

**Die Bewertung von Unternehmenskooperationen
unter besonderer Berücksichtigung ihrer Stabilität**

von Christian Strothmann
Nr. 82 ■ August 2009

Vorwort

Die Bewertung von Kooperationen und somit die Quantifizierung der Werte, die durch Kooperationen für die kooperierenden Unternehmen geschaffen werden, ist zu einem wichtigen Thema in der ökonomischen Kooperationsforschung geworden. Doch nicht nur in der Theorie gewinnen entsprechende Fragestellungen an Bedeutung, sondern auch im Kooperationsmanagement. Bewertungsfragen stellen sich bereits im Zuge der Vorbereitung von Partnerschaften, im Weiteren dann aber vor allem bei grundlegenden Weichenstellungen sowie bei der Aufteilung der Kooperationsrente, die durch die Zusammenarbeit entsteht.

Es ist naheliegend zu prüfen, ob die bestehenden Ansätze für die Unternehmensbewertung als Ausgangspunkt gewählt und dann kooperations-spezifisch adaptiert werden können. So geht Christian Strothmann in diesem Arbeitspapier vor. Er berücksichtigt, dass die Stabilität einer Kooperation einer ihrer wichtigen Erfolgsfaktoren ist. Die Stabilität einer Kooperation korrespondiert mit der Umwelt- und der Verhaltensunsicherheit und ist nicht einfach zu operationalisieren. In diesem Arbeitspapier wird die erwartete Stabilität bzw. Instabilität im Diskontierungsfaktor berücksichtigt. Es wird davon ausgegangen, dass sowohl der Institutionalierungsgrad als auch die konkrete Ausgestaltung einer Kooperation einen Einfluss auf die Stabilität haben und sich somit im Diskontierungssatz wieder spiegeln sollten. Dieses Arbeitspapier entstammt dem „IfG-Forschungscluster II: Kooperationsmanagement“. Kommentare sind herzlich willkommen.



Prof. Dr. Theresia Theurl

Inhaltsverzeichnis

Vorwort	II
Inhaltsverzeichnis	III
Abbildungsverzeichnis.....	IV
1. Einleitung.....	1
2. Unternehmenskooperationen als Bewertungsobjekte	2
3. WACC-Ansatz als Grundlage der Bewertung.....	3
4. Kooperationspezifischer Diskontierungsfaktor	5
4.1. Komponenten des Diskontierungsfaktors	5
4.2. Ermittlung der Eigenkapitalkosten	7
4.3. Ermittlung der Fremdkapitalkosten	12
4.4. Berücksichtigung des Instabilitätsrisikos.....	14
5. Bewertung von Kooperationen unter besonderer Berücksichtigung ihrer Stabilität.....	20
6. Zahlenbeispiel zur Bewertung von Kooperationen unter besonderer Berücksichtigung ihrer Stabilität.....	22
7. Fazit und Ausblick	26
Literaturverzeichnis	28

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Darstellung möglicher Kooperationsformen	3
Abbildung 2: Kooperationspezifischer Diskontierungsfaktor.....	7
Abbildung 3: Tendenzielle Auswirkungen der Institutionalisierung einer Kooperation auf das Instabilitätsrisiko	18
Abbildung 4: Tendenzielle Auswirkungen der Kooperationsform auf das Instabilitätsrisiko	19
Abbildung 5: Exemplarische Auswirkungen des Instabilitätsrisikos im Hinblick auf die Institutionalisierung	23
Abbildung 6: Exemplarische Auswirkungen des Instabilitätsrisikos im Hinblick auf die Kooperationsform	24
Abbildung 7: Sensitivität des Wertbeitrages einer Kooperation unter Beachtung des Instabilitätsrisikos	25

1. Einleitung

Eine Vielzahl von Unternehmen generiert einen erheblichen Teil ihrer Wertschöpfung in Kooperationen, wenn auf diese Weise unternehmerische Ziele besser als in alternativen Koordinationsformen erreicht werden können. Es stellt sich die Frage, wie die Wertbeiträge von Kooperationen ermittelt werden können. Die Methoden der Unternehmensbewertung erweisen sich hierfür als zweckdienlich. Aufgrund der Notwendigkeit, unsichere Zahlungsströme unter wirtschaftlichen Gesichtspunkten zu beurteilen und der Schwierigkeit, die hierzu zwingend notwendigen Informationen zu erlangen, wird die Bewertung von Unternehmen in der Literatur als „Königdisziplin“ unter den betriebswirtschaftlichen Bewertungsproblemen erachtet.¹ Sollen anstelle von Unternehmen Kooperationen bewertet werden, sind weitere Besonderheiten von wesentlicher Bedeutung und explizit zu berücksichtigen. Hierzu zählt auch die kooperationsindividuelle Stabilität.² Unsicherheit spielt im unternehmerischen Umfeld eine erhebliche Rolle. Kooperationen zeichnen sich durch unterschiedliche Stabilitätsgrade aus. Der Wert einer Kooperationsentscheidung hängt daher auch von kooperationsindividuellen Stabilitätsrisiken ab. Zur Bewertung des finanziellen Nutzens, der mit einer Kooperation verbunden sein kann, ist dann ein Diskontierungsfaktor notwendig, der die Stabilität von Kooperationen explizit berücksichtigt. Um diesen Aspekt bei der Kooperationsbewertung einzubeziehen, muss die Bewertungstheorie erweitert werden.

Nachdem in Kapitel 2 kurz auf Unternehmenskooperationen sowie deren bewertungsrelevante Aspekte im Hinblick auf die kooperationsindividuelle Stabilität eingegangen wurde, werden in Kapitel 3 die Grundlagen für eine Bewertung gelegt. Darauf aufbauend werden in Kapitel 4 die Komponenten eines kooperationsindividuellen Diskontierungsfaktors dargestellt. In Kapitel 5 wird die Bewertung von Kooperationen unter besonderer Berücksichtigung ihrer Stabilität veranschaulicht. Anschließend wird diese in Kapitel 6 anhand eines Zahlenbeispiels illustriert. Die Arbeit schließt mit einem Fazit und einem Ausblick in Kapitel 7.

¹ Vgl. HERING (2006), S. 3.

² Neben der Stabilität ist auch die Flexibilität von Kooperationen von zentraler Bedeutung. Vgl. zu der Stabilität und Flexibilität von Kooperationen ausführlich THEURL (2001), S. 79 ff. Für eine Berücksichtigung der Flexibilität bei der Bewertung von Kooperationen am Beispiel von Strategischen Allianzen vgl. STROTHMANN (2007), S. 4 ff.

2. Unternehmenskooperationen als Bewertungsobjekte

Unternehmenskooperationen³ sind definiert als intensive, nicht auf einmalige Transaktionen beschränkte, zumindest mittelfristig angelegte, meist auf vertraglicher Basis abgesicherte, freiwillige und beendbare Verbindungen rechtlich und partiell wirtschaftlich selbständiger Unternehmen, die einzelne oder mehrere Unternehmensaktivitäten betreffen, um so einzelwirtschaftliche Ziele besser realisieren zu können als in alternativen Organisationsformen.⁴ Anhand der vorstehenden Arbeitsdefinition können unterschiedliche Kooperationen systematisiert und ihre konstituierenden Merkmale herausgearbeitet werden. Eine derartige Systematisierung ist im Hinblick auf die Institutionalisierung einer Kooperation sowie bezüglich der gewählten Kooperationsform möglich. Auf beide Aspekte wird im Folgenden eingegangen, da sie für die Bewertung von Kooperationen unter besonderer Berücksichtigung ihrer Stabilität von wesentlicher Bedeutung sind.

Kooperationen unterscheiden sich durch den Grad der formalrechtlichen *Institutionalisierung*, wobei vier Ausprägungen zu unterscheiden sind.⁵ Die vier Varianten zeichnen sich durch einen ansteigenden Institutionalierungsgrad und eine zunehmende Verdünnung der Verfügungsrechte aus. Gleichzeitig nehmen die Exit-Kosten zu, wodurch die Verbindlichkeit der kooperativen Vereinbarung sowie die gegenseitigen Abhängigkeiten erhöht werden. Den geringsten Institutionalierungsgrad haben informelle Kooperationen. Sie basieren auf vertragsfreien, losen Vereinbarungen, weshalb sie keine Rechtsverbindlichkeit aufweisen. Formelle Kooperationen sind demgegenüber durch Verträge abgesichert und beinhalten eine rechtliche Bindung an die festgelegten Rechte und Pflichten.⁶ Sieht die Kooperation eine Kapitalbeteiligung vor, wird von einer einseitigen oder gegenseitigen kooperativen Beteiligung gesprochen.⁷ Den höchsten Institutionalierungsgrad weist schließlich eine Kooperation mit Gründung auf. Bei dieser Institutionalierungsform wird

³ Die Begriffe Unternehmenskooperation und Kooperation werden im Folgenden synonym für alle kooperativen Organisationsformen verwendet.

⁴ Vgl. THEURL (2001), S. 73.

⁵ Vgl. THEURL/SCHWEINSBERG (2004), S. 25; MICHEL (1996), S. 30 f.

⁶ Mit der Institutionalisierung einer Kooperation werden die Verfügungsrechte der Kooperationspartner festgelegt. Exit-Kosten fallen beispielsweise bei einem Ausstieg aus der Kooperation oder im Falle des Scheiterns der Kooperation an. Vgl. THEURL/SCHWEINSBERG (2004), S. 25.

⁷ Durch eine Kapitalbeteiligung wird die Ernsthaftigkeit und Nachhaltigkeit der Kooperationsvereinbarung unterstrichen. Vgl. MICHEL (1996), S. 31.

ein rechtlich selbständiges Unternehmen gegründet.⁸ Neben der Institutionalisierung können Kooperationen auch entsprechend der gewählten *Kooperationsform* systematisiert werden. Abbildung 1 gibt einen Überblick über verschiedene Kooperationsformen.⁹

Kooperationsform	Kooperationsinhalt
Projektkooperation	Zeitlich befristete Kooperation, deren Inhalt die gemeinsame Durchführung eines spezifischen Projektes ist
Public Private Partnership	Kooperation zwischen staatlichen und privaten Akteuren, die eine komplementäre Zielsetzung verfolgen
Strategische Allianz	Horizontale Kooperation zwischen aktuellen und potenziellen Konkurrenten
Wertkettenkooperation	Kooperation von Unternehmen mit komplementären Kernkompetenzen entlang der Wertschöpfungskette
Unternehmensnetzwerk	Kooperation mehrerer Partner durch die Bündelung komplementärer Kernkompetenzen auf einer Stufe der Wertschöpfungskette und/oder entlang dieser
Franchising-Kooperation	Kooperation zwischen Franchisegeber und -nehmer zur Umsetzung einer Organisations-, Preis-, Produkt- und Marketingstrategie
Genossenschaftliche Kooperation	Kooperation der Mitglieder durch die gemeinsame Gründung und das Betreiben eines eigenen Geschäftsbetriebes mit spezifischen Governancestrukturen, welcher der wirtschaftlichen Förderung der Mitglieder dient
Partnerschaftliche Kooperation	Kooperation von Freiberuflern mit homogenen oder heterogenen Kernkompetenzen
Virtuelle Kooperation	Von einem Broker zusammengestellte, temporäre und projektorientierte Kooperation einer Teilmenge von Netzwerkmitgliedern gemäß ihrer Kernkompetenzen

Abbildung 1: Darstellung möglicher Kooperationsformen

3. WACC-Ansatz als Grundlage der Bewertung

Der Weighted Average Cost of Capital-Ansatz (WACC-Ansatz) zählt bei den Methoden der Unternehmensbewertung zu den Gesamtbewertungsverfahren (Entity-Verfahren), da die Wertfindung in zwei Schritten erfolgt.¹⁰ Bei diesem Bruttoverfahren wird im ersten Schritt der Wert des Gesamtkapitals eines Unternehmens durch Diskontierung der relevanten Zahlungsüberschüsse bestimmt, die den Eigen- und Fremdkapitalgebern

⁸ Vgl. THEURL/SCHWEINSBERG (2004), S. 27; BEA (1988), S. 2524 f.; SCHÜTTE (1991), S. 257. Kooperationen mit Kapitalbeteiligung und Kooperationen mit Gründung werden in der Kooperationsliteratur teilweise auch als Kooperationen mit Kapitalverflechtungen zusammengefasst. Vgl. beispielsweise HOFER (2007), S. 58. Innerhalb der vier Ausprägungen des Institutionalisierungsgrades existieren zudem vielfältige Varianten der zwischenbetrieblichen Kooperation. Vgl. MORSCHETT (2005), S. 385 ff.

