

Die Rolle des monetären Markenwerts bei M&A-Transaktionen

Prof. Dr. Dr. Mario Situm, Fachhochschule Kufstein; Tankred Z. Vogt & Giuseppe Sorrentino, Brandstock Valuation, München

1. Einleitung

► Eine Vielzahl durchgeführter Studien zeigt im Zuge einer Purchase Price Allocation (PPA) den hohen Anteil immaterieller Vermögenswerte und des Goodwills am Kaufpreis. Nach nationalen und internationalen Rechnungslegungsvorschriften werden essenzielle immaterielle Werttreiber erst mit dem Unternehmenszusammenschluss bilanziell sichtbar. Insbesondere die Markenrechte als Bestandteil der identifizierbaren immateriellen Vermögenswerte beinhalten meist verborgene und wertvolle stille Reserven.¹ Eine eigene empirische Untersuchung zeigte, dass durch ein eingebrachtes Markenwertgutachten sowohl die Verhandlungsposition als auch das Transaktionsvolumen bei einem M&A-Deal erhöht werden kann. In derselben Untersuchung gaben sowohl M&A- als auch Private-Equity-Experten an, dass die Bewertung aller immaterieller Vermögensgegenstände noch kein fester und etablierter Bestandteil der Due Diligence ist, wenngleich im Rahmen des Marketing-Audits die Markenbewertung als Bestandteil angesehen wird.² Eine Befragung aus dem Jahr 2012 zeigte, dass das deutsche Topmanagement den Wert der Marke erkannt hat und den Anteil des Markenwerts am Gesamtunternehmenswert auf durchschnittlich 50% schätzt.³ Diese selbstgeschaffenen Markenwerte sind bilanziell nicht aktivierbar und damit für Stake- und Shareholder nicht sichtbar.⁴ Dieser Beitrag vereint empirische Erhebung zur Relevanz immaterieller Vermögenswerte und gibt konzeptionelle Hilfestellung bei der Ermittlung eines ersten indikativen Markenwerts.

1.1. Immaterielle Vermögenswerte aus verschiedenen Perspektiven

Wie Abb 1. zeigt, haben führende Beratungsunternehmen anhand realer Transaktionen den Anteil der immateriellen Vermögenswerte und des Goodwill am Kaufpreis analysiert.⁵ Der über die Branchen gebildete Durchschnitt zeigt den hohen Kaufpreisanteil und auch die Relevanz dieser zum größten Teil nicht bilanziell abgebildeten Werte. Nach der Studie von PwC beträgt der Anteil immaterieller Vermögenswerte am Gesamtkaufpreis rund 39%, während der Goodwill 42% und materielle Assets einen Kaufpreisanteil von rund 19% einnehmen. Der Anteil materieller Assets am Gesamttransaktionsvolumen beträgt im Durchschnitt lediglich 22%.

Betrachtet man in diesem Zusammenhang die Entwicklung des Marktwerts der im S&P 500 gelisteten Unternehmen, ist ein sich stetig erhöhender Anteil immaterieller Vermögenswerte zu beobachten. Dies führt dazu, dass ein erheblicher Wertanteil des Unternehmens nicht direkt aus der Bilanz ersichtlich ist und erst mit einer Transaktion aufgedeckt wird. Während 1975 noch 83% den materiellen Vermögenswerten zugewiesen wurden, setzt sich heute der Marktwert des S&P 500 zu rund 84% aus immateriellen Assets zusammen.⁶

Bedingt durch diesen Strukturwandel und keine bzw. eingeschränkte Bilanzierbarkeit von selbstgeschaffenen immateriellen Vermögenswerten ist es für Anleger als auch Investoren und Finanzinstitute schwierig, rein auf bilanzieller Ebene eine echte Wertermittlung auf Basis aller relevanten und für den Wertschöpfungsprozess essenziellen Assets durchzuführen, um einen realistischen Überblick über den Wert und insbesondere die Zukunftspotenziale des Unternehmens zu erhalten.

1.2. Praktische Relevanz: Die Marke in der Purchase Price Allocation

Geht man nun eine Ebene tiefer und betrachtet ausgewählte Transaktionen samt den dazugehörigen Purchase

1 Vgl. IFRS 3.13; IAS 38.11 und 38.12.

2 Vgl. Meissner: Markenbewertung bei Mergers & Acquisitions, Analyse und Konzeption am Beispiel der Pharmaindustrie, 2003, S. 113.

3 Vgl. PricewaterhouseCoopers, 2012, Markenwertstudie, S. 10

4 Vgl. § 248 Abs. 2 Satz 2 HGB; IAS 38.63

5 KPMG: Intangible Assets and Goodwill in the context of Business Combinations. 342 analysierte Transaktionen zwischen 2003-2007 (Median), 2009; Ernst & Young: Acquisition Accounting – A Global Survey of Purchase Price Allocation Practices. 709 analysierte Transaktionen in 2007, 2009; PwC: Purchase Price Allocation und Goodwill Impairment in der Schweizer Praxis. 62 analysierte Transaktionen zwischen 2004-2010, 2011.

