

Entrepreneurial and Financial Studies

Hrsg.: Prof. Dr. Dr. Ann-Kristin Achleitner

Prof. Dr. Christoph Kaserer

Tobias Popović

Customer Capital

Verlag Wissenschaft & Praxis



Customer Capital

Entrepreneurial and Financial Studies

Herausgegeben von

Prof. Dr. Dr. Ann-Kristin Achleitner

Prof. Dr. Christoph Kaserer

Band 3

Tobias Popović

Customer Capital

Die Wertschöpfung von E-Commerce-Unternehmen und ihre zweckadäquate Bewertung aus Perspektive des Aktienresearch

Verlag Wissenschaft & Praxis



Bibliografische Information der Deutschen Bibliothek

Die Deutsche Bibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.ddb.de> abrufbar.

ISBN 3-89673-195-5

© Verlag Wissenschaft & Praxis
Dr. Brauner GmbH 2004
D-75447 Sternenfels, Nußbaumweg 6
Tel. 07045/930093 Fax 07045/930094

Alle Rechte vorbehalten

Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung des Verlages unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

Printed in Germany

Geleitwort:

Das Internet hat eine neue qualitative Dimension für Unternehmen und Märkte geschaffen. Durch die Weiterentwicklung der damit verknüpften Technologien entstehen täglich neue Anwendungs- und Einsatzfelder. Neue Branchen mit innovativen Geschäftsmodellen, wie dem E-Commerce, stellen die Anwendbarkeit traditioneller Verfahren der Unternehmensbewertung vielfach in Frage. Vor diesem Hintergrund behandelt das vorliegende Werk ein für die Unternehmensbewertung in hohem Maße relevantes Problem, das bisher in der Forschung eine untergeordnete Rolle spielte: Die explizite Berücksichtigung und Integration von Intangibles – wie dem Customer Capital – in der Unternehmensbewertung.

Mit der vorliegenden Arbeit wird die Bewertung von E-Commerce-Unternehmen erstmalig umfassend aufgearbeitet. Ausgehend von wesentlichen Aussagen der Neuen Institutionenökonomik schafft der Verfasser eine theoretische Grundlage, mit deren Hilfe er zahlreiche Anknüpfungspunkte zwischen den zunächst konträr ausgerichtet erscheinenden Themengebieten Finance und Marketing aufzeigt. Auf diese Weise gelingt ihm ein erster Lösungsansatz für eine Schnittstellenproblematik, die nicht nur in der täglichen Praxis evident wird, sondern auch als Arbeitsgebiet in der betriebswirtschaftlichen Forschung zunehmend an Relevanz gewinnt.

Hierauf basierend wird neben der Identifizierung der bewertungsrelevanten Charakteristika von E-Commerce-Unternehmen aus Perspektive des Aktienresearch untersucht, welches Bewertungskonzept unter Beachtung dieser Eigenschaften anzuwenden ist. Anschließend wird analysiert, inwieweit die zentralen Annahmen der bislang im Aktienresearch gebräuchlichen Bewertungsverfahren im Konflikt zu den Charakteristika von E-Commerce-Unternehmen stehen, und ob die derzeit gebräuchlichen Verfahren gegebenenfalls neu zu konzipieren sind. In diesem Kontext werden diese Verfahren nicht nur in Anbetracht ihrer bewertungstheoretischen Zweckadäquanz, sondern auch unter dem Aspekt ihrer praktischen Einsetzbarkeit beurteilt. Schließlich entwickelt der Autor ein innovatives Bewertungskonzept, das mittels der Integration des Customer Capital eine zweckadäquate Bewertung von E-Commerce-Unternehmen zulässt. Mit Hilfe dieses Verfahrens gelingt erstmalig die Operationalisierung des Beitrags, den Intangibles zur Steigerung des Shareholder Value generieren können.

Die vorliegende Arbeit stellt eine wesentliche Bereicherung für das Feld der Unternehmensbewertung sowie für den noch wenig erforschten Bereich der Bewertung immaterieller Wirtschaftsgüter dar. Sie liefert sowohl eine breite Grundlage für weitere wissenschaftliche Arbeiten als auch wesentliche Anhaltspunkte für die Unternehmensbewertung in der betriebswirtschaftlichen Praxis. Aufgrund der gut strukturierten Vorgehensweise und der ver-

ständlichen Darstellung richtet sich das Buch nicht nur an Studenten und Wirtschaftswissenschaftler in den Bereichen Finance und Marketing, sondern kann insbesondere Research-Analysten, Unternehmensberatern, Wirtschaftsprüfern, Private Equity-Investoren oder Mitarbeitern in Corporate Finance- bzw. M&A-Abteilungen von Handels- und Konsumgüterkonzernen empfohlen werden, die nach einem theoretisch fundierten und zugleich praktikablen Verfahren der Unternehmensbewertung suchen.

