



Flossbach von Storch
RESEARCH INSTITUTE

UNTERNEHMEN 03/03/2022

Wenn greifbares Vermögen in der Bilanz fehlt

von CHRISTOF SCHÜRMAN

Zusammenfassung

Die Bilanz soll als valider Indikator für die Unternehmensbewertung dienen. Doch das funktioniert oft nicht mehr, weil die Bilanzregeln dem Zeitalter der Technologie mit seinen wenig fassbaren Vermögenswerten hinterherhinken.

Abstract

The balance sheet is supposed to serve as a valid indicator for company valuation. But this often no longer works because the balance sheet rules lag behind the age of technology with its less tangible assets.



Bilanzlesern sollen „entscheidungsnützliche Informationen über die wirtschaftliche Lage des Unternehmens, sowie über eine detailgetreue und realitätsnahe Darstellung der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage“ übermittelt werden.

Als eine „der schönsten Erfindungen des menschlichen Geistes“ befand Johann Wolfgang von Goethe die doppelte Buchführung. Jedes Geschäft wird dabei zweifach erfasst: Soll und Haben finden sich in der Buchhaltung eines Unternehmens, Aufwand und Ertrag in der Gewinn- und Verlustrechnung, Vermögen und deren Quellen (Fremd- und Eigenkapital) in der Bilanz. Luca Pacioli, ein Lehrer Leonardo da Vincis, war der Erste, der 1494 im Rahmen einer mathematischen Abhandlung diese Doppik erklärte – so will es zumindest die Geschichtsschreibung. „Mit schöner Ordnung“ sollten Kaufleute nach Pacioli alle ihre „Geschäfte in gebührender Weise“ eintragen, „damit man in Kürze sowohl von den Schulden als auch von den Guthaben Kenntnis haben kann.“

Diener des Shareholder Value

Gut fünf Jahrhunderte später im Zeitalter der modernen Bilanztheorie liest sich das kaum anders. So heben die in mehr als 150 Ländern von Unternehmen angewendeten International Financial Reporting Standards (IFRS) im Grundsatz darauf ab, Bilanzlesern „entscheidungsnützliche Informationen über die wirtschaftliche Lage des Unternehmens, sowie über eine detailgetreue und realitätsnahe Darstellung der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage“ zu übermitteln. Ganz vorne in der Reihe sehen die IFRS getreu ihrem Vorbild und zweieiigem Zwilling – den US Generally Accepted Accounting Principles (GAAP) – dabei die Eigenkapitalgeber als Adressaten, gefolgt von den Gläubigern. Beide Regelwerke, die US-GAAP wie auch die IFRS, sind also in erster Linie Diener des Shareholder-Value-Konzepts, das die Anteilseigner adressiert. Im Ideal streben die in London und Connecticut beheimateten Regulatoren an, Unternehmen einen Rahmen an Regeln zu setzen, innerhalb dessen diese Investoren ein mögliches realitätsnahes Bild ihrer finanziellen Lage zu zeichnen in der Lage sind. Als Rahmen dafür dient der Jahresabschluss.

Buchwert eine der Kernkennzahlen

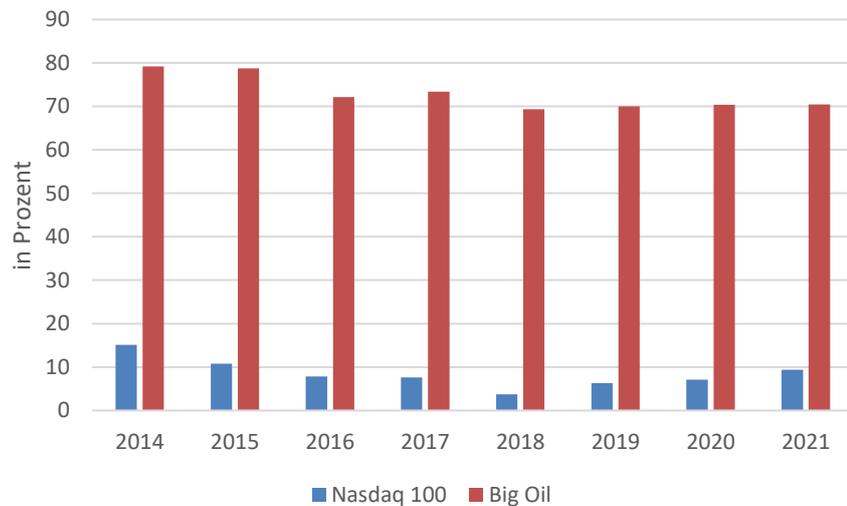
Neben zahlreichen dynamischen Kennzahlen, wie etwa Mittelzuflüssen oder Gewinnen, nutzen Investoren die statische Bilanz als Fundament einer Analyse. Nützlich für die Bewertung sollen die hier von den Unternehmen angesetzten Buchwerte der Aktiva und Passiva sein, vor allem im Vergleich zu dem am Markt gezahlten Preisen für einen Unternehmensanteil. Das auf die Nettoaktiva bezogene Kurs-Buchwert-Verhältnis (KBV) gilt Investoren seit jeher



