

# Intellektuelles Kapital und Finanzdienstleister: Die Sicht der Anwender

Vortrag von **Fritz H. Rau\***, EFFAS

Konferenz **Intellectual Assets and Innovation: Value Creation in the Knowledge Economy**  
Ferrara, 20-22 Oktober 2005

*Englisch-Deutsch-Übersetzung: Thomas Auer*

## **Abstrakt:**

*Die Unternehmensbewertung ist ein Prozess, der quantitative und qualitative Elemente, kombiniert mit einem hohen Grad von Erfahrung und Urteilsvermögen kombiniert. Dabei nehmen Informationen über das intellektuelle Kapital eine wichtige Rolle bei der abschließenden Festlegung des Unternehmenswertes durch den Analysten ein. Seitens der Unternehmen gewinnt das intellektuelle Kapital (IK) zunehmend mehr Beachtung: Die Erkenntnis steigt, dass ein effizientes IK-Management die Offenlegung dieser „weichen Werte“ voraussetzt. Finanzdienstleister und deren Verbände unterstützen diese Entwicklung; sie können bei der Definition der Analyse-relevanten Informationen eine wichtige Rolle wahrnehmen und damit das Bewusstsein der Bedeutung des intellektuellen Kapitals in der Finanzwelt ausbauen. EFFAS unterstützt die Bemühungen ihrer Mitglieder zugunsten der Berichterstattung über intellektuelles Kapital, was für die Finanzdienstleister eine Information von erheblicher Bedeutung werden kann.*

## **Einführung**

Bevor ich zum Thema meines Referats komme, möchte ich auf zwei Punkte eingehen. Erstens danke ich der Universität von Ferrara und der OECD für die Einladung an EFFAS, die Bedeutung des Intellectual Capital Reporting aus Sicht der Finanzdienstleister aufzuzeigen. Zweitens möchte ich Ihnen EFFAS, die European Federation of Financial Analysts Societies, kurz vorstellen.

EFFAS ist die Dachorganisation von 24 nationalen Analysten-Verbänden. Sie repräsentiert über 14'000 Finanzdienstleister aus den Bereichen Equity- & Bond-Research, Asset- & Portfolio Management und Anlageberatung. Unsere übergeordneten Ziele sind:

- Das Setzen von Standards für Finanzdienstleister in Kommunikation, Ethik und Qualifikation.
- Aktive Wahrnehmung unseres Einflusses bei relevanten EU-Richtlinien.
- Erkennung und Respektierung von regionalen Markt-Charakteristiken

Eine der größten Herausforderungen des 21. Jahrhunderts ist die Wahrung des Wohlstands der Bevölkerung. Europa braucht einen gemeinsamen Finanzmarkt, um die Wettbewerbsfähigkeit der Volkswirtschaften und des Humankapitals zu sichern. Ein reibungslos funktionierender Finanzmarkt und ein hohes Vertrauen der Investoren sind Voraussetzungen diese Ziele zu erreichen.



# EFFAS THE EUROPEAN FEDERATION OF FINANCIAL ANALYSTS SOCIETIES

„Wissen ohne Integrität ist gefährlich und schädlich“, sagte der englische Autor und Gelehrte Samuel Johnson im 18. Jahrhundert. EFFAS ermutigt ihre Mitgliedsverbände, global akzeptierte Ethik-Benchmarks im professionellen Verhalten zu setzen. Um Samuel Johnson noch einmal zu zitieren: „Integrität ohne Wissen ist schwach und unbrauchbar“. Aus diesem Grund bieten wir Qualifikationen für Finanzdienstleister an: Das weltweit akzeptierte Diplom als „Certified International Investment Analyst (CIIA)“. Dieses attestiert dem Inhaber die Kompetenz und Integrität in allen relevanten Bereichen der Berufsausübung. EFFAS-Mitglieder sind als Anwender von Unternehmensinformationen bestens positioniert, um neue Standards zu entwickeln. Sie sind in verschiedensten nationalen und supranationalen Kommissionen und Arbeitskreisen vertreten.

