

**Die Bewertung von Joint Ventures mit der
Free Cash Flow-Methode unter besonderer Berücksichtigung
kooperationsinterner Leistungsbeziehungen**

von Christian Albers / Dirk Lamprecht

Nr. 65 ■ Mai 2007

Vorwort

Die steigende Anzahl von Unternehmenskooperationen ist mit einer Zunahme ihrer Ausgestaltungsvarianten verbunden. Für das Kooperationsmanagement sind damit zahlreiche Herausforderungen verbunden, um die adäquate Institutionalisierung auszuwählen. Nach wie vor fehlen viele geeignete Instrumente, die die Vorbereitung und die Durchführung konkreter Kooperationen erleichtern können. Besondere Defizite zeigen sich bei der Bewertung von Kooperationen, ihrer Leistungsströme und ihrer Ergebnisse.

Im vorliegenden IfG-Arbeitspapier von Christian Albers und Dirk Lamprecht wird ein Ansatz vorgestellt, der einzelne Aspekte der Bewertung von Joint Ventures zum Inhalt hat. Dabei wird klar herausgearbeitet, dass die üblichen Ansätze der Unternehmensbewertung für Kooperationen zu kurz greifen. Sie ermöglichen keine Entscheidungshilfen und müssen modifiziert werden, um im Kooperationsmanagement Verwendung finden zu können. Der vorgeschlagene Ansatz berücksichtigt jene Leistungsbeziehungen, die innerhalb des Joint Ventures bestehen und die letztlich den Gehalt und die Ursache der Kooperation darstellen. Selbstverständlich handelt es sich um eine einfache Methode, die noch mit vielen Prämissen auskommen muss. Dennoch kann sie bereits als ein wichtiger Schritt hin zur Modifikation von Instrumenten der Unternehmensbewertung gesehen werden, die so auch für Kooperationsentscheidungen konkret genutzt werden können.

Die Arbeit stammt aus dem „IfG-Forschungscluster II: Kooperationsmanagement“ und ergänzt die Arbeiten, die bereits zur Bewertung von Unternehmenskooperationen vorgestellt wurden, zuletzt im IfG-Arbeitspapier Nr. 59. Kommentare und Anregungen sind sehr willkommen.



Prof. Dr. Theresia Theurl

Inhaltsverzeichnis

Vorwort	1
Inhaltsverzeichnis	2
Abbildungsverzeichnis.....	3
1. Einleitung.....	4
2. Grundlegendes zu der Free Cash Flow-Methode und zu Joint Ventures.....	5
2.1. Free Cash Flow-Methode	5
2.2. Joint Ventures	11
2.3. Probleme bei der Anwendung der Free Cash Flow-Methode auf Joint Ventures	13
3. Bewertung von Joint Ventures mit erweiterten Free Cash Flows ...	15
3.1. Darstellung der bewertungsrelevanten Zahlungs- und Leistungsströme.....	15
3.2. Bewertung der erweiterten Free Cash Flows.....	17
3.3. Bestimmung des Diskontierungsfaktors.....	23
3.4. Zahlenbeispiel zur Unternehmensbewertung mit erweiterten Free Cash Flows	28
4. Schlussbetrachtungen.....	30
Literaturverzeichnis	32

Abbildungsverzeichnis

Abb. 1: Bestimmung des Diskontierungsfaktors	6
Abb. 2: Der Wert des Joint Venture durch Integration des Customer`s Value und des Shareholder Value	14
Abb. 3: Leistungs- und Zahlungsströme in der Gründungsphase des Joint Venture	16
Abb. 4: Leistungs- und Zahlungsströme in der Betriebsphase des Joint Venture	17
Abb. 5: Erweiterung der FCF-Methode um Leistungsströme	18
Abb. 6: Vorgehensweise zur Bestimmung des Risikofaktors	23

1. Einleitung

Die Rahmenbedingungen für wirtschaftliches Handeln unterliegen seit einigen Jahren unter anderem durch die Globalisierung einem zunehmenden Wandel.¹ Steigende Ansprüche der Nachfrager an individualisierte Leistungen, kürzere Produktlebenszyklen, die Öffnung von Märkten und ein damit einhergehender verstärkter Wettbewerbsdruck erfordern heute von Unternehmen zunehmend Flexibilität. Als Reaktion auf dieses komplexe Umfeld findet eine steigende Spezialisierung und damit verbunden eine Konzentration auf die eigenen Kernkompetenzen statt. Zudem setzt ein Großteil der Unternehmen auf Kooperationen mit Wettbewerbern und anderen Unternehmen.²

Aufgrund ihrer Vielzahl an Ausgestaltungsmöglichkeiten und der damit zusammenhängenden Anpassungsflexibilität³ erscheinen Unternehmenskooperationen in der Tat als adäquate Antwort auf die skizzierten Herausforderungen. Diese generelle Einschätzung darf jedoch in konkreten Entscheidungssituationen nicht dazu verleiten, vorhandene Alternativen aus der Betrachtung auszublenden oder bereits kooperierende Konkurrenten ohne eingehende Prüfung nachzuziehen. Die Entscheidung für oder gegen eine Kooperation hat auf der Basis eines einzelwirtschaftlichen Kalküls zu erfolgen, das die vorhandenen Strategiealternativen abwägt und so zu einem fundierten Ergebnis gelangt. Als ein Bewertungskalkül bieten sich die entscheidungsorientierten Verfahren der Unternehmensbewertung an. Dabei ist für Joint Ventures zu beachten, dass bei der Bewertung nicht nur die Interessen der Shareholder Berücksichtigung finden, sondern auch die Sicht der Kunden und anderer Stakeholder Eingang zu finden hat. Zwischen den Unternehmen, die das Joint Venture gründen, und diesem finden Leistungstransfers statt, die im Bewertungskalkül zu berücksichtigen sind. Ziel der vorliegenden Arbeit ist es somit, die Free Cash Flow-Methode um die Bewertung kooperationsinterner Leistungsströme zu erweitern.

¹ Vgl. etwa Rohleder (2004), S. 61 ff.

² Vgl. Littig (1999), S. 23.

³ Vgl. Theurl (2001), S. 80 ff.

2. Grundlegendes zu der Free Cash Flow-Methode und zu Joint Ventures

2.1. Free Cash Flow-Methode

Die Unternehmensbewertung dient unter anderem dazu, unternehmerische Entscheidungen zu fundieren.⁴ Den Discounted Cash Flow-Methoden als ertragsorientierten Bewertungsverfahren kommt in der Literatur zur Unternehmensbewertung die größte Bedeutung zu. So bezeichnen KUHNER und MALTRY den Ertragswert als „die eigentlich interessierende Größe der gesamten Unternehmensbewertung“⁵ und messen den übrigen Bewertungsgrößen lediglich eine Bedeutung als Schätzgrößen des Ertragswerts bei.⁶ Von den verschiedenen Ausprägungen der DCF-Methoden wird der Weighted Average Cost of Capital-Ansatz in der Bewertungspraxis am häufigsten angewendet.⁷

Der WACC-Ansatz ist eine der so genannten Entity-Methoden, die den Wert des Eigenkapitals einer Unternehmung in zwei Schritten ermitteln.⁸ Im ersten Schritt wird der Wert des Gesamtkapitals errechnet. Dies geschieht entweder nach der Total Cash Flow-Variante⁹ oder nach der Free Cash Flow-Methode. Im Folgenden soll von der Anwendung der FCF-Methode ausgegangen werden, da die TCF-Variante in der Bewertungspraxis nur eine untergeordnete Rolle einnimmt.¹⁰ Im zweiten Schritt wird dann der Wert des Fremdkapitals vom Gesamtkapitalwert subtrahiert, um den Eigenkapitalwert zu erhalten.¹¹

Der Free Cash Flow ergibt sich aus den Zahlungen des zu bewertenden Unternehmens an seine Eigentümer nach Steuern unter der Fiktion einer vollständigen Eigenfinanzierung. Demnach werden Steuerersparnisse, die aus der Abzugsfähigkeit von Fremdkapitalzinsen von der Bemessungsgrundlage resultieren,¹² nicht bei der Ermittlung des Free Cash

⁴ Vgl. beispielsweise SIEBEN/ZAPF (1981).

⁵ KUHNER/MALTRY (2006), S. 48 f.

⁶ Vgl. KUHNER/MALTRY (2006), S. 49.

⁷ Vgl. MANDL/RABEL (1997), S. 311.

⁸ Im Gegensatz dazu ermitteln Equity-Methoden direkt den Wert des Eigenkapitals einer Unternehmung. Vgl. dazu KUHNER/MALTRY (2006), S. 196 ff.

⁹ Zu einer Darstellung der Total Cash Flow-Variante siehe BAETGE et al. (2002), S. 272 f.

¹⁰ Vgl. KUHNER/MALTRY (2006), S. 199.

¹¹ Vgl. BAETGE et al. (2002), S. 270 f.

¹² Dieser Steuervorteil wird auch als Tax Shield bezeichnet. Vgl. BALLWIESER (2004), S. 112.

Flow berücksichtigt. Diese Tax Shields werden stattdessen in die Bestimmung der Kapitalkosten einbezogen.¹³ Als Kapitalkostensatz wird zur Diskontierung der Free Cash Flows der WACC verwendet. Dieser entspricht den gewichteten durchschnittlichen Kapitalkosten¹⁴ und ergibt sich aus der folgenden Gleichung:¹⁵

$$WACC = r_{EK} \times \frac{EK}{GK} + r_{FK} \times (1 - s) \times \frac{FK}{GK} \quad (1)$$

mit r_{EK} : Risikoäquivalente Renditeforderung der Eigentümer;

r_{FK} : Risikoäquivalente Renditeforderung der Fremdkapitalgeber;

EK : Marktwert des Eigenkapitals;

FK : Marktwert des Fremdkapitals;

GK : Marktwert des Gesamtkapitals;

s : Unternehmenssteuersatz.

Für die Abzinsung der Zahlungsströme sind demnach die Eigen- und Fremdkapitalkosten der zu bewertenden Unternehmung zu bestimmen. Abbildung 1 gibt einen Überblick über die Grundlagen der Bestimmung des Diskontierungszinssatzes.

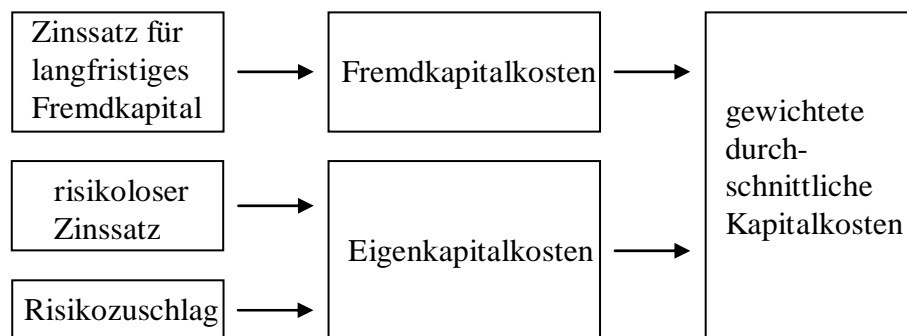


Abb. 1: Bestimmung des Diskontierungsfaktors

¹³ Vgl. KUHNER/MALTRY (2006), S. 199.

¹⁴ Die Renditeforderungen der Kapitalgeber entsprechen den Kapitalkosten des Unternehmens. Deshalb sollen diese Begriffe im Folgenden synonym verwendet werden.

¹⁵ Vgl. BALLWIESER (2004), S. 140; SÜCHTING (1995), S. 420; DIBELIUS (2002), S. 48.

Die Festlegung der Fremdkapitalkosten ist vergleichsweise unproblematisch. Da zukünftige Zahlungsströme bewertet werden sollen, sind auch nur die Kosten des zukünftigen Fremdkapitals relevant. Diese entsprechen den langfristigen Renditeerwartungen der Fremdkapitalgeber, da der Prognosehorizont der Zahlungsströme ebenfalls langfristiger Natur ist. Demnach wird für die Fremdkapitalkosten der Zinssatz für langfristige Anleihen des betrachteten oder eines anderen Unternehmens der gleichen Bonitätsklasse herangezogen.¹⁶

Die Ermittlung der Eigenkapitalkosten erfolgt in Ermangelung einer überzeugenden Alternative¹⁷ anhand des Capital Asset Pricing Model (CAPM).¹⁸ Dieses auf der Portfolio Selection Theory von MARKOWITZ¹⁹ aufbauende Modell verwendet zur Bestimmung der Eigenkapitalkosten den im Kapitalmarktgleichgewicht bestehenden festen Zusammenhang zwischen Risiko und Rendite eines Wertpapiers.²⁰ Ein Investor wird nur bereit sein, zusätzliches Risiko zu tragen, wenn er dafür eine Risikoprämie in Form eines Zuschlags zum risikolosen Zins erhält.²¹ Die Risikoprämie entspricht im CAPM:²²

$$z = \beta \times (r_M - i) \quad (2)$$

mit z : Risikoprämie;

β : wertpapierspezifisches Risikomaß;

r_M : erwartete Rendite des Marktportfolios;

i : risikoloser Zinssatz.

