

Daniel Reimsbach

# **Immaterielles Vermögen in der Unternehmensanalyse**

Bewertungsmethodik  
und Entscheidungsrelevanz

Mit einem Geleitwort von  
Univ.-Prof. Dr. Raimund Schirmeister



**GABLER**

**RESEARCH**

# Inhaltsverzeichnis

|   |           |
|---|-----------|
| Abkürzungsverzeichnis.....  | XIII      |
| Symbolverzeichnis.....  | XIX       |
| Abbildungsverzeichnis.....  | XXVII     |
| <b>I. Grundlegung.....</b>  | <b>1</b>  |
| A. Notwendigkeit einer originären Bewertung des immateriellen Vermögens... 1        | 1         |
| B. Ressourcerorientierung der Modellkonzeption.....                                 | 18        |
| C. Gang der Untersuchung.....   | 22        |
| <b>II. Residualgewinnorientierte Bewertung des immateriellen Vermögens.....</b>     | <b>29</b> |
| A. Modelltheoretischer Rahmen.....  | 29        |
| 1. Residualwertorientierung traditioneller Bewertungsansätze.....                   | 29        |
| 2. Modifikationsbedarf des unternehmungswertorientierten Residualgewinnmodells..... | 38        |
| B. Der Residualgewinn des immateriellen Vermögens.....                              | 48        |
| 1. Ermittlung des materiellen Kapitals als Basisgröße.....                          | 48        |
| a) Substanzorientierte Ableitung aus Bilanzwerten.....                              | 48        |
| b) Aufdeckung stiller Reserven in der materiellen Unternehmungssubstanz.....        | 59        |
| 2. Ableitung von Verzinsungsansprüchen an das materielle Kapital.....               | 64        |
| a) Gewogene Renditeforderungen der Kapitalgeber als Gesamtkapitalkosten.....        | 64        |

|   |            |
|---|------------|
| b) Vermögenswertspezifische Anpassung der Kapitalkosten.....  | 74         |
| c) Rendite einer risikolosen Alternativenanlage als Kosten des materiellen Kapitals.....                        | 80         |
| 3. Herleitung einer nachhaltigen Erfolgsgröße zur Deckung der Verzinsungsansprüche.....                         | 86         |
| a) Das Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen auf immaterielle Vermögenswerte als Überschussgröße..... | 86         |
| b) Residualgewinne als Perioden-Wertbeiträge des immateriellen Vermögens.....                                   | 91         |
| C. Der Ertragswert des immateriellen Vermögens als Modellergebnis.....  | 94         |
| 1. Theoriegestützte Ableitung zukünftiger Residualgewinne.....  | 94         |
| 2. Residuale Ermittlung des Diskontierungsfaktors aus den gewogenen Kapitalkosten der Unternehmung.....         | 101        |
| 3. Phasenspezifische Diskontierung der Residualgewinne.....   | 104        |
| <b>III. Der Ertragswert des immateriellen Vermögens als Element der Unternehmensanalyse.....</b>                | <b>111</b> |
| A. Immaterielles Vermögen in der Empirie.....   | 111        |
| 1. Modellanwendung für Unternehmungen des deutschen Kapitalmarkts.....  | 111        |
| a) Originäre Datenanalyse mit Konzernabschlüssen.....   | 111        |
| b) Einbezogene Unternehmungen im Untersuchungszeitraum 1998-2007.....   | 114        |
| c) Modellanpassungen für die empirische Analyse.....  | 117        |
| 2. Analyse des immateriellen Vermögens und der Kapitalmarktentwicklung im Zeitraum 1998-2007.....               | 123        |
| a) Diskontinuierlicher Anstieg des immateriellen Vermögens.....   | 123        |

---

|   |     |
|---|-----|
| b) Verdacht eines Gleichlaufs von immateriellem Vermögen und<br>Preisbildung auf dem Kapitalmarkt.....  | 129 |
| 3. Wertrelevanz als Zusammenhang von Rechnungslegung und<br>Kapitalmarkt.....                           | 133 |
| a) Informationseffiziente Märkte als Prämisse der Wertrelevanz.....                                     | 133 |
| b) Annahme einer positiven Wertrelevanz des immateriellen<br>Vermögens.....                             | 137 |
| B. Erklärungsgehalt des immateriellen Vermögens für den Marktwert der<br>Unternehmung.....              | 142 |
| 1. Modellierung von Wertrelevanz über statistische<br>Zusammenhangsanalysen.....                        | 142 |
| a) Methodik der Korrelations- und Regressionsanalyse.....   | 142 |
| b) Empirisch testbare Form des Bewertungsmodells.....   | 150 |
| 2. Wertrelevanz des immateriellen Vermögens.....  | 155 |
| a) Positive Korrelation der Ertragswerte des<br>immateriellen Vermögens.....                            | 155 |
| b) Signifikanter Erklärungsgehalt des Gesamtmodells<br>unter Einbeziehung des materiellen Kapitals..... | 159 |
| 3. Vergleich der Wertrelevanz alternativer Fundamentalmaße.....   | 163 |
| a) Ertragswerte auf Basis von Cash-Flow und EBIT als wertrelevante<br>Größen.....                       | 163 |
| b) Erklärungsmehrwert der Modellergebnisse des immateriellen<br>Vermögens.....                          | 168 |
| 4. Grenzen einer empirischen Analyse der Entscheidungsrelevanz.....                                     | 170 |

---

|   |            |
|---|------------|
| C. Immaterielles Vermögen in der Jahresabschlussanalyse.....  | 174        |
| 1. Erweiterung der erfolgswirtschaftlichen Analyse um den Ertragswert<br>des immateriellen Vermögens..... | 174        |
| 2. Möglichkeit einer geschäftsmodell-spezifischen Kennzahlenanalyse. . . .                                | 178        |
| a) Immaterielles Vermögen als Konglomerat von Einzelwerten. . . . .                                       | 178        |
| b) Geschäftsmodellorientierte Wertbeiträge des immateriellen<br>Vermögens.....                            | 184        |
| 3. Potenzial periodeübergreifender Wachstumsanalysen.....   | 193        |
| a) Zeitvergleich der Perioden-Wertbeiträge des<br>immateriellen Vermögens.....                            | 193        |
| b) Analyse impliziter Wachstumsprämissen im Marktwert der<br>Unternehmung.....                            | 199        |
| <b>IV. Fazit und Ausblick.....</b>  | <b>207</b> |
| Anhang.....   | 213        |
| Verzeichnis der Gesetze und Verlautbarungen von Standardsetzern.....                                      | 249        |
| Literaturverzeichnis.....   | 251        |