

GASTBEITRAG

Digitalisierte Unternehmenswerte – Chance oder Gefahr?

Börsen-Zeitung, 22.6.2019

Ein Portfolio aus Aktien mit einem hohen Anteil immaterieller Vermögenswerte wie Patente oder Goodwill hat in der Vergangenheit zu Überrenditen geführt. Allerdings ergeben sich aus einem Fokus auf solche „unsichtbare Werte“ auch Risiken, die höhere Anforderungen an die Aktienanalyse stellen.

In einer immer stärker digitalisierten Welt gewinnen immaterielle Vermögenswerte wie Patente, Markennamen, Know-how ständig an Bedeutung. Bereits jetzt gründen die Unternehmen mit der höchsten Marktkapitalisierung der Welt ihren Erfolg auf Dienstleistungen bzw. nichtphysische Produkte. Dieser Anteil wird sich voraussichtlich noch vergrößern. Eine große Rolle spielt auch der bei Übernahmen entstehende Goodwill, wenn ein Aufschlag auf den Buchwert des Kaufobjekts gezahlt wurde. Dies lässt sich schon daran ablesen, dass sich der Anteil der immateriellen Vermögenswerte inklusive Goodwill am Marktwert der 500 größten US-Unternehmen (S&P 500) in den Jahren 1985 bis 2015 von 32 % auf 84 % fast verdreifacht hat. Für Aktionäre war dies, zumindest auf den ersten Blick, eine sehr fruchtbare Entwicklung.

Starke Wertentwicklung

Wir haben dies systematisch untersucht, indem wir ein Portfolio aus den 250 Unternehmen aus dem US-Index S&P 500 gebildet haben, die das höchste Verhältnis aus immateriellen Vermögenswerten und der Marktkapitalisierung aufweisen. Die Wertentwicklung dieses „Unsichtbare Werte“-Portfolios war in den vergangenen zwei Jahrzehnten deutlich besser als ein gleich gewichtetes Portfolio aus allen Aktien des S&P 500. Vor allem 2009 war die Wertentwicklung der Firmen mit hohen immateriellen Vermögenswerten deutlich stärker als beim Vergleichsindex.

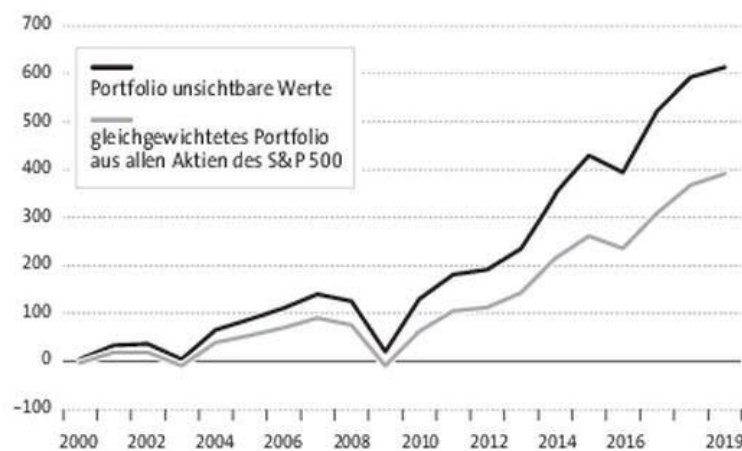
Was steckt hinter dieser Entwicklung? Sollten Anleger nun vor allem Aktien mit hohem Anteil immateriellen Werten kaufen? Zunächst einmal ist wichtig zu betonen, dass wir es mit einem breit angelegten Trend zu tun haben. Immer häufiger entsteht den Unternehmen ein Nutzen nicht nur aus Produktionsanlagen und anderen materiellen Gütern,

sondern aus cleveren Ideen, effizienter Software oder einer starken Marke. Bei großen deutschen Unterneh-

wertung dieser immateriellen Vermögenswerte ist oft schwierig und schwer nachvollziehbar. Unterneh-

Immaterielle Werte schneiden gut ab

Kumulierte Rendite in Prozent



© Börsen-Zeitung

Stand: 28.2.2019; Quelle: Bloomberg, Sand und Schott

men wie SAP SE, Merck KGAA und Deutscher Telekom zeigt sich dementsprechend in der Bilanz, dass etwa 50 % des gesamten Anlagevermögens aus sogenannten immateriellen Vermögenswerten bestehen.