Es ist zu hoffen, dass die hier erarbeiteten Forschungsergebnisse der theoretischen Fundierung der Unternehmensbewertung wesentliche Impulse verleihen.

München, im Juni 2003

Prof. Dr. Dr. Ann-Kristin Achleitner

Vorwort:

Die vorliegende Arbeit ist im Wintersemester 2002/03 vom Promotionsausschuss der EUROPEAN BUSINESS SCHOOL (ebs) unter dem Titel „Die Wertschöpfung von E-Commerce-Unternehmen und ihre zweckadäquate Bewertung aus Perspektive des Aktienresearch“ angenommen worden. Entstanden ist diese Arbeit im Rahmen des Doktorandenprogramms der DZ BANK AG (vorm. DG BANK) sowie der damit verbundenen Berufstätigkeit als Analyst im Institutionellen Aktienresearch der DZ BANK AG. Mein „akademisches Zuhause“ fand ich währenddessen als externer Doktorand am Stiftungslehrstuhl Bank- und Finanzmanagement von Frau Prof. Dr. Dr. Ann-Kristin Achleitner an der EUROPEAN BUSINESS SCHOOL (ebs).

Den Spagat zwischen Theorie und Praxis habe ich als sehr inspirierend erlebt. Gleichzeitig war das Pendeln zwischen diesen beiden Polen phasenweise aber auch eine gewisse Kraftprobe. Nicht zuletzt deshalb haben einige Personen entscheidend zum Zustandekommen und Gelingen dieser Arbeit beigetragen. Bei ihnen möchte ich mich an dieser Stelle von Herzen bedanken.

Für die wissenschaftliche Betreuung und das entgegengebrachte Vertrauen danke ich meiner akademischen Lehrerin Frau Prof. Dr. Dr. Ann-Kristin Achleitner besonders. Von ihrem tiefen Wissen und ihrer Professionalität konnte ich während des Entstehungsprozesses dieser Arbeit in vielfältiger Weise profitieren. Sie ist mir hinsichtlich ihrer Schaffenskraft, ihrem unternehmerischen Geist, ihrer visionären Denkhaltung und ihrer messerscharfen Auffassungsgabe ein großes Vorbild.

Herrn Prof. Dr. Alexander Bassen danke ich sehr herzlich für die umfangreiche Betreuung. Er erwies sich in vielen intensiven Diskussionen als hilfsbereiter und fachlich-kritischer Mentor und steuerte zahlreiche wertvolle und konstruktive Hinweise bei, die er mir durch seine sympathische Art nahe brachte. Außerdem danke ich ihm für die Übernahme des Zweitgutachtens. Herrn Prof. Dr. Karl-Werner Schulte (HonRICS) danke ich für die rasche Abwicklung des Promotionsverfahrens.

Auch meinen Freunden danke ich herzlich. Sie haben mich während der Zeit der Promotion auf vielfältige Weise unterstützt und begleitet sowie mir für mein Monate langes, dissertationsbedingtes „Eremitendasein“ viel Verständnis entgegengebracht.

Ganz besonders bedanke ich mich bei Frau Dipl.-Kffr. Luisa Pietzsch und Herrn Dipl.-Kfm. Matthias Daub, die sich durch das mehrfache Korrekturlesen nicht ermüden ließen und mir in zahlreichen intensiven und konstruktiven Diskussionen als „Sparringspartner“ zur Seite gestanden haben. Herrn Dr. Michael Behnam danke ich für viele hilfreiche methodische, aber auch persönliche Ratschläge. Des weiteren danke ich Herrn Dr. Felix Iblher, Herrn Dr.

Daniel Wichels und Herrn Dr. Michel Charifzadeh für ihre Hilfe und zahlreiche Anregungen.

Für die fachliche und moralische Unterstützung zahlreicher Kollegen bei der DZ BANK AG danke ich stellvertretend Herrn Dipl.-Kfm. Herbert Sturm, Herrn Stephan Rey, Diplome d'Architecte EAUG, MBA sowie meinem ehemaligen Mitdoktoranden Herrn Dr. Michael Sachtler. Insbesondere Herrn Sturm sei an dieser Stelle für die flexible und faire Gestaltung des Arbeitsumfeldes herzlich gedankt.