⁹ Vgl. hierzu grundlegend THEURL (2001), S. 85 ff.; THEURL/SCHWEINSBERG (2004), S. 28 ff.; SCHWEINSBERG (2006), S. 43 ff.

¹⁰ Diese Vorgehensweise ermöglicht eine genaue und einfach zugängliche Analyse der wertbildenden Faktoren. Vgl. KUHNER/MALTRY (2006), S. 198.

zuzurechnen sind. Im zweiten Schritt wird der Wert des Fremdkapitals vom Wert des Gesamtkapitals in Abzug gebracht, um schließlich zum Wert des Eigenkapitals zu gelangen.¹¹ Der Marktwert des Gesamtkapitals des zu bewertenden Unternehmens ergibt sich gemäß nachstehender Formel:¹²

$$GK^{MW} = \sum_{t=1}^T \frac{CF_t^{FCF}}{(1+WACC)^t} \quad (1)$$

mit

GK^{MW} : Marktwert des Gesamtkapitals;

CF_t^{FCF} : Free Cashflow in der Periode t ;¹³

$WACC$: Gewogene durchschnittliche Kapitalkosten.

Der Marktwert des Fremdkapitals lässt sich wie folgt berechnen:¹⁴

$$FK^{MW} = \sum_{t=1}^T \frac{CF_t^{FK}}{(1+r_{FK})^t} \quad (2)$$

mit

CF_t^{FK} : Cashflow an die Fremdkapitalgeber in der Periode t ;

r_{FK} : Risikoäquivalente Renditeforderung der Fremdkapitalgeber.

Bei dem WACC-Ansatz wird zwischen dem Leistungs- und dem Finanzbereich differenziert. Während der Leistungsbereich die Free Cashflows prognostiziert, umfasst der Finanzbereich die Außenfinanzierung durch Eigen- und Fremdkapitalgeber. Der Free Cashflow des Leistungsbereichs verdeutlicht einen Zahlungsüberschuss, der bei einer vollständigen Eigenfinanzierung zur Verfügung stehen würde. Ein potenzieller Steuervorteil einer zunehmenden Fremdfinanzierung wird vernachlässigt. Um diesen Aspekt zu korrigieren, wird bei der Diskontierung der Free Cashflows ein steuerangepasster Kapitalkostensatz verwandt, der die Steuerersparnis aus künftigen Fremdkapitalzinsen in Form eines

¹¹ Vgl. PERRIDON/STEINER (2007), S. 209; BALLWIESER (2007), S. 116.

¹² Vgl. BAETGE ET AL. (2005), S. 273. Nachfolgend wird von einer Darstellung der Free Cashflows als Erwartungswerte in den Formeln Abstand genommen. Dennoch bleibt zu beachten, dass es sich bei den Free Cashflows um Zufallsvariablen handelt, die entsprechend ihrer Erwartungswerte beurteilt werden. Vgl. hierzu beispielsweise STEINER/BRUNS (2007), S. 251.

¹³ Es handelt sich dabei um den hypothetischen Free Cashflow unter der Annahme einer vollständigen Eigenfinanzierung. Vgl. HERING (2006), S. 209.

¹⁴ Vgl. BAETGE ET AL. (2005), S. 274.

Diskontierungsabschlages berücksichtigt.¹⁵ Da die Free Cashflows dazu dienen, die Eigen- und Fremdkapitalgeber des Unternehmens zu vergüten, wird als Diskontierungszinssatz ein gewichteter durchschnittlicher Kapitalkostensatz verwandt. Bei einer Diskontierung mittels des WACC wird von einer zukünftigen konstanten Kapitalstruktur auf der Basis von Marktwerten ausgegangen.¹⁶ Die durchschnittlichen gewogenen Kapitalkosten ergeben sich gemäß folgender Formel:¹⁷

$$WACC = r_{EK} \cdot \frac{EK^{MW}}{GK^{MW}} + r_{FK} \cdot (1-s) \cdot \frac{FK^{MW}}{GK^{MW}} \quad (3)$$

mit

r_{EK} : Risikoäquivalente Renditeforderung der Eigenkapitalgeber;

EK^{MW} : Marktwert des Eigenkapitals;

FK^{MW} : Marktwert des Fremdkapitals;

s : Unternehmenssteuersatz;

$$GK^{MW} = EK^{MW} + FK^{MW}.$$

Der Marktwert des Eigenkapitals ergibt sich mittels Differenzbildung:

$$EK^{MW} = GK^{MW} - FK^{MW} \quad (4)$$

4. Kooperationspezifischer Diskontierungsfaktor

4.1. Komponenten des Diskontierungsfaktors

Die Bestimmung eines kooperationsindividuellen Diskontierungsfaktors stellt eine herausfordernde Aufgabe dar.¹⁸ Insbesondere muss dieser die Besonderheiten der kooperativen Organisationsform im Vergleich zur hierarchischen Organisationsform abbilden. Kooperationen zeichnen sich unter anderem durch zwei Aspekte aus. Einerseits sind bei einer Kooperation häufig nicht sämtliche Teilbereiche eines Unternehmens be-

¹⁵ Vgl. SEPPELFRICKE (2007), S. 24. Der Steuervorteil, der sich aus der Abzugsfähigkeit der Fremdkapitalzinsen von den Bemessungsgrundlagen ergibt, wird auch als Tax Shield bezeichnet. Vgl. BALLWIESER (2007), S. 117.

¹⁶ Vgl. SEPPELFRICKE (2007), S. 24 f.

¹⁷ Vgl. BAETGE ET AL. (2005), S. 273 f. Bei der Berechnung der durchschnittlich gewogenen Kapitalkosten ergibt sich ein Zirkularitätsproblem. Vgl. hierzu auch HERING (2006), S. 209; SEPPELFRICKE (2007), S. 83 f.; BAETGE ET AL. (2005), S. 302 ff.; COPELAND ET AL. (2002), S. 252 f.

¹⁸ Vgl. HIPPE (1997), S. 237.

treffen, vielmehr handelt es sich um ausgewählte Geschäftsbereiche. Andererseits stellt sich die Frage, ob kooperationspezifische Risiken im Diskontierungsfaktor zu berücksichtigen sind.¹⁹ In Bezug auf die Ursachen von Kooperationsrisiken bietet sich eine Differenzierung danach an, ob die Risikoursache vom Kooperationspartner beeinflusst werden kann oder nicht. Während die Umweltunsicherheit nicht im Einflussbereich der Kooperationspartner liegt, ist die Verhaltensunsicherheit beeinflussbar. Sie zählt zu den Risikoursachen, die in den Eigenschaften und Verhaltensweisen der Kooperationspartner begründet sind und insbesondere durch die Wahrscheinlichkeit eines opportunistischen Verhaltens zum Ausdruck kommen.²⁰

Folgt man der Transaktionskostentheorie zur Bestimmung der optimalen Organisationswahl und betrachtet hierbei insbesondere die Dimension der Unsicherheit, schlägt diese für die Bestimmung der optimalen Organisationswahl vor, dass bei einer mittleren Unsicherheit eine kooperative und bei einer hohen Unsicherheit eine hierarchische Organisationsform zu wählen ist.²¹ Unsicherheit lässt sich in diesem Kontext in Verhaltens- und Umweltunsicherheit untergliedern. Bei einer Kooperation weicht mitunter die Summe beider Unsicherheitstypen von der einer hierarchischen Koordination ab. Durch eine Kooperation ergeben sich jedoch auch spezifische Kooperationsrisiken, die zusätzliches Unsicherheitspotenzial bergen, bei einer hierarchischen Koordination aber nicht auftreten, sondern die Risikostruktur einer Kooperation beeinflussen.²² Es besteht daher die Notwendigkeit, diese spezifischen Risiken der geringeren Unsicherheit gegenüberzustellen, da die Gefahr besteht, dass das zusätzliche Risikopotenzial den Effekt der geringeren Unsicherheit überkompensiert. Es geht letztlich darum, das Nettorisiko einer Kooperation bei deren Bewertung zu berücksichtigen.

¹⁹ Vgl. SCHLOSSER (2001), S. 109. Bei der Bestimmung des Diskontierungszinssatzes ist zu prüfen, ob sich das Marktrisiko aufgrund der Kooperationsteilnahme geändert hat, so dass eine Anpassung des Diskontierungszinssatzes notwendig wird. Vgl. DREWS (2001), S. 142.

²⁰ Vgl. GEBAUER ET AL. (2003), S. 195.

²¹ Der zentrale Analysebestandteil der Transaktionskostentheorie liegt gemäß WILLIAMSON in der Transaktion, durch die eine Übertragung von Verfügungsrechten stattfindet. Transaktionen sind in Abhängigkeit von der Höhe der einzelnen Transaktionsdimensionen entweder in der Markt-, der Hybrid- oder der Hierarchieform abzuwickeln. Vgl. hierzu ausführlich WILLIAMSON (1985), S. 15 ff.; GÖBEL (2002), S. 129 ff.; ERLEI ET AL. (2007), S. 199 ff.; PICOT ET AL. (2008), S. 60 f.

²² Zu spezifischen Kooperationsrisiken vgl. konkret SEITER (2006), S. 27 ff.

Überträgt man diesen Gedankengang auf die Bewertung von Kooperationen, bedeutet dies zugleich, dass bei Kooperationen eine andere Risikostruktur vorliegt.²³ Folgerichtig sind kooperationsbedingte Cashflows mit einem anderen Zinssatz zu diskontieren als diejenigen von hierarchischen Organisationsformen. Der kooperationsbedingte Diskontierungsfaktor reflektiert dann eine abweichende Ausprägung der Umwelt- und Verhaltensunsicherheit. Die Umweltunsicherheit einer Kooperation soll im Folgenden mit Hilfe des WACC-Ansatzes erfasst werden, wobei sich dessen Ermittlung für die Bewertung von Kooperationen nicht grundlegend von der für die Bewertung von Unternehmen unterscheidet.²⁴ Die Verhaltensunsicherheit wird nachfolgend durch einen Korrekturterm für das Instabilitätsrisiko abgebildet und in Kombination mit dem WACC einer Kooperation modelliert.²⁵ Abbildung 2 verdeutlicht die Komponenten des kooperationspezifischen Diskontierungsfaktors.

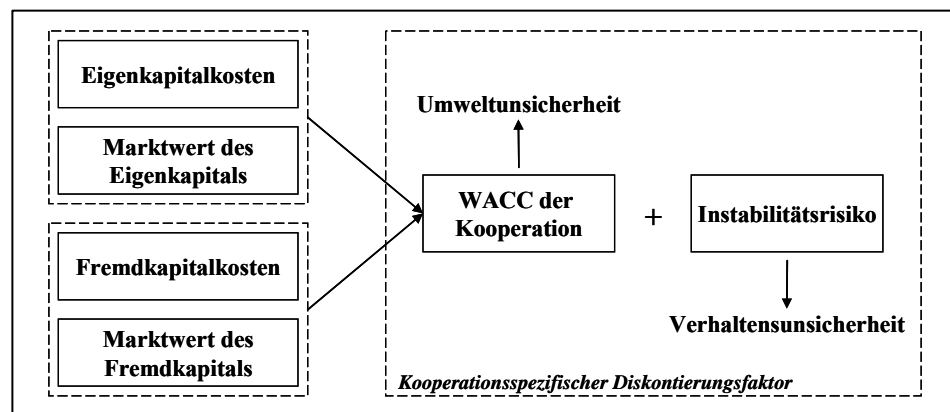


Abbildung 2: Kooperationspezifischer Diskontierungsfaktor

4.2. Ermittlung der Eigenkapitalkosten

Bei sämtlichen Varianten der Discounted Cashflow-Methoden (DCF-Methoden) werden Informationen und Annahmen über die Renditeforderungen der Eigenkapitalgeber benötigt. Für die Ermittlung der Eigenkapitalkosten wird in der Literatur zumeist empfohlen, zum Zweck der Unter-

²³ Sämtliche Risiken und Entwicklungen einer Kooperation wirken sich zeitlich verzögert auf die kooperationsbedingten Zahlungsströme aus.

