

Auf der Suche nach „intangiblen Asymmetrien“

Die Bewertung von intellektuellem Kapital in Unternehmen

Von Ralf Frank, Geschäftsführer, DVFA



Ralf Frank

Als 2006 die Gesellschaft für deutsche Sprache den Begriff „Humankapital“ zum Unwort des Jahres 2004 wählte, weil der Begriff Mitarbeiter in Unternehmen degradieren und Menschen „zu nur noch ökonomisch interessanten Größen“, wurde damit eine möglicherweise sprachlich eher elliptische Konstruktion beschrieben, allein an dem Umstand, dass Unternehmen in ihren Mitarbeitern Kapital besitzen, ändert es nichts.

Dabei sehen die Wahrnehmung von Managern und die Realität in Kapitalmärkten häufig ganz anders aus. „Unser Mitarbeiter sind unser wichtigstes Kapital“, heißt es häufig phrasenhaft und eher unglaubwürdig in Konzernzentralen. Unglaublich, weil die Freisetzung von Mitarbeitern bei börsennotierten Unternehmen erfahrungsgemäß dazu führt, dass der Aktienkurs sich nach oben bewegt. Wenn es so wäre, dass Mitarbeiter ein wichtiges Asset sind: Müssten dann Entlassungen von Mitarbeitern nicht unweigerlich als eine Verringerung von Humankapital, als „Brain Drain“ interpretiert werden?

Die Unternehmensbewertung verarbeitet quantitative und qualitative Merkmale von Unternehmen zu einer monetären Größe. Ungeachtet einer Vielzahl von Ansätzen und verschiedener Wertvorstellungen, die bestimmen, ob beispielsweise Multiples als Vergleichsgröße herangezogen werden oder Cashflows, werden tangible und intangible Unternehmensbestandteile durch Erfahrung und Urteilsvermögen interpretiert und finanzanalytisch modelliert.

Die Bewertung: ein Muss – aber wie?

Die Bewertung von Intangibles stellt Finanzanalysten und Investoren vor Herausforderungen: Intangibles besitzen in aller Regel nur dann einen Marktwert, wenn sich ein Käufer zu einem diskretionär vom Verkäufer gestellten Preis finden lässt. Endowments, d. h. vom Unternehmen erstellte „Kulturgüter“ wie die Kundenbasis, Marken, Lieferantennetzwerk, fallen unter diese Kategorie, da sie z. B. bei Unternehmenszukaufen in aller Regel in der Due Dilligence taxiert werden. Andere Intangibles, wie z. B. Kompetenzen und eingebettetes Wissen („Tacit Knowledge“) von Mitarbeitern, kollektive Werte wie Kunden-

fokus, Qualität, Zuverlässigkeit oder die Güte von Management und seinen Steuerungsqualitäten sind hingegen in der klassischen Unternehmensbewertung kaum monetär bewertet worden, es sei denn als Premium oder als Discount im Rahmen von Transaktionen.

In klassischen Industriesegmenten mag man Intangibles für Größen halten, die man, wenn man sie schon nicht vernachlässigen kann, so doch zumindest per Schätzung, als Goodwill, in die Bewertung einfließen lässt. Stahlwerke, Produktionsanlagen, eine Flugzeugflotte lassen sich sicher bewerten. In Unternehmen in Dienstleistungssektoren, in wissensgetriebenen Industrien, wie z. B. Unternehmensberatungen, in Life Science-Unternehmen, in Medien- und IT-Unternehmen spielen hingegen die Produktionsanlagen und Tangibles eine eher untergeordnete Rolle. Vereinfacht gesprochen: Zieht man PCs, Kopierer, Labor oder Mobiliar ab, bleibt immer noch – muss immer noch! – ein gewaltiges Kapital vorliegen: das der Mitarbeiter.

Wie findet sich das intellektuelle Kapital?

Warum interessieren sich Investment Professionals für Intellectual Capital (IC)? Als Intellectual Capital bezeichnet können Intangible Asymmetrien in der Bewertung und Risikoprofile erkennbar machen. Spätestens seit den Zeiten des Internethypes und der Spekulationsblase am Neuen Markt wissen wir um die Grenzen der traditionellen Bewertungs- und Finanzanalyseinstrumente. Die Fadenscheinigkeit unrealistischer Unternehmensbewertungen wurde klar, als bei einigen Medien- und Internetunternehmen nicht mehr viel mehr übrig blieb als Kopierer und PCs.