Das Marktportfolio besteht aus sämtlichen risikobehafteten Wertpapieren, gewichtet mit ihrem relativen Anteil am Gesamtaufkommen.²³ Der

¹⁶ Vgl. RAPPAPORT (1995), S. 59 f.

¹⁷ Vgl. DRUKARCZYK (2003), S. 363;

¹⁸ Das CAPM ist auf die Arbeiten von SHARPE (1964), LINTNER (1965) und MOSSIN (1966) zurückzuführen. Auf eine ausführliche Darstellung der Annahmen und Grundlagen des CAPM soll an dieser Stelle verzichtet werden. Eine solche findet sich bspw. bei SPREMANN (1996), S. 533 ff.; FAMA/FRENCH (2004), S. 26 ff. sowie PERRIDON/STEINER (2004), S. 274 ff.

¹⁹ Siehe zur Portfoliotheorie grundlegend MARKOWITZ (1952) und MARKOWITZ (1959).

²⁰ Vgl. KUHNER/MALTRY (2006), S. 163.

²¹ Vgl. DRUKARCZYK (2003), S. 365.

²² Vgl. BALLWIESER (2004), S. 92.

²³ Vgl. HERING (2006), S. 180.

β -Faktor gibt das Risiko eines Wertpapiers im Verhältnis zum Risiko des Marktportfolios an.²⁴ Bei einem β von 1 entspricht somit das Risiko des Wertpapiers exakt dem Risiko des Marktportfolios. Je größer der β -Faktor ist, desto höher ist das Risiko des betrachteten Wertpapiers.

Der β -Faktor spiegelt jedoch nicht das gesamte Risiko eines Wertpapiers wider, sondern nur dessen systematisches Risiko. Das systematische oder auch marktbezogene Risiko ergibt sich aus den ökonomischen und politischen Einflussfaktoren, die den Kapitalmarkt betreffen. Beispiele für Faktoren, die das systematische Risiko begründen, sind Wahlausgänge, die konjunkturelle Lage, steigende Energiepreise, Steuerreformen, geld- und zinspolitische Maßnahmen der Zentralbank sowie Wechselkursentwicklungen. Da diese marktbezogene Risikokomponente alle Unternehmen betrifft, lässt sie sich von Anlegern nicht durch Diversifikation ihres Aktienportfolios beseitigen. Dementsprechend muss den Investoren die Übernahme des systematischen Risikos vergütet werden. Im Gegensatz dazu besteht das unsystematische Risiko aus wertpapierspezifischen Risikofaktoren. Zu nennen sind beispielhaft die Qualität des Managements, die Verfügbarkeit wichtiger Rohstoffe, mögliche Schadensersatzansprüche sowie die Marktposition des betrachteten Unternehmens. Die unsystematische Risikokomponente lässt sich vom Anleger durch Wertpapierdiversifizierung eliminieren. Ein optimal diversifizierter Investor wird deshalb für die unsystematische Risikokomponente keine zusätzliche Prämie verlangen.²⁵

Um die Eigenkapitalkosten nach dem CAPM zu erhalten, wird die Risikoprämie für das systematische Risiko zum risikolosen Zinssatz addiert.²⁶

$$r_{EK} = i + \beta \times (r_M - i) \quad (3)$$

Der risikolose Zinssatz ist eine theoretische Größe, da vollkommen risikofreie Kapitalanlagen nicht existieren.²⁷ Deshalb dient als Approximation in der Praxis der Zinssatz von Staatsanleihen, deren Rückzahlung le-

²⁴ Vgl. SPREMANN (1996), S. 540.

²⁵ Vgl. SCHMIDT/TERBERGER (1997), S. 350; SHARPE (1995), S. 85; STEINER/BAUER (1992), S. 347; PERRIDON/STEINER (2004), S. 281; STARP (2002), S. 467; SPREMANN (1996), S. 538 ff.

²⁶ Vgl. KUHNER/MALTRY (2006), S. 163.

²⁷ Vgl. KLOSTER (1988), S. 125.

diglich einem zu vernachlässigenden Risiko unterliegt.²⁸ Die Rendite des Marktportfolios lässt sich ebenso wenig wie der risikolose Zinssatz in der Realität beobachten, da sie der erwarteten Rendite des Gesamtmarkts entspricht. Für eine Schätzung der Marktrendite muss darum auf die erwarteten Renditen von Aktienindizes zurückgegriffen werden, obwohl Indizes nur einen Bruchteil sämtlicher Anlagemöglichkeiten abdecken.²⁹

Sind die Renditen für risikolose Anlagen und das Marktportfolio bekannt, so ist noch der β -Faktor des betrachteten Wertpapiers zu ermitteln, um die geforderte Rendite des Investors zu bestimmen. Da gemäß Gleichung (3) ein linearer Zusammenhang zwischen Rendite und Risiko besteht, lässt sich der β -Faktor empirisch mithilfe der linearen Regression näherungsweise bestimmen. Der Regressionsgeraden liegen dabei die vergangenen Aktienrenditen sowie die Rendite des Indexes zugrunde, der zur Schätzung der Marktrendite herangezogen wurde.³⁰ An dieser Vorgehensweise ist zu kritisieren, dass β -Faktoren, die auf der Basis von Vergangenheitsdaten ermittelt werden, nur das historische Risiko eines Wertpapiers beschreiben. Die Schätzung zukünftiger Renditen erfolgt durch sie nur dann korrekt, wenn das Risiko im Zeitablauf konstant bleibt.³¹ Sofern von der Existenz von Steuern abstrahiert wird,³² liegen nach der Bestimmung der Fremd- und Eigenkapitalkosten alle notwendigen Inputdaten vor, um den Diskontierungsfaktor für die Unternehmensbewertung zu ermitteln.

Neben der Bestimmung des Diskontierungsfaktors müssen zur Bewertung eines Unternehmens mit der FCF-Methode dessen zukünftige freie Cash Flows prognostiziert werden. Dies geschieht anhand eines Zweiphasenmodells, das sich aus einem Detailplanungszeitraum und einem einfachen Wachstumsmodell zusammensetzt.³³ Der Detailplanungszeitraum erstreckt sich in der Regel über 5-10 Jahre, für die zur Prognose der Cash Flows konkrete Geschäftspläne aufgestellt werden.³⁴ Zur Ver-

²⁸ Vgl. BALLWIESER (2004), S. 83 sowie RICHTER (2002), S. 318.

²⁹ Vgl. KLOSTER (1998), S: 127.

³⁰ Vgl. GEYER/HAUER (1991), S. 65; DRUKARCZYK (1993), S. 246 ff.

³¹ Vgl. WEBER/ SCHIERECK (1993), S. 144 f.

³² Im Folgenden soll zur Vereinfachung von einer Welt ohne Steuern ausgegangen werden. Diese Annahme ist zugleich eine der Voraussetzungen für die Gültigkeit des CAPM. Vgl. HERING (2006), S. 180.

³³ Vgl. STEINER/WALLMEIER (1999), S. 1 f.

³⁴ Vgl. GÜNTHER (1994), S. 16; RICHTER (2002), S. 313. Zur Prognose der zukünftigen Free Cash Flows siehe ZENS/REHNEN (1994), S. 96 f.

einfachung wird im Folgenden die in der Praxis gängige Annahme³⁵ eines im Zeitablauf konstanten Diskontierungsfaktors getroffen. Der Barwert der Zahlungsströme im Planungszeitraum ergibt sich durch Diskontierung mit dem WACC:

$$PV_1^{FCF} = \sum_{t=1}^T \frac{FCF_t}{(1+WACC)^t} \quad (4)$$

mit PV_1^{FCF} : Present Value der Freien Cash Flows im Planungszeitraum;

FCF_t : Freier Cash Flow der Periode t ;

t : Zeitindex;

T : Länge des Planungszeitraums.

Aus den nach dem Planungszeitraum anfallenden Freien Cash Flows wird ein Restwert errechnet, der auf dem Dividendenwachstumsmodell³⁶ beruht. Es wird angenommen, dass vom Ausgangspunkt des letzten konkret prognostizierten Zahlungsstroms alle weiteren Cash Flows über einen unendlich langen Zeitraum mit konstanter Rate wachsen.³⁷ Der auf den Bewertungsstichtag diskontierte Restwert errechnet sich wie folgt:

$$PV_2^{FCF} = \frac{(1+g) \times FCF_T}{WACC - g} \times \frac{1}{(1+WACC)^T} \quad (5)$$

mit PV_2^{FCF} : Present Value der nach dem Detailplanungszeitraum anfallenden Freien Cash Flows;

FCF_T : Letzter Freier Cash Flow des Planungszeitraums;

g : Wachstumsrate.

Die Summe aus PV_1^{FCF} und PV_2^{FCF} entspricht dem Marktwert des Gesamtkapitals des zu bewertenden Unternehmens.³⁸ Um den Marktwert des Eigenkapitals zu erhalten, muss hiervon der Marktwert des Fremdkapitals abgezogen werden. Dieser ergibt sich durch Diskontierung der

³⁵ Vgl. PRATT et al (2000), S. 159; DRUKARCZYK (2003), S. 378 f.

³⁶ Zum Dividendenwachstumsmodell siehe HERING (2006), S. 264.

³⁷ Vgl. STEINER/ WALLMEIER (1999), S. 1 f.

³⁸ Vgl. COPELAND et al. (2002), S. 176.

erwarteten Zahlungen an die Fremdkapitalgeber mit den Fremdkapitalkosten:³⁹

$$FK = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{CF_t^{FK}}{(1+r_{FK})^t} \quad (6)$$

mit CF_t^{FK} : Cash Flow an die Fremdkapitalgeber in Periode t.

Die gesuchte Größe der Unternehmensbewertung - der Marktwert des Eigenkapitals - lässt sich demnach mit der folgenden Gleichung bestimmen:

$$EK = \sum_{t=1}^T \frac{FCF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{(1+g) \times FCF_T}{WACC - g} \times \frac{1}{(1+WACC)^T} - \sum_{t=1}^{\infty} \frac{CF_t^{FK}}{(1+r_{FK})^t} \quad (7)$$

Aus Gleichung (1) geht hervor, dass für die Berechnung des WACC der Marktwert des Eigenkapitals bekannt sein muss. Dieser soll jedoch gemäß Gleichung (7) unter Verwendung des WACC bestimmt werden. Für die Lösung dieses Zirkularitätsproblems wird in der Literatur vorgeschlagen, eine Zielkapitalstruktur für das zu bewertende Unternehmen vorzugeben. Dadurch lässt sich der WACC ohne eine genaue Kenntnis über die Marktwerte von Fremd- und Eigenkapital ermitteln.⁴⁰

2.2. Joint Ventures

Der Begriff des Joint Venture wird in der Literatur nicht einheitlich verwendet. So unterscheidet beispielsweise CUMMINGS zwei Varianten von Unternehmenskooperationen, denen er beiden den Begriff Joint Venture zuordnet. Zur ersten gehören vertragliche Joint Ventures, bei denen Unternehmen auf Basis von Kooperationsverträgen in einem Projekt zusammenarbeiten, während die zweite Variante in der Gründung eines neuen Unternehmens besteht, an dessen Kapitalausstattung die Gründerunternehmen beteiligt sind (Equity Joint Venture).⁴¹ Demgegenüber steht die strengere Auffassung, dass nur bei der Gründung eines rechtlich selbstständigen Gemeinschaftsunternehmens ein Joint Venture vor-

³⁹ Vgl. BAETGE et al. (2002), S. 271.

⁴⁰ Vgl. COPELAND et al. (2002), S. 252 f.; SCHWETZLER/DARIJTSCHUK (1998), S. 20 ff. sowie zu einer Kritik an dieser Vorgehensweise HERING (2006), S. 211.

⁴¹ Vgl. CUMMINGS (1992), S. 212 ff.

liegt.⁴² Diese Begriffsauffassung wird auch hier zu Grunde gelegt. Von einem Joint Venture soll demnach gesprochen werden, wenn zwei Unternehmen zur Realisierung ihrer Ziele gemeinschaftlich ein rechtlich selbstständiges Unternehmen gründen, an dessen Kapital die beiden Kooperationspartner beteiligt sind.⁴³ Die Kooperation wird also in einem gemeinsamen Unternehmen abgewickelt.

