

Der Wert von immateriellen Vermögensgegenständen zur Steuerung von Unternehmen

Andreas Creutzmann

■ Entwicklungen im Controlling

In der Vergangenheit basierte das Controlling vieler Unternehmen meist auf finanziellen Kennzahlen zur Steuerung des Unternehmens. In den neunziger Jahren fand hier, nicht zuletzt durch die Verbreitung des ressourcenorientierten Strategieansatzes (Resource Based Approach) sowie die Einführung der *Balanced Scorecard* (BSC) durch Kaplan/Norton, ein Paradigmenwechsel statt. Neben der finanziellen Perspektive rückten die Kunden-, Prozess- und Mitarbeiterperspektive in den Fokus vieler Controller. Nicht allein die Erweiterung der Sichtweise des Controllers auf andere Perspektiven im Unternehmen führte zu einer hohen Verbreitung der BSC weltweit, sondern auch die Verbindung von strategischen Aspekten der Planung mit konkreten Einzelaktivitäten machten das Controlling-Instrument so erfolgreich. Typische Kennzahlen bei der Implementierung einer BSC für die Kundenperspektive sind u. a.:

- Anzahl neuer Kunden in einer Periode,
- Umsatz je Kunde,
- Marktanteile sowie
- Kundenzufriedenheitsindizes.

Eine bislang wenig verbreitete Kennzahl als Indikator zur Messung erfolgreicher Unternehmensstrategien ist die Ermitt-

- Die Bewertung von immateriellen Vermögensgegenständen wird in Zukunft zum Tätigkeitsgebiet vieler Controller gehören
- Dies ist u. a. auf die Einführung von wertorientierten Unternehmensführungssystemen sowie Balanced Scorecard Systemen zurückzuführen
- Intellectual Property (IP) ist eine eigene Kategorie von immateriellen Vermögensgegenständen, die einen besonderen Rechtsschutz durch Gesetze genießen
- Der Wert der immateriellen Vermögensgegenstände börsennotierter Unternehmen im Verhältnis zu den in den Bilanzen aktivierten Vermögensgegenständen beträgt oft mehr als 50 %
- Die Bewertung immaterieller Vermögensgegenstände kann auf Basis des Cost Approaches, des Market Approaches oder des Income Approaches erfolgen
- Der Wert eines immateriellen Vermögensgegenstandes bemisst sich in Analogie zur Unternehmensbewertung beim Income Approach ebenfalls aus seiner Eigenschaft finanzielle Überschüsse aus der Nutzung des immateriellen Vermögenswertes zu ziehen

lung des Kundenwertes (Customer Value) respektive die Steigerung des Kundenwertes in einem bestimmten Betrachtungszeitraum. Dies ist deshalb verwunderlich, weil die Diskussion um die Steigerung des Unternehmenswertes bzw. die Steigerung des Shareholder Values ein Dauerbrenner auf dem Gebiet der *wertorientierten Unternehmensführung* (Value Based Management) ist.

Das Value Based Management wiederum gehört seit einiger Zeit genauso zu den Aufgaben eines Controllers wie die

Unterstützung bei der Purchase Price Allocation bei Transaktionen kapitalmarkt-orientierter Unternehmen, die internationale Rechnungslegungsregeln anzuwenden haben. Da die Kaufpreise der akquirierten Unternehmen in hohem Maße für den Erwerb von immateriellen Vermögensgegenständen (*Intangible Assets*) und *Intellectual Property* (IP) gezahlt werden, kommen viele Controller nicht umhin, sich mit der Wertermittlung von immateriellen Vermögenswerten auseinander zu setzen. In regelmäßig wiederkehrenden Impair-



**WP StB Dipl.-Kfm.
Andreas Creutzmann**
Vorstandsvorsitzender GC Corporate Finance AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Frankfurt, und IACVA-Germany e.V. sowie geschäftsführen-

der Gesellschafter Creutzmann & Co. GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Steuerberatungsgesellschaft, Landau in der Pfalz.
Arbeitsbereichsleiter Unternehmensbewertung und Value Based

Management an der FH Calw.
GC Corporate Finance AG
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft,
Schumannstr. 34b, 60325 Frankfurt,
E-Mail:
andreas.creutzmann@gccf.de

ment Tests müssen häufig Mitarbeiter aus dem Controlling die Werthaltigkeit der erworbenen immateriellen Vermögensgegenstände untersuchen.

Die Auseinandersetzung mit der Bewertung von immateriellen Vermögenswerten betrifft nicht nur ein in einem Konzern beschäftigten Controller, sondern auch den Controller in einem mittelständischen Unternehmen, sofern es zur Strategie des Unternehmens gehören sollte, beispielsweise den Kundenwert zu steigern. Eine Messung der Wertsteigerung eines Kunden setzt eine Wertermittlung des Kundenwertes voraus und erfordert somit Kenntnisse über die Bewertungsmethoden zur Bewertung des immateriellen Vermögenswertes „Kundenwert“.

Der folgende Beitrag beschäftigt sich zunächst allgemein mit Charakteristika und Merkmalen von immateriellen Vermögensgegenständen. Dabei werden auch wichtige Begriffe definiert und gegeneinander abgegrenzt. Im Anschluss daran wird die Bedeutung der Intangible Assets am Unternehmenswert erläutert sowie der Zusammenhang zwischen Intangible Assets und der Unternehmenswertermittlung am Beispiel des Einflusses des Kundenwertes auf den Unternehmenswert aufgezeigt. Danach werden die gängigen Bewertungsmethoden (*Cost Approach*, *Market Approach*, *Income Approach*) zur Wertermittlung von immateriellen Vermögensgegenständen grob skizziert und gegeneinander abgegrenzt. Anhand eines sehr einfachen Beispiels wird die Wertermittlung eines Kundenstamms auf der Basis des Income Approachs dargestellt. Im Anschluss daran werden Probleme bei der Wertermittlung eines Kundenstamms in der Praxis aufgezeigt. Abschließend werden wesentliche Ergebnisse zusammengefasst.

Charakteristische Eigenschaften von Intangible Assets

Ein immaterieller Vermögenswert (Intangible Asset) ist sowohl nach der Definition des DRS 12 als auch nach IAS 38 ein identifizierbarer, nicht monetärer Vermögenswert ohne physische Substanz. Im

Rahmen der Rechnungslegung wurden von den Standardsetzern DRSC und IASC charakteristische Eigenschaften von immateriellen Vermögenswerten entwickelt. Dazu gehören im Einzelnen folgende typischen Merkmale eines immateriellen Vermögensgegenstandes:

- *Identifizierbarkeit*
- *Beherrschung (Verfügungsmacht)*
- *Künftiger wirtschaftlicher Nutzen*

Ein immaterieller Vermögenswert muss identifizierbar sein, um ihn vom Geschäfts- oder Firmenwert (Goodwill) unterscheiden zu können. Ein immaterieller Vermögenswert erfüllt das Kriterium der *Identifizierbarkeit*, wenn er

- separierbar ist oder
- aus vertraglichen oder anderen gesetzlichen Rechten entsteht, unabhängig davon, ob diese Rechte vom Unternehmen oder von anderen Rechten und Verpflichtungen übertragbar oder separierbar sind.

