen, die z.B. durch Humankapital oder hohe Innovationsfähigkeit hier flexibel auf Veränderungen in der Marktlage reagieren können, sind in der Lage, schnell Wettbewerbsvorteile zu schaffen. Die bekannten Rechnungslegungsstandards (HGB, IFRS, US-GAAP) kommen hier lediglich bedingt mit und beschränken im Normalfall den Ansatz von Intangible Assets auf die bei einer Produktentwicklung anfallenden Entwicklungskosten. Folglich entstehen umfangreiche Differenzen zwischen Markt- und Buchwert (siehe Verhältnisse in Tab. 1).

Ausnahme von der Regel sind die sogenannten Kaufpreisallokationen, welche beim Erwerb von Beteiligungen oder Tochtergesellschaften durchgeführt werden

TAB. 1: KURS/BUCHWERT-VERHÄLTNISS BEI DEN DAX30-UNTERNEHMEN

SAP AG	4,84	Deutsche Post AG	1,32
K+S AG	4,76	EON AG	1,30
Deutsche Börse AG	3,87	Man SE	1,22
Beiersdorf AG	3,48	Linde AG	1,19
Volkswagen AG	2,80	Infinion AG	1,17
RWE AG	2,54	Deutsche Telekom AG	1,02
Metro AG	2,08	Daimler AG	0,91
FMC AG&CO. KGaA	2,06	Thyssen Krupp AG	0,90
Bayer AG	1,71	Münchener Rück AG	0,89
Merck KGaA	1,67	BMW AG	0,87
Siemens AG	1,66	Allianz SE	0,86
Adidas AG	1,64	Salzgitter AG	0,83
BASF SE	1,55	Deutsche Bank AG	0,78
Henkel KGaA	1,53	Deutsche Lufthansa AG	0,68
Fresenius SE	1,44	Commerzbank AG	0,18

Quelle: Bloomberg, Stichtag: 30.06.2009

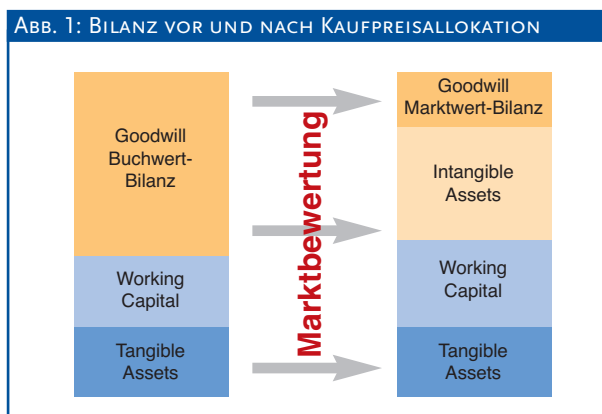


Ulrich Sommer



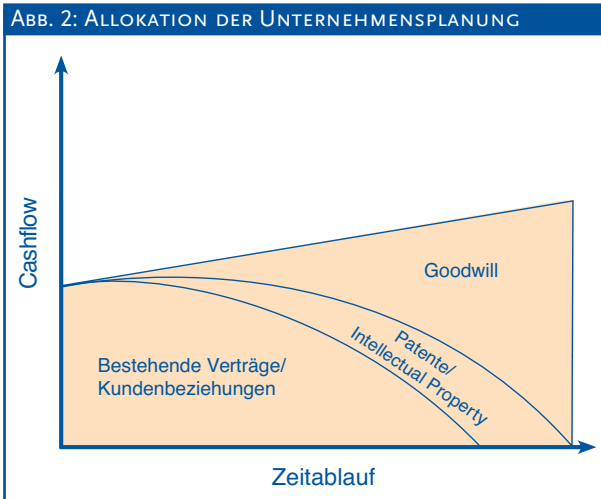
Nils Klamar

müssen. Hier fordert die Rechnungslegung eine Erfassung sämtlicher Vermögenswerte und Verbindlichkeiten zum Marktwert. Insbesondere werden hier Intangible Assets aufgedeckt, die in der üblichen Bilanzierung nicht erfasst werden wie bspw. Kundenbeziehungen oder Markennamen. Ergebnis der Kaufpreisallokation ist eine deutliche Annäherung des bilanziellen Eigenkapitals an die Marktwerte. Die verbleibende Differenz ist Vermögenswerten zuzuordnen, welche auch hier keinen Ansatz finden. Abb. 1 stellt den Zusammenhang grafisch dar.



Quelle: FAS

*) Ulrich Sommer ist Mitglied des Vorstands und leitet den Bereich Valuation Services der FAS AG, Stuttgart. Nils Klamar ist Senior Consultant im Bereich Valuation Services bei FAS.