²⁴ Vgl. SCHLOSSER (2001), S. 109.

²⁵ Die Verhaltensunsicherheit wirkt sich auf den Wertbeitrag einer Kooperation aus und lässt sich sowohl in den kooperationsbedingten Cashflows als auch in dem kooperationspezifischen Diskontierungsfaktor abbilden. Vgl. GEBAUER ET AL. (2003), S. 193 f.; BRUHN (2005), S. 1299. Es erscheint jedoch sinnvoll, die Verhaltensunsicherheit, die auch ein Maß für die Verstärkung der Kooperationsziele darstellt, im Diskontierungsfaktor zu berücksichtigen, da dieser letztlich das individuelle Kooperationsrisiko beschreibt.

nehmensbewertung auf das Capital Asset Pricing Model (CAPM) zurückzugreifen.²⁶ Hierbei wird ein linearer Zusammenhang zwischen der erwarteten Rendite eines Wertpapiers und dem Ausmaß des übernommenen Marktrisikos unterstellt.²⁷ Zusätzliche Risiken werden nur übernommen, wenn diese auch in der erwarteten Rendite berücksichtigt und vergütet werden. Der Risikozuschlag ergibt sich aus nachstehender Gleichung:²⁸

$$z = \beta_{i,M} \cdot (\mu_M - i_S) \quad (5)$$

mit

$\beta_{i,M}$: Risikogehalt des Wertpapiers i im Verhältnis zum Markt;²⁹

μ_M : Erwartete Rendite des Marktportefeuilles;

i_S : Zinssatz einer risikolosen Anlage;³⁰

$\mu_M - i_S$: Marktrisikoprämie entsprechend des Erwartungswertes der Rendite aus dem Marktportefeuille abzüglich des sicheren Zinses.

Damit potenzielle Investoren einem Unternehmen Kapital zur Verfügung stellen, muss deren geforderte Rendite mindestens derjenigen entsprechen, die gemäß CAPM ermittelt wurde. Bei der Bewertung von Unternehmen ist die geforderte Rendite als unternehmensindividueller Eigenkapitalkostensatz des Gesamtunternehmens anzusehen. Um die Eigenkapitalkosten entsprechend dem CAPM bestimmen zu können, wird der Risikozuschlag für das systematische Risiko als Aufschlag auf den risi-

²⁶ Vgl. DRUKARCZYK/SCHÜLER (2007), S. 68; HERING (2006), S. 210; SEPPELFRICKE (2007), S. 66.

²⁷ Vgl. KUHNER/MALTRY (2006), S. 163.

²⁸ Vgl. BALLWIESER (2007), S. 93.

²⁹ Der Betafaktor ist ein wertpapierspezifisches Maß und gibt an, wie sich Änderungen bei der Rendite des Marktportefeuilles auf diejenige des individuellen Wertpapiers auswirken. Vgl. KUHNER/MALTRY (2006), S. 163 f.

³⁰ Der risikolose Zinssatz ist in der Praxis nur eine theoretische Größe. Um eine annähernd risikolose Anlage abbilden zu können, wird daher auf Staatsanleihen zurückgegriffen, deren Rückzahlungsrisiko vernachlässigbar gering ist. Vgl. SEPPELFRICKE (2007), S. 68; BALLWIESER (2007), S. 83. Unter Umständen ist zusätzlich noch ein Faktor für Währungs- oder auch Bonitätsrisiken zu berücksichtigen. Vgl. MIROW (1994), S. 53 f.

kolosen Zinssatz gewährt. Der lineare Zusammenhang lässt sich dann wie folgt darstellen:³¹

$$r_{EK} = \mu_i = i_s + \beta_{i,M} \cdot (\mu_M - i_s) \quad (6)$$

mit

r_{EK} : Eigenkapitalkostensatz;

μ_i : Erwartete Rendite eines Wertpapiers i.

Aus der Formel der Eigenkapitalkosten wird ersichtlich, dass für deren Höhe der Betafaktor von zentraler Bedeutung ist. Der Betafaktor gibt den Risikogehalt eines Wertpapiers in Relation zum Markt wieder und wird formelmäßig wie folgt erfasst:³²

$$\beta_{i,M} = \frac{\sigma_{i,M}}{\sigma_M^2} = \frac{\sigma_i \cdot \sigma_M \cdot \rho_{i,M}}{\sigma_M^2} \quad (7)$$

mit

$\sigma_{i,M}$: Kovarianz der Renditeerwartungen des Wertpapiers i und des Marktportefeuilles M;

σ_M^2 : Varianz der Renditeerwartung des Marktportefeuilles M;

σ_i : Standardabweichung der Renditeerwartung des Wertpapiers i;

σ_M : Standardabweichung der Renditeerwartung des Marktportefeuilles M;

$\rho_{i,M}$: Korrelationskoeffizient der Renditeerwartung des Wertpapiers i und des Marktportefeuilles M.

Die kapitalmarkttheoretischen Verfahren postulieren, dass nur systematische Risiken in Form von Marktrisiken für die Verzinsung der Eigenkapitalgeber relevant sind. Unsystematische Risiken, die sich aus unternehmensspezifischen Risiken ergeben, können in der Modellwelt des CAPM durch eine Diversifikation vermieden werden und sind infolgedessen auch nicht zu entgelten. Der Betafaktor bezieht sich demnach nur auf das marktbezogene, systematische Risiko eines Wertpapiers i.³³

³¹ Vgl. KUHNER/MALTRY (2006), S. 163; SEPPELFRICKE (2007), S. 66; MAIER (2001), S. 299.

³² Vgl. BALLWIESER (2007), S. 94; MAIER (2001), S. 301.

³³ Vgl. PERRIDON/STEINER (2007), S. 256. Überträgt man die Verfahren auf die Bewertung von Kooperationen, sind auch dort nur die systematischen Risi-

Die Ermittlung der Eigenkapitalkosten für die Bewertung von Kooperationen gestaltet sich als eine herausfordernde Aufgabe. Eine herkömmliche Bestimmung der kooperationsbedingten Eigenkapitalkosten mittels kapitalmarkttheoretischer Ansätze erscheint schwierig, da erforderliche Daten und Informationen nicht vorhanden oder erhältlich sein können. Diese Problematik ergibt sich in erster Linie bei der Bestimmung des Betafaktors einer Kooperation aufgrund der fehlenden Börsennotierung.³⁴ Die Betafaktoren börsennotierter kooperierender Unternehmen können nicht ohne weiteres übernommen werden, da Kooperationen lediglich einzelne Funktionsbereiche der kooperierenden Unternehmen umfassen und in der Regel nicht die Unternehmen als Ganzes. Da der Betafaktor den Eigenkapitalkostensatz determiniert, wodurch letztlich die Renditeforderung des Gesamtunternehmens abgebildet wird, beschreibt eine unmodifizierte Übernahme des Betafaktors nicht die korrekte Risikostruktur der Kooperation.³⁵ Im CAPM werden Renditeerwartungen projektbezogen ermittelt.³⁶ Für Risiken von mit einzelnen Geschäftsbereichen des Unternehmens zusammenhängenden Free Cashflows werden spezielle Betafaktoren ermittelt, die deren individuelle Risikostruktur abbilden.³⁷ Um eine adäquate Darstellung der leistungswirtschaftlichen Risiken des kooperationsbedingten Wertbeitrages sicherzustellen, ist entsprechend zu verfahren.

Da eine pauschale Anwendung der öffentlich zugänglichen Betafaktoren der kooperierenden Unternehmen nicht ohne weiteres möglich ist, weil spezifische Risikostrukturen der Kooperation vernachlässigt werden und Kooperationen in der Regel nicht börsennotiert sind, wodurch eine recht problemlose Bestimmung der Betafaktoren ermöglicht würde, ist die Bestimmung eines kooperationsindividuellen Betafaktors kaum möglich.

ken relevant und unsystematische Risiken, die aus der Kooperation resultieren, bei der Bestimmung der zu erwartenden Verzinsung der Eigenkapitalgeber zu vernachlässigen. Vgl. DREWS (2001), S. 141 f.

³⁴ Vgl. MICHEL (1996), S. 116; MIROW (1994), S. 54 f. Sieht man von vereinzelten börsennotierten Joint Ventures ab, so dürfte eine Börsennotierung bei Kooperationen in der Regel nicht vorliegen. Das bedeutet aber auch im Umkehrschluss, dass bei am Markt operierenden Joint Ventures eine Wertfindung einfacher erscheint. Vgl. KRAEGE (1997), S. 157.

³⁵ Insbesondere eine spezielle Branchenzugehörigkeit des kooperierenden Unternehmens, dessen Betafaktor einerseits als Durchschnittswert der Risiken aller Teilbereiche zu verstehen ist und andererseits auch spezielle branchenspezifische Risiken berücksichtigt, bildet das Risiko der Kooperation nicht adäquat ab. Vgl. MICHEL (1996), S. 116 f.

³⁶ Vgl. HERING (2006), S. 224; DRUKARCZYK/SCHÜLER (2007), S. 246.

³⁷ Vgl. DREWS (2001), S. 142.

Demnach greifen gängige Methoden der Eigenkapitalrenditenberechnung bei der Bewertung von Kooperationen nicht. Da für die Berechnung der kooperationsbedingten Eigenkapitalkosten die Erhebung eines kooperationsindividuellen Betafaktors jedoch notwendig ist, muss dieser angepasst oder modifiziert werden. Um der grundsätzlichen Problematik bei der Ermittlung eines kooperationsindividuellen Betafaktors zu begegnen, wird daher auf Behelfsmethoden und Schätzverfahren zurückgegriffen.³⁸ Zu den populärsten Methoden bei fehlender Börsennotierung zählen die Analogiemethode, Branchenbetas oder aber pragmatische Ansätze.³⁹

Bei der Analogiemethode wird auf Betafaktoren vergleichbarer Unternehmen zurückgegriffen, deren Anteile gehandelt werden und eine ähnliche Risikostruktur wie die zu bewertende Kooperation aufweisen.⁴⁰ Das Vergleichsunternehmen sollte nach Möglichkeit über ein vergleichbares Geschäftsrisiko verfügen und der gleichen Branche entstammen. Um eine größtmögliche Vergleichbarkeit zu gewährleisten, sollte neben einer sorgfältigen Auswahl der Vergleichsunternehmen auch eine identische Kapitalstruktur vorliegen. Andernfalls ist eine Bereinigung (engl.: unlevering) und Adjustierung (engl.: relevering) des Vergleichsbetas erforderlich.⁴¹ Anstelle eines Vergleichsunternehmens können auch mehrere Vergleichsunternehmen verwandt und aus deren unternehmensindividuellen Betafaktoren ein durchschnittlicher Betafaktor errechnet werden. Hierdurch lassen sich zusätzliche unternehmensspezifische Risiken eliminieren, die verzerrend auf den Betafaktor wirken können. Für jedes dieser Vergleichsunternehmen muss dann auch eine Anpassung der Kapitalstruktur vorgenommen werden.⁴²

Alternativ zur Analogiemethode kann auch auf aggregierte Betafaktoren einer Branche ausgewichen werden. Der Betafaktor errechnet sich dann als Durchschnittswert der Betafaktoren der Unternehmen innerhalb die-

³⁸ Vgl. DREWS (2001), S. 142; MICHEL (1996), S. 116 f.

³⁹ Vgl. SCHLOSSER (2001), S. 109 f. Zu weiteren unterstützenden Methoden für die Bestimmung des systematischen Risikos von Kooperationen vgl. MICHEL (1996), S. 117 ff.; MÖLLS (2004), S. 202 ff.

⁴⁰ Vgl. DRUKARCZYK/SCHÜLER (2007), S. 71 f.

⁴¹ Vgl. hierzu konkret SCHLOSSER (2001), S. 110; MICHEL (1996), S. 117 f.; FREYGANG (1993), S. 265; HERTER (1994), S. 102 f. Die Notwendigkeit einer Anpassung der Kapitalstruktur wird teilweise kritisch gesehen und gilt als nicht unumstritten, da ein Überschätzungseffekt eintreten kann. Vgl. hierzu die Ausführungen und Literaturhinweise von HERTER (1994), S. 103.