Es gibt drei Wege, ein Joint Venture zu errichten: entweder gründen die Kooperationspartner ein neues Gemeinschaftsunternehmen und stellen dessen Anfangsausstattung an Produktionsfaktoren bereit oder es beteiligt sich ein Kooperationspartner an einer bereits bestehenden Tochtergesellschaft des anderen Partners. Drittens besteht die Möglichkeit, dass die Partner gemeinschaftlich ein Unternehmen erwerben und als Joint Venture weiterführen. Meist ist es üblich, dass die Kooperationspartner am Gemeinschaftsunternehmen zu gleichen Teilen beteiligt sind, um eine Beherrschung des Joint Venture durch einen der Partner zu verhindern.⁴⁴

Joint Ventures stellen aufgrund der gemeinsamen Kapitalbeteiligung an einem Unternehmen die bindungsintensivste Form der Unternehmenskooperation dar.⁴⁵ Eine so enge Bindung ist dann angebracht, wenn nicht beobachtbar ist, ob ein Kooperationspartner seine eingebrachten Erfolgspotentiale gemäß der Abmachung verwendet, oder zu seinem Vorteil vom Kooperationsvertrag abweicht.⁴⁶ Auf langfristigen Erfolg ausgelegte, enge Beziehungen senken den Anreiz, für die Chance auf kurzfristige Gewinne ein Scheitern der Zusammenarbeit zu riskieren. Zugleich sind innerhalb eines Gemeinschaftsunternehmens bessere Möglichkeiten der Überwachung des Kooperationspartners gegeben, so dass die Gefahr versteckten opportunistischen Verhaltens sinkt.⁴⁷

Die enge Zusammenarbeit innerhalb eines Joint Ventures stellt hohe Anforderungen an das Management der beteiligten Unternehmen. So sind die unterschiedlichen Unternehmenskulturen der Kooperationspartner in dem Gemeinschaftsunternehmen in Einklang zu bringen, um ein rei-

⁴² Vgl. bspw. HARRIGAN (1985), S. 272; HERMANN (1989), S. 2; EBERL/KABST (2006), S. 108.

⁴³ Vgl. ähnlich PICOT et al. (2005), S. 181.

⁴⁴ Vgl. SCHULTE-ZURHAUSEN (2005), S. 288; PICOT et al. (2005), S. 181.

⁴⁵ Vgl. SCHLOSSER (2001), S. 58.

⁴⁶ Zu diesem als „hidden action“ bezeichneten Problem siehe ERLEI et al. (1999), S. 115 ff.

⁴⁷ Vgl. PICOT et al. (2005), S. 182.

bungsloses Zusammenwirken im Tagesgeschäft des Joint Venture sicherzustellen. Deshalb ist bereits bei der Partnerauswahl darauf zu achten, dass keine unüberwindbaren kulturellen Differenzen einer erfolgreichen Kooperation entgegenstehen.⁴⁸ Informationen über die gemeinsam geschaffenen und zu schaffende „Werte“ sind vor diesem Hintergrund besonders wichtig. Die Kooperation benötigt einen klaren Business-Plan.

2.3. Probleme bei der Anwendung der Free Cash Flow-Methode auf Joint Ventures

Mit der Free Cash Flow-Methode werden die Zahlungsströme des Unternehmens bewertet. Zwischen den Kooperationspartnern und dem Gemeinschaftsunternehmen finden aber nicht nur Finanz-, sondern auch Leistungstransfers statt.⁴⁹ Die Kooperationspartner sind also nicht nur Eigentümer des Joint Ventures, sondern auch deren Kunden. Die Kooperationspartner können von ihrem Joint Venture Leistungen erstellen lassen, die über den Markt nicht oder nur teurer bezogen werden könnten. Für die Governance des Unternehmens bedeutet dies, dass die Erfüllung von Kundeninteressen nicht nur Mittel zum Zweck zur Erfüllung von Eigentümerinteressen ist, sondern Kunden- und Eigentümerinteressen zusammen das Unternehmensziel bestimmen.⁵⁰ Der Wert des Joint Ventures ergibt sich demnach nicht allein aus seinem Shareholder Value, sondern auch aus dem „Customer`s Value“.⁵¹ Die Bezeichnung „Customer`s Value“ soll den Wert des Unternehmens für den Kunden zum Ausdruck bringen. Der Customer`s Value ist vom Customer Value zu unterscheiden. Der Begriff des Customer Value hat sich in der Marketingwissenschaft etabliert und bezeichnet den Wert des Kunden für das Unternehmen.⁵²

⁴⁸ Vgl. EISELE (1995), S. 268 ff. Zur Bedeutung kompatibler Unternehmenskulturen für den Erfolg von Joint Ventures siehe bspw. BLEICHER/HERMANN (1991), S. 41; PERLMUTTER/HEENAN (1986), S. 146; GAHL (1991), S. 43 ff.

⁴⁹ Vgl. THEURL/MEYER (2003), S. 49.

⁵⁰ Diese Zielfunktion gilt nicht nur für Joint Ventures, sondern für viele kooperative Unternehmen, z.B. Genossenschaften, vgl. LAMPRECHT (2006), S. 26.

⁵¹ Vgl. zum Konzept des Shareholder Value RAPPAPORT (1995).

⁵² Vgl. MEFFERT (2000), S. 26 und S. 948.

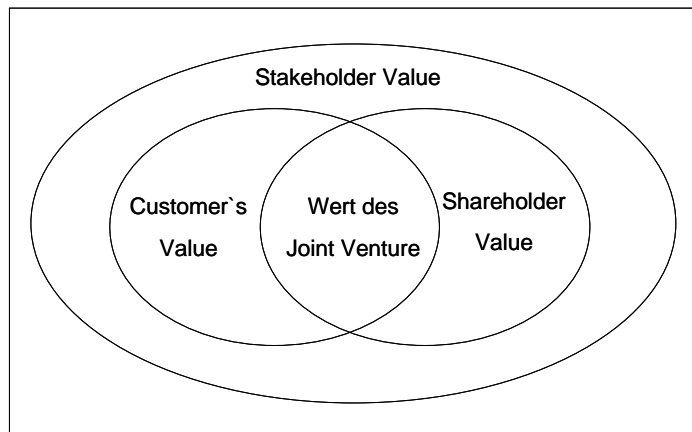


Abb. 2: Der Wert des Joint Venture durch Integration des Customer's Value und des Shareholder Value

Der zusätzliche Customer's Value (ΔCUV) ist der Wert des Unternehmens für seine Kunden, falls die Unternehmung als Joint Venture institutionalisiert ist. Da auch ein Unternehmen, das den Shareholder Value (SV) maximiert, seinen Kunden einen Nutzen stiftet, ist nur der Mehrwert, den das kooperative Unternehmen durch seine spezifische Governance bietet, zu berücksichtigen. Die Marktleistungen eines gewinnmaximierenden Unternehmens fungieren dabei als Opportunität, um die speziellen Leistungen des Joint Venture für seine Kunden/ Eigentümer bewerten zu können. Der Wert des Joint Venture (W_{JV}) ergibt sich durch:

$$W_{JV} = \Delta CUV + SV \quad (8)$$

mit W_{JV} : Wert des Joint Venture;

ΔCUV : zusätzlicher Customer's Value;

SV : Shareholder Value.

Das Problem besteht nun darin, dass die klassischen Free Cash Flow-Methoden lediglich den Shareholder Value berechnen, der sich durch das Joint Venture ergibt. Einsparungen in Form von Opportunitätskosten der Leistungsbeziehungen werden nicht berücksichtigt, obwohl sie auch ein Wertbestandteil für seine Kunden/Eigner sind (Customer's Value).

Das Joint Venture betreibt als Dienstleister oder Produzent für seine Mutterunternehmen nicht unbedingt Gewinnmaximierung, was sich in den Verrechnungspreisen widerspiegelt. Das Joint Venture kann - mit der

gewählten Governance korrespondierend - höhere Verrechnungspreise veranschlagen und damit höhere Gewinne generieren, die den kooperierenden Unternehmen dann durch Wertsteigerungen oder Dividenden zufließen. Das Joint Venture kann jedoch auch niedrigere Verrechnungspreise veranschlagen, die den kooperierenden Unternehmen in Form von Einsparungen zur Verfügung stehen. Es besteht somit ein enger Zusammenhang zwischen den erwirtschafteten Gewinnen des Joint Ventures, den Verrechnungspreisen für die Leistungen an die kooperierenden Unternehmen und deren Einsparungen durch das Joint Venture. Die klassischen Free Cash Flow-Verfahren greifen also für ein Joint Venture zu kurz und müssen im folgenden Kapitel für die kooperationsinternen Leistungen erweitert werden.

3. Bewertung von Joint Ventures mit erweiterten Free Cash Flows

3.1. Darstellung der bewertungsrelevanten Zahlungs- und Leistungsströme

Die erste Herausforderung besteht darin, die bewertungsrelevanten Zahlungsströme abzugrenzen und zu quantifizieren.⁵³ Bei der Bewertung von Joint Ventures rückt dabei, wie ausgeführt, ein weiterer Problemkomplex in den Vordergrund, nämlich die Abgrenzung und Quantifizierung der bewertungsrelevanten Leistungsströme. Daher sollen im Folgenden die zwischen den Partnern und dem Joint Venture bestehenden Zahlungs- und Leistungsströme abgebildet werden.

Die Darstellung der relevanten Transfers erfolgt in einem Zweiphasenmodell. Dieses unterteilt den Lebenszyklus des Joint Venture in eine Gründungs- und eine Betriebsphase. Bei Kooperationen, die nicht auf Dauer angelegt sind, ist anschließend noch eine Auflösungsphase zu modellieren, in der das Vermögen des Joint Ventures auf die Kooperationspartner aufgeteilt wird. Da jedoch der hohe Institutionalierungsgrad der Kooperation in Form eines Gemeinschaftsunternehmens tendenziell für eine längere Zusammenarbeit spricht, wird an dieser Stelle von einer dauerhaften Fortführung des Joint Venture ausgegangen.⁵⁴

⁵³ Vgl. HERING (2006), S. 3 f.

⁵⁴ Bei einer Auflösung der Kooperation wäre nach der Betriebsphase das Vermögen des Gemeinschaftsunternehmens nicht mit der FCF-Methode, sondern anhand des Liquidationswerts zu bewerten. Vgl. dazu Go-

Im Folgenden werden Annahmen über die Leistungsbeziehungen zwischen den Kooperationspartnern und dem Joint Venture getroffen, die für die Bewertung des Joint Venture unerlässlich sind. In der Gründungsphase sollen die Partner Cash Flows und Leistungen⁵⁵ als Anfangsausstattung in das Joint Venture einbringen. Diese lässt sich investitionstheoretisch als Anfangsauszahlung der „Investition Gemeinschaftsunternehmen“ interpretieren. Das wertmäßige Verhältnis der zu leistenden Beiträge richtet sich dabei annahmegemäß nach dem Beteiligungsverhältnis am Joint Venture. Abbildung 3 verdeutlicht die Zahlungs- und Leistungsströme in der Gründungsphase des Gemeinschaftsunternehmens.

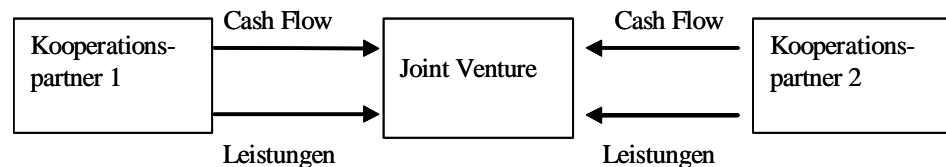


Abb. 3: Leistungs- und Zahlungsströme in der Gründungsphase des Joint Venture

Beispiele für Leistungen, die von den Gründerunternehmen in das Joint Venture eingebracht werden können, sind Maschinen und Lizenzen, aber auch die Bereitstellung von Humankapital.⁵⁶ Die Cash Flows der Kooperationspartner verwendet das Joint Venture für notwendige Investitionen zur Aufnahme seines Geschäftsbetriebs.

Nachdem das Gemeinschaftsunternehmen vollständig errichtet ist, beginnt es mit der Erstellung von Leistungen für die Kooperationspartner. Diese bezahlen dafür einen Geldbetrag, der langfristig gesehen zumindest die Vollkosten des Joint Venture decken muss, damit dort nicht dauerhaft Verluste entstehen.⁵⁷ Sollte sich am Ende der Abrechnungspe-

MEZ/MURAROTTO (2001), Sp. 1928. Die Annahme einer dauerhaften Weiterführung des Joint Venture entspricht somit der Intention dieser Arbeit, die FCF-Methode auf die Bewertung von Strategischen Allianzen zu übertragen. Siehe zur Bestimmung des Liquidationswerts KUHNER/MALTRY (2006): S. 42 f.

⁵⁵ Der Leistungsbegriff soll in der vorliegenden Arbeit sehr weit gefasst werden und sämtliche nicht-monetären Transfers zwischen den Kooperationspartnern und dem Gemeinschaftsunternehmen erfassen.

⁵⁶ Vgl. THEURL/MEYER (2003), S. 49.

⁵⁷ Vgl. bspw. COENENBERG (2003), S. 543. Es werden somit vollkostenorientierte kooperative Verrechnungspreise zwischen dem Joint Venture und den Partnerunternehmen unterstellt.

riode sogar ein Zahlungsüberschuss beim Joint Venture ergeben, so reicht es diesen nach zuvor ausgehandelten Verteilungsregeln als Dividende an die Partnerunternehmen weiter. Diese Transferbeziehungen in der Betriebsphase sind in Abbildung 4 dargestellt.