neben dem Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) als eine der wichtigsten Kennzahlen. Schon Benjamin Graham, der Gottvater des Value Investing, hob (unter anderem) auf den Price-to-Book-Value (P/B) ab.

Gemeinhin erwarten Investoren, dass sich die aktuelle wirtschaftliche Realität in den jeweils zuletzt bilanzierten Aktiva und Passiva eines Unternehmens zeigt. Investoren treffen jedoch auf zwei Phänomene. Erstens nehmen gerade bei den am höchsten kapitalisierten Unternehmen wenig fassbare und schwer bewertbare Vermögensgegenstände immer mehr Anteil an den Vermögenspositionen ein. Im Gegenzug ist der Anteil des materiellen Vermögens gering. Gemessen am Gesamtkapital (Bruttovermögen = Bilanzsumme) lag dieser zuletzt bei nur 9,5 Prozent im von Technologieunternehmen geprägten Nasdaq 100, wohingegen *Big Oil* (gemeint sind die fünf größten integrierten Ölkonzerne der westlichen Industrienationen) auf den gut siebenfachen Anteil kommt (Grafik 1).

Grafik 1: Anteil materielles Vermögen am Gesamtkapital im Nasdaq 100 und am Gesamtkapital von Big Oil

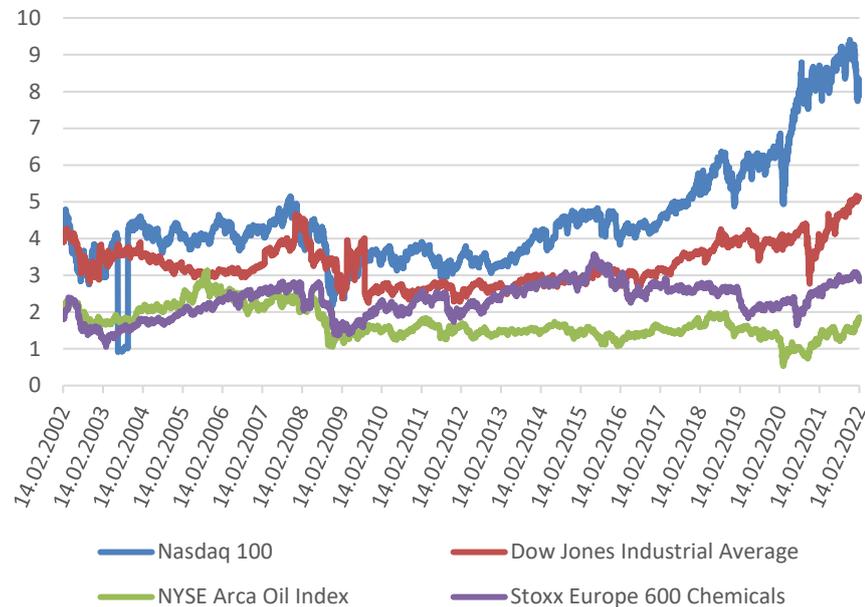


Quelle: Bloomberg, Stand: Februar 2022, jeweils per Jahresende

Zweitens haben sich die Kurs-Buchwert-Verhältnisse von Technologieunternehmen stark nach oben bewegt, während sich daran gemessen die Bewertungen von Aktien aus der „Old Economy“, wie der europäischen Chemie- oder der amerikanischen Öl-Industrie, kaum verändert haben (Grafik 2).