6 Ocean Tomo, Annual Study of Intangible Asset Market Value, 2015

Abb. 1 • Durchschnittliche Gesamtbetrachtung der PPA anhand echter Transaktionen

Quelle: Eigene Darstellung nach KPMG 2009, Ernst & Young 2009, PwC 2011

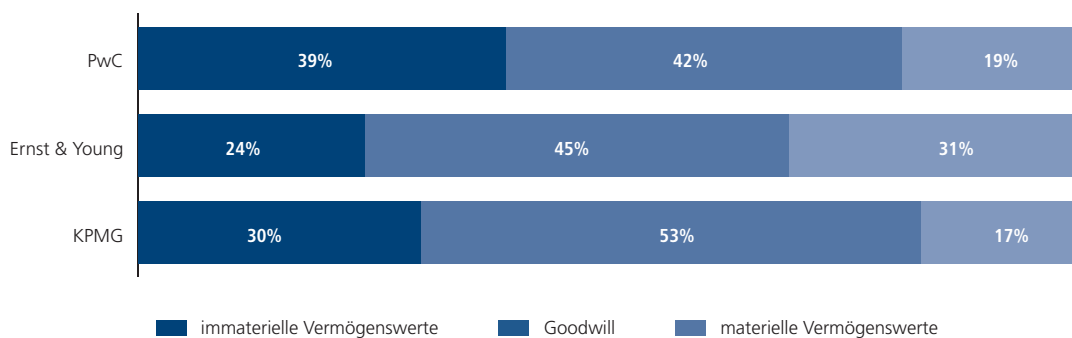
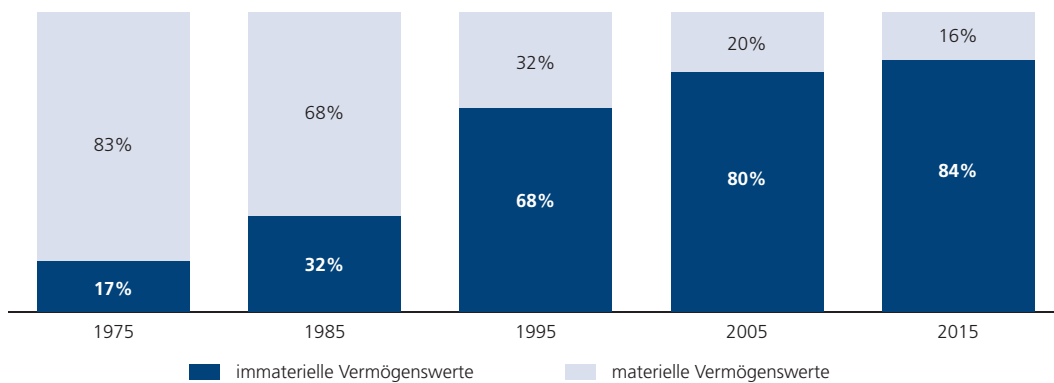


Abb. 2 • Wertanteil immaterieller Vermögenswerte am Marktwert des S&P 500

Quelle: Eigene Darstellung nach Ocean Tomo



Price Allocations, wird der Anteil des Markenwerts am Gesamttransaktionsvolumen deutlich. Beim Erwerb der Markenrechte im Rahmen einer Sachgesamtheit sind die Anschaffungskosten über den Fair Value zum Erwerbszeitpunkt zu bestimmen. Nach IAS/IFRS entspricht der Fair Value dem Betrag, zu dem ein Vermögensgegenstand zwischen sachverständigen, vertragswilligen und voneinander unabhängigen Geschäftspartnern unter marktüblichen Bedingungen (*Arm's Length Transaction*) getauscht werden könnte.⁷ Der ermittelte Fair Value wird mindestens einmal jähr-

lich auf seine Werthaltigkeit bzw. Wertminderungsanhaltspunkte überprüft (Impairment Test).⁸

Der Volkswagen Konzern hat (über die Audi AG) im Jahr 2012 Ducati Motor S.p.A. für 747 Mio. EUR erworben. In der Purchase Price Allocation entfielen rund 404 Mio. EUR und damit mehr als die Hälfte des Kaufpreises auf den Markennamen bzw. das übertragene Markenportfolio von Ducati.⁹ Gemessen am Vorjahresumsatz von Ducati (2011: 479 Mio. EUR) ergibt sich ein Markenwert-Umsatz-Multiple von rund

7 Vgl. IFRS 3.18 und IAS 38.33; Pauly-Grundmann: Markenbewertung, Der objektivierte Markenwert unter besonderer Berücksichtigung des Income Approach, 2010, S. 39.

8 Vgl. IAS 38.108; IAS 36.10, IAS 36.12.

9 Vgl. Geschäftsbericht Volkswagen, 2012, S. 264 u. 296.

Abb. 3 • Markenwertanteil am Kaufpreis anhand ausgewählter Purchase Price Allocations

Quelle: Geschäftsberichte der Unternehmen

Jahr	Unternehmen/Marke	Erwerber	Gesamtkaufpreis	Markenwertanteil vom Kaufpreis	Markenwertanteil in % vom Kaufpreis
2012	Pringles (P&G)	Kellog	2,695 Mio. USD	776 Mio. USD	29%
2012	Ducati	Audi (VW)	747 Mio. EUR	404 Mio. EUR	54%
2014	Merck Consumer Care (US)	Bayer AG	11,177 Mio. EUR	5.362 Mio. EUR	48%
2014	Tim Hortons	Restaurant Brand International	11,295 Mio. USD	6.237 Mio. USD	55%
2015	Hallhuber	Gerry Weber	86,2 Mio. EUR	41,4 Mio. EUR	48%
2012	Bonita	Tom Tailor	236,8 Mio. EUR	187,7 Mio. EUR	79%
2014	Russel Stover Candies	Lindt & Sprüngli	499,6 Mio. CHF	459,9 Mio. CHF	31%

0,84. Volkswagen nutzte mit dem Erwerb des Unternehmens die starke Marke und das damit verbundene Reputationskapital für einen Einstieg in einen naheliegenden Wachstumsmarkt für hochwertige Motorräder.