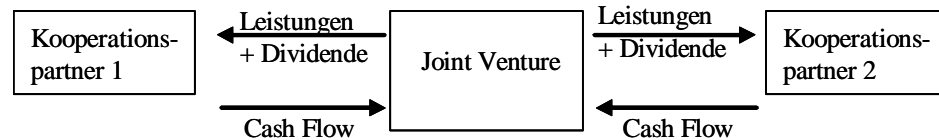


Abb. 4: Leistungs- und Zahlungsströme in der Betriebsphase des Joint Venture

Je nachdem, welche wirtschaftliche Funktion die Partner dem Gemeinschaftsunternehmen übertragen haben, stellen die Leistungen des Joint Venture beispielsweise Forschungs- und Entwicklungstätigkeiten, die Abwicklung von Logistik oder die Erzeugung eines Vorprodukts dar.⁵⁸

Der Einfachheit halber soll innerhalb der Betriebsphase von möglichen Leistungsübertragungen der Kooperationspartner an das Joint Venture abgesehen werden. Das in diesem Kapitel vorgestellte Zweiphasenmodell bildet somit alle bewertungsrelevanten Zahlungs- und Leistungsströme zwischen dem Gemeinschaftsunternehmen und den Kooperationspartnern ab.⁵⁹ Im Folgenden soll der Frage der finanzwirtschaftlichen Bewertung dieser Transfers nachgegangen werden.

3.2. Bewertung der erweiterten Free Cash Flows

Auf der Grundlage dieses Bewertungskontexts soll im Folgenden die Free Cash Flow-Methode um die Einbeziehung von Leistungsströmen erweitert werden. Dies ist notwendig, da wie die Abbildungen 3 und 4 zeigen, zwischen dem Joint Venture und den Partnerunternehmen neben Zahlungs- auch Leistungsströme fließen. Durch eine unmodifizierte Anwendung der FCF-Methode würde der tatsächliche Kooperationswert um den Wert dieser Leistungsströme unterschätzt, da die Bewertung lediglich auf Basis von Cash Flows stattfände. Es ist demnach zu klären, was eine Leistung des Joint Venture dem Kooperationspartner wert ist,

⁵⁸ Vgl. EISELE (1995), S. 18 f.

⁵⁹ Das Modell impliziert, dass das Gemeinschaftsunternehmen seine Leistungen nur den Kooperationspartnern, nicht aber externen Marktteilnehmern anbietet.

aus dessen Perspektive die Bewertung vorgenommen wird. Im Folgenden wird angenommen, dass die Anzahl der von den Unternehmen benötigten Leistungen für eine Kooperation und ohne Joint Venture übereinstimmen.

Äquivalent zur Vorgehensweise der FCF-Methode werden die erwarteten Werte der Leistungen innerhalb eines Planungszeitraums prognostiziert und auf den Bewertungszeitpunkt abdiskontiert. Hinzu kommt ein Restwert der Leistungen, der wie der Restwert der Free Cash Flows mithilfe eines einfachen Wachstumsmodells bestimmt wird. Diese Vorgehensweise ist in Abbildung 5 dargestellt.

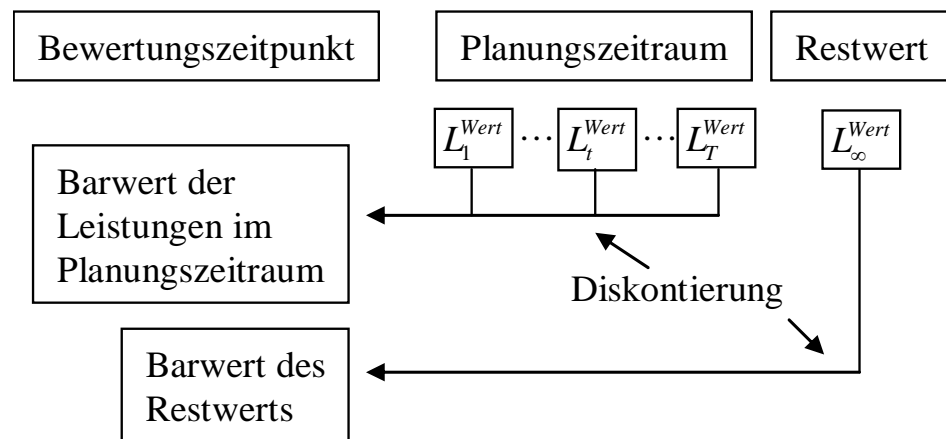


Abb. 5: Erweiterung der FCF-Methode um Leistungsströme

Der Wert des Gemeinschaftsunternehmens ergibt sich damit als Summe der Barwerte sämtlicher Zahlungs- und Leistungsströme, die dem bewertenden Unternehmen im oder nach dem Planungszeitraum zufließen.

Der ökonomische Wert einer Leistung spiegelt den Nutzen wider, den sie ihrem Eigentümer stiftet. Dieser subjektive Eigentümergebrauch ist von der individuellen Bewertungssituation abhängig.⁶⁰ Da in der vorliegenden Arbeit ein Entscheidungswert bestimmt werden soll, der Auskunft über die Vorteilhaftigkeit eines Joint Venture gibt, ist in die Bewertung die zweitbeste Strategiealternative einzubeziehen. Auf diese Weise ergibt sich der Wert der Kooperation im Vergleich zur nächst besten Handlungsmöglichkeit. Prinzipiell bestehen neben dem Bezug einer Leistung durch das Joint Venture die beiden Alternativen Selbsterstellung und

⁶⁰ Vgl. COENENBERG/SCHULTZE (2006), S. 473.

Bezug über den Markt. Die bessere⁶¹ dieser Transaktionsmöglichkeiten stellt somit die Referenz für die Bewertung des Leistungsbezugs vom Gemeinschaftsunternehmen dar. Im Folgenden wird angenommen, dass der Marktpreis für die zu bewertende Leistung unter den Selbstkosten⁶² des Kooperationspartners bei Eigenproduktion liegt und demnach die Beschaffung über den Markt die Second Best-Lösung darstellt.

Da eine Annahme über die zweitbeste Bezugsmöglichkeit getroffen wurde, lassen sich die Opportunitätskosten dieser Leistungsbeschaffung bestimmen. Dabei gilt es, die Kompatibilität der Opportunitätskosten mit der FCF-Methode, die den Unternehmenswert aus Zahlungsströmen bestimmt,⁶³ herzustellen. Deshalb ist es sinnvoll, die Opportunitätskosten als zusätzlichen Zahlungsmittelabfluss zu definieren, der durch die Vernachlässigung der besten zu Gunsten der zweitbesten Alternative entsteht.⁶⁴ Auf diese Weise ergibt sich für jede vom Joint Venture bezogene Leistung eine Einsparung von Zahlungsmitteln im Vergleich zum Leistungsbezug über den Markt. Die Höhe dieser Einsparung entspricht der Differenz zwischen dem Marktpreis und den Vollkosten, die beim Joint Venture für die Leistungserstellung anfallen:

$$E_L = P_M - K_{voll}^{JV} \quad (9)$$

mit E_L : Ersparnis des Kooperationspartners je bezogener Leistung;

P_M : Marktpreis einer vom Joint Venture erstellten Leistung;

K_{voll}^{JV} : Vollkosten des Joint Venture je erstellter Leistung.

Dem liegt die Annahme zugrunde, dass die Kooperationspartner für jede erbrachte Leistung einen Geldbetrag in Höhe der Vollkosten an das Joint Venture bezahlen. Dies ist notwendig, damit langfristig keine Verluste beim Gemeinschaftsunternehmen entstehen. Zudem spricht eine tendenziell eher langfristig angelegte Kooperationsform wie die Gründung eines Gemeinschaftsunternehmens für die Verwendung von Vollkosten.

⁶¹ Unter der besseren Transaktionsmöglichkeit soll die Alternative verstanden werden, die ceteris paribus den geringsten Zahlungsmittelabfluss beim betrachteten Kooperationspartner verursacht.

⁶² Da die Bewertung auf Basis von Cash Flows stattfindet, werden im Folgenden unter dem Kostenbegriff nur pagatorische Kostenbestandteile zusammengefasst.

⁶³ Vgl. bspw. SPREMANN (1996), S. 467; DÜCK-RATH (2005), S. 38.

⁶⁴ Vgl. COENENBERG (2003), S. 294.

Im Gegensatz zu kurzfristigen Entscheidungen, die sich nur auf die Grenzkosten auswirken, stehen langfristig nämlich sämtliche anfallende Kosten zur Disposition. Die Vollkosten stellen somit einen einfachen Schätzer für die langfristig von der Kooperationsentscheidung abhängigen Kosten dar.⁶⁵ Für die Kooperationspartner ergibt sich auf diese Weise das gleiche Ergebnis, als ob sie die Leistung selbst zu den Kosten des Joint Venture erstellen würden.⁶⁶

Für eine Periode t - beispielsweise ein Geschäftsjahr - beträgt die Gesamteinsparung:

$$E_t = L_t \times (P_M - K_{\text{voll}}^{JV}) \quad (10)$$

mit E_t : Gesamteinsparung in Periode t ,

L_t : Anzahl der in Periode t bezogenen Leistungen.

Nachdem ein Wertansatz für die Leistungsströme vom Joint Venture zum betrachteten Kooperationspartner aufgestellt wurde, erfolgt nun die Bestimmung der Barwerte der um diese Leistungsströme erweiterten Free Cash Flows. Da die Kooperationspartner annahmegemäß jedoch lediglich die Vollkosten des Joint Venture decken, entsteht im Gemeinschaftsunternehmen während der Betriebsphase kein Zahlungsmittelüberschuss,⁶⁷ so dass es auch keine Dividende auszahlt. Demnach fließen dem bewertenden Unternehmen keine Cash Flows, sondern lediglich Leistungsströme zu. Für den Present Value der Leistungen in der Planungsperiode ergibt sich:

$$PV_1^E = \sum_{t=1}^T \frac{E_t}{(1+d)^t} \quad (11)$$

mit PV_1^E : Present Value der Einsparungen im Planungszeitraum;

d : Diskontierungsfaktor für die Gesamteinsparung.

Den Present Value der Leistungen, die nach der Planungsperiode in Anspruch genommen werden, erhält man analog zur Gleichung (5) wie folgt:

⁶⁵ Vgl. EWERT/WAGENHOFER (2003), S. 620 f.

⁶⁶ Vgl. OSTERLOH/FROST (1999), S. 44.

⁶⁷ Vgl. COENENBERG (2003), S. 543.

$$PV_2^E = \frac{(1+g) \times E_T}{d-g} \times \frac{1}{(1+d)^T} \quad (12)$$

mit PV_2^E : Present Value der nach dem Detailplanungszeitraum anfallenden Einsparungen.

Der Present Value sämtlicher vom Gemeinschaftsunternehmen erhaltenen Leistungen errechnet sich demnach anhand Gleichung (13):

$$PV_{ges}^E = PV_1^E + PV_2^E \quad (13)$$

mit PV_{ges}^E : Present Value der gesamten Einsparungen.

Um den Wert des Gemeinschaftsunternehmens aus Sicht des betrachteten Kooperationspartners zu bestimmen, sind von diesem Barwert noch die notwendigen Investitionen abzuziehen, die der Partner zur Errichtung des Joint Venture aufwendet. Abbildung 3 zeigt, dass in der Gründungsphase dem Gemeinschaftsunternehmen sowohl Leistungs- als auch Zahlungsströme zufließen können. Deshalb ist im Folgenden ein Wertansatz für die Leistungen zu bestimmen, die der Kooperationspartner in das Joint Venture einbringt.

Überträgt das Partnerunternehmen beispielsweise Maschinen oder sonstige Anlagen auf das Joint Venture, so sind diese mit ihrem Liquidationswert anzusetzen. Diese Produktionsanlagen stellen nämlich bei der Gründung des Gemeinschaftsunternehmens nicht-betriebsnotwendiges Vermögen des einbringenden Unternehmens dar.⁶⁸ Der Grund dafür ist, dass die eingebrachten Anlagen ohne die Kooperation zur Produktion von Leistungen verwendet werden könnten. Nach der Gründung des Gemeinschaftsunternehmens werden diese Leistungen jedoch vom Joint Venture bezogen, so dass die Partnerunternehmen ihre Anlagen zur Erstellung dieser Leistung nicht mehr benötigen. Deshalb ist der Verkauf dieses nicht-betriebsnotwendigen Vermögens die ökonomische Alternative zur Übertragung auf das Joint Venture. Durch das Einbringen der Anlagen entgeht dem Kooperationspartner der durch einen Verkauf des Vermögens zu realisierende Cash Flow. Dieser Liquidationswert entspricht somit den Opportunitätskosten des Einbringens der Anlagen in das Gemeinschaftsunternehmen.

⁶⁸ Vgl. SIEBEN/MALTRY (2002), S. 397.

Die Anfangsausstattung des Joint Venture setzt sich gemäß Abbildung 3 aus einem Cash Flow und dem Wert der eingebrachten Leistungen zusammen. Demnach ergibt sich der Wert der Anfangsinvestition wie folgt:

$$C_0 = CF_0 + W_0^L \quad (14)$$

mit C_0 : Anfangsinvestition in das Joint Venture;

CF_0 : Cash Flow zur Errichtung des Joint Venture;

W_0^L : Wert der in das Joint Venture eingebrachten Leistungen.