Grafik 2: Kurs-Buchwerte-Verhältnisse Nasdaq 100, Dow Jones, Stoxx Europe 600 Chemicals, NYSE Arca Oil Index



Quelle: Bloomberg, Stand: Februar 2022

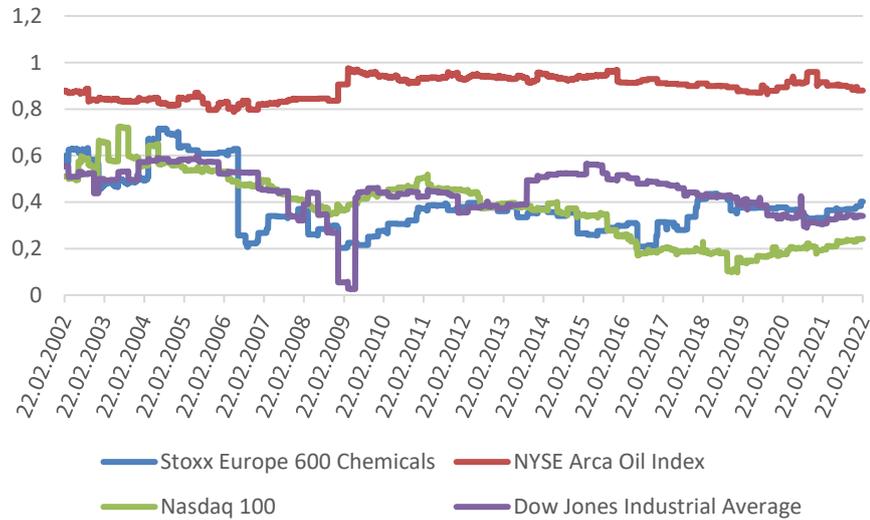
Ein Teil dieser Entwicklung lässt sich mit einer Bewertungsausweitung bei Aktien von zinsensensitiven Technologiefirmen in Zeiten loser Notenbankpolitik erklären. Doch ein anderer Teil dieser Marktwert-Buchwert-Lücke geht auf ein tieferliegendes Problem zurück: den Bilanzierungsregeln. So illustriert das Verhältnis aus materiellem Buchwert und Gesamtbuchwert die alte Welt, mit ihren regelmäßig bilanzfähigen Assets; und es zeigt eine neue Unternehmenslandschaft, mit ihren – aus Bilanzsicht! – regelmäßig geringen „harten“ Vermögenswerten.

Einbruch bei den materiellen Buchwerten im Nasdaq

Bei US-Ölwerten etwa gibt es konstant wenig immaterielles Vermögen. Der Buchwert des materiellen zum gesamten Nettovermögen lag über 20 Jahre konstant zwischen 0,8 und annähernd 1,0. Im Nasdaq 100 dagegen ist dieses Verhältnis über zwei Jahrzehnte von in der Spitze gut 0,7 auf bis zu 0,1 zurückgegangen (Grafik 3). Zuletzt zog die Quote im Nasdaq 100 an auf 0,24, geschuldet den deutlichen Kursabschlägen bei Technologiewerten.



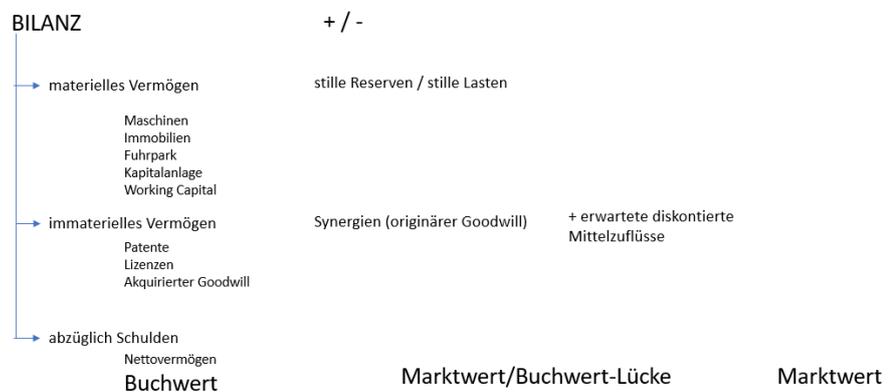
Grafik 3: Materieller Buchwert zu Gesamtbuchwert Stoxx Europe 600 Chemicals, NYSE Arca Oil Index, Nasdaq 100 und Dow Jones