Die Gerry Weber International AG akquirierte 2015 im Zuge eines Share Deals das Münchener Modeunternehmen Hallhuber und erschließt mit dieser Akquisition eine jüngere Zielgruppe. Der Kaufpreis für 100% der Hallhuber Beteiligungs GmbH betrug 86,2 Mio. EUR, wovon in der vorläufigen PPA für die Marke Hallhuber ein Fair Value von 41,4 Mio. EUR ermittelt wurde. Für die Ermittlung des Markenwerts wurde die Lizenzpreisanalogie angewandt.¹⁰ Auf diese nicht bilanzierten Markenrechte entfallen rund 48% des Gesamtkaufpreises. Der beizulegende Zeitwert des Anlagevermögens lag im Vergleich bei 29,3 Mio. EUR. Gemessen am letzten Jahresumsatz der Hallhuber GmbH 2013 (109,2 Mio. EUR) ergibt sich ein retrograder Markenwert-Umsatz-Multiple von 0,38.¹¹

Nicht nur in der markengetriebenen Fashion-Industrie sind hohe Markenwerte verborgen. 2014 erwarb Bayer (Consumer Health) alle Aktien der Dihon Pharmaceutical Group Co. Ltd. in China für 401 Mio. EUR. Im Zuge der PPA entfielen 295 Mio. EUR auf die Markenrechte, was rund 74% des Gesamtkaufpreises abbildet. Der Fair Value der Position Sachanlagen lag im Vergleich bei 66 Mio. EUR. Bei der Übernahme des Consumer-Care-Geschäfts des US-Konzerns Merck & Co. USA im selben Jahr zahlte Bayer einen Kaufpreis von 11,177 Mrd. EUR, wovon in der Purchase Price Allocation 5,362 Mrd. EUR auf das erworbene Markenportfolio entfielen. Dies entspricht rund 48% des Gesamtkaufpreises. Der beizulegende Zeitwert der Position Sachanlagen lag im Vergleich bei 146 Mio. EUR.¹²

Grundsätzlich erleichtert eine starke Marke bei einer Unternehmensakquisition den Markteintritt und die Erschließung von neuen Zielgruppen und Märkten. Beim Erwerb eines Unternehmens, dessen Marke auf einem Markt bereits etabliert ist, ist die Quote für eine

erfolgreiche M&A-Transaktion deutlich höher. Neben der etablierten Bekanntheit besitzt die Marke bereits einen festen Kundenstamm, so dass der Eigentumswechsel vom Verbraucher oft nicht wahrgenommen wird.¹³ Diese maßgebliche Relevanz starker Marken ist an den relativ hohen Kaufpreisallokationen auf diese Marke ablesbar.

Anhand dieser Kaufpreisaufteilung bekommt die Marke einen mit einem Währungszeichen ausgestatteten buchhalterisch erfassbaren Wert (Fair Value) und wird als identifizierbarer Vermögensgegenstand auch in der Käuferbilanz separat ausgewiesen. Gerry Weber hat wie bereits beschrieben den Fair Value der Marke Hallhuber mit 41,4 Mio. EUR bewertet, wodurch sich die Eigenkapitalbasis um diesen Betrag erhöht. Dies bedeutet nicht nur, dass im retrospektiven Blick der Markenwert nach einer Transaktion für den Verkäufer in der Käuferbilanz ersichtlich wird, sondern dass die bilanzielle eigenkapitalerhöhende Wirkung dem Markenwert schaffenden Unternehmen Hallhuber zuvor bilanztechnisch verwehrt blieb. Durch diesen nicht aktivierten, jedoch im Zuge der Transaktion durch Gerry Weber bestätigten Markenwert der Hallhuber GmbH war nicht nur eine unvollständige Außendarstellung für Stake- und Shareholder zum Zeitpunkt vor der Transaktion gegeben, sondern resultiert auch in einer Verwässerung aller eigenkapitalbetreffenden Kennzahlen seitens der Hallhuber GmbH, welche die Gerry Weber International AG im Zuge der Transaktion durch Aktivierung der Marke beseitigt. Ein monetärer Markenwert ist ohne Zweifel auch vor der Transaktion vorhanden, wird jedoch erst mit dem Verkauf gehoben und buchhalterisch erfasst.

Das vorhandene Wissen über das immaterielle Vermögen führt zur Verringerung des Informationsdefizits zwischen Buchwert und Marktkapitalisierung, wodurch eine zusätzliche und externe Berichterstattung dieser Werte für Anleger von höchster Relevanz sein dürfte.¹⁴ Ein kommunizierter Markenwert kann ebenfalls aus

10 Vgl. Gerry Weber International, Zwischenbericht zum 3. Quartal 2014/2015, S. 43/44.

11 Vgl. Hallhuber GmbH, Geschäftsbericht, 2013, S. 18.

12 Vgl. Bayer AG, Geschäftsbericht, 2014, S. 223-225.

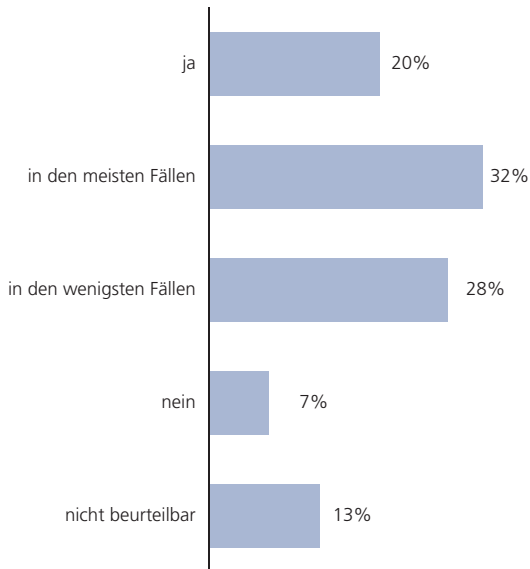
13 Vgl. Wirtz: Handbuch Mergers & Acquisitions Management, 2006, S. 723; Vgl. Romero/Yagüe, Relating brand equity and customer equity: An exploratory study, International Journal of Market Research 57 (4)/2015 S. 645.