Herrn Thomas Pauschert, Managing Director Germany / Operating Director Europe von Jupiter MMXI danke ich ebenso herzlich wie Herrn Christian Magel, European Marketing Director von LetsBuyIt.com dafür, dass sie mir umfangreiches Datenmaterial für die Erstellung der Fallstudien zur Verfügung gestellt haben.

Frau Trudel Thullen (Stiftungslehrstuhl Bank- und Finanzmanagement), Frau Gudrun Würdemann (Promotionsamt), Frau Heidrun Söhn und Frau Margit Faust (Studentensekretariat) danke ich für die unkomplizierte und rasche Abwicklung vieler administrativer Dinge sowie für so manches aufmunternde Wort.

Meiner Familie, die meine gesamte Ausbildung ideell und finanziell unterstützt hat, gebührt mein außerordentlicher Dank. Sie hat mir ein sorgenfreies Studium ermöglicht. Die Entstehung dieser Arbeit hat sie als langjähriger Investor mit ihrer Erfahrung und feinsinniger Kritik begleitet. Durch ihre fürsorgliche und motivierende Art war sie für mich ein starker Rückhalt.

Gar nicht genug danken kann ich meiner Frau Dorothee. Sie hat maßgeblichen Anteil an der Fertigstellung dieser Arbeit. Ihre liebevolle und ausdauernde Unterstützung haben mir über so manch schwierige Hürde hinweggeholfen. Ihr und meiner Familie widme ich diese Arbeit.

Wiesbaden, im Juni 2003

Dr. Tobias Popović

Inhaltsübersicht

VERZEICHNISSE	10
1 Einleitung	30
2 Perspektive des Aktienresearch	46
3 E-Commerce als strukturverändernde Handelsinnovation	82
4 Wertschöpfung des E-Commerce unter besonderer Berücksichtigung von B2C-Unternehmen	119
5 Unternehmensbewertung aus Perspektive des Aktienresearch	165
6 Konzeption eines zweckadäquaten Bewertungsverfahrens	229
7 Fallstudien	271
8 Schlussbetrachtung	328
QUELLENVERZEICHNIS	335

Inhaltsverzeichnis

INHALTSVERZEICHNIS	10
ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS	16
SYMBOLVERZEICHNIS	20
ABBILDUNGSVERZEICHNIS	22
TABELLENVERZEICHNIS	25
1 Einleitung	30
1.1 Ausgangspunkt und Zielsetzung der Arbeit	30
1.2 Theoretischer Bezugsrahmen	36
1.3 Gang der Untersuchung	43
2 Perspektive des Aktienresearch	46
2.1 Definition und Erscheinungsform des Aktienresearch	46
2.2 Aktienresearch als Informationsintermediär an den Kapitalmärkten	48
2.2.1 Institutionelle Investoren als primäre Zielgruppe des Aktienresearch	48
2.2.2 Existenzberechtigung des Aktienresearch vor dem Hintergrund der Neuen Institutionenökonomik	52
2.3 Zielsystem des Aktienresearch	56
2.3.1 Definition des Zielsystems	56
2.3.2 Eigentümerorientierung	56
2.3.3 Zweckadäquate Unternehmensbewertung	57
2.3.3.1 Begriffliche Grundlagen	57
2.3.3.2 Rendite und Risiko	58
2.3.3.3 Identifikation von Anomalien	60
2.3.3.3.1 Grundlagen der Informationseffizienz	60
2.3.3.3.2 Unternehmenswert und -preis vor dem Hintergrund halbstrenger Informationseffizienz	63
2.3.3.3.3 Empirisch beobachtbare Anomalien	65
2.3.4 Methodische und qualitative Anforderungen an Bewertungsverfahren	68
2.3.4.1 Notwendigkeit methodischer und qualitativer Anforderungen	68