Die Separierbarkeit eines immateriellen Vermögenswertes ist dann gegeben, wenn er vom Unternehmen getrennt und somit verkauft, übertragen, lizenziert, vermietet oder getauscht werden kann.

Das Kriterium der *Beherrschbarkeit* ist dann erfüllt, wenn ein Unternehmen die Verfügungsmacht hat, sich den künftigen wirtschaftlichen Nutzen aus dem immateriellen Vermögenswert zu verschaffen, und es den Zugriff Dritter auf diesen Nutzen beschränken kann. Der *künftige wirtschaftliche Nutzen* aus einem immateriellen Vermögensgegenstand ist dann gegeben, wenn das Unternehmen in Folge dessen Erlöse aus dem Verkauf von Produkten oder der Erbringung von Dienstleistungen, Kosteneinsparungen oder andere Vorteile realisiert.

Folgende *wichtige immaterielle Vermögenswerte* stehen vor dem Hintergrund der Steuerung eines Unternehmens im Fokus eines Controllers:

- Kunde, Kundenstamm bzw. Kundenlisten
- Kunden- bzw. Lieferverträge
- Marken
- Franchiseverträge
- Warenzeichen
- Gebrauchsmuster
- Urheberrechte (z. B. Copyrights)

- Lizenzen
- Patente
- Konzessionen
- Prozess- bzw. Verfahrens-Know-how
- Rezepte

Oft synonym im Zusammenhang mit der Bewertung von Intangible Assets wird der Begriff *Intellectual Property* (IP) verwendet. Bei näherer Betrachtung handelt es sich bei der Bewertung von IP jedoch um eine besondere Gruppierung von immateriellen Vermögenswerten. Immaterielle Vermögenswerte, die der Gruppe des Intellectual Property zuzurechnen sind, genießen einen besonderen Rechtsschutz durch Gesetze und/oder Verordnungen. Dazu gehören u. a. Patente, Warenzeichen, Urheberrechte, Konzessionen. Die Gesetzgeber wollen durch besonderen Schutz dieser immateriellen Vermögenswerte die nicht autorisierte Verwertung durch Dritte verhindern.

Zusammenhang zwischen Unternehmenswert und Wert von Intangible Assets

Sowohl die Bilanzen von internationalen Konzernen als auch die Bilanzen von Einzelunternehmen weisen in der Regel folgende Assetkategorien aus:

- Monetary Assets
- Sachanlagevermögen
- Immateriellen Vermögensgegenständen

Die *Monetary Assets* eines Unternehmens umfassen sowohl die Cash Bestände und die kurzfristig gehaltenen Finanzanlagen (Festgeld, Wertpapiere, etc.) als auch den Saldo der kurzfristig liquidierbaren Vermögensgegenstände abzüglich der kurzfristig fälligen Verbindlichkeiten (Net Working Capital). Das *Sachanlagevermögen* besteht aus den Grundstücken und Gebäuden, den technischen Anlagen und Maschinen sowie der Betriebs- und Geschäftsausstattung. Die *immateriellen Vermögensgegenstände* und das Intellectual Property erscheinen, sofern nicht entgeltlich erworben, üblicherweise nicht in den Bilanzen der Unternehmen und sind zum Beispiel bei einem Start-up Unternehmen regelmäßig zunächst auch noch

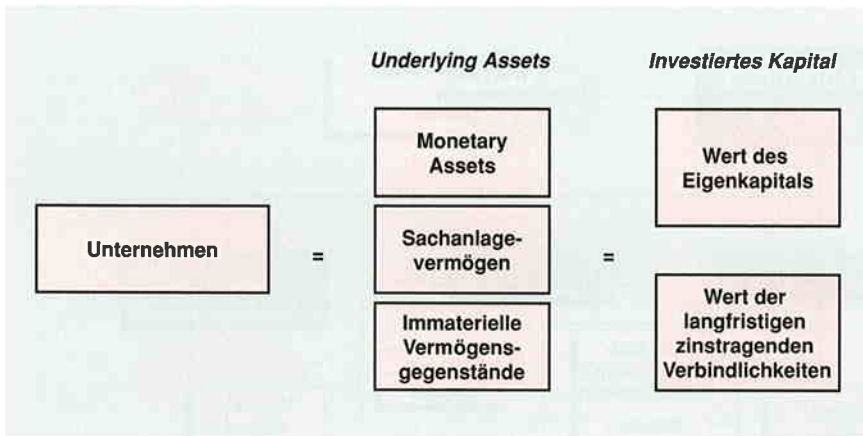


Abbildung 1: Asset-Kategorien

nicht vorhanden. Dies wird deutlich, wenn man den obigen drei Asset-Kategorien den Wert des investierten Kapitals gegenüberstellt. Die Abbildung 1 zeigt den Zusammenhang.

Das investierte Kapital setzt sich aus dem (Markt-)Wert des Eigenkapitals und dem Wert der langfristigen zinstragenden Verbindlichkeiten zusammen. Je länger ein Unternehmen am Markt ist, desto mehr wird es selbst geschaffene Werte bei den immateriellen Vermögensgegenständen wie beispielsweise einen Markenwert oder den Wert eines Kundenstamms generieren können. Die Summe aller Erträge, die ein Unternehmen ohne bereits vorhandenes IP erwirtschaftet, ergibt sich aus der Nutzung der vorhandenen Monetary Assets und dem Sachanlagevermögen. Die Summe und die Qualität der einem Unternehmen zur Verfügung stehenden Assets bestimmt die Höhe und die Nachhaltigkeit der Erträge, die das Unternehmen erwirtschaften kann. Aufgrund der vorhandenen Wettbewerbsintensität in vielen Branchen können die meisten Unternehmen nur branchenübliche EBIT-Margen und Kapitalrenditen realisieren. Ein Unternehmen, das überdurchschnittlich hohe EBIT-Margen bzw. Kapitalrenditen realisieren kann, muss im Vergleich zu seinen Wettbewerbern etwas Besonderes haben. Diese Überrenditen resultieren regelmäßig aus immateriellen Vermögensgegenständen oder noch häufiger aus IP wie beispielsweise Patente und Lizenzen.

Analysiert man Unternehmen, die bekannterweise in hohem Maße von ihren immateriellen Vermögensgegenständen profitieren, wird dies besonders deutlich. Der Marktwert des Gesamtunternehmens (investiertes Kapital) ergibt sich aus dem Marktwert des Eigenkapitals zuzüglich dem Marktwert des zinstragenden Fremdkapitals. Vergleicht man den so ermittelten Gesamtunternehmenswert mit den „Underlying Assets“ eines Unternehmens in der Bilanz zu einem bestimmten Stichtag, kann man bei Vernachlässigung gegebenenfalls vorhandener stiller Reserven bei den materiellen Vermögensgegenständen vereinfacht die Höhe des Markt-

wertes der immateriellen Vermögensgegenstände ermitteln. Inwieweit in der so ermittelten Residualgröße ein Goodwill des Unternehmens vorhanden ist, soll dabei nicht näher untersucht werden. Die Abbildung 2 zeigt den Anteil der Intangible Assets am investierten Kapital ausgewählter DAX-Unternehmen.

Bei den in der Grafik unter den *Sonstige Assets* zugeordneten Werten handelt es sich um langfristig gehaltene Finanzanlagen, Rechnungsabgrenzungsposten, Latente Steuern und andere Posten, die nicht den Monetary Assets, dem Sachanlagevermögen oder den immateriellen Vermögenswerten zuzuordnen sind.