14 Casanova: Management der Performance von Unternehmensmarken, 2011, S. 31; In: Hirzel/Gaida (Hrsg.): Performance-Management in der Praxis.

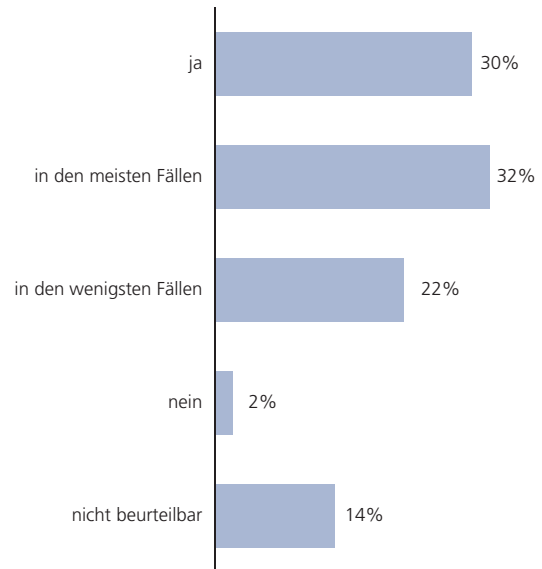
Abb. 4 • Markenwert als Treiber für den Gesamtkaufpreis und zur Stärkung der Verhandlungsposition

Quelle: Eigene Erhebung

Kann bei M&A-Transaktionen der Gesamtkaufpreis für das Unternehmen durch ein zusätzlich eingebrachtes Markenwertgutachten erhöht werden? N: 276



Verbessert ein eingebrachtes Markenwertgutachten, welches einen objektiven Markenwert ausweist, die Verhandlungsposition gegenüber potenziellen Investoren? N: 276



kapitalmarkttheoretischer Sicht von höchster Relevanz sein. Aus theoretischen Überlegungen heraus sollten Märkte Preisanpassungen unmittelbar nach Aufnahme neuer Informationen hervorrufen, sodass es für Investoren nicht möglich ist, Überrenditen durch Einholung zusätzlicher Informationen zu erzielen.¹⁵ Dies würde insgesamt auf eine strenge Markteffizienz schließen, welche gemäß einiger empirischer Studien eher nicht anzunehmen ist.¹⁶ Stattdessen scheinen Märkte eher einer halbstrengen Markteffizienz zu folgen, was bedeutet, dass bestimmte Informationen nicht verarbeitet sind und sich Investoren über entsprechende Informationseinholung einen Wissensvorsprung erarbeiten können, um diesen für Überrenditen auszunutzen. Daher könnte die erhöhte Transparenz über einen Markenwert eine Erhöhung der Informationseffizienz ermöglichen, sodass für Investoren und andere Kapitalgeber eine deutlich bessere Möglichkeit zur Bewertung der finanziellen und wirtschaftlichen Situation eines Unternehmens gegeben ist.¹⁷

Die Vedes AG bildet ihren Markenwert im Wertpapierprospekt ab, um diese stille Reserve auch als werthaltiges Asset für potenzielle Anleihegläubiger sichtbar zu machen. Des Weiteren dienen diese Markenrechte zur Besicherung der Ansprüche der Anleihegläubiger auf Rückzahlung des Nennbetrags der Schuldverschreibung samt Zinsen und werden an einen dafür bestellten

Treuhänder verpfändet.¹⁸ Im identischen Verfahren ging auch die Hanse Yacht AG vor und hat zugunsten ihrer Anleihegläubiger mehrere ihrer Produktmarken verpfändet und damit stille Reserven gehoben und genutzt.¹⁹

2. Der Einfluss des Markenwerts auf den Kaufpreis in M&A-Transaktionen

In einer eigens von den Autoren durchgeführten empirischen Erhebung wurden verschiedenste beratende Experten zur Relevanz des Markenwerts in M&A-Transaktionen befragt. 52% (ja/in den meisten Fällen) der Befragten geben an, dass durch ein zusätzlich eingebrachtes Markenwertgutachten der Gesamtkaufpreis für das Unternehmen bei einer M&A-Transaktion gesteigert wird. 35% (nein/ in den wenigsten Fällen) der Experten sehen durch die transparente Darstellung des Markenwerts keinen den Gesamtkaufpreis erhöhenden Einfluss. Lediglich 7% geben hierzu ein klares „Nein“ an. Eng mit einem Markenwertgutachten verbunden sehen rund 62% der Experten eine verbesserte Verhandlungsposition mit potenziellen Investoren. 24% sehen hier keinen strategischen Vorteil, wobei lediglich 2% mit einem klaren „Nein“ antworteten (Abb. 4). Implizit lässt sich ableiten, dass bei nahezu jedem zweiten Unternehmensverkauf die Möglichkeit besteht, das Transaktionsvolumen aufbauend auf einer gestärkten Verhandlungsposition