Ungeachtet der Tatsache, dass quantitative Methoden zur Bewertung von Investments wesentlich weiter entwickelt sind als die qualitativen Verfahren, engagieren sich die EFFAS-Mitglieder pro-aktiv in diesem Gebiet. Abgesehen von Corporate Governance, Nachhaltigkeit oder von Corporate Responsibility ist das IC-Reporting (= Wissensbilanzierung) ein Gegenstand von zunehmender Bedeutung. Ich weiß, Transparenz ist zwar wichtig in unserem Geschäft, sollte aber nicht überstrapaziert werden. Deshalb ist nun die Zeit gekommen, uns dem Hauptthema IC-Reporting zu widmen.

## ***Hintergrund: Warum sind Finanzdienstleister am IC-Reporting interessiert?***

Die Spekulations-Blase Ende der 90-er Jahre und die nachfolgende Krise in den Aktienmärkten zeigte die Grenzen der traditionellen Analyse- und Bewertungsinstrumente. Auch erwiesen sich standardisierte Rechnungslegungsmethoden als unzureichend, da sie einige fundamentale Werttreiber nicht erfaßten. Wir als Finanzdienstleister glauben, dass dies zwei Probleme desselben Ursprungs sind. Und wir erwarten, dass als Resultat die Lösung des einen Problems (Analyse und Bewertung, die sich verstärkt auf die grundlegenden Geschäftsprozesse stützt) zur Lösung der zweiten Komplikation führt (Optimierung der Informationsqualität und –quantität durch den Einbezug des intellektuellen Kapitals).

Demzufolge haben sich in den vergangenen Jahren verschiedene EFFAS-Verbände intensiv mit der Identifikation von innovativen und erfolgversprechenden Methoden zur Messung und Beurteilung von immateriellen Unternehmenswerten engagiert. Dabei wurde einerseits untersucht, ob diese für Unternehmen als Management Werkzeuge und zur Steuerung der Wertschöpfung geeignet sind; andererseits ob sie als Instrumente für Analysten zur Unternehmensbewertung eingesetzt werden können.



## EFFAS THE EUROPEAN FEDERATION OF FINANCIAL ANALYSTS SOCIETIES

Solche Methoden ermöglichen es den Finanz-Analysten – sofern sie ein adäquates Ausmaß an Informationen erlangen – den „wahren Wert“ effizienter zu bestimmen: Aus der Verknüpfung von vergangenheitsbezogenen finanziellen Kennzahlen und den Indikatoren des künftigen Wachstum-Potentials. Dadurch werden interne Wertschöpfungsprozesse des Management offen gelegt und anerkannt.

Somit erreichen wir eine Win-Win-Situation: Der erhöhte Offenlegungsgrad des intellektuellen Kapitals durch das Management setzt den Finanzanalysten in eine Position, in welcher er jene Bewertungsmethode wählen kann, die seine eigenen Ziele optimal erfüllt. Dieses komplettierte Instrumentarium des Analysten hilft, die Verständlichkeit der „Equity-Story“ des Unternehmens zu optimieren (aus Unternehmenssicht und aus der Perspektive der individuellen Investoren), was eine Marktwert-Erhöhung des Unternehmens zum Ergebnis hat (*Effektive Ergebnisse als ein Resultat der implementierten strategischen und operativen Initiativen*).

Der damit erzielte höhere Nutzen ist keineswegs exklusiv für börsennotierte Unternehmen. Es gibt zahlreiche weitere Situationen, in welchen die korrekte Bewertung des intellektuellen Kapitals eine Notwendigkeit ist. Zum Beispiel Mergers & Acquisitions, Aktien-Optionspläne für das Management und die Leistungs-Bewertung von individuellen Geschäfts-Einheiten.