Die Grafik zeigt deutlich den hohen relativen Wertanteil der immateriellen Vermögenswerte am investierten Kapital dieser Unternehmen. Damit wird deutlich, dass eine wirksame Unternehmenssteuerung respektive ein erfolgreiches Controlling nicht umhin kommen werden, sich mit den Werten von Intangible Assets eines Unternehmens auseinander zu setzen. Unterstellt man des Weiteren, dass es inzwischen als eine wesentliche Aufgabe einer guten Investor Relations gilt, das Aktionärsvermögen (= Shareholder Value) eines Aktionärs zu steigern, dann ist die Kenntnis des Zusammenhangs zwischen dem Wertbeitrag von Intangible

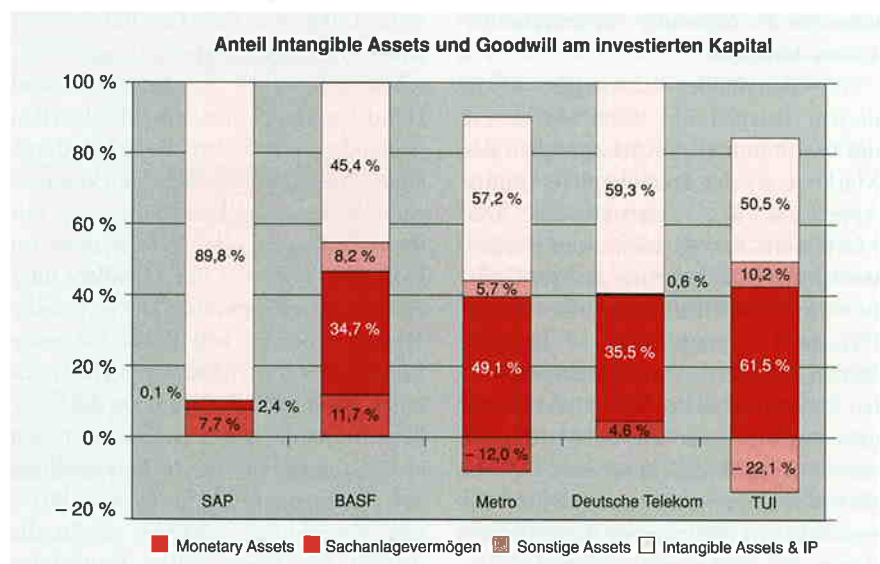


Abbildung 2: Anteil von Intangible Assets und Goodwill am investierten Kapital

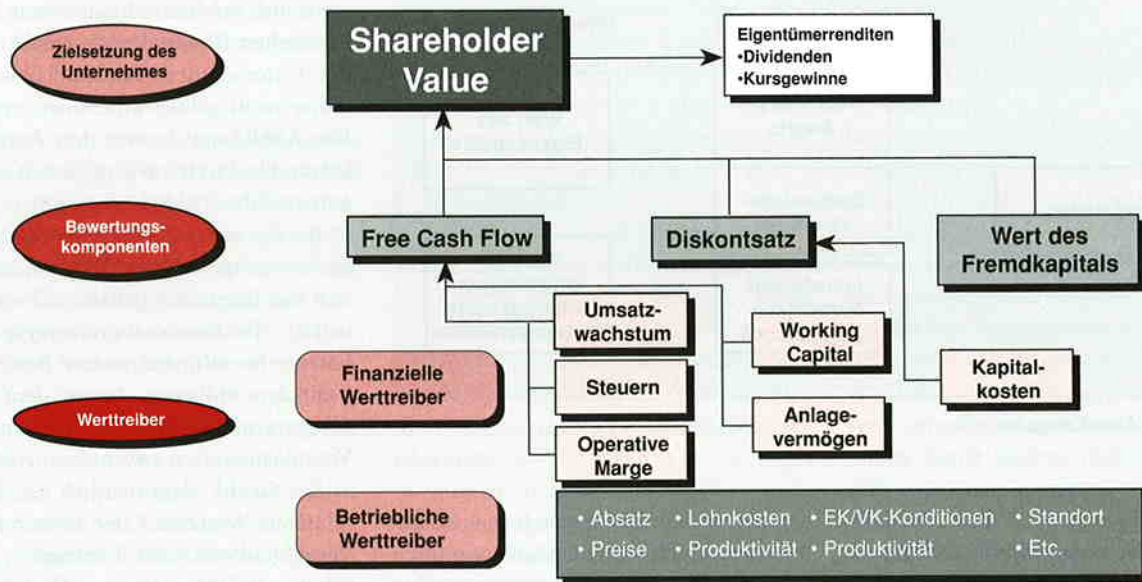


Abbildung 3: Ableitung Shareholder Value

Assets zum Marktwert des Eigenkapitals wichtig.

Bevor der Zusammenhang zwischen dem Wertbeitrag von Intangible Assets auf den Unternehmenswert dargestellt wird, ist es zweckmäßig die Ermittlung und die Einflussfaktoren auf den Shareholder Value zunächst kurz zu umreißen. Die Abbildung 3 soll vereinfacht ausgehend von den Werttreibern und den Bewertungskomponenten eines Unternehmens die Ableitung des Shareholder Values darstellen.

Der Shareholder Value ergibt sich in diesem Beispiel aus dem Marktwert des Gesamtunternehmens abzüglich des Marktwertes des Fremdkapitals (Entity Approach) des Unternehmens. Der Marktwert des Gesamtunternehmens wird durch Diskontierung der Free Cashflows mit dem Gesamtkapitalkostensatz (Weighted Average Cost of Capital-WACC) ermittelt. Die Eigenkapitalkosten als Bestandteil des WACC werden regelmäßig auf Basis des CAPM (Capital Asset Pricing Modell) hergeleitet. Sowohl die Bewertungskomponenten als auch die wesentlichen Werttreiber beeinflussen direkt den Shareholder Value des Aktionärs.

Unter der Prämisse, dass sich die Wertsteigerung der immateriellen Vermögenswerte auch in einer Steigerung des Unternehmenswertes niederschlägt, gilt es aus unternehmerischer Sicht hierfür mögliche Ansatzpunkte zu suchen.

Im Folgenden wird vereinfacht der Einfluss des Customer Equity (Wert eines Kundenstamms) auf den Shareholder Value am Beispiel des Wertbeitrages des Kundenstamms im POS-Geschäft dargestellt. Unter dem POS-Geschäft werden dabei die Geschäftsbeziehungen zwischen technischen Netzbetreibern und Handelsunternehmen oder Tankstellen (= Kunden) verstanden, die sich dadurch auszeichnen, dass Endkunden (Verbraucher) Waren oder Dienstleistungen mit ihren EC-Karten oder Kreditkarten am POS (Point-of-Sale) des Händlers oder einer Tankstelle bezahlen. Der technische Netzbetreiber wickelt dabei für seine Kunden den kartengestützten elektronischen Zahlungsverkehr ab. Da die Netzbetreiber häufig von ihren Kunden, neben einer Grundgebühr für die Bereitstellung der Datenleitungen, transaktionsabhängige Vergütungen erhalten, gehört die Anzahl der abgewickelten Transaktionen zu den wesentlichen Werttreibern

und Bestimmungsfaktoren des Customer Equity eines technischen Netzbetreibers. Die Abbildung 4 zeigt den Zusammenhang zwischen dem Customer Equity und dem Shareholder Value eines Netzbetreibers.