⁴² Vgl. REBIEN (2007), S. 62 f.

ser Branche. Dabei wird davon ausgegangen, dass das Geschäftsrisiko wesentlich durch die Branche beeinflusst wird, in der die Kooperation tätig ist. Demnach sind die Risiken für sämtliche in der Branche agierenden Unternehmen in etwa identisch. Die Methode zeichnet sich insbesondere durch eine Resistenz gegen Ausreißer und Schätzfehler aus.⁴³

Schließlich kann auf pragmatische Ansätze zurückgegriffen werden, die insbesondere in der Bewertungspraxis zur Anwendung kommen.⁴⁴ Risikoaufschläge und -abschläge werden dabei direkt und ohne einen Betafaktor über Scoringmodelle bestimmt. Für den potenziellen Wertbeitrag der zu bewertenden Kooperation wird zunächst ein Risikoprofil erstellt. Anschließend werden einzelnen Risikokriterien Punktwerte gemäß ihrer Ausprägung zugeordnet, wobei ein höherer Punktwert auf ein höheres Risiko schließen lässt.⁴⁵ Abschließend werden die einzelnen Risikokriterien zu einer Risikokennzahl verdichtet, die als Basis für den Risikoaufschlag oder -abschlag dient. Der daraus resultierende angepasste Zinssatz stellt dann die Eigenkapitalkosten für den auf die Kooperation zurückzuführenden Wertbeitrag dar.⁴⁶

4.3. Ermittlung der Fremdkapitalkosten

Für die Bestimmung der Fremdkapitalkosten wird die interne Verzinsung des durch die Fremdkapitalverpflichtungen ausgelösten Zahlungsstroms benötigt. Dabei sind nicht nur die zu zahlenden Zinsen, sondern auch die mit der Beschaffung des Fremdkapitals verbundenen Kosten zu berücksichtigen, die entweder einmalig oder laufend anfallen. Als Ausgangspunkt dient hierbei lediglich das zum Bewertungszeitpunkt geschuldete Fremdkapital.⁴⁷ Die Ermittlung des Fremdkapitalkostensatzes wird, verglichen mit der des Eigenkapitalkostensatzes, als relativ unproblematisch aufgefasst. Neben der vergleichsweise einfachen Ermitt-

⁴³ Vgl. SCHLOSSER (2001), S. 110 f. Die Übernahme eines branchenspezifischen Betafaktors sollte nicht unreflektiert geschehen. Vgl. hierzu MICHEL (1996), S. 117. Für eine Erhebung branchenspezifischer Kapitalkosten und Betafaktoren vgl. DRUKARCZYK/SCHÜLER (2007), S. 276 f.

⁴⁴ Die pragmatischen Methoden werden daher auch als Praktikermethoden für eine alternative Bestimmung des Betafaktors bezeichnet. Vgl. MICHEL (1996), S. 120.

⁴⁵ Vgl. hierzu ausführlich MIROW (1994), S. 55.

⁴⁶ Das Verfahren gestaltet sich nicht unproblematisch, da keine Unterscheidung zwischen systematischem und unsystematischem Risiko vorgenommen wird. Vielmehr wird eine pauschale Risikobetrachtung vorgenommen. Vgl. hierzu und zu weiteren Problemfeldern SCHLOSSER (2001), S. 111.

⁴⁷ Vgl. hierzu konkret die Ausführungen von COPELAND ET AL. (2002), S. 177.

lungsmöglichkeit ist dieser Umstand auch darauf zurückzuführen, dass nahezu alle Unternehmensbewertungsmethoden auf neoklassischen Modellansätzen basieren, welche einen sicheren und konstanten Fremdkapitalzins unterstellen.⁴⁸ Der Fremdkapitalkostensatz ergibt sich, indem die verschiedenen Fremdkapitalformen im Verhältnis ihrer Marktwerte mit den jeweiligen Fremdkapitalkosten gewichtet werden.⁴⁹ Da es sich um eine Bewertung zukünftiger Zahlungsströme handelt, sind auch nur die Kosten zukünftigen Fremdkapitals ausschlaggebend und weniger die Kosten des in der Vergangenheit geschuldeten Fremdkapitals. Demzufolge sollte aufgrund des langfristigen Prognosehorizontes der Zahlungsüberschüsse auch bei den Fremdkapitalkosten von einem langfristigen Zeitraum ausgegangen werden, da so langfristige Inflationserwartungen berücksichtigt werden können. Ferner werden in den langfristigen Fremdkapitalzinssätzen die Kosten einer regelmäßigen Neuaufnahme von kurzfristigem Fremdkapital berücksichtigt, so dass eine Annäherung an die tatsächlichen Fremdkapitalkosten ermöglicht wird. Der relevante Fremdkapitalkostensatz entspricht dann den langfristigen Renditeerwartungen der Fremdkapitalgeber.⁵⁰

Die kooperationsindividuellen Fremdkapitalkosten lassen sich durch die tatsächlichen zu erwartenden Zinsbelastungen der Fremdkapitalfinanzierung ermitteln, die auf eine Kooperation zurückzuführen sind.⁵¹ Um bei der Bewertung von Kooperationen mit dem WACC-Ansatz eine Größe für die Renditeforderungen der Fremdkapitalgeber zu ermitteln, können die kooperationsindividuellen Fremdkapitalkosten aus den aktuellen Marktkonditionen abgeleitet werden. Hierzu ist es üblich, als Annäherungslösung für die Fremdkapitalkosten Zinssätze langfristiger Anleihen des kooperierenden Unternehmens oder vergleichbarer Unternehmen, die in die gleiche Bonitätsklasse eingestuft werden, anzusetzen.⁵²

⁴⁸ Vgl. BREUER (2001), S. 190; SCHMIDT/TERBERGER (1999), S. 232.

⁴⁹ Vgl. MICHEL (1996), S. 113.

⁵⁰ Vgl. RAPPAPORT (1986), S. 56 f.

⁵¹ Vgl. DREWS (2001), S. 141. Bei der Ermittlung der kooperations-spezifischen Fremdkapitalkosten besteht möglicherweise das Problem, dass Finanzierungsentscheidungen auf der Ebene des Gesamtunternehmens der Kooperationspartner getroffen werden. Vgl. HERTER (1994), S. 120. Eine exakte Erfassung des durch die Kooperation beanspruchten Fremdkapitals erweist sich dann möglicherweise als schwierig. Vgl. SCHLOSSER (2001), S. 109. Infolgedessen wird in der Praxis daher teilweise von kooperations-individuellen Fremdkapitalkosten abgesehen. Vgl. KNORREN (1998), S. 174.

⁵² Für die Bewertung benötigte Zinssätze sind aus am Kapitalmarkt beobachtbaren Größen ableitbar. Vgl. GEBHARDT/DASKE (2005), S. 649 ff.

In Bezug auf die kooperationsindividuellen Fremdkapitalkosten ist es von wesentlicher Bedeutung, ob deren Höhe durch eine Kooperation für die kooperierenden Unternehmen gesenkt werden kann. Da eine Kooperationssteilnahme im Gegensatz zu einer Nichtteilnahme möglicherweise mit einer Reduktion des Gesamtrisikos für die kooperierenden Unternehmen verbunden ist, erscheint es naheliegend, dass die Fremdkapitalgeber dann eine niedrigere Vergütung für das geringere Risiko verlangen werden.⁵³ Infolgedessen sinken auch die Kosten der Fremdkapitalbeschaffung.⁵⁴ Etabliert sich zudem ein kooperationsinterner Kapitalmarkt, so besteht für den Fall, dass eine gemeinsame Vertrauensbasis geschaffen wurde, die Möglichkeit, dass die Kooperationspartner ihren Kapitalbedarf günstiger gegenseitig abdecken können. Die geringeren Fremdkapitalkosten können sich dann entweder auf bestehende oder zukünftige Kooperationen auswirken.⁵⁵ Zudem lassen sich Fremdkapitalkosten mitunter reduzieren, wenn die Partner für das Kooperationsvorhaben eine gemeinsame Finanzierung vornehmen. Abschließend lässt sich festhalten, dass bei der Bewertung von Kooperationen tendenziell geringere Fremdkapitalkostensätze anzusetzen sind als dies Marktbedingungen oder die Kostensätze vergleichbarer Unternehmen implizieren.⁵⁶

4.4. Berücksichtigung des Instabilitätsrisikos

Die individuelle Stabilität einer Kooperation gilt es, im Rahmen einer Kooperationsbewertung explizit zu berücksichtigen.⁵⁷ Mit der Stabilität der Kooperation ist die Stabilität der Subsysteme zueinander gemeint.⁵⁸ Sie bestimmt die Funktionsfähigkeit des Gesamtsystems entscheidend und drückt letztlich die Möglichkeit aus, dass die Beziehungen im Zeitablauf beständig bleiben.⁵⁹ Die Stabilität einer Kooperation wird daher unter

⁵³ Zu einer Untersuchung des Gesamtrisikos kooperierender und nicht kooperierender Unternehmen am Beispiel der Mitgliedschaft in Verbundgruppen vgl. EBERTZ (2006), S. 201 ff.

⁵⁴ Zu exemplarischen kapitalkostenreduzierenden Wirkungen vgl. die Ausführungen von MICHEL (1996), S. 84 f.

⁵⁵ Analog zum Konzern kann auch in Kooperationen ein interner Kapitalmarkt entstehen. Vgl. zum internen Kapitalmarkt SPREMANN (1998), S. 339 ff.

⁵⁶ Vgl. MÖLLS (2004), S. 237.

⁵⁷ Vgl. BRUHN (2005), S. 1297. Stabilität kann dabei auch dysfunktional wirken, da Handlungsspielräume eingeschränkt werden und das Festhalten an vorher definierten Spielregeln den Blick für notwendige und chancenreiche Änderungen verschließt. Vgl. WOLFF (2005), S. 15.

⁵⁸ Vgl. WOLFF (2005), S. 13. Zu den Dimensionen von Stabilität im Kooperationskontext vgl. ausführlich SCHWEINSBERG (2006), S. 112 ff.

⁵⁹ Vgl. SYDOW (1992), S. 95.

anderem durch die Interaktion der Kooperationspartner untereinander bestimmt.⁶⁰ Mit einer instabilen Kooperation ist möglicherweise eine ungeplante, frühzeitige Veränderung verbunden.⁶¹ Als Resultat droht eine unbefriedigende Entwicklung oder eine Auflösung der Kooperation.⁶² Mithin besteht bei der Ermittlung der kooperationsbedingten Cashflows eine Interdependenz zwischen dem Verhalten der Kooperationspartner und der Entwicklung der Kooperation. Ferner erhöht sich bei einer geringen Stabilität der Kooperation die Prognoseunsicherheit der kooperationsbedingten Cashflows.⁶³

Allgemein bezieht sich Unsicherheit auf das Eintreten bestimmter Umweltzustände, Ereignisse oder Handlungsergebnisse. Ausgehend von einem bestimmten Referenzzeitpunkt können im darauf folgenden Zeitraum verschiedene Zustände eintreten. Die Möglichkeit, dass der erwartete von dem tatsächlichen Wert abweicht, wird in diesem Zusammenhang als Unsicherheit definiert.⁶⁴ Da die Stabilität einer Kooperation maßgeblich von der Verhaltensunsicherheit der Kooperationspartner abhängig ist und zu unsicheren Erwartungshaltungen führen kann, soll Verhaltensunsicherheit demzufolge als Abweichung des Verhaltens der Kooperationspartner von ihrem kooperationskonformen Referenzverhalten verstanden werden. Um eben diese Binnenbeziehung der Kooperation zu stabilisieren, müssen Vorteile, die zulasten der Kooperationspartner ausgenutzt werden können, vermieden werden. Mit Hilfe von stabilisierenden Maßnahmen, die derart ausgestaltet werden, dass kein Anreiz besteht, sie nicht zu befolgen, wird dies ermöglicht. Liegen die Kosten einer Verletzung der Spielregeln oberhalb der Kosten der Einhaltung oder ist eine Verletzung gar nicht mehr möglich, so wird ein stabiler Zustand erreicht. Handlungsspielräume werden dann eingegrenzt und der Raum potenzieller zukünftiger Handlungsoptionen verringert.⁶⁵

Gelingt es, sich vor opportunistischem Verhalten des jeweiligen Partners zu schützen, so sinkt zugleich auch das Risiko der Kooperation. Durch

⁶⁰ Vgl. SCHWEINSBERG (2006), S. 113. Stabilität beschreibt eine zustandsbezogene Angepasstheit der Kooperationspartner. Vgl. KRIEG (1971), S. 67.