### **Aufforderung zum Intellectual Capital Reporting** (= Wissensbilanzierung)

Nach unserer Meinung sollen die Informationen des IC-Reportings regelmäßig in den Entscheidungsprozess eines Investoren integriert werden. Eine Bewertung ist kein vordefinierter Entscheidungsprozess; es gibt keine Blackbox, welche mit Zahlen gefüttert wird und danach Werte liefert. Sie ist vielmehr ein Prozess, der quantitative und qualitative Elemente voraussetzt, verbunden mit einem hohen Grad an Urteilskraft. Deshalb kann die Information über das intellektuelle Kapital das Urteil des Analysten maßgeblich beeinflussen. Z. B. • sind Kenntnis über die Qualifikation, Erfahrung und die erbrachten Leistungen von F&E Mitarbeitern Indikatoren für die Innovationsfähigkeit des Unternehmens, welche die Neu-Produkte-Planung und – umgesetzt – die Umsatzplanung beeinflusst. • Die Kenntnis des historischen Trends der Kundenzufriedenheit ermöglicht dem Analysten eine optimierte Voraussage zur Kundenbindung und damit – wiederum – zur Voraussage von Umsatz und Gewinn. Im Weiteren kann das IC-Reporting die Verständlichkeit eines Businessplans des Unternehmens, seine Chancen und Risiken steigern: Umgesetzt heißt dies, dass Investoren ein klares Bild über die Perspektiven des Unternehmens haben und angemessenere Beta Faktoren und Kapitalkosten im Bewertungsprozess anwenden können.



Als Fazit sind wir der Meinung, dass zusätzliche Informationen über das intellektuelle Kapital zu einer besseren Berechnung der Kapitalkosten einer Unternehmung beitragen und die Bewertung des Unternehmens im Vergleich zu seinen Wettbewerber optimiert. Dies ist mit Sicherheit ein starkes Argument, ein IC-Reporting einzuführen. Zweitens bestehen Anzeichen, dass professionelle Verbände dem IC-Reporting vermehrt Beachtung schenken und damit die Investorenwelt beeinflussen.

### ***Der Weg zur Harmonisierung des IC-Reportings und die Rolle der Institutionen***

Die schnelle Entwicklung in der Debatte über immaterielle Werte – in der geschäftlichen und akademischen Welt – führte zu einer Situation, in welcher mehrere private oder staatliche Anbieter verschiedene Standards und Bewertungsinstrumente erstellt und propagiert haben. Einige Exponenten glauben ein wachsendes Bedürfnis für eine Harmonisierung erkannt zu haben. Nach unserer Meinung ist die Anwendung des IC-Reportings noch in einem zu frühen Stadium, um eine „komplette Standardisierung zu verlangen. Zur Erinnerung: Es brauchte Jahrzehnte, bis IFRS für die traditionelle Rechnungslegung vorgestellt wurde. In der Tat sollten wir dieser Sache Zeit für das Wachsen und für die Entwicklung geben. Folglich sollten wir uns zur Zeit mit unterschiedlichen Ausprägungen in den IC-Berichten abfinden.

Andererseits sind wir der Meinung, dass es zu diesem Zeitpunkt wichtig ist, dass sich die Unternehmen mit den Aspekten des IC-Reportings vertraut machen und anfangen, dieses als Managementsystem einzusetzen. In einem zweiten Schritt sollten die Unternehmen in Betracht ziehen, einige der Indikatoren für den Markt offen zu legen: Zu diesem Zeitpunkt werden wir eine detailliertere Standardisierung benötigen. Wenn wir jedoch zum jetzigen Zeitpunkt ein „deskriptives Regelwerk“ fordern, setzen wir die weitere Entwicklung dieses Instruments aufs Spiel. Mit anderen Worten sollten wir jetzt besser die Unternehmen für das IC-Reporting sensibilisieren, statt die Erstellung eines „Top-Down-Standards“ zu fordern. Letzteres wird später ohnehin kommen.