	11
2.3.4.2	Methodische Anforderungen 68
2.3.4.2.1	Antizipationsprinzip 68
2.3.4.2.2	Fundamentalanalyse 69
2.3.4.2.3	Top-Down-Ansatz 71
2.3.4.2.4	Quantifizierbarkeit qualitativer Einflussfaktoren 74
2.3.4.3	Anforderungen an die Qualität von Bewertungsverfahren 76
2.3.5	Zusammenfassende Darstellung des Zielsystems 77
2.4	Anforderungskatalog zur zweckadäquaten Unternehmensbewertung 78
2.5	Zwischenfazit 80
3	E-Commerce als strukturverändernde Handelsinnovation 82
3.1	Grundlagen und Entwicklungsdeterminanten des Handels 82
3.1.1	Grundlegende Darstellung 82
3.1.2	Entwicklungsdeterminanten 83
3.2	Definition des E-Commerce 86
3.3	Transaktionsmodi des E-Commerce 90
3.3.1	Überblick 90
3.3.2	Business-to-Business (B2B) 91
3.3.3	Business-to-Consumer (B2C) 94
3.3.3.1	Definition und Geschäftsmodelle 94
3.3.3.2	Ökonomische Bedeutung von B2C-Kunden und ihre Merkmale 97
3.3.3.3	Versorgungsobjekte 101
3.3.3.3.1	Umsatzpotenziale für B2C-Unternehmen 101
3.3.3.3.2	Ertragspotenziale von B2C-Unternehmen 103
3.4	Auswirkungen des E-Commerce auf die Marktkette des Handels 105
3.5	E-Commerce-Unternehmen als Wachstumsunternehmen 108
3.5.1	Wachstumsunternehmen: Begriff und Grundlagen 108
3.5.2	Einordnung in den Unternehmenslebenszyklus 109
3.5.3	Resultierende Anforderungen an die Bewertung von Wachstumsunternehmen 113
3.6	Zwischenfazit 117

4	Wertschöpfung des E-Commerce unter besonderer Berücksichtigung von B2C-Unternehmen	119
4.1	Wertschöpfung als Grundlage der Unternehmensbewertung	119
4.2	Wertschöpfungssysteme aus Perspektive des Aktienresearch	120
4.2.1	Wertschöpfung und Wertschöpfungssysteme	120
4.2.2	Wertschöpfungspotenziale	124
4.2.2.1	Herleitung und Definition	124
4.2.2.2	Definition und Systematisierung von Intangibles	129
4.2.2.3	Besondere Betrachtung des Customer Capital bei B2C-Unternehmen	135
4.2.3	Wertschöpfungsprozesse	139
4.2.3.1	Transaktionen und Kundenbeziehungen als Grundlage von Wertschöpfungsprozessen bei B2C-Unternehmen	139
4.2.3.2	Transaktionswert als Indikator für die Wertschöpfung	141
4.2.3.3	Kundenlebenszeitwert und Kundenlebenszyklus	142
4.3	Erfassung der Wertschöpfung durch Performance Measurement	146
4.3.1	Definition Performance Measurement	146
4.3.2	Nicht-monetäre Leistungsindikatoren („Performance Measures“) als zentraler Bestandteil zur Messung der Wertschöpfung	148
4.3.3	Performance Measurement-Systeme	151
4.3.4	Bedeutung von Internet-Performance-Maßen als Non-Financials bei B2C-Unternehmen	154
4.3.4.1	Überblick	154
4.3.4.2	Kontaktmaße	156
4.3.4.3	Interaktivitätsmaße	159
4.3.4.4	Erfolgsmße	160
4.4	Zwischenfazit	161
5	Unternehmensbewertung aus Perspektive des Aktienresearch	165
5.1	Definition und Überblick	165
5.2	Erhebung von im Aktienresearch angewandten Verfahren	168
5.3	Discounted-Cashflow-Methode als fundamentales Bewertungsverfahren	173
5.3.1	Fundamentale Bewertungsverfahren im Überblick	173
5.3.2	Discounted-Cashflow-Methode	175
5.3.2.1	Grundlagen	175

5.3.2.2	Elemente der DCF-Rechnung	179
5.3.2.2.1	Überblick	179
5.3.2.2.2	Berechnung der Free Cashflows (FCF)	180
5.3.2.2.3	Berechnung der gewichteten Kapitalkosten (WACC)	183
5.3.2.2.4	Kritik am Capital Asset Pricing Model (CAPM) und Arbitrage Pricing Model (APM)	187
5.3.2.2.5	Berechnung des fundamentalen Wertes des Eigenkapitals	189
5.3.2.3	Evaluierung des DCF-Verfahrens mit Hilfe des Anforderungskataloges	190
5.4	Realloptionsbewertung	193
5.4.1	Grundlagen	193
5.4.2	Ausprägungsformen	198
5.4.3	Berechnungsverfahren	200
5.4.4	Evaluierung des Realloptionsansatzes mit Hilfe des Anforderungskataloges	202
5.5	Marktorientierte Bewertungsverfahren	206
5.5.1	Grundlagen	206
5.5.2	Ertragsmultiplikatoren	210
5.5.2.1	Kurs/Gewinn-Verhältnis (KGV)	210
5.5.2.2	Kurs/Cashflow-Verhältnis (KCFV)	212
5.5.2.3	Kurs/Umsatz-Verhältnis (KUV)	213
5.5.2.4	Enterprise-Value-Multiplikatoren	213
5.5.3	Buchwertmultiplikatoren	216
5.5.4	B2C-spezifische Multiplikatoren	218
5.5.4.1	Grundlagen	218
5.5.4.2	Market Cap/Visitor-Multiplikator	219
5.5.4.3	Market Cap/Subscriber-Multiplikator	220
5.5.4.4	Market Cap/Customer-Multiplikator	221
5.5.5	Evaluierung der Multiplikatorverfahren mit Hilfe des Anforderungskataloges	222
5.6	Zwischenfazit	226
6	Konzeption eines zweckadäquaten Bewertungsverfahrens	229
6.1	Problematisierung und Entwicklungsschritte	229
6.2	Prognosezeitraum unter Berücksichtigung des Unternehmenslebenszyklusses	230