Aus Sicht des bewertenden Kooperationspartners entspricht der Gesamtwert des Gemeinschaftsunternehmens dem in Gleichung (15) dargestellten Wert sämtlicher Leistungen, die vom Gemeinschaftsunternehmen bezogen werden, abzüglich der Anfangsinvestition:

$$NPV_{JV} = -C_0 + BW_{ges}^E \quad (15)$$

mit NPV_{JV} : Net Present Value des Joint Venture.

Die Besonderheiten des vorgestellten Bewertungskalküls ergeben sich insbesondere dadurch, dass das Joint Venture in diesem Fall keinen Shareholder Value generiert. In Kapitel 2.3 wurde der Wert des Joint Venture als Summe aus dem Shareholder Value und dem zusätzlichen Customer's Value, der sich durch die Kooperation ergibt, definiert. Der Present Value der gesamten Einsparungen des oben vorgestellten Bewertungsansatzes stimmt hier mit dem zusätzlichen Customer's Value überein:

$$\Delta CUV = PV_{ges}^E = W_{JV} \quad (16)$$

Die Besonderheit, dass in diesem Bewertungsansatz durch das Joint Venture kein Shareholder Value durch Dividenden oder Wertsteigerungen generiert wird, ergibt sich durch die Konkretisierung des Ansatzes mit der Verwendung von Verrechnungspreisen auf Vollkostenbasis. Dadurch entstehen im Joint Venture keine Gewinne bzw. Cash Flows, die

den Anteilseignern zufließen können.⁶⁹ Diese profitieren durch die Einsparungen bzw. den zusätzlichen Customer's Value, der sich aus der Differenz zwischen Marktpreis und Vollkosten ergibt. Darüber hinaus verkauft das Joint Venture keine Produkte an externe Marktteilnehmer. Falls das Joint Venture Verrechnungspreise veranschlagt, die über den Vollkosten liegen oder Produkte auch an Externe verkauft, kann das Joint Venture Cash Flows generieren, die über den Kapitalkosten liegen und damit einen Shareholder Value erzeugen. In diesem Fall setzt sich der Wert des Joint Ventures dann wieder aus den Einsparungen für die Kooperationspartner (Marktpreis - Verrechnungspreis) und dem Shareholder Value zusammen.

3.3. Bestimmung des Diskontierungsfaktors

Um den Diskontierungsfaktor für Einsparungen festzulegen, soll zunächst das in Kapitel 2.1 vorgestellte CAPM herangezogen werden. Abbildung 6 zeigt die Vorgehensweise zur Bestimmung des im CAPM benötigten Risikofaktors β .

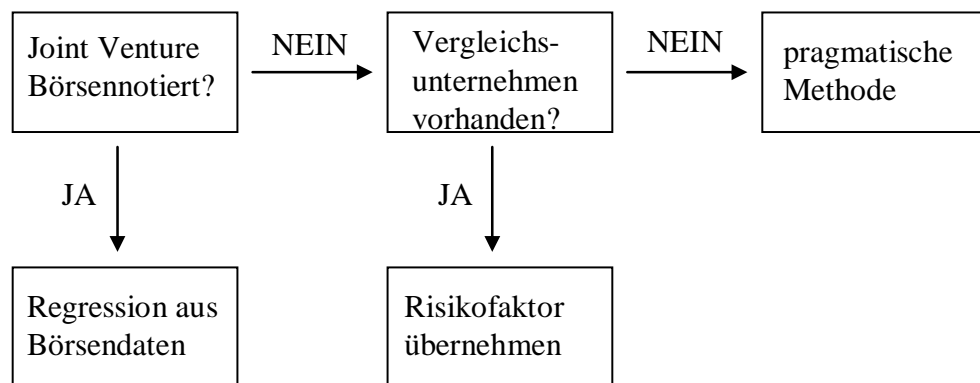


Abb. 6: Vorgehensweise zur Bestimmung des Risikofaktors

Es ist davon auszugehen, dass für das Joint Venture ein eigener β -Faktor zu ermitteln ist, da dessen leistungswirtschaftliche Risiken nicht mit denen der kooperierenden Unternehmen übereinstimmen werden.

⁶⁹ Man beachte zum Zusammenhang von Gewinnen und Cash Flows das Lücke Theorem, nach dem der Kapitalwert der Residualgewinne dem Kapitalwert der Zahlungsüberschüsse entspricht. Dies gilt natürlich nur, wenn die Unterschiede auf unterschiedlicher Periodisierung der Auszahlungen bzw. Einzahlungen gegenüber den Kosten und Leistungen beruhen. Vgl. LÜCKE (1955), S. 310 ff.

Dies ist insoweit problematisch, da das Joint Venture nicht börsennotiert ist und deshalb keine Aktienrenditen für eine Regressionsanalyse zur Verfügung stehen.⁷⁰ Eine Lösung dieses Problems stellt der Rückgriff auf β -Faktoren von vergleichbaren börsennotierten Unternehmen dar. Bei dieser so genannten Analogiemethode ist darauf zu achten, dass die Vergleichsunternehmen auch tatsächlich ein ähnliches Risiko wie die zu bewertende Unternehmung aufweisen. Es sollten deshalb nur Unternehmen der gleichen Branche und Größe sowie einer vergleichbaren Geschäftspolitik ausgewählt werden.⁷¹ In der Realität wird sich kein perfektes Vergleichsunternehmen finden lassen, da es keine zwei Unternehmen mit exakt identischen Merkmalen gibt.⁷² Deshalb wird als Näherungswert für das Joint Venture- β ein Durchschnittswert der β -Faktoren mehrerer Vergleichsunternehmen herangezogen. Durch diese Diversifizierung werden spezifische unternehmensbezogene Risiken eliminiert, die eine Verzerrung des β -Faktors bewirken könnten.⁷³

Insbesondere wenn das Gemeinschaftsunternehmen von den beiden Kooperationspartnern komplett eigenfinanziert wird, ist nicht davon auszugehen, dass die Vergleichsunternehmen dieselbe Kapitalstruktur wie das Joint Venture haben. Da der β -Faktor jedoch auch das Kapitalstrukturrisiko repräsentiert, sind die β -Faktoren der Vergleichsunternehmen an die Finanzierungsstruktur des Joint Venture anzupassen.⁷⁴ Unter der Prämisse eines konstanten Verschuldungsgrads erfolgt die Anpassung über den folgenden Zusammenhang:⁷⁵

$$\beta^v = \beta^u \times \left(1 + \frac{FK}{EK}\right) \quad (17)$$

mit β^v : Risikomaß eines verschuldeten Unternehmens;

β^u : Risikomaß eines unverschuldeten Unternehmens.

Die Notwendigkeit der Anpassung des β -Faktors an die Kapitalstruktur ist in der Literatur nicht unumstritten. So kommen FULLER und KERR in einer empirischen Untersuchung zu dem Ergebnis, dass nicht angepasste β -Faktoren bessere Schätzer für das gesuchte Unternehmens- β dar-

⁷⁰ Vgl. BÜHNER (1994), S. 25.

⁷¹ Vgl. BAETGE et al. (2002), S. 294; HÖFNER/POHL (1994), S. 69.

⁷² Vgl. FULLER/KERR (1981), S. 999.

⁷³ Vgl. BÜHNER (1994), S. 25.

⁷⁴ Vgl. COPELAND et al. (2002), S. 372.

⁷⁵ Vgl. DRUKARCZYK (2003), S. 381.

stellen. Die Autoren verweisen jedoch darauf, dass andere Studien einen Zusammenhang zwischen dem systematischen Risiko eines Unternehmens und dessen Verschuldung nachweisen konnten.⁷⁶ Insofern stellt die Anpassung des β -Faktors an die Kapitalstruktur des Joint Venture zumindest die theoretisch korrekte Vorgehensweise dar.

Es mag sich in praxi als problematisch erweisen, passende Vergleichsunternehmen für das Joint Venture zu finden.⁷⁷ Dieses ist zum Beispiel dann der Fall, wenn das Gemeinschaftsunternehmen zur Entwicklung einer völlig neuartigen Technologie gegründet wurde und somit keine Unternehmen in derselben Branche existieren. Hinzu kommt, dass eine hohe Ähnlichkeit des Vergleichsunternehmens mit dem Joint Venture gegeben sein muss, um einen Analogieschluss zu rechtfertigen. Deshalb ist es zweckmäßig, nur Unternehmen mit einer Eigentümerstruktur auszuwählen, die mit der des Gemeinschaftsunternehmens vergleichbar ist. In der Realität wird es jedoch schwer sein, ein Unternehmen zu finden, das zugleich börsennotiert ist und sich im Besitz nur zweier anderer Unternehmen befindet.

Sofern keine hinreichend ähnlichen Unternehmen identifiziert werden können, wird in der Bewertungspraxis ein pragmatischer Ansatz zur Bestimmung des Risikozuschlags gewählt.⁷⁸ Dazu wird anhand der wesentlichen Faktoren, die das Risiko eines Unternehmens beeinflussen, ein Risikoprofil erstellt.⁷⁹ Dies geschieht im Rahmen eines Scoringmodells in zwei Schritten. Erstens sind die Risikofaktoren je nach ihrem Einfluss auf das Risiko des zu bewertenden Unternehmens mit einem Punktwert zwischen 0,7 und 1,5 zu versehen. Diese Spannbreite ergibt sich aus der Tatsache, dass realistische β -Faktoren ebenfalls in diesem Bereich liegen.⁸⁰ Vergleichbar mit den β -Faktoren bedeutet auch hier ein höherer Punktwert ein höheres Risiko.

Die einzelnen Risikoursachen werden in einem zweiten Schritt gemäß ihrer Bedeutung für das Gesamtrisiko des Unternehmens gewichtet und in einer Kennzahl verdichtet. Diese Risikokennzahl dient als Substitut für

⁷⁶ Vgl. FULLER/KERR (1981), S. 1007.

⁷⁷ Vgl. BALLWIESER (2004), S. 95.

⁷⁸ Vgl. BÜHNER (1994), S. 27.

⁷⁹ Eine Übersicht über mögliche Risikofaktoren geben bspw. MIROW (1994), S. 99 und BÜHNER (1994), S. 28.

⁸⁰ Vgl. MIROW (1994), S. 99.

das fehlende Unternehmens- β .⁸¹ Ein konzeptionelles Problem dieser Vorgehensweise ist, dass eine Unterscheidung von systematischem und unsystematischem Risiko nicht vorgenommen wird.⁸² Zudem erfolgt die Zuordnung von Punktwerten zu den Risikofaktoren und deren Gewichtung letztendlich willkürlich, was die Objektivität dieser Methode beeinträchtigt.

Es sollen im Folgenden einige Einflussgrößen genauer analysiert werden, die den Risikofaktor von Joint Ventures maßgeblich bestimmen. Diese hängen insbesondere mit dem bereits weiter oben angesprochenen Verhältnis zwischen den beiden Kooperationspartnern zusammen. Das Risiko des Joint Venture wird in hohem Umfang davon bestimmt, wie es den Partnerunternehmen gelingt, sich vor opportunistischem Verhalten des jeweils anderen Partners zu schützen. Die Anfangsauszahlungen zur Errichtung des Gemeinschaftsunternehmens stellen gegenseitige kooperationspezifische Investitionen⁸³ dar. Da beide Kooperationspartner diese Investitionen tätigen, wird die Entstehung von einseitigen Abhängigkeiten verhindert und somit die Gefahr der Ausbeutung eines Partners reduziert.⁸⁴ Die Partnerunternehmen haben dadurch einen Anreiz, sich gemäß der Kooperationsvereinbarung zu verhalten, da ihre Investitionen in das Joint Venture bei einem Abbruch der Zusammenarbeit stark an Wert verlieren würden. Spezifische Investitionen signalisieren somit glaubhaft, dass die Partnerunternehmen bereit sind, sich an die ausgehandelten Spielregeln zu halten und führen zu einer Erwartungsstabilisierung innerhalb der Kooperation.⁸⁵ Das zukünftige Verhalten des Kooperationspartners ist somit besser einzuschätzen als das Verhalten der anderen Marktteilnehmer. Demnach sind die Erträge aus dem Joint Venture im Vergleich zu Erträgen aus nicht abgesicherten Markttransaktionen *ceteris paribus* weniger riskant und folglich mit einem geringeren Risikozuschlag zu diskontieren.

Hat sich ein Unternehmen in der Vergangenheit stets an seine Kooperationsvereinbarungen gehalten, so erwirbt es dadurch eine Reputation als

⁸¹ Vgl. MIROW (1994), S. 99.

⁸² Vgl. BÜHNER (1994), S. 27.

⁸³ Investitionen sind dann kooperationspezifisch, wenn ihr Wert bei Aufrechterhaltung der Kooperation höher ist als nach deren Beendigung. Vgl. dazu ALCHIAN (1984), S. 36 f.

⁸⁴ Vgl. WILLIAMSON (1990), S. 223.