Unter der restriktiven nicht realitätskonformen Annahme, dass der Customer Equity der einzige immaterielle Vermögenswert eines technischen Netzbetreibers ist, wäre demnach die Steigerung des Customer Equity die zentrale Aufgabe der Unternehmensleitung, da dadurch direkt der Shareholder Value des Unternehmens respektive der Marktwert des Eigenkapitals gesteigert würde. Somit wäre das Controlling des Wertes eines Kunden oder das Controlling des Wertes des Kundenstamms, verstanden als die Summe aller Kundenwerte, die zentrale Aufgabe des Controllers. Dies wiederum setzt die Kenntnis der Werttreiber des Customer Equity sowie ein umfassendes Prozessverständnis des Controllers auf dem Gebiet des Kundenmanagements voraus. Der auf diese Weise ermittelte Customer Equity zielt auf den Wertbeitrag eines vorhandenen Kunden auf den Shareholder Value ab. Selbstverständlich kann durch die Akquisition neuer Kun-

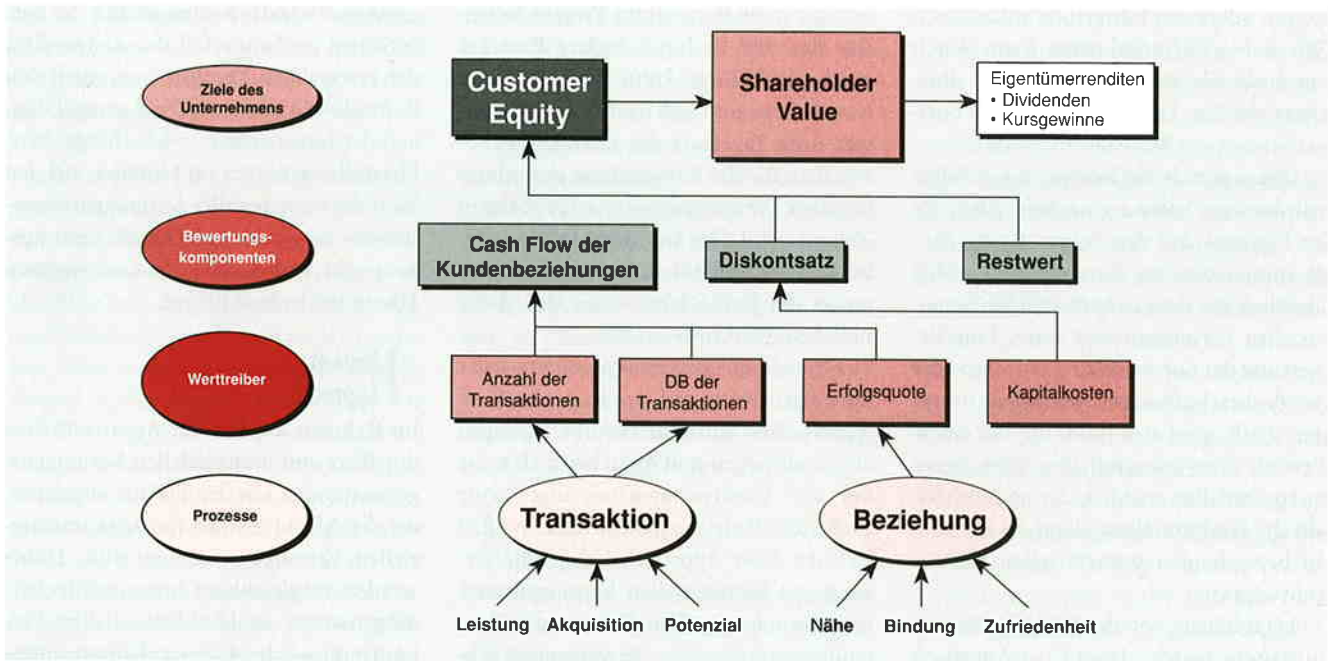


Abbildung 4: Zusammenhang Customer Equity und Shareholder Value

den der Shareholder Value eines Aktionärs ebenfalls gesteigert werden.

Dieses Beispiel antizipiert bereits eine zentrale Bewertungsmethode für Intangible Assets, den Income Approach. Im nächsten Schritt werden daher die verschiedenen Bewertungsmethoden zur

Wertermittlung immaterieller Vermögenswerte dargestellt.

■ Bewertungsmethoden

In der Praxis werden immaterielle Vermögenswerte auf Basis des Cost Approaches,

des Market Approaches und des Income Approaches bewertet (Abbildung 5).

Cost Approach

Ökonomisches Handeln unterstellt, würde ein Investor für einen immateriellen Vermögenswert nicht mehr aufwenden als es Kosten verursachen würde diesen immateriellen Vermögenswert zu reproduzieren oder ihn wieder zu beschaffen. Der Cost Approach unterscheidet demnach grundsätzlich zwei Bewertungsansätze:

- a) Bewertung auf der Basis der Reproduktionskosten
- b) Bewertung auf der Basis der Wiederbeschaffungskosten

Die Bewertung auf Basis der Reproduktionskosten ermittelt die Kosten, die anfallen würden, um eine Nachbildung des immateriellen Vermögenswertes herzustellen. Eine Bewertung auf Basis der Wiederbeschaffungskosten erfolgt hingegen mit dem Ziel, die Kosten zu ermitteln, die anfallen würden, um einen immateriellen Vermögenswert zu erwerben, der die gleiche Funktionalität wie ein vergleichbarer Vermögenswert aufweist.

Die Unterscheidung zwischen einer Bewertung auf Basis von Reproduktions-

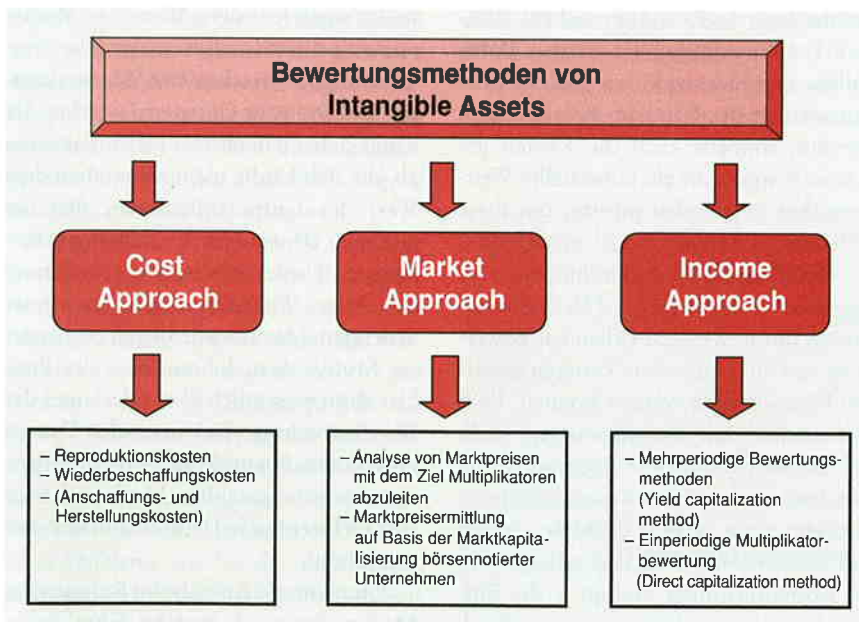


Abbildung 5: Bewertungsmethoden

kosten oder einer Bewertung anhand von Wiederbeschaffungskosten kann durch ein einfaches praktisches *Beispiel* illustriert werden. Die Bewertung einer Softwarelizenz auf Basis der Reproduktionskosten ermittelt die Kosten, die anfallen würden eine Software nachzubilden, die im Hinblick auf den Source Code, Programmiersprache, Patches, etc. völlig identisch mit dem zu bewertenden immateriellen Vermögenswert wäre. Eine Bewertung der Softwarelizenz auf Basis der Wiederbeschaffungskosten würde hingegen die Kosten ermitteln, die bei einem Erwerb eines immateriellen Vermögenswertes anfallen würden, der im Hinblick auf die Funktionalität identisch mit dem zu bewertenden immateriellen Vermögenswert ist.