Quelle: Bloomberg, Stand: Februar 2022

Der Buchwert ist eine Gegenwartsgröße und stellt den Vermögensanteil der Eigner an einem Unternehmen dar. Dieser berechnet sich vereinfacht nach dem Gesamtkapital abzüglich der Schulden und Verbindlichkeiten (Grafik 4). Bei Aktiengesellschaften gilt als traditionelle Faustformel: Ist ein Unternehmen an der Börse genau so viel wert, wie das Nettovermögen in seiner Bilanz widerspiegelt (Kurs-Buchwert-Verhältnis = 1), ergibt sich immer dann eine Unterbewertung, wenn es dauerhaft wenigstens etwas mehr als seine Kapitalkosten verdient. Unternehmen, die ihre Kapitalkosten nicht verdienen, sondern regelmäßig auf externe Finanzierung (Fremd- und/oder Eigenkapital) angewiesen sind, wären selbst bei einem KBV von nur 1 oder sogar darunter noch als überteuert bewertet anzusehen.

Grafik 4: Von der Bilanz zum Marktwert



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute



Vermögensbilanzierung auf der Agenda der Regelssetzer

Dass der Markt inzwischen zahlreichen, auch längst etablierten Konzernen gemessen an ihrem Bilanzvermögen hohe Buchwerte zubilligt, hat auch das für die IFRS zuständige International Accounting Standards Board (IASB) als Problem erkannt. Doch die Mühlen mahlen dort nicht besonders schnell. Aktuell sind – unter anderen – Investoren, Unternehmen und Wirtschaftsprüfer aufgefordert, für ein Research Forum im November 2023 Beiträge zur möglichen Neubilanzierung von immateriellen Vermögenswerten beizusteuern. Eine „Vielzahl von Perspektiven“ sei laut IASB dabei ausdrücklich erwünscht. Von wissenschaftlicher Seite her wurde in den vergangenen Jahren teilweise der Versuch unternommen, Marktwert-Buchwert-Lücken auf zum Stichtag „nicht erklärbare und damit vom Markt gehegte „Gewinnsteigerungserwartungen“ zurückzuführen“.¹ Doch das übersieht Grundsätzliches: Dass die Regelwerke Unternehmen schlicht Grenzen setzen, was als Vermögen bilanzierbar ist, und was nicht.

Stark eingeschränkte Bilanzierungsmöglichkeiten

Was gilt überhaupt als bilanzierungsfähiges Vermögen im Sinne internationaler Rechnungslegung à la IFRS oder US-GAAP? In der Theorie umfassen Intangibles „nicht-monetäre Vermögenswerte“, die nicht greifbar, aber „identifizierbar“ sind. Letzteres ergibt sich daraus, dass der Vermögenswert entweder einzeln erfasst werden kann oder sich aus vertraglichen oder gesetzlichen Rechten speist. Die Liste solcher möglicherweise bilanzfähigen Vermögensgegenstände ist lang: Darunter können etwa eine patentierte Technologie, Computersoftware, Datenbanken, Marken, Handelsrechte, Kundenlisten Internet-domains, Filme, TV-Sendungen, Lizenzen, Franchiseverträge oder Vermarktungsrechte fallen. Wichtig dabei: Das Unternehmen muss aus dem Intangible Asset wirtschaftliche Vorteile erwarten, in Zuflüssen von Barmitteln etwa. Zwar ist es Unternehmen auch möglich, intern generiertes Vermögen in der Bilanz zu zeigen. Das ist aber mehr (nach US-GAAP) oder etwas weniger (nach IFRS) eingeschränkt: Während viele Vorschriften nach IFRS und US-GAAP sehr ähnlich sind, dürfen interne Entwicklungskosten den US-Regeln nach nicht als Vermögensposten auftauchen (Ausnahmen hiervon sind bei Software gestattet), während das nach IFRS möglich ist. Die Liste an bilanzfähigen Vermögenswerten ist zwar lang, allerdings beschränkt sich der Ansatz also regelmäßig maximal (und nur nach

¹ Dirk Honold, Rolf Uwe Fülbier, Andreas Weese; Zukunftspotenziale aus Kapitalmarktsicht: Marktwert-Buchwert-Gegenwartswert-Lücke am Beispiel der DAX-Unternehmen



IFRS) auf die bei der Entwicklung von Produkten anfallenden Aufwendungen. Gehirnschmalz der Mitarbeiter, möglicherweise hohe Forschungskosten, sind nicht ansetzbar, sondern schlagen sich nur in der Ertragsrechnung als Aufwand wieder. Nach US-GAAP finden sich in den Aufwandsposten zusätzlich eben noch fast alle Entwicklungskosten, denen zunächst noch keinerlei den Buchwert erhöhende Gewinne gegenüberstehen. Das führt zu erheblichen Differenzen zwischen Markt- und Buchwerten.