⁸⁵ Vgl. THEURL (2005), S. 12 ff.

fairer Partner.⁸⁶ Das bedeutet, dass ihm von anderen Unternehmen ein Vertrauensvorschuss gewährt wird. Dieser Vertrauensvorschuss ermöglicht das Eintreten in vorteilhafte Kooperationen und stellt insofern einen ökonomischen Wert dar. Ob sich der Kooperationspartner auch in Zukunft den Vereinbarungen entsprechend verhalten wird, hängt von einem einfachen rationalen Kalkül ab. Die Missachtung der Spielregeln führt zum Verlust der Reputation und des damit verbundenen ökonomischen Werts. Sie ist deshalb nur sinnvoll, wenn mit ihr ein Gewinn erzielt werden kann, der den Reputationsverlust überkompensiert. Ohne den Vertrauensvorschuss wäre es einfacher, durch opportunistisches Verhalten einen Vorteil zu erlangen, da kein Nachteil aufgrund eines Reputationsverlusts auszugleichen wäre.⁸⁷ Eine in vergangenen Transaktionen erworbene Reputation senkt folglich die Wahrscheinlichkeit des opportunistischen Verhaltens eines Kooperationspartners. Deshalb ist die Reputation der am Joint Venture beteiligten Unternehmen in die Bestimmung des Risikozuschlags einzubeziehen.

Neben der Reputation aus vergangenen Transaktionen hat auch das Vertrauen zwischen den Partnern, das in der betrachteten Kooperation entsteht, einen Einfluss auf den zu bestimmenden Risikofaktor. Vertrauen senkt das Risiko des opportunistischen Verhaltens und reduziert die Notwendigkeit einer kostenintensiven Absicherung gegen die Gefahr der Ausbeutung durch den Kooperationspartner.⁸⁸ Dazu sind psychologische und soziale Anreize zu schaffen, die an die Stelle expliziter Absicherungsmechanismen treten und den Partner motivieren, das in ihn gesetzte Vertrauen nicht zu enttäuschen.⁸⁹ Wird das Vertrauen jedoch missbraucht, führt dies zum Abbruch der Zusammenarbeit. Es ist demnach abzuwägen, ob der Nutzen aus einem Vertrauensbruch den Verlust der zukünftigen Kooperationsgewinne übersteigt.⁹⁰

Schließlich ist noch zu klären, ob Einsparungen durch das Joint Venture für die Kooperationspartner (Customer's Value) mit dem gleichen Zinssatz zu diskontieren sind, wie Cash Flows durch Dividenden oder Wertsteigerungen (Shareholder Value). Zum einen ist zu konstatieren, dass es sich bei den Einsparungen nicht um reale Zahlungsströme handelt,

⁸⁶ Vgl. DIXIT/NALEBUFF (1997), S. 142 ff.

⁸⁷ Vgl. ERLEI et al. (1999), S. 230.

⁸⁸ Vgl. SIEBERT (2006), S. 12; PARKHE (1993), S. 803 f.

⁸⁹ Vgl. ROEDER (2000), S. 123.

⁹⁰ Vgl. FUDERHOLZ (1998), S. 45.

sondern um fiktive Zahlungen, d.h. Opportunitäten. Diese würden aber zu realen Zahlungsströmen, falls die Kooperationspartner ihre Leistungen nicht über das Joint Venture, sondern über den Markt beziehen würden. Aus entscheidungstheoretischer Sicht sind die Einsparungen also wie reale Zahlungsströme zu behandeln.

Darüber hinaus besteht eine hohe Korrelation zwischen den Zahlungsüberschüssen des Joint Venture und den Einsparungen der Kooperationspartner durch die Ausgestaltung der Verrechnungspreise. Die Kooperationspartner können festlegen, ob sie Einsparungen oder Gewinne im Joint Venture generieren wollen. Insofern unterliegen die Einsparungen den gleichen Risikodeterminanten wie Cash Flows, die mit den Kapitalkosten und damit mit dem CAPM oder anderen Risikoberechnungsmodellen bestimmt werden. Aus dieser Sicht könnte derselbe Zinssatz für die Diskontierung der Einsparungen wie der für Cash Flows zur Anwendung kommen. Allerdings wird die Korrelation zwischen den möglichen Gewinnen und den Einsparungen nicht vollständig sein, da z.B. die steuerspezifischen Besonderheiten im Einzelfall zu prüfen und entsprechend im Bewertungskalkül zu berücksichtigen sind. Zunächst ist aber die Verwendung eines einheitlichen Diskontierungsfaktors zu vertreten.

3.4. Zahlenbeispiel zur Unternehmensbewertung mit erweiterter Free Cash Flows

In den vorangegangenen Kapiteln dieser Arbeit wurde ein Ansatz vorgestellt, der die Bewertung von Leistungsströmen zwischen einem Joint Venture und seinen Eigentümerunternehmen ermöglicht. Um die Vorgehensweise dieser Bewertungsmethode zu verdeutlichen und die Unterschiede zum herkömmlichen FCF-Verfahren aufzuzeigen, wird im Folgenden ein Rechenbeispiel angeführt.

Die mittelständischen Unternehmen AlphaScience GmbH (A) und Biotech GmbH (B) forschen beide auf dem Gebiet der Biotechnologie. Regelmäßig senden sie Proben zur Messung an ein Labor, da sie jeweils allein nicht über die finanziellen Mittel verfügen, um ein dafür benötigtes Massenspektrometer zu erwerben. Bei einer Technologiemesse lernen sich die Unternehmensgründer von A und B kennen und stellen fest, dass sie beide nicht zufrieden damit sind, den ihrer Meinung nach überhöhten Preis des Auftragslabors in Höhe von 60 € für eine Messung bezahlen zu müssen. Sie überlegen sich, ob es nicht vorteilhaft wäre, ein

Joint Venture zu gründen und zusammen ein Massenspektrometer anzuschaffen. Die Messung der Proben könnte dann vom Gemeinschaftsunternehmen vorgenommen werden. Im Folgenden wird eine Bewertung des Joint Venture aus der Sicht von A vorgenommen.

Um das Gemeinschaftsunternehmen zu errichten, wird eine Anfangsauszahlung in Höhe von 300.000 € benötigt. A und B verabreden, sich mit jeweils 50% am Joint Venture zu beteiligen. Für A ergibt sich demnach:⁹¹

$$C_0 = 0,5 \times 300.000 = 150.000$$

Das Gemeinschaftsunternehmen wird von A und B komplett mit Eigenkapital finanziert. Da das Joint Venture nicht an der Börse notiert ist, schätzt A den β -Faktor mit einem pragmatischen Ansatz auf 1,3. Der risikolose Zins beträgt 3,5%, die erwartete Rendite des Marktportfolios 10%. Der Diskontierungsfaktor d beträgt nach dem CAPM somit:⁹²

$$d = 0,035 + 1,3 \times (0,1 - 0,035) = 0,12$$

Um dieses Beispiel einfach zu halten, wird ein Detailplanungszeitraum von lediglich drei Jahren angesetzt. Aufgrund der hohen Wachstumsraten in der Biotechnologiebranche plant A, im Jahr 1 (2; 3) der Planungsperiode 120 (140; 160) Proben vom Gemeinschaftsunternehmen messen zu lassen. Im Joint Venture fallen hauptsächlich Fixkosten für das Personal an. Die Vollkosten je gemessener Probe sinken demnach mit steigender Auslastung und betragen im Jahr 1 (2; 3) 20 € (18 €; 16 €). Es ergibt sich somit eine Ersparnis im Vergleich zum Marktpreis in Höhe von 40 € (42 €; 44 €).⁹³ Nun liegen alle benötigten Daten vor, um den Barwert der Ersparnisse im Detailplanungszeitraum zu errechnen:⁹⁴

$$PV_1^E = \frac{120 \times 40}{1,12} + \frac{140 \times 42}{1,12^2} + \frac{160 \times 44}{1,12^3} = 13.984$$

⁹¹ Die Dimension aller Zahlungsströme in diesem Rechenbeispiel ist €.

⁹² Aufgrund der vollständigen Eigenfinanzierung entspricht der Diskontierungsfaktor den Eigenkapitalkosten. Es wird auf die zweite Nachkommastelle gerundet.

⁹³ Die Ersparnis je Leistung errechnet sich gemäß Gleichung (6), der Marktpreis ist 60 €.

⁹⁴ Es wird zur Vereinfachung die Annahme getroffen, dass alle Ersparnisse eines Jahres am Ende des Jahres anfallen. Alle Beträge werden auf ganze € gerundet.

Es ist an dieser Stelle anzumerken, dass die Vollkosten je Messung von der Gesamtzahl der in Anspruch genommenen Leistungen abhängen. A muss also in seine Planungen die voraussichtliche Anzahl der von B in Auftrag gegebenen Messungen mit einbeziehen. Für eine möglichst genaue Prognose der Vollkosten je Leistung ist es deshalb notwendig, Informationen des Kooperationspartners bezüglich seines erwarteten Leistungsbedarfs zu erhalten. Diese Problematik zeigt, dass eine offene Kommunikationsbeziehung zwischen den Kooperationspartnern das Risiko einer Fehlplanung und damit einer falschen Bewertung des Joint Venture reduziert.

Zur Bestimmung des Barwerts der Ersparnisse nach dem Detailplanungszeitraum wird eine dauerhafte Wachstumsrate von 9% pro Jahr angesetzt:

$$PV_2^E = \frac{(1+0,09) \times (160 \times 44)}{0,12 - 0,09} \times \frac{1}{(1+0,12)^3} = 182.064$$

Der Wert des Joint Venture aus Sicht von A beträgt somit:

$$NPV_{JV} = -150.000 + 13.984 + 182.064 = 46.048$$

Die Gründung des Joint Venture würde den Unternehmenswert von A um 46.048 € steigern. Aus Sicht von A sollte die Kooperation folglich durchgeführt werden. Eine Bewertung des Gemeinschaftsunternehmens allein auf Basis von Cash Flows würde diese Empfehlung nicht unterstützen, da das Joint Venture keine Zahlungsströme für die Kooperationspartner generiert. B wird ein vergleichbares Kalkül anstellen. Die Kooperation kommt zustande, wenn sie den Unternehmenswert von B ebenfalls steigert.

4. Schlussbetrachtungen

Der Wert des in dieser Arbeit betrachteten Joint Venture besteht darin, eine Leistung für die Kooperationspartner kostengünstiger als der Markt anzubieten. Unter der Prämisse, dass die Partner dafür lediglich die Vollkosten der Leistungserstellung übernehmen, entstehen beim Joint Venture keine überschüssigen Zahlungsströme. Die unmodifizierte Anwendung der FCF-Methode würde dem Gemeinschaftsunternehmen deshalb keinen sachgerechten Wert zuweisen. Deshalb war die FCF-Methode

um die Bewertung von Leistungen zu erweitern. Dazu wurden zuerst die bewertungsrelevanten Transferbeziehungen abgebildet. Anschließend erfolgte eine Bewertung der Leistungen mithilfe des Konzepts der Opportunitätskosten. Unter der Prämisse, dass der Leistungsbezug über den Markt die zweitbeste Alternative darstellt, beträgt der Wert einer Leistung die Differenz zwischen dem Marktpreis und den Kosten für die Beschaffung innerhalb der Kooperation. Diese Annahme ist in der Realität für jeden Einzelfall zu überprüfen. Stellt die Selbsterstellung die zweitbeste Alternative dar, so muss im Bewertungsmodell der Marktpreis durch die Kosten der Selbsterstellung ersetzt werden. Indem diese Ersparnisse im Vergleich zum Fremdbezug zu den Cash Flows des Joint Venture addiert wurden, ließ sich der Wert des Gemeinschaftsunternehmens mit der FCF-Methode bestimmen. Bei der FCF-Methode erhält man den Unternehmenswert durch Diskontierung von Zahlungsströmen mit einem Kapitalkostensatz. Es war demnach zu klären, welche Kapitalkosten für die Abzinsung der mit Ersparnissen erweiterten Cash Flows zu verwenden sind. Auf Grundlage des CAPM lassen sich die Kapitalkosten durch eine Analyse von Vergleichsunternehmen oder durch einen pragmatischen Ansatz (Scoringmodell) bestimmen. Aufgrund der hier vorliegenden hohen Korrelation von Sharholder Value erzeugenden Gewinnen und Customer's Value erzeugenden Ersparnissen, lässt sich die Verwendung eines einheitlichen Zinssatzes rechtfertigen.

Nach wie vor bestehen vielfältige Herausforderungen an die Bewertung kooperativer Unternehmen. Zur Bestimmung von Opportunitäten ist die Struktur des Produktmarktes relevant. Je unvollkommener der Markt, desto eher werden die Vorteile eines kooperativen Unternehmens relevant. Auch die Bewertung von Realoptionen, die insbesondere in der Praxis eine Reihe von Problemen mit sich bringt, ist für die Bewertung kooperativer Unternehmen von hoher Bedeutung, da so strategische Optionen explizit berücksichtigt werden können.