Quelle: FAS

Für den Bilanzleser ergibt sich eine deutlich erhöhte Aussagekraft. Die wesentlichen Werttreiber des Unternehmens sind ersichtlich. Zentral ist selbstverständlich der Wert der Kundenbeziehung. Für viele Unternehmen aus dem Technologiebereich ist das Patent- bzw. Know-how-Portfolio wesentlicher Vermögenswert. Die Bewertungsmethoden für Intangibles wie Patente und Kundenbeziehungen erscheinen auf den ersten Blick oft sehr komplex. Es handelt sich hierbei jedoch lediglich um Discounted-Cashflow-Modelle. Die benötigten Daten sind zum Teil bereits in den Datenbanken vieler Unternehmen erfasst.

Übernahme des Purchase Accounting in das interne Reporting

Wenn die Erstellung einer Marktwertbilanz mit begrenztem Aufwand möglich ist und die Aussagekraft für die interne Steuerung erhöht wird, liegt es nahe, entsprechende Ansätze innerhalb des internen Reportings zu verwenden. Das entsprechend steuernde Unternehmen gewinnt auf diese Weise ein Frühwarnsystem für auftretende Probleme innerhalb des Unternehmens. Ein Absinken des Wertes der Kundenbeziehungen kann z.B. einerseits in sinkenden Margen begründet sein, zum anderen jedoch auch in steigender Kundenfluktuation bzw. zurückgehender Vertragslaufzeit. Die Information ermöglicht hier eine gezielte Steuerung von Marketingaktivitäten. Bei laufender Bewertung des Patentportfolios wird z.B. rechtzeitig der Auslauf von wichtigen Patenten sichtbar. Zudem werden auch nicht in Verwendung befindliche Patente in der Produktion erfasst. Das Management erhält hier Informationen über mögliche Erlöse aus einem Verkauf bzw. einer Lizenzierung.

Weiterhin liefert ein laufendes Reporting von Intangibles noch Informationen über einzelne Risikocluster des Marktwertes des gesamten Unternehmens. Ersichtlich ist z.B., welcher Teil der Unternehmensplanung bereits durch bestehende Verträge realisiert ist und welcher durch New Business oder neue Patente entsteht (siehe Abb. 2).

Management Cockpit: Intangible- und Value Reporting

Da der Wert der Intangibles aus der Planung hergeleitet wird, ist oft eine Abstimmung auch zum mittels Planzahlen ermittelten Unternehmenswert gewünscht. Das Bewertungskonzept der immateriellen Werte stellt zum Teil auf die Kapitalbindung im Unternehmen ab. Somit bietet sich zur Bewertung des Unternehmens ein Modell an, welches die Effekte der Kapitalbindung auf den Unternehmenswert darstellt. Die Anforderung wird von den sogenannten Value-Based-Management-Konzepten erfüllt (wie z.B. dem EVA-Konzept oder dem Residual-Income-Modell). Beispielsweise wird hier das geplante EBIT nach Steuern um die vom Kapitalmarkt geforderte Verzinsung des eingesetzten Kapitals reduziert. Das Ergebnis ist Teil des Unternehmenswertes, der auf eben diese Planperiode entfällt. Auf diese Weise lässt sich dann auch der Effekt sinkender Kapitalbindung oder einer Erhöhung des EBIT in der Bewertung der Kundenbeziehungen abbilden.

Eine Kommunikation der Ergebnisse zu größeren Anteilseignern kann direkt erfolgen. Im Rahmen einer Roadshow beispielsweise für ein IPO bzw. eine Kapitalerhöhung werden sich institutionelle Anleger für die Zusammensetzung des Unternehmenswertes interessieren. Innerhalb der regulären Finanzberichterstattung kann eine Aufschlüsselung innerhalb des Lageberichts erfolgen. Die präsentierten Informationen sind allerdings auch für Wettbewerber interessant. Das Unternehmen muss folglich hier die passende Kategorisierung und Aggregation finden, um einerseits in optimalem Maße die bestehenden und potenziellen Anteilseigner zu informieren und andererseits möglichst wenige wettbewerbsrelevante Inhalte zu vermitteln.

Fazit

Eine Steuerung auf Basis von bilanziellen Größen geht an den Interessen der Shareholder vorbei. Das liegt daran, dass die für den Unternehmenswert bedeutsamen Intangibles in der Bilanz nicht abgebildet werden. Eine Erfassung eben dieser Werte in der internen Steuerung schließt die Lücke zwischen Marktwert und Buchwert. Im Idealfall erfolgt eine Ergänzung durch ein Value-Based-Management-Konzept. Ein Unternehmen mit entsprechenden Reporting-Systemen hat verbesserte kapitalmarktorientierte Informationen über seine Werttreiber und signalisiert seinen Shareholdern damit deutlich eine Ausrichtung an deren Interessen.