Unabhängig von der Wahl der Bewertungsbasis werden beim Cost Approach regelmäßig folgende 5 Kostenarten näher untersucht (vgl. Reilly/Schweih: Valuing intangible assets, 1998, S. 124):

- Materialaufwand
- Personalkosten
- Overhead-Kosten
- Profit aus dem Entwicklungsaufwand
- kalkulatorischer Unternehmerlohn

Die ersten drei Positionen sind ohne weitere Erklärungen nachvollziehbar, obwohl eine eindeutige und verursachungsgerechte Erfassung der Kosten in der Praxis nicht immer einfach sein wird. Der Profit aus dem Entwicklungsaufwand könnte beispielsweise abgeleitet werden, indem man einen bestimmten Prozentsatz im Verhältnis zu den Kosten für Materialaufwand, Personalkosten oder Overheadkosten setzt. Es könnte auch ein fester Aufschlagsatz sein. Die zusätzliche Berücksichtigung eines kalkulatorischen Unternehmerlohns für die unternehmerische Initiative des Entwicklers wird beim Cost Approach jedoch häufig übersehen. Einleuchtend ist jedoch, dass der Entwickler eines immateriellen Vermögenswertes angemessen für seine Tätigkeit entlohnt werden will. Dabei handelt es sich bei der Wertermittlung um die Berücksichtigung von Opportunitätskosten, die dem Entwickler des immateriellen Vermögenswertes entstehen, weil er sich mit Beginn der Entwicklungs-

arbeit auf ein bestimmtes Projekt festgelegt hat und dadurch andere Projekte nicht durchführen kann. Die Höhe der Kosten bestimmt sich nach dem Stundensatz oder Tagessatz des Entwicklers sowie dem für die Entwicklung des immateriellen Vermögenswertes benötigten Zeitaufwand. Der Stundensatz hängt dabei von der Qualifikation und der Reputation des Entwicklers sowie den dafür üblichen Marktpreisen ab.

Obwohl der Bewertung immaterieller Vermögenswerte auf der Basis des Cost Approaches Substanzwertüberlegungen zugrunde liegen und diese beispielsweise bei der Unternehmenswertung keine praktische Bedeutung mehr haben, eignet sich der Cost Approach bei der Bewertung von immateriellen Vermögenswerten zumindest im Hinblick auf die Plausibilitätsprüfung der Bewertungsergebnisse. In der Praxis kommt es vor, dass zum Beispiel selbst entwickelte Softwarelizenzen im Rahmen einer Sacheinlage in Unternehmen eingelegt werden. Sofern es für diese Software bislang keine Vergleichsprodukte gibt, weil es sich um eine Innovation handelt, fehlt es sowohl an einem Marktpreis für die Bewertung der Sacheinlage als auch an hinreichenden Informationen über den Absatz Erfolg des Softwareproduktes. Hier können bei der Bewertung der Software auf der Basis des Cost Approaches wichtige Erkenntnisse gewonnen werden. Dabei sollten allerdings nicht nur die Entwicklungskosten der Software herangezogen werden, sondern auch die Kosten geschätzt werden, die ein potenzieller Wettbewerber aufwenden müsste, um diese Software als Replik nach zu entwickeln.

Abschließend sei darauf hingewiesen, dass die *Anschaffungs- und Herstellungskosten* nur in wenigen Fällen zur Bewertung von immateriellen Vermögenswerten herangezogen werden können. Falls der immaterielle Vermögenswert (z. B. eine Softwarelizenz) von einem Softwareunternehmen zur Veräußerung selbst entwickelt wurde, wäre es denkbar – sofern das Unternehmen über eine aussagefähige Kostenrechnung verfügt – die Entwicklungskosten als Bewertungsmaßstab für den Wert des immateriellen Vermö-

gensgegenstandes heranzuziehen. Sie entsprechen im Sonderfall des Zeitpunktes der erstmaligen Fertigstellung auch den Reproduktionskosten. Die Aussagefähigkeit der historischen Anschaffungs- bzw. Herstellungskosten im Hinblick auf den Wert des immateriellen Vermögensgegenstandes zu einem späteren Bewertungszeitpunkt, ist jedoch schon nach wenigen Jahren tendenziell gering.

Market Approach

Im Rahmen des Market Approach wird der Wert von immateriellen Vermögensgegenständen aus den Preisen abgeleitet, die der Markt als fair für diese immateriellen Vermögenswerte einstuft. Dabei werden vergleichbare immaterielle Vermögenswerte im Hinblick auf ihre Verkaufspreise oder Lizenzgebühren untersucht und dem Bewertungsobjekt gegenübergestellt.

Obwohl die Begriffe Wert und Preis in der Praxis oft synonym verwendet werden, handelt es sich dabei um zwei verschiedene Wertkategorien, die nur in wenigen Fällen identisch sein werden. *Preise* für ein Unternehmen oder für einen Anteil an dem Unternehmen (z. B. eine Aktie) oder einen immateriellen Vermögenswert resultieren aus dem Angebot und der Nachfrage auf Märkten und stellen somit realisierte Werte dar. Marktpreise sind das Resultat erfolgreicher Verhandlungen zwischen den Marktakteuren. Der Preis für Güter egal welcher Art hängt dabei jedoch von vielen Faktoren ab, die sich häufig nicht rational an dem Wert des Gutes orientieren, den ein neutraler Dritter dem Wirtschaftsgut beimessen würde, sondern die aufgrund subjektiver Wahrnehmungen, erwarteter Synergien, Markterwartungen und anderer Motive dazu führen, dass der Preis hier dann wesentlich über oder unter der Wertbeurteilung eines neutralen Dritten liegen kann. Ein praktisches *Beispiel* hierfür waren die gezahlten Marktpreise für UMTS-Lizenzen in Deutschland vor einigen Jahren.