6.3 Wertbeitrag von Kundenbeziehungen	231
6.3.1 Grundlagen der Kundenbewertung	231
6.3.1.1 Ansätze zur Kundenbewertung	231
6.3.1.1.1 Überblick	231
6.3.1.1.2 Besondere Relevanz des Customer Lifetime Value für das Aktienresearch	234
6.3.1.1.3 Bedeutung mehrdimensionaler Kundenbewertungsansätze für das Aktienresearch	235
6.3.1.2 Definition des Kundenwertes	236
6.4 Das Kundenwertintegrierende DCF-Verfahren (KDCF)	238
6.4.1 Customer Capital als Werttreiber	238
6.4.2 Prognose zukünftig generierbarer Umsätze	243
6.4.2.1 Umsatzprognose auf Grundlage von Unique Visitor-Daten	243
6.4.2.2 Alternative Neukundenberechnung über die Anzahl der PageImpressions	247
6.4.3 Ermittlung der Marketinginvestitionen	248
6.4.4 Kundenspezifische Abschreibungen	255
6.4.5 Gewinn- und Verlustrechnung	259
6.4.6 DCF-Berechnung	261
6.4.6.1 Cashflow-Rechnung	261
6.4.6.2 Bestimmung des Diskontierungssatzes	262
6.4.6.3 Berechnung des fundamentalen Unternehmenswertes	264
6.4.7 Auswirkungen der im Rahmen des KDCF vorgenommenen Modifikationen	265
6.5 Evaluierung des KDCF mit Hilfe des Anforderungskataloges	267
6.6 Zwischenfazit	269
7 Fallstudien	271
7.1 Grundlagen der Fallstudienuntersuchung	271
7.1.1 Einleitung	271
7.1.2 Erläuterungen zur verwendeten Datengrundlage	272
7.2 Expedia, Inc.	275
7.2.1 Branchenüberblick	275
7.2.2 Unternehmensporträt und Geschäftsmodell	277
7.2.3 Bisherige Geschäftsentwicklung	279

7.2.4	Umsatzprognose auf Grundlage der Unique Visitor-Daten	280
7.2.5	Unternehmensbewertung mit Hilfe des Standard-DCF-Verfahrens	284
7.2.6	Unternehmensbewertung mit Hilfe des KDCF	288
7.3	Amazon.com, Inc.	294
7.3.1	Branchenüberblick	294
7.3.2	Unternehmensporträt und Geschäftsmodell	296
7.3.3	Bisherige Geschäftsentwicklung	298
7.3.4	Umsatzprognose auf Grundlage der Unique Visitor-Daten	300
7.3.5	Unternehmensbewertung mit Hilfe des Standard-DCF-Verfahrens	303
7.3.6	Unternehmensbewertung mit Hilfe des KDCF	307
7.4	Letsbuyit.com	313
7.4.1	Branchenüberblick	313
7.4.2	Unternehmensporträt und Geschäftsmodell	315
7.4.3	Bisherige Geschäftsentwicklung	317
7.4.4	Umsatzprognose auf Grundlage der Unique Visitor-Daten	318
7.4.5	Unternehmensbewertung mit Hilfe des Standard-DCF-Verfahrens	320
7.4.6	Unternehmensbewertung mit Hilfe des KDCF	324
7.5	Zwischenfazit	327
8	Schlussbetrachtung	328
8.1	Zusammenfassung der Ergebnisse	328
8.2	Kritische Würdigung und zukünftiger Forschungsbedarf	331
	QUELLENVERZEICHNIS	335