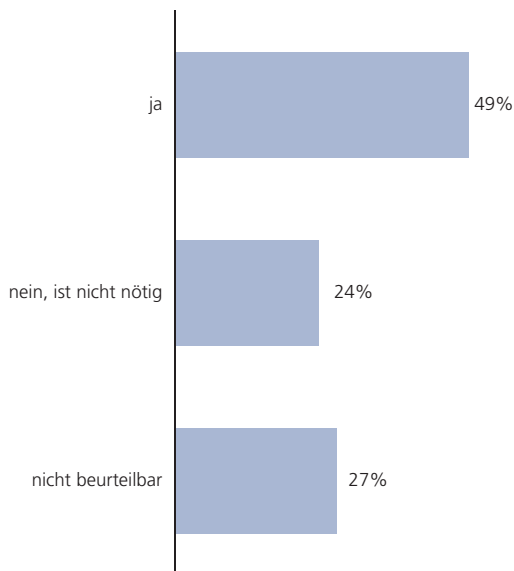
15 Vgl. Varamini/Kalash, American Journal of Business 2008, S. 18.
 16 Vgl. Agarwal/Taffler: Financial Management 2008; Milburn, Accounting Perspectives 2008.
 17 Vgl. Keller, K. L./Lehmann, D. R., Brands and branding: Research findings and future priorities, Marketing Science, Vol. 25, No. 6, 2006, S. 745.

18 Vgl. Vedes AG, Wertpapierprospekt ISIN: DE000A11QJA9/ WKN: A11QJA, 2014/ 2019, S. 34f
 19 Vgl. Hanse Yachts AG, Wertpapierprospekt ISIN: DE000A11QHZ0/ WKN: A11QHZ, 2014/2019, S. 37f

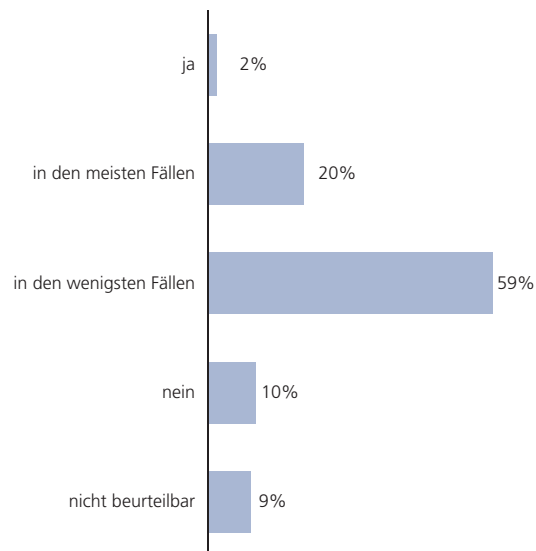
Abb. 5 • Bewertung immaterieller Vermögenswerte im Rahmen einer Due Diligence und in der M&A-Praxis

Quelle: Eigene Darstellung

Sollte Ihrer Meinung nach eine explizite Bewertung aller immateriellen Vermögenswerte Teil der Due Diligence sein? N: 92



Wird diese Bewertung der immateriellen Vermögenswerte in der M&A-Praxis auch vollzogen? N: 92



durch Aufzeigen des Markenwerts zu erhöhen. Damit wird der Marke, respektive dem Markenwert, eine durchaus bedeutende Rolle in M&A-Prozessen zugesprochen.

3. Bewertung der immateriellen Werte als Bestandteil der Due Diligence

Die in Abb. 5 gestellten Fragen wurden explizit nur an M&A- und/oder Private-Equity-Experten gerichtet. Rund die Hälfte gibt hierzu an, dass die Bewertung aller immateriellen Vermögenswerte Teil der Due Diligence sein sollte. Erstaunlich hoch erscheint mit rund 27% die Anzahl jener, die diese Fragestellung nicht beurteilen können. Ob diese explizite Bewertung in der Praxis auch vollzogen wird, zeigt ein konträres Bild: Lediglich 22% sehen dies als einen in der Praxis gängigen und integrierten Prozess der Due Diligence. Nur 2% antworteten mit einem klaren „Ja“. Relativ betrachtet ist die Diskrepanz zwischen dem Verlangen nach einer Implementierung dieser Bewertung als Teil der Due Diligence und der tatsächlichen Umsetzung erstaunlich hoch. Dies gilt insbesondere vor dem Hintergrund des hohen Anteils immaterieller Vermögenswerte/Goodwill bei einer Purchase Price Allocation sowie der Möglichkeit, durch ein Markenwertgutachten den Gesamtkaufpreis zu erhöhen. Eine vorgezogene Bewertung der immateriellen Vermögenswerte könnte die darauf folgende Purchase Price Allocation erleichtern sowie plausibilisieren, die Werttreiber des Targets visualisieren und damit die Entscheidungsfindung für den Kaufpreis transparenter gestalten.

4. Markenwert-Umsatz-Multiples

Im identischen Verfahren, etwa bei den Multiples des Finance Magazins für die erste Einordnung des Unternehmenswerts, können Marken-Umsatz-Multiples eine erste unterstützende Hilfestellung für eine Markenwert-Ersteinschätzung liefern. Auf Basis hinterlegter und branchenspezifisch segmentierter Markenlizenzraten, Finanzkennzahlen (insbesondere Bestandteile des WACC) und Marktdaten konnte eine eigene Datenbank aufgebaut werden, welche je nach Branche eine Bandbreite von Marken-Umsatz-Multiples bereitstellt. Die Einteilung orientiert sich größtenteils an der GICS-Einteilung der Branchen (*Global Industry Classification Standard*). Einzelne Branchenzweige wurden zur übergeordneten Branche aggregiert, wodurch die potenzielle Markenwertbandbreite stärker gedehnt wird. So fallen beispielsweise unter die Branche Automobile & Komponenten Branchenzweige wie Autohersteller, Automobilteile und Geräte, Motorradhersteller, Reifen & Gummi. Je stärker eine Marke im Verhältnis zu den relevanten Wettbewerbsmarken der gleichen Branche ist, desto höher liegt der Marken-Umsatz-Multiple innerhalb der ausgewiesenen Bandbreite. Zur Ermittlung der Markenstärke stehen wiederum verschiedene Scoringmodelle zur Verfügung. Individuell zu gewichtende Parameter der Markenstärke sind immer abhängig vom jeweiligen Bewertungsobjekt. Diese können sein: Markenbekanntheit, Markenloyalität, Imageattribute, Erst- und Wiederkaufsraten, Markenschutz (jeweils unter Berücksichtigung der Marktgröße), Markttrends oder auch Markendehnungspotenziale.²⁰ Außer