Eine zentrale Aufgabe im Rahmen des Market Approach besteht daher darin, die als Vergleichsmaßstab heranzuzie-

henden Marktpreise auf ihre Fair Value Eigenschaften zu untersuchen. Nach IAS 16 ist der Fair Value der Betrag, zu dem ein Vermögenswert zwischen sachverständigen, vertragswilligen und voneinander unabhängigen Geschäftspartnern getauscht werden könnte. Ein Markt auf dem ausschließlich *immaterielle Vermögensgegenstände* gehandelt werden, vergleichbar mit den Kapitalmärkten, existiert jedoch in Deutschland zumeist nicht. Der Market Approach zur Ableitung des Wertes immaterieller Vermögenswerte auf Basis vergleichbarer Transaktionen anderer immaterieller Vermögenswerte ist zumindest in Deutschland daher nur eingeschränkt anwendbar. Es mangelt in der Praxis an zuverlässigen Daten, die der Controller im Rahmen seiner Wertermittlungen verwenden könnte. Da immaterielle Vermögenswerte ohne dies oft einzigartig sind, fehlt es hier häufig noch mehr als bei der Unternehmensbewertung an einem geeigneten Vergleichsmaßstab.

Wie eingangs jedoch bereits für einige Unternehmen dargestellt, kann man ausgehend von der Marktkapitalisierung börsennotierter Unternehmen den Marktwert der Intangible Assets nebst Goodwill als Residualgröße ermitteln. Dadurch können zumindest für börsennotierte Unternehmen Anhaltspunkte über den Wert aller Intangible Assets inklusive eines möglicherweise vorhandenen Goodwills gewonnen werden. Nicht gelöst ist dabei jedoch die Wertverteilung (Allokation) des so ermittelten Wertes auf die einzelnen immateriellen Vermögensgegenstände sowie den Goodwill. Hierzu bedarf es weiterer Informationen.

Darüber hinaus können die auf dieser Basis ermittelten Werte für Intangible Assets nicht ohne Modifikationen auf immaterielle Vermögenswerte nicht börsennotierter Unternehmen übertragen werden. Dies gilt im Übrigen auch für die direkte Wertermittlung auf der Basis von Marktpreisen anderer Intangible Assets, weil diese eben häufig nicht unmittelbar vergleichbar sind. Hier gibt es die gleichen Probleme wie bei der Zusammenstellung einer Peer Group im Rahmen von Unternehmensbewertungen und es muss den Unterschieden zwischen Bewer-

tungsobjekt und vergleichbarer anderer Intangible Assets durch Zu- und Abschläge bei den Multiplikatoren Rechnung getragen werden.

Dennoch empfiehlt es sich zumindest bei börsennotierten Unternehmen sämtliche Wertüberlegungen für immaterielle Vermögenswerte auf Basis des Market Approaches, der den Marktwert der Intangible Assets als Residualgröße ermittelt, zu plausibilisieren. Unerlässlich für die Fair Value-Ermittlung für immaterielle Vermögensgegenstände ist daher die Anwendung des Income Approach, der im Anschluss beschrieben wird.

Income Approach

Der Wert eines Unternehmens bestimmt sich unter der Voraussetzung ausschließlich finanzieller Ziele durch den Barwert der mit dem Eigentum an dem Unternehmen verbundenen Nettozuflüsse an die Unternehmenseigner. Zur Ermittlung dieses Barwerts wird ein Kapitalisierungszinssatz verwendet, der die Rendite aus einer zur Investition in das zu bewertende Unternehmen adäquaten Alternativanlage repräsentiert. Demnach wird der Wert des Unternehmens allein aus seiner Eigenschaft abgeleitet, finanzielle Überschüsse für die Unternehmenseigner zu erwirtschaften. Dieser Bewertungsansatz liegt dem bereits dargestellten Shareholder Value Approach zugrunde.

Der Wert von *Intangible Assets* bemisst sich in Analogie zur Unternehmens-

bewertung ebenfalls aus ihrer Eigenschaft finanzielle Überschüsse aus der Nutzung von ihnen zu ziehen. Der künftige wirtschaftliche Nutzen aus einem immateriellen Vermögensgegenstand ist dann gegeben, wenn das Unternehmen dadurch Erlöse aus dem Verkauf von Produkten oder der Erbringung von Dienstleistungen sowie Kosteneinsparungen oder andere Vorteile realisieren kann.

Der Income Approach ist der am meisten verbreitete Ansatz zur Wertermittlung immaterieller Vermögenswerte. Im Rahmen der Wertermittlung gilt es folgende Fragen zu beantworten:

- *In welcher Höhe werden finanzielle Überschüsse aus der Nutzung des immateriellen Vermögenswertes erwartet bzw. welcher wirtschaftliche Nutzen kann aus ihm gezogen werden?*
- *Wie lange werden finanzielle Überschüsse aus der Nutzung des immateriellen Vermögenswertes erwartet (Nutzungsdauer)?*
- *Welches Risiko besteht im Zusammenhang mit der erwarteten Nutzung (Diskontierungssatz)?*

Die Abbildung 6 zeigt vereinfacht die drei wesentlichen Komponenten des Income Approaches.

Im Rahmen des Income Approach lassen sich *mehrperiodige* und *einperiodige Bewertungsmethoden* unterscheiden. Die Bewertung auf Basis von *mehrperiodigen Bewertungsmethoden* ermittelt den Wert des immateriellen Vermögensgegenstandes als Barwert nicht konstanter finanzi-

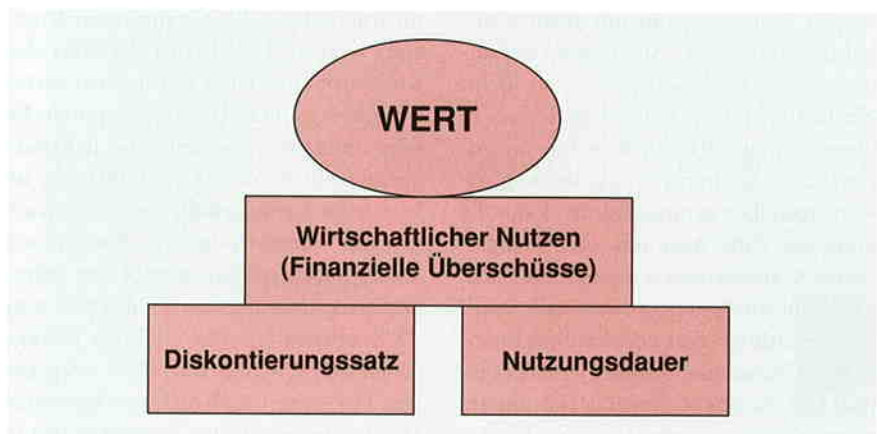


Abbildung 6: Komponenten des Income Approaches

eller Überschüsse über einen bestimmten Zeitraum. Die Bewertung des immateriellen Vermögenswertes erfolgt in folgenden Schritten:

1. Festlegen wie die finanziellen Überschüsse ermittelt werden
2. Schätzung der erwarteten Nutzungsdauer
3. Schätzung der finanziellen Überschüsse in den einzelnen Perioden
4. Ableitung eines geeigneten (risikoangepassten) Diskontierungssatz
5. Ermittlung des Barwertes der finanziellen Überschüsse

Im Gegensatz zu den mehrperiodigen Bewertungsmethoden erfolgt die Bewertung der im-

materiellen Vermögensgegenstände auf der Basis *einperiodiger Bewertungsmethoden* anhand der Multiplikation eines konstanten Cashflows mit einem bestimmten Kapitalisierungsfaktor. Bei richtiger Anwendung der einperiodigen Bewertungsmethoden müssen jedoch auch hier Annahmen über die erwartete Nutzungsdauer der immateriellen Vermögenswerte getroffen werden. Außerdem muss es sich bei dem zu kapitalisierenden Zahlungsstrom um einen nachhaltigen finanziellen Überschuss des immateriellen Vermögenswertes handeln. Nachhaltiger finanzieller Überschuss in diesem Sinne setzt nicht zwingend voraus, dass der immaterielle Vermögenswert unendlich genutzt werden kann. Es kann sich dabei auch um einen immateriellen Vermögenswert handeln, bei dem eine endliche Nutzung unterstellt wird. Die Ermittlung eines nachhaltigen finanziellen Überschuss bedeutet jedoch in jedem Fall, dass der Controller sich mit der erwarteten Nutzungsdauer des Bewertungsobjektes auseinandersetzen muss

und im Ergebnis einen für die Bewertung des immateriellen Vermögenswertes geeigneten Zahlungsstrom herleiten muss.