Abkürzungsverzeichnis

a.a.O.	am angegebenen Ort
Abb.	Abbildung
Abs.	Absatz
AICPA	American Institute of Certified Public Accountants
APM	Arbitrage Pricing Model
AV	Anlagevermögen
BCG	Boston Consulting Group
BFuP	Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis
BR	Burn Rate
bspw.	beispielsweise
bzw.	beziehungsweise
c.p.	ceteris paribus
CAGR	Compound Annual Growth Rate
CBR	Cash Burn Rate
CFROI	Cashflow Return On Investment
d.h.	das heißt
DB	Der Betrieb
DCF	Discounted Cashflow
DDM	Dividend Discount Model
DM	Deutsche Mark
EBIT	Earnings Before Interests and Taxes
EBITDA	Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization
engl.	englisch
EPS	Earnings Per Share, Gewinn pro Aktie
et al.	et alii
etc.	et cetera
EV	Enterprise Value
EV/EBIT	Enterprise Value/EBIT-Ratio
EV/EBITDA	Enterprise Value/EBITDA-Ratio
EV/S	Enterprise Value/Sales-Ratio

EVA [®]	Economic Value Added
f.	folgende
FASB	Financial Accounting Standards Board
FAZ	Frankfurter Allgemeine Zeitung
FCF	Free Cashflow
ff.	fortfolgende
GAAP	Generally Accepted Accounting Principles
GuV	Gewinn- und Verlustrechnung
HBR	Harvard Business Review
HGB	Handelsgesetzbuch
Hrsg.	Herausgeber
HTML	HyperTextMarkupLanguage
IDC	International Data Corporation
i.d.R.	in der Regel
IDW	Institut der Wirtschaftsprüfer
i.e.S.	im engeren Sinne
IP	Internet Protocol
i.S.	im Sinne
i.w.S.	im weiteren Sinne
IAS	International Accounting Standard
IASC	International Accounting Standards Committee
IOSCO	International Organisation of Securities Commissions
IR	Investors Relations
Jg.	Jahrgang
k. A.	keine Angabe(n)
KBV	Kurs/Buchwert-Verhältnis
KCFV	Kurs/Cashflow-Verhältnis
KGV	Kurs/Gewinn-Verhältnis
KUV	Kurs/Umsatz-Verhältnis
M&A	Mergers and Acquisitions
m.a.W.	mit anderen Worten
M/B	Market/Book-Ratio

MC	Market Capitalization („Cap“)
MC/S	Market Cap/Sales-Ratio
MC/UV	Market Cap/Unique Visitors-Ratio
Mio.	Millionen
Mrd.	Milliarden
MVA	Market Value Added
NASDAQ	National Association of Securities Dealers Automated Quotations system
n.v.	nicht verfügbar
NIÖ	Neue Institutionenökonomik
o.Jg.	ohne Jahrgang
o.Nr.	ohne Nummer
o.O.	ohne Ort
o.S.	ohne Seite
o.V.	ohne Verfasser
P/B	Price/Book-Ratio
P/CF	Price/Cashflow-Ratio
P/E	Price/Earnings-Ratio
P/S	Price/Sales-Ratio
PC	Personal Computer
PEG	Price/Earnings to Growth-Ratio
resp.	respektive
ROE	Return on Equity
ROI	Return on Investment
ROS	Return on Sales
ROV	Realoptions-Bewertung („Real Option Valuation“)
S.	Satz, Seite
SHV	Shareholder Value
sog.	sogenannt(er)
Sp.	Spalte
Tab.	Tabelle
TIAA-CREF	Teachers' Insurance and Annuity Association-College Retirement Equities Fund

u.a.	unter anderem
u.U.	unter Umständen
UV	Umlaufvermögen
VBM	Value Based Management
vgl.	vergleiche
WIST	Wirtschaftswissenschaftliches Studium
WISU	Das Wirtschaftsstudium
z.B.	zum Beispiel
ZfB	Zeitschrift für Betriebswirtschaft
ZfbF	Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung
zfo	Zeitschrift für Organisation
z.T.	zum Teil
ZWS	Zeitschrift für Wirtschafts- und Sozialwissenschaften