Generell werden neue Vermögenswerte in der Bilanz mit ihrem Anschaffungswert erfasst. Bei immateriellen Werten ist das Verfahren kompliziert, da üblicherweise keine direkten Anschaffungskosten zugeordnet werden können. Da diese Werte jedoch sehr wohl einen Nutzen für das Unternehmen darstellen, gibt es für deren Erfassung in der Bilanz spezielle Vorschriften. Allgemein gilt eine Aktivierungspflicht für entgeltlich erworbene immaterielle Vermögenswerte. Bei selbst geschaffenen immateriellen Vermögenswerten besteht ein Aktivierungswahlrecht, wenn er dem Unternehmen zukünftig einen finanziellen Nutzen bringt. Zudem müssen Forschungs- und Entwicklungskosten eindeutig bestimmbar und voneinander differenzierbar sein. Ausgenommen davon sind unter anderem selbstgeschaffene Markennamen oder Forschungskosten.

Hier liegt bereits der erste Hinweis, warum eine Fokussierung auf Aktien mit einem hohen Anteil immaterieller Wert riskant ist. Die Be-

menslenker haben großen Handlungsspielraum und können über die Veränderung der zugrundeliegenden Umsatz- und Gewinnprognosen oder des Diskontierungszinses einen großen Einfluss auf die Bewertung nehmen. Oft sind auch alternative Verwendungsmöglichkeiten des Vermögenswertes eingeschränkt, da der Mehrwert für dasselbe Gut für den Käufer nicht bestehen würde. Als Folge sind wichtige Unternehmenskennzahlen verzerrt, da die Bilanzsumme und damit das Eigenkapital eventuell zu hoch ausgewiesen werden.

Große Abwertungen möglich

Zudem besteht die Gefahr, dass sich durch große Abwertungen das Bild über ein Unternehmen „über Nacht“ ändert und der Aktienkurs stark reagiert. Jüngstes Negativbeispiel ist der US-Nahrungsmittelkonzern Kraft Heinz, an dem auch der Starinvestor Warren Buffett beteiligt ist. Zum Anfang des Jahres kam es zu einer großen Abschreibung über 15 Mrd. Dollar (über 12 % der Bilanzsumme). Diese wurden auf Teile ihres Goodwills und andere immaterielle Vermögensgegenstände verteilt, woraufhin der Aktienkurs um mehr als 30 % eingebrochen ist.

Gerade der bei großen Firmenübernahmen entstehende Firmenwert ist bei einer vollständigen Fundamentalanalyse auf seine Werthaltigkeit hin zu überprüfen. Allein ein Verweis auf mögliche Synergieeffekte aus der Übernahme in der Zukunft greift oft zu kurz. Aktuelle Bilanzierungsstandards bieten viel Spielraum bei der Bewertung, und Unternehmenslenker haben verschiedene Motivationen, diesen Spielraum auszunutzen. Investoren sollten daher einige wichtige Fragen vor einem Investment in Aktien mit überdurchschnittlich hohem Anteil an immateriellen Werten unbedingt klären.

Zunächst sollte deutlich werden, welche Werte, zukünftigen Erträge und Annahmen hinter einem hohen Goodwill stecken. Um die Risiken im Griff zu halten, sollte das Unterneh-

men auch einen genügend großen Puffer bei Abwertungen besitzen. Denn wenn die Höhe des Goodwills das Eigenkapital des Unternehmens übersteigt, drohen bei entsprechend hohen Abschreibungen ernste Verwerfungen. Die Werthaltigkeit der Marken eines Unternehmens ist ein weiterer wichtiger Punkt. Denn sollte es konkurrierende Marken geben, die schnell Marktanteile gewinnen, könnte es hier zu einem Abschreibungsbedarf kommen. Ein besonderer, aber schwer zu belegender Punkt ist der Patentschutz. Denn die zentralen Wettbewerbsvorteile des Unternehmens, auf deren Basis der Wert von Software und sonstigem Know-how berechnet wird, sollte unbedingt durch Patente besonders geschützt sein.

Fazit: Die Überrendite von Aktien mit einem hohen Anteil immateriel-

ler Werte könnte mit den Wachstumserwartungen begründet werden, die Titel mit einem hohen Anteil an Patenten, Know-how und Goodwill durch Übernahmen zugestanden werden. Andererseits kann man sie auch als Risikoprämie verstehen, die Anleger für die Intransparenz entschädigen soll. Der grundsätzliche Trend zu immateriellen Vermögenswerten wird sich nicht aufhalten lassen. Aufgrund der Intransparenz bei der Berechnung der immateriellen Vermögenswerte sollten Anleger, die nicht über fundierte Bilanzkenntnisse verfügen, vor einem Investment fachlichen Rat suchen.

.....
Max Schott, Geschäftsführung Sand und Schott und Stephan Pilz, CFA, Leiter Portfolioverwaltung Sand und Schott