⁶¹ Vgl. INPKEN/BEAMISH (1997), S. 182.

⁶² Vgl. SCHWERK (2000), S. 67.

⁶³ Vgl. STÜLLENBERG (2005), S. 273 f.; BALKE/KÜPPER (2005), S. 1048.

⁶⁴ Vgl. PERRIDON/STEINER (2007), S. 94.

⁶⁵ Vgl. THEURL (2001), S. 83. Die Stabilität der Binnenbeziehung einer Kooperation lässt sich operationalisieren, indem die damit einhergehende Flexibilitätseinschränkung gemessen wird. Vgl. SCHWEINSBERG (2006), S. 118.

die Vereinbarung einer Kooperation bilden sich bei den beteiligten Partnern Anreize zu wechselseitigen kooperationspezifischen Investitionen heraus, wodurch einseitige Abhängigkeiten verhindert werden können und die Gefahr der einseitigen Ausbeutung reduziert werden kann.⁶⁶ Dies führt zu einem Einhalten von Kooperationsvereinbarungen, da die in die Kooperation eingebrachten Investitionen bei Auflösung der Kooperation an Wert verlieren würden. Demzufolge werden durch ebendiese spezifischen Investitionen glaubhafte Signale gesendet, dass sich die Kooperationspartner an die vereinbarten Spielregeln der Kooperation halten, wodurch eine Erwartungsstabilisierung innerhalb der Kooperation erzeugt wird.⁶⁷ Diese Stabilisierung bewirkt, dass Kooperationsgewinne als weniger riskant einzustufen sind. Darüber hinaus führt Vertrauen zwischen den Kooperationspartnern ebenfalls dazu, dass das Risiko des opportunistischen Verhaltens gesenkt wird und nicht zu hohen Kosten abgesichert werden muss. Zudem hat die Kooperationshistorie einen Einfluss auf die Stabilität der Zusammenarbeit. Haben sich die Kooperationspartner in der Vergangenheit stets kooperationskonform verhalten, bauen sie eine Kooperationsreputation auf, die dazu führt, dass ihnen für zukünftige Kooperationen ein Vertrauensvorschuss gewährt wird.⁶⁸ Aufgrund der erworbenen Reputation reduziert sich dann auch die Wahrscheinlichkeit eines opportunistischen Verhaltens der Kooperationspartner. Infolgedessen nimmt auch das Kooperationsrisiko ab.

Die vorstehenden Ausführungen geben einen Überblick über die Notwendigkeit, besondere kooperationsbedingte Risiken zu berücksichtigen. Eine Bewertung von Kooperationen sollte Abhängigkeiten zwischen den Kooperationspartnern und Möglichkeiten, wie diese opportunistisch ausgenutzt werden können, explizit berücksichtigen. Durch die Stabilität einer Kooperation lässt sich ein Mehrwert generieren, der als zusätzlicher Faktor in die Kooperationsbewertung einfließen sollte.⁶⁹ Die Berücksichtigung von Kooperationsrisiken kann entweder durch eine Anpassung des Diskontierungsfaktors erfolgen oder durch eine Verminderung der prognostizierten kooperationsbedingten Cashflows gemäß dem Erwartungswertprinzip berücksichtigt werden.⁷⁰ Um die Verhaltensunsicherheit der Kooperationspartner konkret zu berücksichtigen, wird hier

⁶⁶ Vgl. WILLIAMSON (1985), S. 194 f.

⁶⁷ Vgl. THEURL (2005), S. 12 ff.

⁶⁸ Vgl. ERLEI ET AL. (2007), S. 252.

⁶⁹ Vgl. BALKE/KÜPPER (2005), S. 1048.

⁷⁰ Vgl. KRAEGE (1997), S. 173.

der Diskontierungsfaktor der erwarteten Kooperationsrückflüsse variiert.⁷¹ Die anreizinduzierte Stabilität einer Kooperation begründet diese Anpassung.⁷² Um die Stabilität der Kooperation explizit bei der Bewertung zu berücksichtigen, wird ein Korrekturterm für den Diskontierungsfaktor definiert. Dieser Term reflektiert das durch das Verhalten der Kooperationspartner hervorgerufene Risiko der Instabilität einer Kooperation. Das *Instabilitätsrisiko* ist auf kooperationsindividuelle Stabilitätsbedarfe zurückzuführen, denen mit unterschiedlichen Stabilisierungsmechanismen begegnet werden kann. Als stabilisierende Mechanismen werden beispielsweise strenge Statuten und legitistische Standardisierungen, Kooperationsreputation⁷³, reziproke Commitments⁷⁴, vertragliche Vereinbarungen und Mechanismen zum Abbau von Informationsasymmetrien verstanden. Mit diesen Technologien soll Systemvertrauen in die Kooperation ermöglicht werden.⁷⁵ Der das Instabilitätsrisiko abbildende Korrekturterm ist als aggregierte Größe zu verstehen, die sämtliche Stabilisierungstechnologien verdichtet repräsentiert und wird wie folgt definiert:

$$\Phi = f(\varphi_1; \varphi_2; \dots; \varphi_n) \quad (8)$$

mit

Φ : Korrekturterm für das Instabilitätsrisiko;

f : Funktion von;

$\varphi_{1,\dots,n}$: Stabilisierende Mechanismen 1 bis n.

Da der Korrekturterm für das Instabilitätsrisiko die verfolgten Maßnahmen zur Reduktion opportunistischen Verhaltens wiedergibt und diese in

⁷¹ Die originäre Höhe des Diskontierungszinssatzes richtet sich nach dem Risikogehalt der Zahlungsrückflüsse aus der Kooperation. Wird die Umweltunsicherheit dabei hoch eingeschätzt, ergibt sich ein hoher Zinssatz. Weitere Unsicherheitsfaktoren werden häufig durch eine Anpassung des Diskontierungsfaktors erfasst, wobei deren Höhe von der individuellen Risikosituation abhängig ist. Vgl. PERRIDON/STEINER (2007), S. 97.

⁷² Vgl. DREWS (2001), S. 142.

⁷³ Positive Erfahrungen reduzieren die Unsicherheit sowie Komplexität von Beziehungen und fördern die Vertrauensbildung zwischen den Kooperationspartnern, wodurch schließlich der Aufbau von Kooperationsreputation ermöglicht wird. Vgl. RIPPERGER (1998), S. 34 ff.

⁷⁴ Ein Commitment ist ein Sicherungsinstrument, wodurch ein Kooperationspartner, der dieses eingeht, sich glaubhaft an den anderen Partner bindet. Vgl. WILLIAMSON (1985), S. 167.

⁷⁵ Vgl. THEURL (2001), S. 83.

Kooperationen in unterschiedlicher Weise vorliegen, ist eine differenzierte Vorgehensweise bei dessen Ermittlung notwendig. Eine Operationalisierung des Instabilitätsrisikos gestaltet sich indes als herausfordernd, da sämtliche Stabilisierungstechnologien zunächst messbar gemacht werden müssen, bevor diese dann in einem nächsten Schritt verdichtet dargestellt werden können. Die *Institutionalisierung* einer Kooperation und die *Kooperationsform* ermöglichen es jedoch, Tendenzaussagen über die Höhe des kooperationsindividuellen Instabilitätsrisikos abzuleiten. Abbildung 3 verdeutlicht den Zusammenhang zwischen der Höhe des Instabilitätsrisikos und den unterschiedlichen Institutionalisierungsformen einer Kooperation.

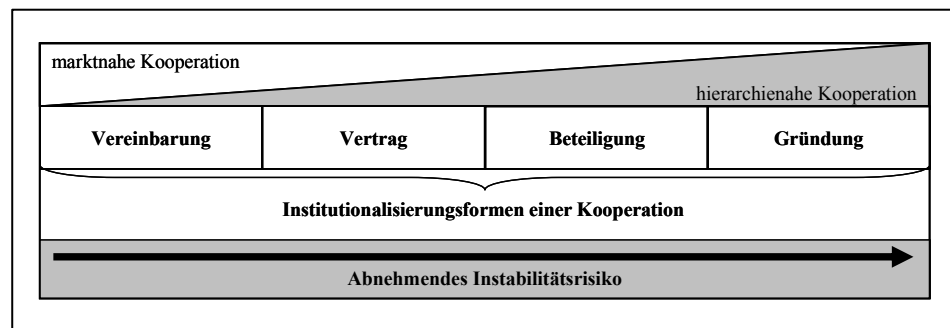


Abbildung 3: Tendenzielle Auswirkungen der Institutionalisierung einer Kooperation auf das Instabilitätsrisiko

Wird eine marktnahe Kooperation gewählt, die auf Vereinbarungen beruht, liegt ein höheres Instabilitätsrisiko vor als bei einer vertraglichen Kooperation oder Kooperationen, bei denen eine Beteiligung oder eine Gründung vereinbart wird. Eine Erhöhung des Institutionalisierungsgrades in Richtung hierarchienaher Kooperationen führt zu einer Stabilisierung der Zusammenarbeit, da die Verfügungsrechte der Kooperationspartner verdünnt werden und die Kosten, aus der Kooperation auszuscheiden, ansteigen.⁷⁶ Mit zunehmender Stabilisierung sinkt dann auch das Instabilitätsrisiko. Neben der Institutionalisierung determiniert auch die gewählte Kooperationsform die Höhe des Instabilitätsrisikos. Unterschiedliche Kooperationsformen verfügen über unterschiedliche Stabilisierungsbedarfe. Abbildung 4 zeigt wesentliche kooperationsformspezifische Stabilisierungsmechanismen auf, die den kooperationsspezifi-

⁷⁶ Vgl. THEURL/SCHWEINSBERG (2004), S. 25 ff.

schen Stabilisierungsbedarfen entgegen wirken und verdeutlicht die tendenziellen Auswirkungen auf das Instabilitätsrisiko.⁷⁷

Kooperationsform	Kooperationsformspezifische Stabilisierung	Beurteilung	Instabilitätsrisiko
Projektkooperation	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Gemeinsam geschuldetes Ergebnis ▪ Vertragliche Festschreibung von Leistungen, Qualitätsstandards, Rechten, Pflichten, Spielregeln und Konventionalstrafen als Sanktionen ▪ Informations- und Kommunikationsroutinen 	+	⬇
Public Private Partnership	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Abhängigkeiten aufgrund fehlender Alternativen zur Lösung der anstehenden gesellschaftlichen oder wirtschaftspolitischen Probleme 	++	⬇
Strategische Allianz	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Stabilisierungsmöglichkeiten sind beschränkt ▪ Mit steigender Institutionalisierung nimmt der Aufbau von Stabilisierungsmechanismen zu 	-	⬆
Wertkettenkooperation	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Vertragsklauseln und Förderung gegenseitiger Abhängigkeiten durch Aufbau von gemeinsamem Know-how ▪ Möglichkeit des Partnerwechsels ▪ Austausch von Wissen und Informationen ▪ Funktionierende Dauerbeziehung und Kooperationsreputation 	+	⬇
Unternehmensnetzwerk	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Aufbau von Kooperationsreputation ▪ Gemeinsames Wissen und gemeinsame Informations- und Kommunikationssysteme ▪ Erfolgreiche Kooperationshistorie der Partner 	-	⬆
Franchising-Kooperation	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Standardisierung der Beziehungen durch vertraglich festgelegte Rechte und Pflichten, wodurch das Verhalten der Kooperationspartner untereinander reguliert wird ▪ Spezifische Investitionen als Commitments 	+	⬇
Genossenschaftliche Kooperation	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Stabilität aufgrund starrer gesetzlicher Vorschriften und strenger Statuten ▪ Gewachsenes genossenschaftliches Systemvertrauen 	++	⬇
Partnerschaftliche Kooperation	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Selbstbindung durch gesamtschuldnerische Haftung und Haftungskonzentration ▪ Rechtsform als Commitment ▪ Up-or-out-Regel 	++	⬇
Virtuelle Kooperation	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Aufbau von Stabilisierungsmechanismen schwierig ▪ Gemeinsames Wissen und übergreifende Informations- und Kommunikationsroutinen ▪ Stabilität des Basisnetzwerks 	--	⬆

Abbildung 4: Tendenzuelle Auswirkungen der Kooperationsform auf das Instabilitätsrisiko

Mit Hilfe des Korrekturterms für den Diskontierungsfaktor kann das Instabilitätsrisiko einer Kooperation erfasst werden. Dabei gilt, dass der Korrekturterm umso geringer zu wählen ist, je stabiler eine Kooperation ist. Demgegenüber ist er umso größer zu wählen, je instabiler die Kooperation ist. Kombiniert man das Instabilitätsrisiko mit dem WACC einer Kooperation, so ergibt sich ein risikoangepasster Diskontierungszinssatz, der sowohl die Umweltunsicherheit als auch die Verhaltensunsicherheit einer Kooperation abbildet. Der eingeführte Korrekturterm für das Instabilitätsrisiko wird nachfolgend bei der Bewertung des kooperationsbedingten Wertbeitrages formelmäßig berücksichtigt, um die individuelle Risikostruktur einer Kooperation korrekt abzubilden.