Symbolverzeichnis

B	Bezugsgröße (bei Bewertungsmultiplikatoren)
β	Beta, systematisches Risiko eines Wertpapiers
B_{t+r-1}	Buchwert des Eigenkapitals in der Vorperiode
CAC	Kundenakquisitionsinvestitionen
CF_{tn}	Cashflow in Periode n
CRC	Aufwand zur Pflege von Kundenbeziehungen („Retention Costs“)
CTR	Click-Through-Rate
D	Marktwert des Fremdkapitals („Debt“)
D_0	Dividende in Periode 0
d_{t+r}	Dividende in der aktuellen Periode
E	Marktwert des Eigenkapitals („Equity“)
E_0	Gewinne in Periode 0 („Earnings“)
EK_{tn}	Eigenkapital in Periode n
EV_{tn}	Enterprise Value in Periode n
g	Wachstumsrate („growth“)
g_{TA}	Wachstumsrate der Transaktionen
G_{tn}	Gewinne in Periode n
g_{UTA}	Wachstumsrate des durchschnittlichen Einkaufsbons
g_{Vu}	Wachstumsrate der Unique Visitors
i	Fremdkapitalkosten des Unternehmens („interest“); Diskontierungssatz
I_w	Werbeinvestition
k	Eigenkapitalkosten
K_0	Kapitalwert in der Periode 0
KAR	Kundenakquisitionsrate
KBV_{tn}	Kurs/Buchwert-Verhältnis in Periode n
KR_K	Kunden-Konversionsrate
KR_N	Nutzer-Konversionsrate
KR_{PI}	PageImpression-Konversionsrate
KR_V	Visitor-Konversionsrate
K_{tn}	Aktienkurs in Periode n

M	Multiplikator („Multiple“)
MC	Marktkapitalisierung („Market Cap“)
n_C	Anzahl der Clicks
n_K	Anzahl der Kunden
$n_{K,t0}$	Anzahl der Kunden in Periode 0
n_{PI}	Anzahl der PageImpressions
N_{Rtn}	Anzahl der registrierten Nutzer in Periode n
n_{TA}	Anzahl der Transaktionen (in t_0)
n_{TA-1}	Anzahl der Transaktionen (in der Vorperiode)
P	Aktienkurs („Price“)
P_{Utn}	Durchschnittliche Anzahl an „Unique Pages“, die ein Unique Visitor pro Monat betrachtet
$r_{EB,t-1}$	Risikogerechte Kapitalkosten in der Vorperiode
r_f	risikofreier Zinssatz („risk-free rate“)
r_m	Rendite des Marktportfolios („return“)
R_t	Rückflüsse in Periode t
Σ	Summe
σ	Volatilität des Underlying einer Option
S	Aktueller Preis einer Option („Strike Price“)
t	Ertragssteuersatz des Unternehmens („taxes“); Ausschüttungsquote
T	Laufzeit einer Option
U_K	Jährlicher Umsatz je Kunde
U_{TA}	Umsatz je Transaktion (in t_0)
U_{TA-1}	Umsatz je Transaktion (in der Vorperiode)
U_{tn}	Umsatz in Periode n
U_{tn-1}	Umsatz in der Vorperiode
V_0	Wert des Eigenkapitals in Periode 0 („Value“)
V_{ut-1}	Zahl der Unique Visitors in der Vorperiode
V_{Utn}	Zahl der Unique Visitors in Periode n
X	Ausübungspreis einer Option („Exercise Price“)
x_t^a	Über die Kapitalkosten hinaus erzielbare Rendite
x_t	Gewinn in der aktuellen Periode

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1:	Verlauf des NASDAQ Composite Indexes (Mai 1997 bis Februar 2002)	33
Abbildung 2:	M/B-Ratios von eBay, Inc. (Juni 1999 bis Februar 2002)	35
Abbildung 3:	Prozessstufen des anwendungsorientierten Forschungsansatzes	37
Abbildung 4:	Kursverlauf des Dow Jones Internet Commerce Indexes (Juli 1997 bis Februar 2002)	38
Abbildung 5:	Die Neue Institutionenökonomik als verbindender Denkstil von Marketing und Finance	40
Abbildung 6:	Gang der Untersuchung	45
Abbildung 7:	Aktienresearch als Informationsintermediär	49
Abbildung 8:	Investoren als primäre Zielgruppe des Aktienresearch	50
Abbildung 9:	Zusammenhang von Unternehmenswert und Börsenkurs sowie sich daraus ergebende Implikationen für das Aktienresearch	64
Abbildung 10:	Gegenüberstellung der Analyseebenen des Top-Down-Ansatzes inner- halb der strategischen Unternehmensführung und des Aktienresearch	72
Abbildung 11:	Fundamentale Unternehmensanalyse durch das Aktienresearch anhand quantitativer und qualitativer Daten	75
Abbildung 12:	Zielsystem des Aktienresearch	78
Abbildung 13:	E-Commerce als Resultat handelsexogener Entwicklungsdeterminanten	84
Abbildung 14:	Entwicklung der Umsätze im E-Commerce 1999-2004 (tatsächliche und prognostizierte Werte)	89
Abbildung 15:	Nach Marktteilnehmern differenzierte Transaktionsmodi des E-Commerce	90
Abbildung 16:	Auflösung fragmentierter Marktstrukturen durch B2B-Marktplätze	92
Abbildung 17:	Entwicklung der Umsätze im B2B-E-Commerce 2000-2004 aufgeteilt nach Regionen (tatsächliche und prognostizierte Werte)	93
Abbildung 18:	Marktbearbeitungssysteme des Einzelhandels	95