20 Vgl. DIN ISO 10668 und ÖNORM A 6800, 2010, S. 13 (6.2.4); Mussler/Mayerhöfer: Markenbewertung als Steuerungsinstrument, 2000, S. 444; In: Arnold/Englert/Eube: Werte messen, Werte schaffen, von der Unternehmensbewertung zum Shareholder-Value-Management.

Abb. 6 • Schematisches Beispiel zur Berechnung eines Markenwertes

Quelle: Eigene Darstellung

Methode der Lizenzpreisanalogie		Detailplanungshorizont					TV
Werte in Mio. EUR		2016	2017	2018	2019	2020	2021ff.
Jahr		2016	2017	2018	2019	2020	2021ff.
Wachstumsrate		0,80%	-2,00%	3,90%	2,20%	0,70%	2%
Markenumsatz		125	122,5	127,3	130,1	131	133,6
Markenspezifische Lizenzrate	2,55%						
Lizenzgebühren		3,2	3,1	3,2	3,3	3,3	3,4
Steuern	20,30%	0,6	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7
Lizenzgebühren nach Steuern		2,5	2,5	2,6	2,6	2,7	2,7
Kapitalisierungszinssatz	12%						
Growth factor: g	1%						24,7
Kapitalisierungsfaktor		0,89	0,8	0,71	0,64	0,57	
Barwert Markenerträge		2,27	1,98	1,84	1,68	1,51	14,01
Markenwert		23,29					
Umsatz 2015		124					
Markenwert-Umsatz-Multiple		18,79%					

Frage steht, dass eine belastbare Marken- als auch Unternehmensbewertung einer individuellen Betrachtung gemäß Standards unterzogen werden muss, jedoch liefern diese auf echten Marktdaten basierenden Multiples einen ersten Benchmark für weitere strategische Überlegungen.

5. Parameter und Aufbau der Multiples

Es wurde das kapitalwertorientierte Verfahren der Lizenzpreisanalogie zur Ermittlung des Markenwerts angewandt. Hierbei werden die finanziellen Erfolgsbeiträge durch Lizenzentgelte approximiert, welche der Eigentümer der Marke aufzuwenden hätte, wenn er nicht im Besitz der betreffenden Marke wäre, sondern diese von einem Dritten lizenzieren müsste.²¹ Ähnlich wie die Miete für ein Produktionsgebäude, welche eine notwendige Rahmenbedingung für die Produktfertigung darstellt, kann diese kalkulatorische Simulation auch auf die Marke übertragen werden, wodurch ein hoher Isolierungsgrad des Assets Marke erreicht wird. In der Praxis wird diese Lizenzrate mit den geplanten Umsätzen multipliziert und auf den Bewertungsstichtag über die voraussichtliche Nutzungsdauer diskontiert. Diverse Datenbanken (*royaltystat/royaltysource/intangible spring, etc.*) liefern branchenrelevante und marktübliche Lizenzraten, die unter Berücksichtigung verhaltenswissenschaftlicher und kennzahlengestützter Informationen entsprechend auf das Bewertungsobjekt projizierbare Lizenzraten liefert.

Markenwert Lizenzpreisanalogie =

$$\sum_{t=1}^T \frac{MCF_t}{(1+i_{WACC})^t} + \frac{MCF_T}{(i_{WACC}-g)} \times \frac{1}{(1+i_{WACC})^T}$$

Bei: $MCF = \text{Markenumsatz} \times \text{Lizenzrate} \times (1-s)$

$WACC = \text{Weighted average cost of capital (Kapitalisierungszinssatz)}$.

$i_{WACC} = \text{markenwertspezifische Kapitalkosten in Anlehnung an WACC}$.

$MCF_t = \text{Lizenzentgelte (Marken-Cashflows) in der Detailplanungsphase}$.

$MCF_T = \text{Lizenzentgelte (Marken-Cashflows) ab der Periode T (Terminal Value)}$.

$g = \text{ewige nominelle Wachstumsrate der Marken-Cashflows nach T}$.

Abbildung 6 zeigt die schematische Darstellung einer individuellen Markenwertermittlung mittels Lizenzpreisanalogie. Aufbauend auf dieser Systematik können in vereinfachter Form Bandbreiten für Markenwert-Umsatz-Multiple abgeleitet werden.

Für die systematische Ermittlung der Marken-Multiples wurden im ersten Schritt für jede Branche entsprechende Lizenzraten ermittelt und zu einer Bandbreite aggregiert. Hierzu wurden branchenübliche Lizenzraten aus Verträgen, Datenbanken und Literatur recherchiert und segmentiert sowie Markenrelevanzenerhebungen aus Expertenbefragungen und -schätzungen integriert. Im identischen Verfahren wurde anhand echter Kapitalmarktdaten sowie Datenbanken für jede Branche eine Peergroup gebildet und ein durchschnittlicher Kapitalisierungszinssatz (WACC) ermittelt. Bei den

²¹ Vgl. IDW S 5, 2011, Tz.: 31-32; DIN ISO 10668, 2010, S. 10 (5.2.2.7); Wulf: Immaterielle Vermögenswerte nach IFRS, 2008, S. 67.