Zur Zeit gibt es bereits einige industrie-orientierte Leitlinien, meistens von Beratungsunternehmen oder Forschungsinstituten entwickelt. Wir finden es gut, jetzt mit der Diskussion und Ausarbeitung für harmonisierte Berichterstattung zu beginnen. Praktisch bedeutet dies:

- 1) Austausch von Leitlinien
- 2) Standardisierung von Inhalten/Indikatoren (Mit dem Wissen, dass diese oft Firmen-spezifisch sein können)



# EFFAS THE EUROPEAN FEDERATION OF FINANCIAL ANALYSTS SOCIETIES

In Zukunft würden wir auch eine graduelle Konvergenz mit Informationen aus anderen Berichten (Nachhaltigkeits-, Sozial- & Umweltsberichterstattung) fördern, die sich manchmal überschneiden. Wir denken, dass zu diesem Zeitpunkt die Harmonisierung sich auf übergeordnete Kriterien beschränken soll, um die Inhalte eines IC-Berichtes zu umreißen, z. B.:

1. Strategie
2. Kunden und Märkte
3. Human Resources
4. Prozesse und Innovation
5. Organisation

sowie weitere Parameter als Benchmarkgrößen. Die EU soll dann die klare Führung in diesem Prozess übernehmen. EFFAS anerkennt und unterstützt die zunehmende Beachtung und Commitment der Europäischen Kommission für das IC-Reporting, welches für die Finanzdienstleister von größter Wichtigkeit ist.

## ***Vorarbeiten von Berufsverbände***

Einige nationale Finanzanalysten-Verbände, die EFFAS angeschlossen sind, schenken den immateriellen Werten und dem IC-Reporting große Beachtung und haben bereits einige Vorschläge entwickelt. Ich möchte gerne auf einige der Arbeiten dieser EFFAS-Mitglieder eingehen:

- *Recommended Guidelines for additional Information on Value Creation*, herausgegeben von NFF, der Norwegian Society of Financial Analysts
- *Reporting Intellectual Capital*, herausgegeben von AIAF, der Italian Association of Financial Analysts
- *Intangibles assets: Measurement and Valorisation methods*, herausgegeben von AIAF, der Italian Association of Financial Analysts

Die Berufsverbände der Finanzdienstleister können bei der Definition, welche Informationen für eine effektive Analyse notwendig sind, eine wichtige Rolle einnehmen und dadurch die Finanzwelt für die Bedeutung des IC-Reportings sensibilisieren. Als solche sind wir bereit, unsere Kräfte zu bündeln und eine EFFAS Arbeitsgruppe zu organisieren, welche die Initiativen der Europäischen Kommission oder weiterer internationalen Organisationen wie OECD pro-aktiv unterstützt.



### **Spezifische Punkte und Forderungen**

Im Speziellen möchten wir zwei Punkte hervorheben, die eine spezifische Relevanz für die Finanzanalysten haben bei der schwierigen Aufgabe als „Aussenstehende“, d. h. nur mit öffentlich erhältlichen Informationen, ein Unternehmen bewerten zu müssen:

**A. Es wird empfohlen, dass die IC-Berichte langfristig konsistent sind.** Mit anderen Worten braucht ein Investor historisch konsistente Serien, um der langfristigen Entwicklung von relevanten Kriterien folgen zu können. Werden gewisse Indikatoren aufgeführt, um im nächsten Jahr durch andere Indikatoren ersetzt zu werden (manchmal vorteilhaft für das berichtende Unternehmen...), wird der Informationsgehalt für einen externen Investor unbrauchbar.

**B. Es wird empfohlen, dass das berichtende Unternehmen die Aussagekraft der Indikatoren erklärt und aufzeigt, wie diese hergeleitet wurden.** Nochmals, besser als die Details im Reporting vorzuschreiben (z. B. ein Kundenzufriedenheits-Index), ist die Forderung, dass ein Unternehmen aufzeigt, wie Informationen und Indikatoren erstellt wurden. Dies erlaubt dem Analysten bessere Fragen zu stellen und Vergleiche zwischen verschiedenen Ansätzen zu machen. Als ein Resultat kann aufgrund der Marktkräfte ein „Best-Practice“ in IC-Reporting entstehen.