⁷⁷ Zu unterschiedlichen Stabilisierungsbedarfen und Stabilisierungsmechanismen verschiedener Kooperationsformen vgl. THEURL (2001), S. 85 ff.; THEURL/SCHWEINSBERG (2004), S. 27 ff.; SCHWEINSBERG (2006), S. 137 ff.

5. Bewertung von Kooperationen unter besonderer Berücksichtigung ihrer Stabilität

Um den Wertbeitrag einer Kooperation zu bestimmen, müssen neben dem kooperationspezifischen Diskontierungsfaktor auch die bewertungsrelevanten Zahlungsüberschüsse der Kooperation prognostiziert werden. Ausgangspunkt für die Ermittlung eines kooperationsbedingten Wertbeitrages ist die Prognose der durch die Kooperation erzeugten zukünftigen Cashflows.⁷⁸ Die kooperationspezifischen Cashflows sind das Ergebnis der Betriebs- und Investitionstätigkeit aktueller und potenzieller Kooperationsaktivitäten. Bei der Ermittlung sind Interdependenzen zwischen den für die Bewertung relevanten Kooperationsaktivitäten und den Aktivitäten der Partner zu berücksichtigen, die nicht Gegenstand der zu bewertenden Kooperation sind. Nur eine exakte Abgrenzung der Cashflows stellt eine korrekte und zuverlässige Ermittlung des kooperationsbedingten Wertbeitrages sicher.⁷⁹ Für die Bewertung von Kooperationen ist der Free Cashflow als bewertungsrelevanter Zahlungsüberschuss anzusetzen.⁸⁰ Die Vorgehensweise bei dessen Ermittlung für Kooperationen unterscheidet sich grundsätzlich nicht von derjenigen, die bei Unternehmen verwandt wird.⁸¹ Für die Prognoseperiode sollte der Zeitraum gewählt werden, der den Aufbau und die Nutzung des kooperativen Arrangements umfasst.⁸² Dabei stellt die Kooperationsdauer allerdings eine unsichere Größe dar. Verstärkt wird diese Unsicherheit zudem durch ein mögliches Scheitern der Kooperation.⁸³

Die Prognose der Free Cashflows erfolgt anhand eines Zweiphasenmodells, das sich in eine Detailplanungsphase und eine Fortführungsphase unterteilt.⁸⁴ Der Unterschied zwischen den beiden Phasen liegt im Detaillierungsgrad. Der Detailplanungszeitraum gibt den Zeitraum an, in welchem die Free Cashflows detailliert geplant werden und im Zeitablauf regelmäßig schwanken. Für die Detailplanungsphase wird daher ein Zeitraum angesetzt, der relativ gut prognostizierbar ist.⁸⁵ Der Barwert der

⁷⁸ Vgl. KRAEGE (1997), S. 170.

⁷⁹ Vgl. DREWS (2001), S. 137 f.

⁸⁰ Vgl. konkret BAUM ET AL. (2007), S. 285; COPELAND ET AL. (2002), S. 174.

⁸¹ Vgl. SCHLOSSER (2001), S. 91. Vgl. zur allgemeinen Vorgehensweise bei der Prognose der Free Cashflows beispielsweise HERTER (1994), S. 54 ff.

⁸² Vgl. HIPPE (1997), S. 236.

⁸³ Vgl. GEBAUER ET AL. (2003), S. 195 f.

⁸⁴ Vgl. COPELAND ET AL. (2002), S. 176; BAETGE ET AL. (2005), S. 301.

⁸⁵ Vgl. COPELAND ET AL. (2002), S. 286.

kooperationsbedingten Free Cashflows im Detailplanungszeitraum wird durch Diskontierung mit dem kooperationsspezifischen Diskontierungsfaktor wie folgt ermittelt:⁸⁶

$$W_{PZ}^{FCF} = \sum_{t=1}^T \frac{CF_t^{FCF}}{(1 + (WACC + \Phi))^t} \quad (9)$$

mit

W_{PZ}^{FCF} : Barwert der kooperationsbedingten Free Cashflows im Planungszeitraum;

CF_t^{FCF} : Kooperationsbedingter Free Cashflow im Zeitraum t ;

t : Periodenindex;

T : Länge des Planungszeitraums.

Während der Fortführungsphase werden gleiche Erwartungswerte für die nachhaltig erzielbaren Free Cashflows der künftigen Jahre sowie ein konstant bleibender Fremdkapitalbestand angenommen.⁸⁷ Für die Free Cashflows, die nach dem Detailplanungszeitraum anfallen, wird der aus der Fortführungsphase resultierende Fortführungswert mittels Diskontierung bestimmt. Hierzu werden häufig vereinfachende Prognoseverfahren eingesetzt.⁸⁸ Vielfach wird mit der Methode der ewigen Rente vorgegangen und somit ein unendlicher Fortbestand der Kooperation angenommen.⁸⁹ Modifiziert werden kann diese Methode, indem eine positive Wachstumsannahme berücksichtigt wird, die durch eine zuvor festgelegte Wachstumsrate zum Ausdruck kommt. Dabei wird angenommen, dass der letzte konkret prognostizierbare Free Cashflow der Detailplanungsphase über einen unendlich langen Zeitraum mit einer konstanten

⁸⁶ Vgl. KUNHER/MALTRY (2006), S. 200; RICHTER (2002), S. 313.

⁸⁷ Vgl. BAETGE ET AL. (2005), S. 301.

⁸⁸ Vgl. HERTER (1994), S. 40 f.

⁸⁹ Vgl. COPELAND ET AL. (2002), S. 326 ff; KUNHER/MALTRY (2006), S. 199 f. Von besonderer Relevanz ist dabei die Frage, ob die Kooperation nach dem Planungshorizont weitergeführt oder aufgelöst werden soll. Vgl. HIPPE (1997), S. 238. Anstelle eines Fortführungswertes kann dann auch ein Liquidationswert angesetzt werden. Während beim Liquidationswert eine Auflösung der Kooperation berücksichtigt wird, steht bei dem Fortführungswert die Going-Concern-Annahme der Kooperation im Mittelpunkt. Vgl. SCHLOSSER (2001), S. 98.

Wachstumsrate zunimmt.⁹⁰ Der auf den Bewertungsstichtag diskontierte Wert stellt schließlich den Fortführungswert der Kooperation dar.⁹¹

$$W_{FFW}^{FCF} = \frac{1}{(1+WACC+\Phi)^T} \cdot \frac{(1+g) \cdot CF_T^{FCF}}{(WACC+\Phi)-g} \quad (10)$$

mit

W_{FFW}^{FCF} : Barwert der kooperationsbedingten Free Cashflows des Fortführungswertes;

CF_T^{FCF} : Letzter kooperationsbedingter Free Cashflow des Detailplanungszeitraumes;

g : Wachstumsrate.

Aus der Summe der ermittelten Werte im Detailplanungszeitraum und im Fortführungszeitraum ergibt sich schließlich der durch die Kooperation bedingte Wertbeitrag:

$$\begin{aligned} W_{Kooperation}^{FCF} &= W_{PZ}^{FCF} + W_{FFW}^{FCF} \quad (11) \\ &= \sum_{t=1}^T \frac{CF_t^{FCF}}{(1+WACC+\Phi)^t} + \frac{1}{(1+WACC+\Phi)^T} \cdot \frac{(1+g) \cdot CF_T^{FCF}}{(WACC+\Phi)-g} \end{aligned}$$

mit

$W_{Kooperation}^{FCF}$: Wertbeitrag der Kooperation auf der Basis der Free Cashflows.

6. Zahlenbeispiel zur Bewertung von Kooperationen unter besonderer Berücksichtigung ihrer Stabilität

In den vorstehenden Ausführungen wurde ein Ansatz für die finanzielle Bewertung von Kooperationen vorgestellt. Dabei wurde insbesondere auf die Notwendigkeit hingewiesen, die Verhaltensunsicherheit zwischen den Kooperationspartnern in Form eines Korrekturterms für das Instabilitätsrisiko bei der Diskontierung der kooperationsbedingten Free Cashflows zu berücksichtigen. Um diesen Bewertungsansatz zu illustrieren, wird im Folgenden ein Zahlenbeispiel für die Bewertung von Kooperationen im Hinblick auf die Institutionalisierung einer Kooperation und die Kooperationsform verdeutlicht. Für die Bewertung wird der WACC-Ansatz als Variante der DCF-Methoden verwendet.

⁹⁰ Vgl. SEPPELFRICKE (2007), S. 84 f.; BAUM ET AL. (2007), S. 286. Zur Begründung einer Wachstumsrate vgl. beispielsweise HERTER (1994), S. 70 f.

⁹¹ Vgl. KUNHER/MALTRY (2006), S. 200; COPELAND ET AL. (2002), S. 176.

Die beiden mittelständischen Unternehmen A und B haben ihre Produktion zusammengelegt, um Kosten zu teilen und Risiken zu reduzieren. Beide Unternehmen versprechen sich durch die Kooperation zudem eine verbesserte Wettbewerbsfähigkeit. Bisher basiert die Kooperation auf einer vertraglichen Vereinbarung, es wird jedoch in Erwägung gezogen, ein Gemeinschaftsunternehmen zu gründen. Die Kooperationsmanager werden von den kooperierenden Unternehmen beauftragt, die beiden Institutionalisationen vor dem Hintergrund des Wertbeitrages der Kooperation zu beurteilen. In beiden Fällen werden kooperationsbedingte Free Cashflows (FCF) in $t=1$ ($t=2$; $t=3$) in Höhe von 100.000€ (100.000€; 100.000€) prognostiziert. Für den WACC wird ebenfalls in beiden Fällen von 10% ausgegangen. Zudem soll von einer konstanten Wachstumsrate g in Höhe von 5 % ausgegangen werden. Unterschiede zwischen den beiden Institutionalisationen ergeben sich ausschließlich aus der jeweiligen inhärenten Verhaltensunsicherheit. Für eine vertragliche Kooperation wird von einem Instabilitätsrisiko in Höhe von 3 % ausgegangen, während für die Gründung eines Gemeinschaftsunternehmens ein Instabilitätsrisiko von 1 % zugrunde gelegt wird. Der Wertbeitrag der Kooperation in Abhängigkeit von der gewählten Institutionalisation wird in der Abbildung 5 unter Anwendung der Formeln (9)-(11) verdeutlicht.