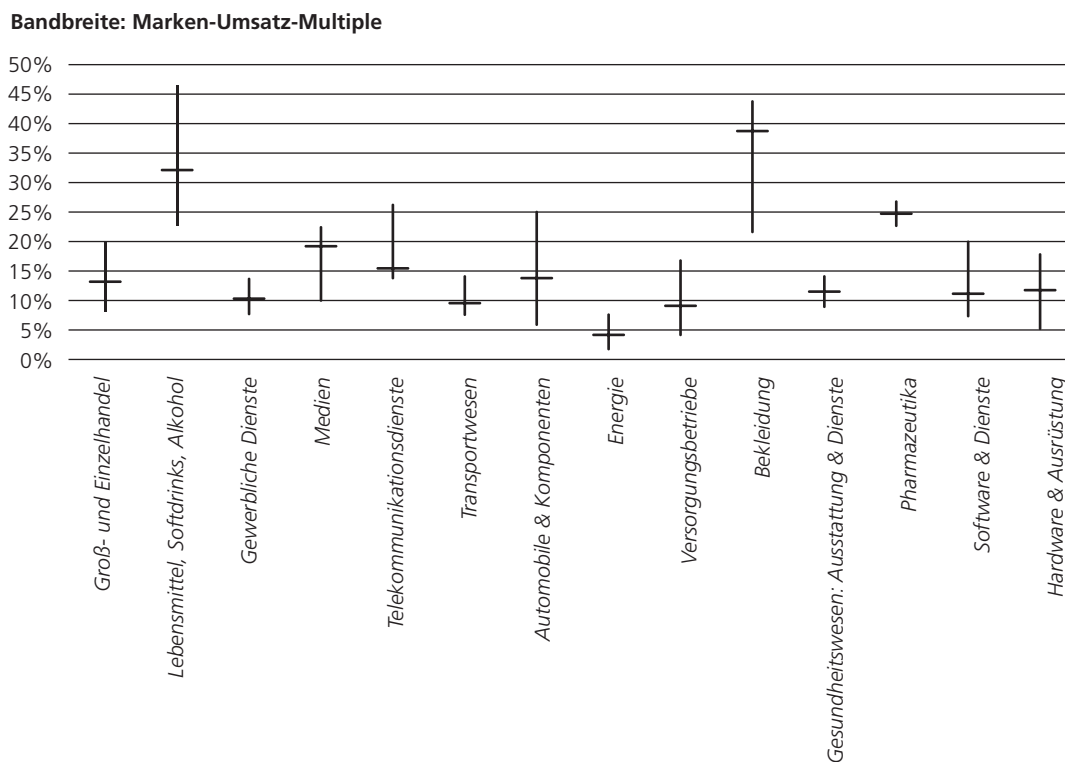
Abb. 7 • Bandbreite der Marken-Umsatz-Multiples

Quelle: Eigene Darstellung

Branche	Marken-Umsatz-Multiple			
	min.	max.	Median	Mittelwert
Groß & Einzelhandel	0,08	0,2	0,13	0,13
Lebensmittel, Softdrinks, Alkohol	0,24	0,46	0,32	0,34
Gewerbliche Dienste	0,08	0,14	0,11	0,11
Medien	0,1	0,22	0,19	0,17
Telekommunikationsdienste	0,14	0,26	0,15	0,18
Transportwesen	0,08	0,14	0,1	0,1
Automobile & Komponenten	0,06	0,25	0,14	0,15
Energie	0,02	0,08	0,05	0,05
Versorgungsbetriebe	0,04	0,17	0,09	0,1
Bekleidung und Textilien	0,22	0,44	0,39	0,35
Gesundheitswesen: Ausstattung & Dienste	0,1	0,14	0,11	0,12
Pharmazeutika	0,23	0,27	0,25	0,25
Software & Dienste	0,07	0,21	0,11	0,12
Hardware & Ausrüstung	0,06	0,18	0,12	0,11

Abb. 8 • Marken-Umsatz-Multiple gegliedert nach ausgewählten Branchen mit Medianwerten

Quelle: Eigene Darstellung



Peergroup-Unternehmen handelt es sich vornehmlich um börsennotierte Unternehmen, welche positive Ergebnisse erwirtschaftet haben. Weiter wurde von einer unbegrenzten Nutzungsdauer auf Basis der Going-Concern-Prämisse (mit Ansatz eines Terminal Value von 2%) ausgegangen und ein Unternehmenssteuersatz (Europe Average: 2015/ 2016) von 20,3% angesetzt.²² Diese Eingangsparameter bilden die Basis für die Ableitung der folgenden Multiples. Eine Abweichung dieser

Eingangsparameter des Bewertungsobjekts führt zu Abweichungen der Multiple-Bandbreite. Abbildung 7 zeigt eine Reihe von Branchen samt den ermittelten Multiples.

Die höchsten Markenwerte liegen in der Branche Lebensmittel, Softdrinks und Alkohol (Median: 0,32 Marken-Umsatz-Multiple), sowie in der Branche Bekleidung und Textilien (Median 0,39 Marken-Umsatz-Multiple). Das Unternehmen Hallhuber hätte einen ersten indikativen Markenwert wie folgt ablesen können:

²² Vgl. KPMG Corporate tax rates table 2016.