Vereinfachtes Beispiel der Bewertung eines Kundenstamms

Im Folgenden soll vereinfacht die Bewertung eines Kundenstamms auf der Basis des Income Approaches anhand eines mehrperiodigen Bewertungsmodells gezeigt werden. Dabei wird der Wert des Kundenstamms eines technischen Netzbetreibers im POS-Geschäft ermittelt. Es wird unterstellt, dass der Erlös je Kunde ausschließlich transaktionsabhängig ist bzw. keine Grundgebühr vereinbart wurde. Die durchschnittliche Restlaufzeit aller Kundenverträge beträgt vier Jahre. Der Diskontierungssatz sei in Höhe von 15 % ebenso wie der effektive Ertragsteuersatz in Höhe von 40 % vorgegeben. Die Anzahl der Kunden sei konstant. Die durchschnittlichen Transaktionen je Kunde steigen annahmegemäß während

Annahmen:	Jahr 1	Jahr 2	Jahr 3	Jahr 4
Anzahl der Kunden	2.000	2.000	2.000	2.000
Anzahl der durchschnittlichen Transaktionen je Kunde pro	10.000	10.500	11.000	11.500
Durchschnittserlös je Transaktion eines Kunden	0,10 €	0,10 €	0,10 €	0,10 €
Durchschnittliche Bruttomarge je Kunde in % vom	40,0 %	40,0 %	40,0 %	40,0 %
Anteil der direkten Kosten je Kunde in % vom	15,0 %	15,0 %	15,0 %	15,0 %
Effektiver Ertragsteuersatz	40,0 %	40,0 %	40,0 %	40,0 %
Summe aller finanziellen Überschüsse des Kundenstamms	2.000.000,00 €	2.100.000,00 €	2.200.000,00 €	2.300.000,00 €
Bruttomarge (40 %)	800.000,00 €	840.000,00 €	880.000,00 €	920.000,00 €
Direkt zurechenbare operative Kosten des Kundenstamms (15 %)	- 300.000,00 €	- 315.000,00 €	- 330.000,00 €	- 345.000,00 €
Finanzieller Überschuss vor Ertragsteuern	500.000,00 €	525.000,00 €	550.000,00 €	575.000,00 €
Ertragsteuern	- 200.000,00 €	- 210.000,00 €	- 220.000,00 €	- 230.000,00 €
Finanzieller Überschuss des Kundenstamms	300.000,00 €	315.000,00 €	330.000,00 €	345.000,00 €
Barwertfaktoren	0,8696	0,7561	0,6575	0,5718
Barwert der finanziellen Überschüsse des Kundenstamms	260.869,57 €	238.185,26 €	216.980,36 €	197.254,87 €
Summe der Barwerte	913.290,05 €			

Abbildung 7: Vereinfachtes Beispiel der Wertermittlung eines Kundenstamms

der durchschnittlichen Restlaufzeit der Verträge an. Es wird unterstellt, dass der Kunde am Ende der Vertragslaufzeit keine Vertragsverlängerung vornimmt. Die Wertermittlung des Kundenstamms kann der Abbildung 7 entnommen werden.

In diesem sehr vereinfachten Beispiel der Bewertung eines Kundenstamms eines technischen Netzbetreibers beträgt der Barwert aller finanziellen Überschüsse T€ 913. In der Praxis gilt es jedoch bei der Bewertung von immateriellen Vermögenswerten eine Vielzahl von praktischen Problemen zu lösen, die in diesem vereinfachten Beispiel annahmegemäß gegeben sind.

Praktische Probleme bei der Wertermittlung auf Basis des Income Approaches

Die Ermittlung der finanziellen Überschüsse eines Kundenstamms gestaltet sich in der Praxis deshalb schwieriger als in dem vereinfachten Beispiel dargestellt,

weil es eine Vielzahl von Wert beeinflussenden Faktoren gibt, die es vorab genau zu analysieren gilt. Im Wesentlichen handelt es sich dabei um folgende Einflussfaktoren:

- erwartete Anzahl der durchschnittlichen Transaktionen je Kunde
- sachgerechte Ableitung der durchschnittlichen Transaktionserlöse je Kunde
- sachgerechte Ermittlung der durchschnittlichen Vertriebskosten respektive Ableitung der Bruttomarge des Kundenstamms
- sachgerechte Zuordnung der weiteren direkt dem Kundenstamm zurechenbaren Kosten
- Ermittlung der durchschnittlichen Restlaufzeit der Kundenverträge
- Annahmen über die Vertragsverlängerung am Ende der Vertragslaufzeit
- Annahmen über die zu tätigenen Nettoinvestitionen (= Bruttoinvestitionen abzüglich Abschreibungen) zur Erzielung der finanziellen Überschüsse des Kundenstamms
- Annahmen über die Veränderung des dem Kundenstamm zuzurechnenden Net Working Capitals
- Ermittlung des Diskontierungssatzes

Diese Aufzählung erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit. Sie soll jedoch zeigen, dass der Controller bei der erstmaligen Bewertung eines immateriellen Vermögenswertes eine Vielzahl von Problemen zu lösen hat. Neben einer aussagefähigen Kostenrechnung, die es zumindest ermöglichen sollte die den immateriellen Vermögenswerten zuzurechnenden finanziellen Überschüsse in der Vergangenheit zu analysieren, um Anhaltspunkte über die zukünftige Entwicklung zu haben, gilt es, wie gezeigt, weitere Einflussfaktoren genau zu analysieren.

Besondere Aufmerksamkeit muss dabei der Ermittlung des Diskontierungsfaktors beigemessen werden. Börsennotierte Unternehmen haben inzwischen häufig eine wertorientierte Unternehmensführung (Value Based Management) implementiert. Integraler Bestandteil einer wertorientierten Unternehmensführung ist die sachgerechte Herleitung

State-of-the-Art der Unternehmensbewertung



Manfred Jürgen Matschke/
Gerrit Brösel

Unternehmensbewertung

Funktionen – Methoden – Grundsätze

2005. XXXII, 713 S.

Geb. EUR 44,90

ISBN 3-8349-0012-5

Umfassend, kompetent und aktuell präsentiert dieses neue Lehrbuch den State-of-the-Art der funktionalen Unternehmensbewertung. Alle wichtigen Bewertungsmethoden werden auf ihre Eignung geprüft und der relevanten Funktion der Unternehmensbewertung zugeordnet.