Institutionalisierung	Vertrag			Gründung		
	$t=1$	$t=2$	$t=3$	$t=1$	$t=2$	$t=3$
Kooperationsbedingte FCF (in T€)	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
WACC	10%			10%		
Korrekturterm Instabilitätsrisiko Φ	3%			1%		
Konstante Wachstumsrate g	5%			5%		
Szenario 1 - ohne Instabilitätsrisiko						
Planungszeitraum	90,9	82,6	75,1	90,9	82,6	75,1
Fortführungsphase	1577,8			1577,8		
Wertbeitrag der Kooperation (in T€)	1826,4			1826,4		
Szenario 2 - mit Instabilitätsrisiko						
Planungszeitraum	88,5	78,3	69,3	90,1	81,2	73,1
Fortführungsphase	909,6			1279,6		
Wertbeitrag der Kooperation (in T€)	1145,7			1524,0		

Abbildung 5: Exemplarische Auswirkungen des Instabilitätsrisikos im Hinblick auf die Institutionalisation

Für den Fall, dass das Instabilitätsrisiko vernachlässigt wird (Szenario 1) ergibt sich bei beiden Institutionalisationen ein gleich hoher kooperationsbedingter Wertbeitrag. Es wird dann allerdings nicht die auf das Verhalten der Kooperationspartner zurückzuführende Risikostruktur der kooperationsbedingten Cashflows abgebildet. Wird das Instabilitätsrisiko indes berücksichtigt (Szenario 2), wird die Verhaltensunsicherheit,

die sich aus der Institutionalisierung der Kooperation ergibt, in das Bewertungskalkül integriert. Aufgrund der angepassten Risikostruktur der Cashflows vermindert sich dann auch der kooperationsbedingte Wertbeitrag. Ein Vergleich der beiden Institutionalisierungsformen Vertrag und Gründung zeigt schließlich, dass unterschiedliche Instabilitätsrisiken zu unterschiedlichen Wertbeiträgen führen.

Die vorangegangenen Ausführungen verdeutlichen Wertbeiträge der Kooperation im Hinblick auf die gewählte Institutionalisierung. Analog hierzu können ebenfalls die Wertbeiträge von Kooperationen in Abhängigkeit von der gewählten Kooperationsform ermittelt werden. Dabei sind die unterschiedlichen Stabilisierungsbedarfe und Stabilisierungsmechanismen gegenüberzustellen, um tendenzielle Aussagen über die Höhe des jeweiligen Instabilitätsrisikos zu ermöglichen. Die Kooperationsmanager der kooperierenden Unternehmen A und B werden beauftragt, die Wertbeiträge der Kooperationsformen Projektkooperation und genossenschaftliche Kooperation gegenüberzustellen. Abbildung 6 verdeutlicht die Ergebnisse unter Anwendung der Formeln (9)-(11). Dabei wird, mit Ausnahme des Korrekturterms für das Instabilitätsrisiko, jeweils derselbe Datenkranz wie bei der exemplarischen Betrachtung zur Institutionalisierung unterstellt. Das Instabilitätsrisiko der Projektkooperation wird mit 2 % und das der genossenschaftlichen Kooperation mit 1 % angenommen.

Kooperationsform	Projektkooperation			Genossenschaftliche Kooperation		
	t=1	t=2	t=3	t=1	t=2	t=3
Zeitraum						
Kooperationsbedingte FCF (in T€)	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
WACC	10%			10%		
Korrekturterm Instabilitätsrisiko Φ	2%			1%		
Konstante Wachstumsrate g	5%			5%		
Szenario 1 - ohne Instabilitätsrisiko						
Planungszeitraum	90,9	82,6	75,1	90,9	82,6	75,1
Fortführungsphase	1577,8			1577,8		
Wertbeitrag der Kooperation (in T€)	1826,4			1826,4		
Szenario 2 - mit Instabilitätsrisiko						
Planungszeitraum	89,3	79,7	71,2	90,1	81,2	73,1
Fortführungsphase	1067,7			1279,6		
Wertbeitrag der Kooperation (in T€)	1307,9			1524,0		

Abbildung 6: Exemplarische Auswirkungen des Instabilitätsrisikos im Hinblick auf die Kooperationsform

Bei einer Vernachlässigung der Stabilität der Kooperation (Szenario 1) ergeben sich wiederum höhere Wertbeiträge, die jedoch nicht die tatsächliche Risikostruktur wiedergeben. Erst bei einer Berücksichtigung

des Instabilitätsrisikos (Szenario 2) wird die auf das Verhalten der Kooperationspartner zurückzuführende Risikostruktur der Cashflows berücksichtigt. Vergleicht man dann die Projektkooperation und die genossenschaftliche Kooperation miteinander, zeigt sich, dass aufgrund der unterschiedlichen Instabilitätsrisiken auch unterschiedliche Wertbeiträge resultieren.

Bei den vorstehenden Ausführungen handelt es sich um eine beispielhafte und separate Betrachtung der Auswirkungen der Institutionalisierung und derjenigen der gewählten Kooperationsform im Hinblick auf das Instabilitätsrisiko. Es besteht darüber hinaus auch die Möglichkeit, dass beide Einflussfaktoren kombiniert zur Anwendung kommen. Eine Strategische Allianz kann beispielsweise durch die Gründung eines Joint Ventures institutionalisiert werden. Es bleibt dann zu prüfen, wie sich diese Kombination im konkreten Einzelfall auf das Instabilitätsrisiko auswirkt.

Im Rahmen des Zahlenbeispiels ist keine abschließende Illustration der Auswirkungen des Instabilitätsrisikos möglich. Um ein Verständnis der Sensitivität der Ergebnisse unter Berücksichtigung der zugrunde liegenden Annahmen zu entwickeln, kann eine Sensitivitätsanalyse durchgeführt werden. Hierdurch wird unter anderem offenbart, welchen Einfluss das Instabilitätsrisiko und die getroffenen Bewertungsannahmen auf den Wertbeitrag einer Kooperation ausüben. Abbildung 7 beschreibt die Ergebnisse einer Sensitivitätsanalyse.

WACC=10%		$\Phi = 1 \%$	$\Phi = 2 \%$	$\Phi = 3 \%$	$\Phi = 4 \%$
g=4%	FCF (T€)	Wertbeiträge der Kooperation			
t=1 bis t=3	50,0	670,6	587,2	522,4	470,5
t=1 bis t=3	100,0	1341,2	1174,4	1044,7	940,8
t=1 bis t=3	150,0	2011,7	1761,6	1567,0	1411,3
g=5%	FCF (T€)				
t=1 bis t=3	50,0	762,0	653,9	572,9	509,8
t=1 bis t=3	100,0	1524,0	1307,9	1145,7	1019,6
t=1 bis t=3	150,0	2285,9	1961,8	1718,6	1529,4
g=6%	FCF (T€)				
t=1 bis t=3	50,0	890,0	742,9	637,9	559,1
t=1 bis t=3	100,0	1779,9	1485,8	1275,7	1118,0
t=1 bis t=3	150,0	2669,8	2228,7	1913,6	1677,1

Abbildung 7: Sensitivität des Wertbeitrages einer Kooperation unter Beachtung des Instabilitätsrisikos

Die Abbildung verdeutlicht die Sensitivität des Wertbeitrages einer Kooperation bei einer Variation des Instabilitätsrisikos (1% bis 4%), der

konstanten Wachstumsrate (4% bis 6%) und der Höhe der erzielbaren Free Cashflows (50 T€; 100 T€; 150 T€). Der WACC wird als konstant angenommen (10%). Es zeigt sich, dass bei einer Erhöhung der konstanten Wachstumsrate und der prognostizierten Free Cashflows auch der Wertbeitrag einer Kooperation steigt. Im Gegensatz dazu sinkt der Wertbeitrag mit steigendem Instabilitätsrisiko. Mit zunehmendem Instabilitätsrisiko steigt dann auch die Ungewissheit bezüglich der Erreichung der angestrebten Kooperationsziele.

7. Fazit und Ausblick

Der Beitrag des Arbeitspapiers liegt in der Berücksichtigung der Stabilität von Kooperationen bei ihrer Bewertung. Hierfür wurde ein Korrekturterm für das kooperationsindividuelle Instabilitätsrisiko definiert, der die Verhaltensunsicherheit der Kooperationspartner reflektiert und den es bei der Kooperationsbewertung zu integrieren gilt. An einem Zahlenbeispiel wurde ein derartiger Bewertungsprozess exemplarisch verdeutlicht. Sowohl die Institutionalisierung einer Kooperation als auch die gewählte Kooperationsform beeinflussen das Instabilitätsrisiko und somit auch den Wertbeitrag einer Kooperation. Die Stabilität wirkt sich auf die Risikostruktur einer Kooperation und die angestrebten Kooperationsziele aus. Um zu einem korrekten kooperationsbedingten Wertbeitrag zu gelangen, sollte die Stabilität in ein Bewertungskalkül für Kooperationen einfließen. Da kein allgemeingültiger Korrekturterm für das kooperationsindividuelle Instabilitätsrisiko existiert, gilt es, das relevante Instabilitätsrisiko im konkreten Einzelfall zu prüfen.

Zu beachten bleibt weiterhin auch, dass es sich bei dem ermittelten Wertbeitrag einer Kooperation lediglich um eine Teilkomponente handelt. Um einen sachgerechten kooperationsbedingten Wertbeitrag zu ermitteln, müssen auch die durch die Ausnutzung von Handlungsspielräumen realisierbaren Cashflows als Wertkomponenten berücksichtigt werden. Die Realoptionstheorie eignet sich, diese kooperationsinduzierte Flexibilität zu erfassen.⁹²

Die Bewertung von Kooperationen ist mit vielfältigen Herausforderungen verbunden. Im Zahlenbeispiel wurden Annahmen über die Höhe des Instabilitätsrisikos getroffen. Eine exakte Bestimmung ist ausgeblieben. Weiterer zukünftiger Forschungsbedarf ergibt sich daher aus der Ent-

⁹² Vgl. konkret STROTHMANN (2007), S. 14 ff.

wicklung von Messmöglichkeiten für die einzelnen Stabilitätsmechanismen und der Verdichtung dieser zu einem Korrekturterm für das kooperationsindividuelle Instabilitätsrisiko. Gelingt eine exakte Darstellung des Instabilitätsrisikos, lässt sich die Bewertungsgenauigkeit des hier vorgeschlagenen Bewertungsmodells erhöhen.⁹³

⁹³ Ein Ansatz, um das Instabilitätsrisiko zu quantifizieren, besteht darin, sich über die Einschränkung des potenziellen Optionenraumes zu nähern.

Literaturverzeichnis

- BAETGE, J.; NIEMEYER, K.; KÜMMEL, J. (2005): *Darstellung der Discounted-Cashflow-Verfahren (DCF-Verfahren) mit Beispiel*, in: Peemöller, V. H. (Hrsg.): Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 3., aktualisierte und erweiterte Auflage, Herne/Berlin, S. 265-362.
- BALKE, N.; KÜPPER, H.-U. (2005): *Controlling in Netzwerken: Struktur und Systeme*, in: Zentes, J.; Swoboda, B.; Morschett, D. (Hrsg.): Kooperationen, Allianzen und Netzwerke: Grundlagen - Ansätze - Perspektiven, 2., überarbeitete und erweiterte Auflage, Wiesbaden, S. 1033-1056.
- BALLWIESER, W. (2007): *Unternehmensbewertung: Prozeß, Methoden und Probleme*, 2. Auflage, Stuttgart.
- BAUM, H.-G.; COENENBERG, A. G.; GÜNTHER, T. (2007): *Strategisches Controlling*, 4., überarbeitete Auflage, Stuttgart.
- BEA, F. X. (1988): *Diversifikation durch Kooperation*, in: Der Betrieb, 41. Jg., Nr. 50, S. 2521-2526.
- BREUER, W. (2001): *Investition II - Entscheidung bei Risiko*, Wiesbaden.
- BRUHN, M. (2005): *Kooperationen im Dienstleistungssektor*, in: Zentes, J.; Swoboda, B.; Morschett, D. (Hrsg.): Kooperationen, Allianzen und Netzwerke: Grundlagen - Ansätze - Perspektiven, 2., überarbeitete und erweiterte Auflage, Wiesbaden, S. 1277-1301.
- COPELAND, T. E.; KOLLER, T.; MURRIN, J. (2002): *Unternehmenswert: Methoden und Strategien für eine wertorientierte Unternehmensführung*, 3., völlig überarbeitete und erweiterte Auflage, Frankfurt am Main/New York.
- DREWS, H. (2001): *Instrumente des Kooperationscontrollings: Anpassung bedeutender Controllinginstrumente an die Anforderungen des Managements von Unternehmenskooperationen*, 1. Auflage, Wiesbaden.
- DRUKARCZYK, J.; SCHÜLER, A. (2007): *Unternehmensbewertung*, 5., überarbeitete und erweiterte Auflage, München.
- EBERTZ, P. (2006): *Risikowirkungen von Unternehmenskooperationen: Theoretische Grundlagen und empirische Ergebnisse am Beispiel der Kooperationsform Verbundgruppe*, Aachen.
- ERLEI, M.; LESCHKE, M.; SAUERLAND, D. (2007): *Neue Institutionenökonomik*, 2., überarbeitete und erweiterte Auflage, Stuttgart.
- FREYGANG, W. (1993): *Kapitalallokation in diversifizierten Unternehmen: Ermittlung divisionaler Eigenkapitalkosten*, Wiesbaden.
- GEBAUER, M.; SCHIERMEIER, R. J.; WALL, F. (2003): *Methoden zur Auswahl von Partnern in Dienstleistungsnetzwerken*, in: Bruhn, M.; Strauss, B. (Hrsg.): Dienstleistungsnetzwerke: Dienstleistungsmanagement Jahrbuch 2003, Wiesbaden, S. 185-213.