Literaturverzeichnis

- ALCHIAN, A. A. (1984): Specificity, Specialization, and Coalitions, in: Zeitschrift für die gesamte Staatswissenschaft, 140 (1), S. 34-49.
- BAETGE, J., NIEMEYER, K. UND KÜMMEL, J. (2002): Darstellung der Discounted Cashflow-Verfahren (DCF) mit Beispiel, in: PEEMÖLLER, V. H. (Hrsg.): Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 2. Aufl., nwb, Herne, Berlin, S. 263-360.
- BALLWIESER, W. (2004): Unternehmensbewertung - Prozeß, Methoden und Probleme, Schäffer-Poeschel, Stuttgart.
- BLEICHER, K. UND HERMANN, R. (1991): Joint-Venture-Management - Erweiterung des eigenen strategischen Aktionsradius, Schäffer-Poeschel, Stuttgart.
- BÜHNER, R. (1994): Unternehmerische Führung mit Shareholder Value, in: BÜHNER, R. (Hrsg.): Der Shareholder-Value-Report: Erfahrungen, Ergebnisse und Entwicklungen, Moderne Industrie, Landsberg/Lech, S.9-76.
- COENENBERG, A. G. (2003): Kostenrechnung und Kostenanalyse, 5. Aufl., Schäffer-Poeschel, Stuttgart.
- COENENBERG, A. G. UND SCHULTZE, W. (2006): Methoden der Unternehmensbewertung, in: WIRTH, B. W. (Hrsg.): Handbuch Mergers & Acquisitions Management, Gabler, Wiesbaden, S. 471-500.
- COPELAND, T.; KOLLER, T. UND MURRIN, J. (2002): Unternehmenswert, 3. Aufl., Campus, Frankfurt/Main, New York.
- CUMMINGS, T. J. (1992): Konfiguration Strategischer F&E-Allianzen: Innovation durch Partnerschaft, in: BRONDER, C. UND PRITZL, R. (Hrsg.): Wegweiser für Strategische Allianzen - Meilen- und Stolpersteine bei Kooperationen, Gabler, Wiesbaden, S. 211-220.
- DIBELIUS, A. (2002): Mergers & Acquisitions: Schnittstelle zwischen Unternehmen und Kapitalmärkten, in: PICOT, G. (Hrsg.): Handbuch Mergers & Acquisitions - Planung, Durchführung, Integration, 2. Aufl., Schäffer-Poeschel, Stuttgart, S. 39-68.
- DIXIT, A. K. UND NALEBUFF, B. J. (1997): Spieltheorie für Einsteiger - Strategisches Know-how für Gewinner, Schäffer-Poeschel, Stuttgart.
- DRUKARCZYK, J. (2003): Unternehmensbewertung, 4. Aufl., Vahlen, München.
- DÜCK-RATH, M. (2005): Unternehmensbewertung mit Hilfe von DCF-Methoden und ausgewählten Realoptionsansätzen, Peter Lang, Frankfurt/Main.
- EBERL, P. UND KABST, R. (2006): Vertrauen, Opportunismus und Kontrolle - Eine empirische Analyse von Joint Venture-Beziehungen vor dem Hintergrund der Transaktionskostentheorie, in: SYDOW, J. (Hrsg.): Management von Netzwerkorganisationen - Beiträge aus der „Managementforschung“, 4. Aufl., Gabler, Wiesbaden, S. 107-142.

- EISELE, J. (1995): Erfolgsfaktoren des Joint Venture-Management, Gabler, Wiesbaden.
- ERLEI, M.; LESCHKE, M. UND SAUERLAND, D. (1999): Neue Institutionenökonomik, Schäffer-Poeschel, Stuttgart.
- EWERT, R. UND WAGENHOFER, A. (2003): Interne Unternehmensrechnung, 5. Aufl., Springer, Berlin et al.
- FAMA, F. E. UND FRENCH, K. R. (2004): The Capital Asset Pricing Model: Theory and Evidence, in: Journal of Economic Perspective, 18 (3), S. 25-46.
- FUDERHOLZ, J. (1998): Kultur virtueller Unternehmen: Arbeiten und Vertrauen in der Informationsgesellschaft, Logos, Berlin.
- FULLER, R. J. UND KERR, H. S. (1981): Estimating Divisional Cost of Capital: An Analysis of the Pure-Play Technique, in: Journal of Finance, 36 (5), S. 997-1009.
- GAHL, A. (1991): Die Konzeption Strategischer Allianzen, Duncker & Humblot, Berlin.
- GEYER, A. UND HAUER, S. (1991): ARCH-Modelle zur Messung des Marktrisikos, in: Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, 43 (1), S. 65-74.
- GOMEZ, P. UND MURAROTTO, F. (2001): Shareholder Value, in: GERKE, W. (Hrsg.): Handwörterbuch des Bank- und Finanzwesens, 3. Aufl., Schäffer-Poeschel, Stuttgart, Sp. 1927.-1936.
- GÜNTHER, T. (1994): Zur Notwendigkeit des Wertsteigerungs-Managements, in: HÖFNER, K. UND POHL, A. (Hrsg.): Wertsteigerungs-Management - Das Shareholder Value-Konzept: Methoden und erfolgreiche Beispiele, Campus, Frankfurt/Main, S. 13-58.
- HACHMEISTER, D. (1999): Der Discounted Cash Flow als Maß der Unternehmenswertsteigerung, 3. Aufl., Europäischer Verlag der Wissenschaften, Frankfurt/Main et al.
- HARRIGAN, K. R. (1985): Strategies for Joint Ventures, Lexington Books, Lexington, Massachusetts et al.
- HERING, T. (2006): Unternehmensbewertung, 2. Aufl., Oldenbourg, München, Wien.
- HERMANN, R. (1989): Joint Venture-Management - Strategien, Strukturen, SYSTEME UND KULTUREN, FERBER, GIEßEN.
- HÖFNER, K. UND POHL, A. (1994): Wertsteigerungstechniken für das Geschäftsfeld- und Beteiligungsportfolio, in: HÖFNER, K. UND POHL, A. (Hrsg.): Wertsteigerungs-Management - Das Shareholder Value-Konzept: Methoden und erfolgreiche Beispiele, Campus, Frankfurt/Main, S. 59-84.
- KLOSTER, U. (1988): Kapitalkosten und Investitionsentscheidungen - Eine finanzierungstheoretische und empirische Untersuchung, Europäischer Verlag der Wissenschaften, Frankfurt/Main et al.

- LAMPRECHT, D. (2006): Der Member Value von Genossenschaftsbanken unter sich ändernden Wettbewerbsbedingungen, in: Oebbecke, J./ Ehlers, D./ Klein, M./ Theurl, T./ Diemert, D. (Hrsg.): Perspektiven für Sparkassen und Genossenschaftsbanken, Schriftenreihe des Freiherr-vom-Stein-Institutes, Band 56, Kohlhammer, Stuttgart, S. 17-29.
- KUHNER, C. UND MALTRY, H. (2006): Unternehmensbewertung, Springer, Berlin, Heidelberg.
- LINTNER, J. (1965): The valuation of risky assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets, in: Review of Economics & Statistics, 47 (1), S. 13-37.
- LITTIG, P. (1999): Coopetition: Die Klugen vergrößern den Kuchen - Marktstudie zur Kooperation zwischen Wettbewerbern, Bertelsmann, Bielefeld.
- LÜCKE, W. (1955): Investitionsrechnung auf Basis von Ausgaben oder Kosten?, in: Zeitschrift für handelswirtschaftliche Forschung, S. 310-324.
- MANDL, G. und RABEL, K. (1997): Unternehmensbewertung - eine praxisorientierte Einführung, Redline, Wien, Frankfurt/Main.
- MARKOWITZ, H. M. (1959): Portfolio Selection - Efficient Diversification of Investments, Wiley, New York et al.
- MARKOWITZ, H. M. (1952): Portfolio Selection, in: Journal of Finance, 7 (1), S. 77-91.
- MEFFERT, H. (2000): Marketing - Grundlagen marktorientierter Unternehmensführung, 9. Auflage, Gabler, Wiesbaden.
- MIROW, M. (1994): Shareholder Value als Instrument der internen Unternehmensführung, in: BÜHNER, R. (Hrsg.): Der Shareholder-Value-Report: Erfahrungen, Ergebnisse und Entwicklungen, Moderne Industrie, Landsberg/Lech, S.91-105.
- MOSSIN, J. (1966): Equilibrium in a capital asset market, in: Econometrica, 34 (4), S. 768-783.
- OSTERLOH, M. und FROST, J. (1999): Betriebswirtschaftliche Funktionen der Verrechnungspreise: Koordinationsfunktion, Motivationsfunktion, Orientierungsfunktion, in: RAUPACH (Hrsg.): Verrechnungspreissysteme multinationaler Unternehmen in betriebswirtschaftlicher, gesellschafts- und steuerrechtlicher Sicht, nwb, Herne, Berlin, S. 33-47.
- PARKHE, A. (1993): Strategic Alliance Structuring: A Game Theoretic And Transaction Cost Examination of Interfirm Cooperation, in: Academy of Management Journal, 36 (4), S. 794-829.
- PERLMUTTER, H. V. und HEENAN, D. A. (1986): Cooperate to Compete Globally, in: Harvard Business Review, 64 (2), S. 136-152.
- PERRIDON, L. und STEINER, M. (2004): Finanzwirtschaft der Unternehmung, 13. Aufl., Vahlen, München.

- PICOT, A; DIETL, H. und FRANCK, E. (2005): Organisation - Eine ökonomische Perspektive, 4. Aufl., Schäffer-Poeschel, Stuttgart.
- PRATT, S. P.; REILLY, R. F. und SCHWEIHS, R. P. (2000): Valuing a Business: The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies, 4. Aufl., McGraw-Hill, New York.
- RAPPAPORT, A. (1995): Shareholder Value - Wertsteigerung als Maßstab für die Unternehmensführung, Schäffer-Poeschel, Stuttgart.
- RICHTER, F. (2002): Unternehmensbewertung, in PICOT, G. (Hrsg.): Handbuch Mergers & Acquisitions - Planung, Durchführung, Integration, 2. Aufl., Schäffer-Poeschel, Stuttgart, S. 301-335.
- ROEDER, K. (2000): Management virtueller Unternehmen unter besonderer Berücksichtigung des Vertrauensmanagements, Difo-Druck, Bamberg.
- ROHLEDER, C. (2004): Globalisierung, Tertiärisierung und multinationale Unternehmen - Eine international vergleichende Analyse zur Diskordanz von wirtschaftlicher und politischer Entwicklung, Dissertation, Köln.
- SCHLOSSER, A. (2001): Unternehmenswertsteigerung durch Strategische Allianzen - Ein Ansatz zum wertorientierten Kooperationsmanagement, Difo-Druck, Bamberg.
- SCHMIDT, R. H. und TERBERGER, E. (1997): Grundzüge der Investitions- und Finanzierungstheorie, 4. Aufl., Gabler, Wiesbaden.
- SCHULTE-ZURHAUSEN, M. (2005): Organisation, 4. Aufl., Vahlen, München.
- SCHWETZLER, B. und DARIJTSCHUK, N. (1998): Unternehmensbewertung mit Hilfe der DCF-Methode - eine Anmerkung zum „Zirkularitätsproblem“, Arbeitspapier, Leipzig.
- SHARPE, W. F. (1995): Risk, Market Sensitivity, and Diversification, in: Financial Analysts Journal, 51 (1), S. 84-88.
- SHARPE, W. F. (1964): Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk, in: Journal of Finance, 19 (3), S. 425-442.
- SIEBEN, G. und MALTRY, H. (2002): Der Substanzwert der Unternehmung, in: PEEMÖLLER, V. H. (Hrsg.): Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 2. Aufl., nwb, Herne, Berlin, S. 375-399.
- SIEBEN, G. und ZAPF, B. (1981): Unternehmensbewertung als Grundlage unternehmerischer Entscheidungen, Poeschel, Stuttgart.
- SIEGERT, T. (1994): Marktwertorientierte Unternehmenssteuerung, in: BÜHNER, R. (Hrsg.): Der Shareholder-Value-Report: Erfahrungen, Ergebnisse und Entwicklungen, Moderne Industrie, Landsberg/Lech, S.107-126.
- SPREMANN, K. (1996): Wirtschaft, Investition und Finanzierung, 5. Aufl., Oldenbourg, München, Wien.
- STARP, W.-D. (2002): Bewertung ausländischer Unternehmen, in: PEEMÖLLER, V. H. (Hrsg.): Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 2. Aufl., nwb, Herne, Berlin, S. 463-474.