### **Fazit:**

Wir sind überzeugt, dass weitere Fortschritte bei der Offenlegung von immateriellen Werten nur erreicht werden können, wenn ein konsensfähiger Ansatz die verschiedenen Interessen des berichtenden Unternehmens und der Investoren unter einen Hut bringt: Von den Unternehmen wird gefordert, dass sie der Außenwelt eine größere Quantität von Informationen mit optimierter Informationsqualität (mit entsprechenden Zusatzkosten) zur Verfügung stellen, während der Investor eben diese Informationen für sein Bewertungsschema braucht.

Den virtuoson Kreis, den wir sehen möchten, ist einer bei dem das Unternehmen:

- fähig ist, die immateriellen Werttreiber zu messen und zu managen
- die Transparenz durch die Offenlegung dieser Treiber kontinuierlich erhöht
- gegenüber Wettbewerber eine höhere Bewertung erzielen kann, was zu reduzierten Kapitalkosten führt
- was weitere Anstrengungen in Richtung mehr Kommunikation und Transparenz rechtfertigt, im Sinne einer weiteren Optimierung des Unternehmenswertes



# EFFAS THE EUROPEAN FEDERATION OF FINANCIAL ANALYSTS SOCIETIES

**Der Referent:**



**\*Fritz H. Rau**

Fritz H. Rau, Vorstandsvorsitzender des europäischen Dachverbandes European Federation of Financial Analysts Societies (EFFAS) und Vorstandsvorsitzender der Deutschen Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management (DVFA).

## **Anmerkungen zu diesem Dokument:**

Der Text dieses Files ist eine Übersetzung des Vortrags „Intellectual Assets and Investment Professionals: The View of the Users“, den Fritz H. Rau an der Konferenz **Intellectual Assets and Innovation: Value Creation in the Knowledge Economy** in Ferrara (20. – 22. Oktober 2005) in Englischer Sprache gehalten hat. Die Englisch-Version kann von [http://www.hrm-auer.ch/english\\_docs.php](http://www.hrm-auer.ch/english_docs.php) heruntergeladen werden.

Wir danken Herrn Rau für die freundliche Genehmigung, das File auf unserer Webseite zu reproduzieren. Thomas Auer

## **Links zum Thema:**

### **Intellectual Capital Reporting – ein Vergleich von vier Ansätzen**

Daniela Grübel/ Klaus North/ Günther Szogs (2004)

[www.learnact.de/downloads/Wissensbewertung.pdf](http://www.learnact.de/downloads/Wissensbewertung.pdf)

### **Wissensbilanz – Made in Germany.** Leitfaden zur Erstellung einer Wissensbilanz

Alvert, K.; Bornemann M.; Kivikas M. (2004):

[www.akwissensbilanz.org](http://www.akwissensbilanz.org)

### **Swiss Made Wissensbilanz** WB-Konzept mit harmonisierter Berichtsform

Auer Thomas (2005)

[www.hrm-auer.ch/wissensbilanz.php](http://www.hrm-auer.ch/wissensbilanz.php)

### **Intangibles Due Diligence** Einbezug von Intangibles in Due Diliigence Verfahren

Auer Thomas (2006)

[www.hrm-auer.ch/i\\_kapital.php](http://www.hrm-auer.ch/i_kapital.php)

### **Rating des intellektuellen Kapitals\*** IK bewerten: So gut wie nötig, nicht wie möglich!

Auer Thomas (2006) **\*ACHTUNG:** Dieser Beitrag wird erst nach der Publikation (16.08.06) geschaltet.

[www.hrm-auer.ch/i\\_kapital.php](http://www.hrm-auer.ch/i_kapital.php)