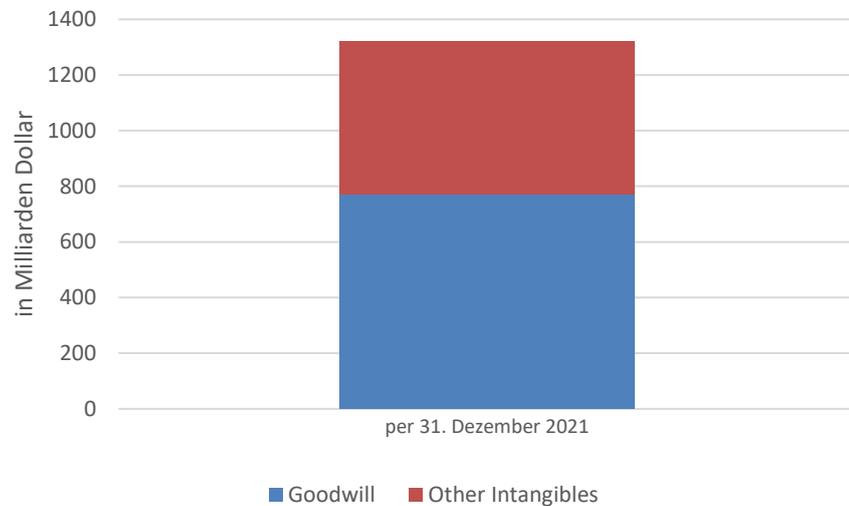
Übernahmen bilanziell bevorzugt

Wichtigste Quelle um erhebliches Vermögen – ob materieller, ob immaterieller Natur – in die Bilanz zu bekommen, ist eine Übernahme, die bilanziell deutliche Vorzüge erfährt. Denn danach wird nicht nur das erworbene Vermögen der neuen Tochter ein Aktivposten, sondern gleich der gesamte Kaufpreis erfasst – ohne Abzug. Ergibt sich eine Differenz aus Kaufpreis zu erworbenem Nettoanlagevermögen – was regelmäßig der Fall ist – dann geht dieser als sogenannter Goodwill in die Bilanz ein. Dieser Geschäfts- oder Firmenwert zeigt sich längst bei vielen Unternehmen als ein wesentliches Intangible Asset. Der Goodwill gilt dabei als diejenige Bilanzposition, die für Außenstehende als am schwierigsten bewertbar gilt, beruht er doch in erster Linie auf (internen) Annahmen des Managements. Geschäfts- und Firmenwerte sollen mögliche künftige Synergien aus einem Zusammenschluss widerspiegeln.

Nach einer Übernahme erhalten Investoren aber letztendlich einen wesentlich besseren Überblick, über Vermögen, Kaufpreisprämie und den damit verbundenen Chancen und Risiken. Mühsam intern entwickelte Wettbewerbsvorteile oder intern erarbeitete künftige Synergiepotenziale finden bilanziell dagegen keinen Niederschlag. Wahrscheinlich auch deshalb überziehen Unternehmen bei Übernahmen gerne mal das Konto, abzulesen an der enormen Summe an Goodwill. 8800 Milliarden Dollar betrug der von Unternehmen bilanzierte Goodwill 2020 weltweit. Eine Summe, die direkt auf den Buchwert einzahlt. Im Gegensatz zu praktisch allen anderen Intangible Assets wird der Goodwill nicht regelmäßig abgeschrieben, was dazu führt, dass diese Position Jahr für Jahr ein größeres Gewicht in den Unternehmensbilanzen erfährt. Im Nasdaq 100 beispielsweise macht der Goodwill inzwischen gut 58 Prozent aller Intangible Assets aus (Grafik 5).