Nach einer Einführung in die theoretischen Grundlagen werden Haupt- und Nebenfunktionen der Unternehmensbewertung ausführlich und systematisch dargestellt. Um die Transparenz der Unternehmenswertermittlung zu erhöhen, wird der Bewertungsprozess in drei Schritte zerlegt: Datenbeschaffung, Datentransformation in den gesuchten Wert und Verwendung des Wertes. In diesem Zusammenhang werden alle wesentlichen Bewertungsverfahren und ihre Einsatzbereiche vorgestellt. Unternehmensbewertung wird dabei nicht nur aus Käufer- sondern explizit auch aus Verkäufersicht analysiert. Abschließend leiten die Autoren Grundsätze funktionsgemäßer Unternehmensbewertung ab. Didaktisch unterstützt wird der Wissenstransfer durch klar formulierte Lernziele sowie ausgewählte Kontrollaufgaben. Aufgrund des systematischen Konzepts eignet sich das Buch auch sehr gut zum Selbststudium.

www.gabler.de

Änderungen vorbehalten. Erhältlich im Buchhandel oder beim Verlag.

Abraham-Lincoln-Str. 46 · 65189 Wiesbaden · Tel: 06 11.78 78-626



der Kapitalkosten des Unternehmens. Fraglich ist jedoch, ob die im Rahmen des Value Based Management ermittelten Kapitalkosten für das Gesamtunternehmen, einzelne Geschäftsbereiche oder Segmente so einfach für die Bewertung der immateriellen Vermögenswerte herangezogen werden können.

Auf den ersten Blick erscheint es logisch zu unterstellen, dass auch die Nutzung der immateriellen Vermögenswerte Renditen erwirtschaften sollte, die im Sinne eines positiven Shareholder Values oberhalb der Kapitalkosten liegen. Die Kapitalkosten eines Unternehmens oder eines Geschäftsbereiches werden in der Praxis meist auf Basis des CAPM (Capital Asset Pricing Modell) sowie aus einer Peer Group abzuleitender Betafaktoren ermittelt. Inwieweit jedoch das CAPM und Betafaktoren börsennotierter Unternehmen zur Ermittlung der Diskontierungsfaktoren für die Bewertung immaterieller Vermögenswerte herangezogen werden können, ist kritisch zu hinterfragen.

Der kritischste Punkt in dem einfachen Beispiel der Bewertung eines Kundenstamms liegt jedoch in der Annahme, dass der Kunde am Ende der Vertragslaufzeit seinen Vertrag nicht verlängern wird. Dieser Punkt ist deshalb so kritisch, weil er häufig nicht der Realität entsprechen wird. Bei der Bewertung eines Kundenstamms in der Praxis gilt es deshalb Annahmen über die Wahrscheinlichkeit einer Vertragsverlängerung bzw. über die Veränderung des Kundenbestands am Ende der Vertragslaufzeit zu treffen. Mithin gilt es die sog. „Retention Rate“ des Kundenstamms zu ermitteln und es muss ihr Wertbeitrag bei der Bewertung des Kundenstamms berücksichtigt werden (vgl. Blattberg/Getz/Thomas, 2001, S. 135). Es ergeben sich dann bei der Bewertung eines Kundenstamms ähnliche Probleme wie bei der Unternehmensbewertung im Rahmen der Ermittlung des Terminal Values. Wird bei der Unternehmensbewertung in der Regel eine unendliche Lebensdauer unterstellt, so ergeben sich – zumindest bei einem Kundenstamm, der aus natürlichen Personen und nicht juristischen Personen besteht – in der Praxis weitere Probleme, da ein un-

endliches Leben einer natürlichen Person nicht angenommen werden kann. Eine praktische Lösung bietet hier die Ermittlung des *Customer Lifetime Value* (vgl. Rust/Zeithaml/Lemon, 2000, S. 37).

Zusammenfassung der Ergebnisse

Bei der Bewertung von immateriellen Vermögenswerten zur Steuerung von Unternehmen ist es wichtig, zunächst die charakteristischen Eigenschaften von immateriellen Vermögenswerten zu kennen. Der Marktwert der immateriellen Vermögenswerte einschließlich Goodwill ausgewählter börsennotierter Unternehmen liegt häufig bei mehr als 50 % gemessen am investierten Kapital des Unternehmens.

Der hohe Anteil der immateriellen Vermögenswerte am Unternehmenswert gilt auch für nicht börsennotierte Unternehmen. Sowohl beim Einsatz einer Balanced Scorecard als auch im Rahmen einer wertorientierten Unternehmensführung werden sich Controller mit dem Wert von Intangible Assets auseinandersetzen zu setzen haben. Für die Bewertung immaterieller Vermögenswerte stehen dem Controller grundsätzlich drei Bewertungsmethoden zur Verfügung. Der Income Approach ist dabei dem Cost Approach überlegen und sollte bei der Bewertung immaterieller Vermögenswerte eingesetzt werden. Für die Bewertung auf der Basis des Market Approach werden den Controllern häufig die bewertungsrelevanten Daten nicht zur Verfügung stehen. Bei der praktischen Anwendung des Income Approaches ergibt sich eine Vielzahl von Problemen, die in diesem Beitrag nur rudimentär behandelt werden konnte. Der Bewertung von immateriellen Vermögenswerten wird in der deutschen Bewertungsliteratur bislang nur eine geringe Bedeutung beigemessen. Sie wird meist im Zusammenhang mit der Kaufpreisallokation im Rahmen der internationalen Rechnungslegung behandelt. Umfassende Standardwerke zur Bewertung immaterieller Vermögensgegenstände bzw. des IP eines Unterneh-

mens, die keinen Bezug zur internationalen Rechnungslegung aufweisen, gibt es in deutscher Sprache bisher noch nicht. Interessant bleibt die Entwicklung hinsichtlich der Standardisierung von Bewertungsverfahren. Erste Ansätze hierzu sind beispielsweise von dem DIN Deutsches Institut für Normung e.V. hinsichtlich der Markenbewertung zu erwarten (vgl. hierzu Pressemitteilung des DIN Deutsches Institut für Normung e.V. vom 19.01.2005, abrufbar unter www2.din.de).

Literatur

- BLAITBERG, R. C./GETZ, G./THOMAS, J. S.: Customer Equity; building and managing relationships as valuable assets, Boston 2001.
- GÜNTER, B./HELM, S.: Kundenwert: Grundlagen – Innovative Konzepte – Praktische Umsetzungen, Wiesbaden 2001.
- MARD, M. J./HITCHNER, J. R./HYDEN, S. D./ZYL, M. L.: Valuation for Financial Reporting: Intangible Assets, Goodwill and Impairment Analysis SFAS 141 and 142, New York 2002.
- REILLY, R. F./SCHWEIHS, R. P.: Valuing Intangible Assets, New York et al. 1998.
- RUST, R. T./ZEITHAML, V. A./LEMON, K. N.: Driving Customer Equity: How Customer Lifetime Value Is Reshaping Corporate Strategy, New York et al. 2000.
- SMIDT, W./MARZIAN, S. H.: Brennpunkt Kundenwert: Mit dem Customer Equity Kundenpotenziale erhellen, Berlin/Heidelberg 2001.
- SMITH, G. V./PARR, R. L.: Valuation of Intellectual Property and Intangible Assets, 3rd ed, New York et al. 2000.
- SMITH, G. V./PARR, R. L.: Intellectual Property: Valuation, Exploitation, and Infringement Damages, New York et al. 2005.