In den vergangenen Jahren haben sich innerhalb der EFFAS, der European Federation of Financial Analyst Societies, mehrere Verbände intensiv damit beschäftigt, innovative und viel versprechende Methoden zur Messung und Bewertung von intangiblen Unternehmenswerten zu entwickeln. Dabei standen zwei Fragen im Vordergrund: Erstens, inwieweit existieren Ansätze, die es einem Management ermöglichen, intangible Werte systematisch und zuverlässig zu steuern? Und zweitens,

inwieweit sind diese Ansätze für Finanzanalysten und Investoren nutzbar?

Intellectual Capital Reporting

Warum sollten sich Unternehmen für Intellectual Capital Reporting interessieren? Ziel der Kapitalmarktarbeit börsennotierter Unternehmen ist eine faire Bewertung. Gerade bei Unternehmen in wissensbasierten Industrien muss das Management ein Interesse daran haben, dass Finanzanalysten und Investoren Zukunftspotenziale, die sich aufgrund des intellektuellen Kapitals erst realisieren lassen (aber nicht in Form von Vorräten und Rohstoffen auf Lager liegen), in die Bewertung einfließen lassen. Es geht um zusätzliche Informationen, die unternehmerische Performance plausibilisieren und dadurch unternehmerische Spielräume gewährleisten. Positive Effekte sind beispielsweise eine erhöhte Liquidität der Aktie, eine erhöhte institutionelle Reichweite oder schlichtweg eine bessere Coverage.

Unternehmen sei aber davon abgeraten, auf eigene Faust und ohne tiefere Kenntnis der Bedürfnisse von Investment Professionals Intellectual Capital Reports zu erstellen. Es fehlen noch Standards für das Reporting wie auch Standards für eine Überführung von Intellectual Capital-Information in die finanzanalytische Modellierung.

EFFAS hat mit der Commission on Intellectual Capital einen Arbeitskreis zusammengerufen, in dem Investment Professionals sich den folgenden Zielen und Aufgaben stellen:

1. Erarbeitung einer einheitlichen Position zu allen Fragen, welche die Bewertung und Bilanzierung von Intellectual Capital betreffen
2. Identifizierung und Bündelung der Expertise auf dem Gebiet des Intellectual Capitals innerhalb des Kreises der europäischen Analysten
3. Erstellung einer Übersicht der aktuellen Initiativen und Erfahrungen mit dem Thema in den USA, in Europa und Asien sowie der Aufbau eines weltweiten Expertennetzwerks
4. Institutionalisierung der Commission als Anlaufstelle von EFFAS für die Diskussion und die Entwicklung neuer Intellectual Capital-Ansätze, die auf dem umfassenden Wissen und der Erfahrung aller Finanzanalysten in Europa basieren
5. Unterstützung der jeweiligen Intellectual Capital-Arbeitsgruppen in der EU, OECD und anderen institutionellen Initiativen durch Bereitstellung von Wissen und durch den Beitrag zur Entwicklung eines europäischen und globalen Rahmenwerks
6. Vertretung von EFFAS bei internationalen IC-Konferenzen; Organisation von EFFAS-Veranstaltungen zum Thema
7. Veröffentlichung von Informationen zu den Fortschritten bezüglich der IC-Aktivitäten auf der EFFAS Website.



INVESTOR RELATIONS WORKSHOP „MANAGING EXPECTATIONS“

Was Analysten und Investoren wirklich wissen wollen

19. September/19. November 2007,
Frankfurt am Main

Die DVFA bietet in Kooperation mit dem DIRK (Deutscher Investor Relations Verband) IR-Verantwortlichen in einem Tages-Workshop die Gelegenheit, sich anhand von Beispielen und realen Fällen mit Vertretern der Hauptzielgruppe der IR – Analysten und institutionellen Anlegern – auseinanderzusetzen und aus erster Hand zu erfahren, auf welche Themen und Sachverhalte Finanzanalysten und Investoren das Hauptaugenmerk richten. Es geht dabei nicht um Vermittlung von theoretischem Wissen, sondern um den direkten Dialog und Erfahrungsaustausch mit der Zielgruppe.



DVFA-ANALYST MEETINGS 2007

5th SCC_ - Small Cap Conference

27.-29. August 2007, Frankfurt am Main

Product & Technology Demonstrations 2007

4. September 2007, Frankfurt am Main

4th SEQ_ - Smart Equities Conference

4.-5. Dezember 2007, Frankfurt am Main

DVFA-POSTGRADUIERTEN-AUSBILDUNGEN 2007

CREA® Certified Real Estate Investment Analyst

Start: 23. August 2007, Frankfurt am Main

CIIA® Certified International Investment Analyst

Start: 30. August 2007, Frankfurt am Main

CIWM® Certified International Wealth Manager

Start: 30. August 2007, Frankfurt am Main

CCrA® Certified Credit Analyst

Start: 4. Oktober 2007, Frankfurt am Main

Änderungen vorbehalten.