- GEBHARDT, G.; DASKE, H. (2005): *Kapitalmarktorientierte Bestimmung von risikofreien Zinssätzen für die Unternehmensbewertung*, in: Die Wirtschaftsprüfung, 58. Jg., Nr. 12, S. 649-655.
- GÖBEL, E. (2002): *Neue Institutionenökonomik: Konzeption und betriebswirtschaftliche Anwendungen*, Stuttgart.
- HERING, T. (2006): *Unternehmensbewertung*, 2., vollständig überarbeitete und stark erweiterte Auflage, München/Wien.
- HERTER, R. N. (1994): *Unternehmenswertorientiertes Management - Strategische Erfolgsbeurteilung von dezentralen Organisationseinheiten auf der Basis der Wertsteigerungsanalyse*, München.
- HIPPE, A. (1997): *Interdependenzen von Strategie und Controlling in Unternehmensnetzwerken*, Wiesbaden.
- HOFER, A. (2007): *Prozessorientiertes Kooperationsmanagement: Methoden, Vorgehensmodell und Anwendungsszenario*, Berlin.
- INPKEN, A. C.; BEAMISH, P. W. (1997): *Knowledge, Bargaining Power, and the Instability of International Joint Ventures*, in: Academy of Management Review, 22. Jg., Nr. 1, S. 177-202.
- KNORREN, N. (1998): *Wertorientierte Gestaltung der Unternehmensführung*, Wiesbaden.
- KRAEGE, R. (1997): *Controlling strategischer Unternehmenskooperationen: Aufgaben, Instrumente und Gestaltungsempfehlungen*, München/Mering.
- KRIEG, W. (1971): *Kybernetische Grundlagen der Unternehmensgestaltung*, Bern/Stuttgart.
- KUHNER, C.; MALTRY, H. (2006): *Unternehmensbewertung*, Berlin et al.
- MAIER, D. A. (2001): *Der Betafaktor in der Unternehmensbewertung*, in: Finanz Betrieb, 3. Jg., Nr. 5, S. 298-302.
- MICHEL, U. (1996): *Wertorientiertes Management strategischer Allianzen*, München.
- MIROW, M. (1994): *Shareholder Value als Instrument zur Bewertung von Strategischen Allianzen*, in: Schulte, C. (Hrsg.): *Beteiligungscontrolling: Grundlagen, Strategische Allianzen und Akquisitionen*, Erfahrungsberichte, Wiesbaden, S. 43-59.
- MÖLLS, S. (2004): *Grenzpreisbestimmung von Unternehmensnetzwerken: Netzwerkeffekte in der Unternehmensbewertung*, 1. Auflage, Wiesbaden.
- MORSCHETT, D. (2005): *Formen von Kooperationen, Allianzen und Netzwerken*, in: Zentes, J.; Swoboda, B.; Morschett, D. (Hrsg.): *Kooperationen, Allianzen und Netzwerke: Grundlagen - Ansätze - Perspektiven*, 2., überarbeitete und erweiterte Auflage, Wiesbaden, S. 377-403.
- PERRIDON, L.; STEINER, M. (2007): *Finanzwirtschaft der Unternehmung*, 14., überarbeitete und erweiterte Auflage, München.

- PICOT, A.; DIETL, H.; FRANCK, E. (2008): *Organisation - Eine ökonomische Perspektive*, 5., aktualisierte und überarbeitete Auflage, Stuttgart.
- RAPPAPORT, A. (1986): *Creating Shareholder Value: The New Standard for Business Performance*, New York.
- REBIEN, A. (2007): *Kapitalkosten in der Unternehmensbewertung - Auswahl und Einsatz von Ermittlungsmethoden zur sachgerechten Ableitung von Risikokosten unter Berücksichtigung fundamentaler Faktoren*, Aachen.
- RICHTER F. (2002): *Unternehmensbewertung*, in: Picot, G. (Hrsg.): *Handbuch Mergers & Acquisitions: Planung, Durchführung, Integration*, 2., überarbeitete und erweiterte Auflage, Stuttgart, S. 301-333.
- RIPPERGER, T. (1998): *Ökonomik des Vertrauens: Analyse eines Organisationsprinzips*, Tübingen. 2. Auflage.
- SCHLOSSER, A. (2001): *Unternehmenswertsteigerung durch Strategische Allianzen - Ein Ansatz zum wertorientierten Kooperationsmanagement*, Bamberg.
- SCHMIDT, R. H.; TERBERGER, E. (1999): *Grundzüge der Investitions- und Finanzierungstheorie*, 4., aktualisierte Auflage, Wiesbaden.
- SCHÜTTE, H. (1991): *Strategische Allianzen mit japanischen Firmen*, in: Schneidewind, D.; Töpfer, A. (Hrsg.): *Der asiatisch-pazifische Raum: Strategien und Gegenstrategien von Unternehmen*, Landsberg/Lech, S. 251-275.
- SCHWEINSBERG, A. (2006): *Flexibilität und Stabilität globaler Unternehmenskooperationen: Eine akteurorientierte Untersuchung der Binnenstabilität Virtueller Unternehmen*, Aachen.
- SCHWERK, A. (2000): *Dynamik von Unternehmenskooperationen*, Berlin.
- SEITER, M. (2006): *Management von kooperationspezifischen Risiken in Unternehmensnetzwerken*, München.
- SEPPELFRICKE, P. (2007): *Handbuch Aktien- und Unternehmensbewertung: Bewertungsverfahren, Unternehmensanalyse, Erfolgsprognosen*, 3., überarbeitete Auflage Stuttgart.
- SPREMANN, K. (1998): *Finanzielle Führung und interner Kapitalmarkt*, in: *Die Unternehmung - Schweizerische Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis*, 52. Jg., Nr. 5, S. 339-346.
- STEINER, M.; BRUNS C. (2007): *Wertpapiermanagement - Professionelle Wertpapieranalyse und Portfoliostrukturierung*, 9., überarbeitete und erweiterte Auflage, Stuttgart.
- STROTHMANN, C. (2007): *Die Bewertung Strategischer Allianzen mit dem Realoptionsansatz*, Arbeitspapier des Instituts für Genossenschaftswesen der Universität Münster, Nr. 69.

- STÜLLENBERG F. (2005): *Konzeption eines modularen Kooperationscontrolling*, Herne et al.
- SYDOW, J. (1992): *Strategische Netzwerke: Evolution und Organisation*, Wiesbaden.
- THEURL, T. (2001): *Die Kooperation von Unternehmen: Facetten der Dynamik*, in: Ahlert, D. (Hrsg.): *Handbuch Franchising & Cooperation: Das Management kooperativer Unternehmensnetzwerke*, Neuwied, S. 73-91.
- THEURL, T. (2005): *Kooperative Governancestrukturen*, Arbeitspapier des Instituts für Genossenschaftswesen der Universität Münster, Nr. 48.
- THEURL, T.; SCHWEINSBERG, A. (2004): *Neue kooperative Ökonomie - Moderne genossenschaftliche Governancestrukturen*, Tübingen.
- WILLIAMSON, O. E. (1985): *The Economic Institutions of Capitalism: Firms, Markets, Relational Contracting*, New York.
- WOLFF, C. (2005): *Stabilität und Flexibilität von Kooperationen - Entwicklung einer wettbewerbsorientierten Flexibilitätstheorie am Beispiel der Automobilbranche*, 1. Auflage, Wiesbaden.

Arbeitspapiere des Instituts für Genossenschaftswesen
der Westfälischen Wilhelms-Universität Münster

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

- Nr. 20
Astrid Höckels
Möglichkeiten der Absicherung von Humankapitalinvestitionen zur Vermeidung unerwünschter Mitarbeiterfluktuation
November 2000
- Nr. 21
José Miguel Simian
Wohnungsgenossenschaften in Chile - Vorbild für eine Politik der Wohneigentumsbildung in Deutschland?
Mai 2001
- 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 Schmolz Müller / Nina Tantz
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 Stadtumbau - 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
- Nr. 66
Pierin Vincenz
Raiffeisen Gruppe Schweiz: Governancestrukturen, Erfolgsfaktoren, Perspektiven
Ein Gespräch mit Dr. Pierin Vincenz, Vorsitzender der Geschäftsleitung der Raiffeisen Gruppe Schweiz
Juni 2007
- Nr. 67
Alexander Wesemann
Die Gestaltung der Außenbeziehungen von Kooperationen und ihre Rückwirkungen auf das Kooperationsmanagement -
Ein Problemaufriss
August 2007
- Nr. 68
Jörg-Matthias Böttiger / Verena Wendlandt
Kooperationen von Logistikunternehmen - Eine hypothesenbasierte Auswertung von Experteninterviews
November 2007
- Nr. 69
Christian Strothmann
Die Bewertung Strategischer Allianzen mit dem Realloptionsansatz
November 2007
- Nr. 70
Theresia Theurl / Jörg-Matthias Böttiger
Stakeholderorientierte Berichterstattung in Genossenschaften - Einordnung, Zielsetzung und Grundsätze des MemberValue-Reportings
Dezember 2007
- Nr. 71
Konstantin Kolloge
Kooperationsstrategien der internationalen Beschaffung - eine qualitative empirische Analyse für China und Indien
Dezember 2007
- Nr. 72
Theresia Theurl / Konstantin Kolloge
Kategorisierung von Unternehmenskooperationen als Grundlage eine „More Economic Approach“ im europäischen Kartellrecht - Die Notwendigkeit eines regelbasierten Ansatzes und erste Vorschläge zu seiner Umsetzung
April 2008
- Nr. 73
Anne Saxe
Erfolgsfaktoren von Stiftungskooperationen - ein Problemaufriss
Mai 2008
- Nr. 74
Christian Albers
Kooperationen als Antwort auf die Herausforderungen in der Versicherungswirtschaft - eine Analyse am Beispiel der Kapitalanlage
Mai 2008
- Nr. 75
Carsten Sander
Aktuelle Herausforderungen kommunaler Energieversorgungsunternehmen - Kooperationen als strategische Option
Juni 2008
- Nr. 76
Konstantin Kolloge
Die Messung des Kooperationserfolges in der empirischen Forschung - Ergebnisse einer Literaturstudie
Januar 2009
- Nr. 77
Christoph Heller
Akteure der deutschen Gesundheitswirtschaft - eine Analyse der Wirkungen von Marktakteuren auf die Krankenhausbranche
Januar 2009
- Nr. 78
Carsten Sander
Kooperationen kommunaler Energieversorger - eine empirische Bestandsaufnahme
März 2009
- Nr. 79
Jörg-Matthias Böttiger
Ein Ansatz auf Operationalisierung des MemberValues für Wohnungsgenossenschaften - Ausgewählte Ergebnisse und Managementbedarf aus Mitgliedersicht
April 2009
- Nr. 80
Jörg-Matthias Böttiger
Benchmarkergebnisse zur Mitgliederzufriedenheit von Wohnungsgenossenschaften
April 2009

Nr. 81
Theresia Theurl / Konstantin Kolloge
Internationale Unternehmenskooperationen im
deutschen Maschinenbau - Eine empirische
Analyse
Mai 2009

Nr. 82
Christian Strothmann
Die Bewertung von Unternehmenskooperationen
unter besonderer Berücksichtigung ihrer Stabili-
tät
August 2009