Grafik 5: Immaterielle Vermögensgegenstände im Nasdaq 100



Quelle: Bloomberg, Stand: Februar 2022

Da für einen durch den Aufbau von Wettbewerbsvorteilen selbst erschaffenen (originären) Goodwill in allen gängigen Rechnungslegungsnormen ein Aktivierungsverbot besteht, findet in Unternehmen entwickeltes, wertschöpfendes Wissen, das sich in Patenten, Lizenzen oder Rechten niederschlägt, nur rudimentär Berücksichtigung in den Bilanzen. Das gilt insbesondere für Digitalunternehmen oder auch für die Biotechnologiefirmen. So machten immaterielles Vermögen und Nutzungsrechte bei einem der maßgebenden mRNA-Covid19-Impfstoffhersteller in seiner Bilanz per Ende 2020 nur gut 260 Millionen Euro aus, bei einem Eigenkapital von knapp 1,4 Milliarden Euro. Daraus zog das Unternehmen in den ersten neun Monaten 2021 einen Gewinn vor Steuern und Zinsen von gut 10,5 Milliarden Euro. Die Marktbewertung beträgt ein Vielfaches dieses Gewinns. Das Kurs-Buchwert-Verhältnis lag zeitweise bei Faktoren von um die 100. Das Beispiel zeigt ebenfalls: Investoren müssen außerhalb der Bilanz nach werttreibenden Faktoren suchen. Hinweise finden sich zwar regelmäßig in den Lageberichten, doch bleibt eine Quantifizierung offen. Als eine der wichtigsten externen Faktoren dürfen Markennamen zählen, zahlreiche und regelmäßige Rankings quantifizieren deren Wert. Denn selbstverständlich verkaufen sich Limonaden oder Sneakers deutlich besser und teurer, steht dahinter eine in der Wahrnehmung des Konsumenten begehrte Marke. Immer wieder, und schon seit langem diskutiert, wird eine sogenannte Humankapitalbetrachtung, die darauf abzielt, die Wertschöpfung pro Mitarbeiter als in der Bilanz aktivierungsfähig umzusetzen. Zur Berechnung dafür gibt es verschiedene Ansätze, die hier nicht diskutiert werden sollen, da sie zahlreiche Probleme der Erfassung und bilanziellen Umsetzung mit sich bringen. Genannt werden soll hier nur die



Problematik von Schlüsselmitarbeitern, die identifiziert und im Zweifel oder bei Weggang isoliert im wahrsten Sinne des Wortes abgeschrieben werden müssten.

Fazit

Objektiv betrachtet, und in den Börsenpreisen auch zu beobachten, sind nicht bilanzierungsfähige Vermögenswerte ebenso werttreibende Faktoren, wie die von den Standardsetzern als bilanzierungsfähig erachteten Assets. Abschreibungen können logischerweise nur auf die angesetzten Aktiva erfolgen; sie sind ein wichtiger Indikator für die Beurteilung der Performance eines Unternehmens und einzelner Geschäftseinheiten. Die traditionellen Bilanzregeln sind für Unternehmen geschaffen, die materielle und immaterielle Werte im Sinne der Lesart des Accounting schaffen. US-GAAP und IFRS präferieren durch Übernahmen entstandene Werte, sowohl abzulesen an den hohen und stetig steigenden Geschäfts- und Firmenwerten, wie auch an dominanten Goodwill-Anteilen an allen Intangible Assets. Buchwerte spiegeln bei klassischen Industrieunternehmen weiterhin gut die ökonomische Realität wider. Die am Markt zu beobachtenden eher als niedrig einzuschätzenden Kurs-Buchwerte-Verhältnisse können Investoren deshalb wie in der Vergangenheit als guter Anhaltspunkt dazu dienen, möglicherweise fair oder unterbewertete Unternehmen zu finden – was dann einer weiteren Analyse wie etwa der Kapitalkosten bedingt. Bei Technologie-getriebenen Firmen dagegen sind wesentliche Treiber der operativen Geschäfte nicht bilanzierungsfähig. Strenge Regeln bei den Ansätzen von intern generiertem immateriellem Vermögen untertreiben das Wertschöpfungspotenzial. So können Investoren aus der Bilanz selbst nur wenig Schlüsse ziehen, insbesondere bei Unternehmen, deren Geschäftsmodell nicht, oder nur wenig durch Übernahmen getrieben ist. Kurs-Buchwert-Verhältnisse sind daher praktisch ungeeignet, um auf einen *Fair Value* für den Unternehmenswert zu kommen. Fehlende bilanzielle Informationen erfordern eine weiterreichende Analyse und Quantifizierung von nicht-bilanzierten Werttreibern. Das kann bei mangelnder Sorgfalt zu Fehlallokationen führen.