Abb. 9 • Ermittlung des indikativen Markenwerts mittels Multiplikator

Quelle: Eigene Darstellung

Branche: Bekleidung und Textilien	
Marken-Umsatz-Multiple-Bandbreite	0,22–0,44
Marken-Umsatz-Multiple Median	0,39
Marken-Umsatz-Multiple Mittelwert	0,35
Umsatz Hallhuber des Jahres 2013:	109,2 Mio. EUR
1) Indikativer Markenwert: Median-Multiple	42,59 Mio. EUR
2) Indikativer Markenwert: Mittelwert-Multiple	38,22 Mio. EUR
Mittelwert aus 1) und 2)	40,41 Mio. EUR
Bilanzierte Allokation auf die Marke Hallhuber	41,4 Mio. EUR

Wie in Abb. 3 ersichtlich, wurde in der Purchase Price Allocation von Gerry Weber ein Wert von 41,4 Mio. EUR der Marke Hallhuber zugewiesen und liegt damit sehr nahe am indikativen Markenwert mittels Median- bzw. Mittelwert-Multiple.

Um innerhalb der Bandbreite den Marken-Umsatz-Multiple (z.B. Bekleidung und Textilien: 0,22–0,44) zu triggern, kann für die indikative Markenwertermittlung auch ein eigenes Markenstärke-Scoring-Modell entwickelt werden. Anhand von vordefinierten Markenstärkeparametern kann sowohl ein qualitativ, aber auch quantitativ gestütztes Punktemodell aufgebaut werden. Je höher dieses Scoring, desto höher der Multiple innerhalb der Bandbreite.

Die beschriebenen und festgelegten Basisparameter schaffen einerseits transparente Rahmenbedingungen aus einer abgesteckten marktorientierten Betrachtung, andererseits werden individuelle und somit wichtige Parameter (z.B. Nutzungsdauer, anzuwendender Steuersatz etc.) nicht erfasst. Schwierig wird die Bewertung bei der Übertragung eines ganzen Markenportfolios, welches nicht weiter in die jeweiligen Einzelmarken aufgespalten ist. Ebenso ist die Frage nach dem heranzuziehenden Umsatz eine Unschärfe – historischer Umsatz oder auf einer integrierten Planung basierende Prognose –, welche für die Berechnungen des indikativen Markenwertes herangezogen wird.

6. Zusammenfassung

Durch das Aktivierungsverbot selbstgeschaffener Marken können diese potenziell hohen Werte bilanziell nicht abgebildet werden. Dies führt dazu, dass diese meist auf finanzieller Ebene nicht genutzt werden und bis zu einer Transaktion als stille Reserve brach im Unternehmen liegen. Unter diesem Blickwinkel erscheint eine Integration der monetären Bewertung der immateriellen Vermögenswerte und insbesondere der Marke als Teil der Due Diligence als konsequent und wird entgegen der derzeitigen Praxis von den befragten Experten auch bekräftigt. Eine verbesserte Verhandlungsposition als Basis für eine Erhöhung des Transaktionsvolumens kann durch einen hohen Markenwert erreicht werden. Durch den Strukturwandel werden immaterielle Vermögens-

werte nicht nur stärkeren Einfluss auf den Unternehmenserfolg haben, sondern müssen auf finanzwirtschaftlicher Ebene stärker genutzt und integriert werden.

Hohe Kaufpreisallokationen auf Markenrechte zeigen die Relevanz und den Wert der Marke, insbesondere bei Transaktionen, und dienen nicht selten als Überwindung von Markteintrittsbarrieren. In der Praxis werden diese Markenwerte erst in Folge einer Transaktion visualisiert und gehoben und bleiben damit im Vorfeld unbeachtet und auf finanzwirtschaftlicher Ebene meist ungenutzt. Es bleibt jedoch Aufgabe des Unternehmens, den Wert selbst geschaffener Marken zu ermitteln, zu kommunizieren und auf finanzieller Ebene zu instrumentalisieren. Eine wertorientierte Markenführung kann dabei die nötige Transparenz und Hilfestellung bieten und wäre aus kapitalmarkttheoretischen Überlegungen heraus (Erhöhung der Informationseffizienz) ebenfalls wünschenswert. Geschäftsberichte, Anhänge oder Wertpapierprospekte könnten Instrumente für diese freiwillige Kommunikation nach außen sein. Die Marken-Umsatz-Multiples liefern eine erste Orientierung und Hilfestellung, um den Wert der Marke einordnen zu können. Sie dienen als erster Benchmark im Vorfeld einer Transaktion oder Finanzierung und sollen keinesfalls eine individuelle Betrachtung des Bewertungsobjekts ersetzen. ■



Prof. Dr. Dr. Mario Situm, MBA, ist Professor am Institut für Grenzüberschreitende Restrukturierung an der University of Applied Sciences, Kufstein, Österreich. Nach zehnjähriger Berufserfahrung im Bereich Banking befasst er sich in der Forschung mit den Themen Family Business, Insolvenz- und Krisenfrüherkennung & Risikomanagement. mario.situm@fh-kufstein.ac.at

Giuseppe Sorrentino, M.A., ist IP Consultant bei der Brandstock Valuation GmbH, München, einer Tochter der Brandstock Service AG. Schwerpunkt seiner Tätigkeit ist die Bewertung und Verwertung von Markenrechten. Er ist Forschungspartner der University of Applied Sciences, Kufstein, Österreich, mit Schwerpunkt Markenbewertung. valuation@brandstock.com

Tankred Z. Vogt, Diplom-Physiker, ist Director der Brandstock Valuation GmbH, München. Er ist Experte für die monetäre Bewertung von immateriellen Vermögenswerten. Er hat mehrjährige Industrieerfahrung sowie Beratungserfahrung bei der Entwicklung von IP-Portfolios, der Vermarktung und Kommerzialisierung von Rechten im IP-Bereich. Er war u.a. tätig für die amerikanische Unternehmensberatung Charles River Associates, wie auch als Patent Manager für europäische Patenfond. tankred.vogt@ip-valuation.de