- STEINER, M. und BAUER, C. (1992): Die fundamentale Analyse und Prognose des Marktrisikos deutscher Aktien, in: Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, 44 (4), S. 347-368.
- STEINER, M. und WALLMEIER, M. (1999): Unternehmensbewertung mit Discounted Cash Flow-Methoden und dem Economic Value Added-Konzept, in: Zeitschrift für Unternehmensfinanzierung und Finanzmanagement, 1 (5), S. 1-10.
- SÜCHTING, J. (1995): Finanzmanagement: Theorie und Politik der Unternehmensfinanzierung, 6. Aufl., Gabler, Wiesbaden.
- THEURL, T. (2005): Kooperative Governancestrukturen, IfG-Arbeitspapier Nr. 48, Münster.
- THEURL, T. (2001): Die Kooperation von Unternehmen: Facetten der Dynamik, in: AHLERT, D. (Hrsg.): Handbuch Franchising und Cooperation - Das Management kooperativer Unternehmensnetzwerke, Luchterhand, Neuwied, Kriftel, S. 73-91.
- THEURL, T. und MEYER, E. C. (2003): Verrechnungspreise in Unternehmenskooperationen - eine Einleitung, in: CRÜGER, A. und THEURL, T. (Hrsg.): Verrechnungspreise in Unternehmenskooperationen: Theorie - Strategie - Anwendung, Verlag für Wirtschaftskommunikation, Berlin, S. 13-55.
- WEBER, M. und SCHIERECK, D. (1993): Marktbezogene Bestimmung der Kapitalkosten, in: GEBHARD, J.; GERKE, W. und STEINER, W. (Hrsg.): Handbuch des Finanzmanagements - Instrumente und Märkte der Unternehmensfinanzierung, Beck, München.
- WILLIAMSON, O. E. (1990): Die ökonomischen Institutionen des Kapitalismus, Mohr Siebek, Tübingen.
- ZENS, N. H. und REHNEN, A. (1994): Die Bewertung von Unternehmen und strategischen Geschäftseinheiten mit Hilfe des Shareholder-Value-Konzepts, in: Höfner, K. und Pohl, A. (Hrsg.): Wertsteigerungs-Management - Das Shareholder Value-Konzept: Methoden und erfolgreiche Beispiele, Campus, Frankfurt/Main, S. 85-115.

**Arbeitspapiere des Instituts für Genossenschaftswesen
der Westfälischen Wilhelms-Universität Münster**

-
- | | |
|---|---|
| <p>Nr. 1
<i>Holger Bonus</i>
Wirtschaftliches Interesse und Ideologie im Umweltschutz
August 1984</p> | <p>Nr. 12
<i>Reimut Jochimsen</i>
Eine Europäische Wirtschafts- und Währungsunion - Chancen und Risiken
August 1994</p> |
| <p>Nr. 2
<i>Holger Bonus</i>
Waldkrise - Krise der Ökonomie?
September 1984</p> | <p>Nr. 13
<i>Hubert Scharlau</i>
Betriebswirtschaftliche und steuerliche Überlegungen und Perspektiven zur Unternehmensgliederung in Wohnungsbaugenossenschaften
April 1996</p> |
| <p>Nr. 3
<i>Wilhelm Jäger</i>
Genossenschaftsdemokratie und Prüfungsverband - Zur Frage der Funktion und Unabhängigkeit der Geschäftsführerprüfung
Oktober 1984</p> | <p>Nr. 14
<i>Holger Bonus / Andrea Maria Wessels</i>
Genossenschaften und Franchising
Februar 1998</p> |
| <p>Nr. 4
<i>Wilhelm Jäger</i>
Genossenschaft und Ordnungspolitik
Februar 1985</p> | <p>Nr. 15
<i>Michael Hammerschmidt / Carsten Hellinger</i>
Mitgliedschaft als Instrument der Kundenbindung in Genossenschaftsbanken
Oktober 1998</p> |
| <p>Nr. 5
<i>Heinz Grossekkettler</i>
Ökonomische Analyse der interkommunalen Kooperation
März 1985</p> | <p>Nr. 16
<i>Holger Bonus / Rolf Greve / Thorn Kring / Dirk Polster</i>
Der genossenschaftliche Finanzverbund als Strategisches Netzwerk - Neue Wege der Kleinteiligkeit
Oktober 1999</p> |
| <p>Nr. 6
<i>Holger Bonus</i>
Die Genossenschaft als Unternehmungstyp
August 1985</p> | <p>Nr. 17
<i>Michael Hammerschmidt</i>
Mitgliedschaft als ein Alleinstellungsmerkmal für Kreditgenossenschaften - Empirische Ergebnisse und Handlungsvorschläge
April 2000</p> |
| <p>Nr. 7
<i>Hermann Ribhegge</i>
Genossenschaftsgesinnung in entscheidungslogischer Perspektive
Februar 1986</p> | <p>Nr. 18
<i>Claire Binisti-Jahndorf</i>
Genossenschaftliche Zusammenarbeit auf europäischer Ebene
August 2000</p> |
| <p>Nr. 8
<i>Joachim Wiemeyer</i>
Produktivgenossenschaften und selbstverwaltete Unternehmen - Instrumente der Arbeitsbeschaffung?
September 1986</p> | <p>Nr. 19
<i>Olaf Lüke</i>
Schutz der Umwelt - Ein neues Betätigungsfeld für Genossenschaften?
September 2000</p> |
| <p>Nr. 9
<i>Hermann Ribhegge</i>
Contestable markets, Genossenschaften und Transaktionskosten
März 1987</p> | <p>Nr. 20
<i>Astrid Höckels</i>
Möglichkeiten der Absicherung von Humankapitalinvestitionen zur Vermeidung unerwünschter Mitarbeiterfluktuation
November 2000</p> |
| <p>Nr. 10
<i>Richard Böger</i>
Die Niederländischen Rabobanken - Eine vergleichende Analyse -
August 1987</p> | <p>Nr. 21
<i>José Miguel Simian</i>
Wohnungsgenossenschaften in Chile - Vorbild für eine Politik der Wohneigentumsbildung in Deutschland?
Mai 2001</p> |
| <p>Nr. 11
<i>Richard Böger / Helmut Pehle</i>
Überlegungen für eine mitgliederorientierte Unternehmensstrategie in Kreditgenossenschaften
Juni 1988</p> | |

- Nr. 22
Rolf Greve / Nadja Lämmer
 Quo vadis Genossenschaftsgesetz? - Ein Überblick über aktuelle Diskussionsvorschläge
Christian Lucas
 Von den Niederlanden lernen? - Ein Beitrag zur Diskussion um die Reform des deutschen Genossenschaftsrechts
 Mai 2001
- Nr. 23
Dirk Polster
(unter Mitarbeit von Lars Testorf)
 Verbundexterne Zusammenarbeit von Genossenschaftsbanken - Möglichkeiten, Grenzen, Alternativen
 November 2001
- Nr. 24
Thorn Kring
 Neue Strategien - neue Managementmethoden - Eine empirische Analyse zum Strategischen Management von Genossenschaftsbanken in Deutschland
 Februar 2002
- Nr. 25
Anne Kretschmer
 Maßnahmen zur Kontrolle von Korruption - eine modelltheoretische Untersuchung
 Juni 2002
- Nr. 26
Andrea Neugebauer
 Divergierende Fallentscheidungen von Wettbewerbsbehörden - Institutionelle Hintergründe
 September 2002
- Nr. 27
Theresia Theurl / Thorn Kring
 Governance Strukturen im genossenschaftlichen FinanzVerbund: Anforderungen und Konsequenzen ihrer Ausgestaltung
 Oktober 2002
- Nr. 28
Christian Rotter
 Risikomanagement und Risikocontrolling in Wohnungsgenossenschaften
 November 2002
- Nr. 29
Rolf Greve
 The German cooperative banking group as a strategic network: function and performance
 November 2002
- Nr. 30
Florian Deising / Angela Kock / Kerstin Liehr-Gobbers / Barbara Schmolzmüller / Nina Tantzen
 Die Genossenschaftsidee HEUTE: Hostsharing e.G. - eine Fallstudie
 Dezember 2002
- Nr. 31
Florian Deising
 Der Nitrofen-Skandal - Zur Notwendigkeit genossenschaftlicher Kommunikationsstrategien
 Januar 2003
- Nr. 32
Gerhard Specker
 Die Genossenschaft im Körperschaftsteuersystem Deutschlands und Italiens
 März 2003
- Nr. 33
Frank E. Münnich
 Der Ökonom als Berater - Einige grundsätzliche Erwägungen zur wissenschaftlichen Beratung der Politik durch Ökonomen
 April 2003
- Nr. 34
Sonja Schölermann
 Eine institutionenökonomische Analyse der „Kooperations-Beratung“
 August 2003
- Nr. 35
Thorn Kring
 Erfolgreiche Strategieumsetzung - Leitfaden zur Implementierung der Balanced Scorecard in Genossenschaftsbanken
 September 2003
- Nr. 36
Andrea Neugebauer
 Wettbewerbspolitik im institutionellen Wandel am Beispiel USA und Europa
 September 2003
- Nr. 37
Kerstin Liehr-Gobbers
 Determinanten des Erfolgs im Legislativen Lobbying in Brüssel - Erste empirische Ergebnisse
 September 2003
- Nr. 38
Tholen Eekhoff
 Genossenschaftsbankfusionen in Norddeutschland - eine empirische Studie
 Januar 2004
- Nr. 39
Julia Trampel
 Offshoring oder Nearshoring von IT-Dienstleistungen? - Eine transaktionskostentheoretische Analyse
 März 2004
- Nr. 40
Alexander Eim
 Das Drei-Säulen-System der deutschen Kreditwirtschaft unter besonderer Berücksichtigung des Genossenschaftlichen Finanzverbundes
 August 2004
- Nr. 41
André van den Boom
 Kooperationsinformationssysteme - Konzeption und Entwicklung eines Instruments zur Erkenntnisgewinnung über das Phänomen der Kooperation
 August 2004

- Nr. 42
Jacques Santer
Die genossenschaftliche Initiative - ein Baustein der Europäischen Wirtschaft
September 2004
- Nr. 43
Theresia Theurl (Hrsg.)
Die Zukunft der Genossenschaftsbanken - die Genossenschaftsbank der Zukunft, Podiumsdiskussion im Rahmen der IGT 2004 in Münster
Dezember 2004
- Nr. 44
Theresia Theurl (Hrsg.)
Visionen in einer Welt des Shareholder Value, Podiumsdiskussion im Rahmen der IGT 2004 in Münster
Dezember 2004
- Nr. 45
Walter Weinkauff (Hrsg.)
Kommunikation als Wettbewerbsfaktor, Expertendiskussion im Rahmen der IGT 2004 in Münster
Dezember 2004
- Nr. 46
Andrea Schweinsberg
Organisatorische Flexibilität als Antwort auf die Globalisierung
Dezember 2004
- Nr. 47
Carl-Friedrich Leuschner
Genossenschaften - Zwischen Corporate und Cooperative Governance
März 2005
- Nr. 48
Theresia Theurl
Kooperative Governancestrukturen
Juni 2005
- Nr. 49
Oliver Budzinski / Gisela Aigner
Institutionelle Rahmenbedingungen für internationale M&A-Transaktionen - Auf dem Weg zu einem globalen Fusionskontrollregime?
Juni 2005
- Nr. 50
Bernd Raffelhüschen / Jörg Schoder
Möglichkeiten und Grenzen der Integration von genossenschaftlichem Wohnen in die Freiburger Zwei-Flanken-Strategie
Juni 2005
- Nr. 51
Tholen Eekhoff
Zur Wahl der optimalen Organisationsform betrieblicher Zusammenarbeit - eine gesamtwirtschaftliche Perspektive
Juli 2005
- Nr. 52
Cengiz K. Iristay
Kooperationsmanagement: Einzelne Facetten eines neuen Forschungsgebiets - Ein Literaturüberblick
August 2005
- Nr. 53
Stefanie Franz
Integrierte Versorgungsnetzwerke im Gesundheitswesen
März 2006
- Nr. 54
Peter Ebertz
Kooperationen als Mittel des Strategischen Risikomanagements
März 2006
- Nr. 55
Frank Beermann
Kooperation beim Stadtbau - Übertragung des BID-Gedankens am Beispiel des Wohnungsrückbaus
Juni 2006
- Nr. 56
Alexander Geist
Flughäfen und Fluggesellschaften - eine Analyse der Kooperations- und Integrationsmöglichkeiten
Juni 2006
- Nr. 57
Stefanie Franz / Mark Wipprich
Optimale Arbeitsteilung in Wertschöpfungsnetzwerken
Oktober 2006
- Nr. 58
Dirk Lamprecht / Alexander Donschen
Der Nutzen des Member Value Reporting für Genossenschaftsbanken - eine ökonomische und juristische Analyse
Dezember 2006
- Nr. 59
Dirk Lamprecht / Christian Strothmann
Die Analyse von Genossenschaftsbankfusionen mit den Methoden der Unternehmensbewertung
Dezember 2006
- Nr. 60
Mark Wipprich
Preisbindung als Kooperationsinstrument in Wertschöpfungsnetzwerken
Januar 2007
- Nr. 61
Theresia Theurl / Axel Werries
Erfolgsfaktoren für Finanzportale im Multikanalbanking von Genossenschaftsbanken - Ergebnisse einer empirischen Untersuchung
Februar 2007
- Nr. 62
Bettina Schlelein
Wohnungsgenossenschaftliche Kooperationspotentiale - empirische Ergebnisse des Forschungsprojektes
März 2007

Nr. 63
Gerhard Schwarz
Vertrauensschwund in der Marktwirtschaft, Vortrag anlässlich der Mitgliederversammlung der Forschungsgesellschaft für Genossenschaftswesen Münster
April 2007

Nr. 64
Theresia Theurl / Stefanie Franz
"Benchmark Integrierte Versorgung im Gesundheitswesen" - Erste empirische Ergebnisse
April 2007

Nr. 65
Christian Albers / Dirk Lamprecht
Die Bewertung von Joint Ventures mit der Free Cash Flow-Methode unter besonderer Berücksichtigung kooperationsinterner Leistungsbeziehungen
Mai 2007