Sollen Bilanzen die Rechnungslegung nach IFRS und US-GAAP ihre Berechtigung behalten oder wiedererlangen als Basis für eine Analyse aller Unternehmen, dann ist es erforderlich, interne gegenüber zugekaufter Wertschöpfung nicht wie bisher zu diskriminieren. Eine verstärkte Berücksichtigung von werttreibenden Faktoren innerhalb der nichtfinanziellen Berichterstattung verführt Unternehmen erfahrungsgemäß eher zu Marketing. Wenn Unternehmen eine zunehmende Möglichkeit bekommen sollten, immaterielle Vermögensgegenstände zu bilanzieren, dann sollten sie deshalb zu mehr Angaben verpflichtet werden, um Window Dressing entgegenzuwirken. Insbesondere die erwartete Nutzungsdauer von Vermögensgegenständen sollte eine



Pflichtangabe sein. Im Zuge einer Evolution der Bilanzregeln sollte dies nicht nur für bisher nicht-bilanzierte Intangible Assets gelten, sondern für alle immateriellen Vermögensgegenstände. Unternehmen sollten verpflichtend über die erwartete Nutzungsdauer abschreiben – das sollte last not least auch für den Goodwill nach Übernahmen gelten.



RECHTLICHE HINWEISE

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und zum Ausdruck gebrachten Meinungen geben die Einschätzungen des Verfassers zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Angaben zu in die Zukunft gerichteten Aussagen spiegeln die Ansicht und die Zukunftserwartung des Verfassers wider. Die Meinungen und Erwartungen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen Dokumenten der Flossbach von Storch AG dargestellt werden. Die Beiträge werden nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. (Mit diesem Dokument wird kein Angebot zum Verkauf, Kauf oder zur Zeichnung von Wertpapieren oder sonstigen Titeln unterbreitet). Die enthaltenen Informationen und Einschätzungen stellen keine Anlageberatung oder sonstige Empfehlung dar. Eine Haftung für die Vollständigkeit, Aktualität und Richtigkeit der gemachten Angaben und Einschätzungen ist ausgeschlossen. **Die historische Entwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Entwicklung.** Sämtliche Urheberrechte und sonstige Rechte, Titel und Ansprüche (einschließlich Copyrights, Marken, Patente und anderer Rechte an geistigem Eigentum sowie sonstiger Rechte) an, für und aus allen Informationen dieser Veröffentlichung unterliegen uneingeschränkt den jeweils gültigen Bestimmungen und den Besitzrechten der jeweiligen eingetragenen Eigentümer. Sie erlangen keine Rechte an dem Inhalt. Das Copyright für veröffentlichte, von der Flossbach von Storch AG selbst erstellte Inhalte bleibt allein bei der Flossbach von Storch AG. Eine Vervielfältigung oder Verwendung solcher Inhalte, ganz oder in Teilen, ist ohne schriftliche Zustimmung der Flossbach von Storch AG nicht gestattet.

Nachdrucke dieser Veröffentlichung sowie öffentliches Zugänglichmachen – insbesondere durch Aufnahme in fremde Internetauftritte – und Vervielfältigungen auf Datenträger aller Art bedürfen der vorherigen schriftlichen Zustimmung durch die Flossbach von Storch AG

© 2022 Flossbach von Storch. Alle Rechte vorbehalten.

IMPRESSUM

Herausgeber Flossbach von Storch AG, Research Institute, Ottoplatz 1, 50679 Köln, Telefon +49. 221. 33 88-291, research@fvsag.com; *Vorstand* Dr. Bert Flossbach, Kurt von Storch, Dirk von Velsen; *Umsatzsteuer-ID* DE 200 075 205; *Handelsregister* HRB 30 768 (Amtsgericht Köln); *Zuständige Aufsichtsbehörde* Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Marie-Curie-Straße 24 – 28, 60439 Frankfurt / Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn, www.bafin.de; *Autor* Christof Schürmann; *Redaktionsschluss* 02. März 2022