Abbildung 19: Umsatzentwicklung im B2C-E-Commerce 2000-2004 (tatsächliche und prognostizierte Werte)	100
Abbildung 20: Umsatz- und Ertragspotenziale unterschiedlicher Versorgungsobjektkategorien	104
Abbildung 21: Ausschaltungsproblematik in der Marktkette des Handels durch B2B und B2C	106
Abbildung 22: „Virtuelle“ Marktkette unter vollständiger Substitution des stationären Einzelhandels unter Berücksichtigung des für 2004 weltweit zu erwartenden Umsatzpotenzials (in Mrd. US\$) für die Segmente B2B und B2C	108
Abbildung 23: Allgemeine Darstellung des Unternehmenslebenszyklusses	111
Abbildung 24: Wertkette nach PORTER	122
Abbildung 25: Wertschöpfungssysteme aus Perspektive des Aktienresearch	124
Abbildung 26: Einfluss von Customer Capital als Wertschöpfungspotenzial auf den generierbaren Marktwert i.S. des Shareholder Value	138
Abbildung 27: Die Einbettung von Transaktionen in Kundenbeziehungen	140
Abbildung 28: Lebenszyklusphasen von Kundenbeziehungen	145
Abbildung 29: Zusammenhang zwischen Intangibles, Non-Financials, Financials und Unternehmenswert	151
Abbildung 30: Analyse der Wertschöpfung bei B2C-Unternehmen durch das Aktienresearch	163
Abbildung 31: Unternehmensbewertungsverfahren im Überblick	167
Abbildung 32: Das Shareholder-Value-Netzwerk nach RAPPAPORT	178
Abbildung 33: Elemente des DCF-Verfahrens	179
Abbildung 34: Plan-GuV nach dem Umsatzkostenverfahren (leicht modifizierte Darstellung) und Berechnung des Free Cashflow nach der indirekten Methode	181
Abbildung 35: Einflussfaktoren der durchschnittlichen gewichteten Kapitalkosten	187
Abbildung 36: Berechnung des Eigenkapitals zu Marktwerten (Shareholder Value)	190

Abbildung 37: Realoptionen als mögliche Erklärung für die Differenz zwischen Marktkapitalisierung und intrinsischem Unternehmenswert	197
Abbildung 38: Bewertungsprozess im Rahmen des Realoptionsansatzes	200
Abbildung 39: Berechnung des Enterprise Value	214
Abbildung 40: Ansätze der Kundenbewertung	233
Abbildung 41: Das Customer Capital als Werttreiber	240
Abbildung 42: Zuordnung des Kundenumsatz- und Kunden-Cashflow-Potenzials zu Internet-Performance-Maßen	242
Abbildung 43: Umsatztreibermodell zur Prognose zukünftig generierbarer Umsätze	245
Abbildung 44: Legende der im Rahmen des KDCF verwendeten Symbole	246
Abbildung 45: Modifiziertes Umsatztreibermodell	248
Abbildung 46: Internet-Performance-Maße als Indikatoren für die zukünftige Wertschöpfung bei B2C-Unternehmen	265
Abbildung 47: Vorgehensweise der Unternehmensbewertung im Rahmen der Fallstudien	272
Abbildung 48: Entwicklung von Unique Visitor-Zahlen bei Reisedienstleistern (Juli 2000 bis September 2001)	276
Abbildung 49: Entwicklung der Unique Visitor-Zahlen bei B2C-Buchhändlern (Juli 2000 bis September 2001)	295
Abbildung 50: Entwicklung der Unique Visitor-Zahlen bei Auktionsanbietern in Deutschland (Juli 2000 bis September 2001)	314

Tabellenverzeichnis

Tabelle 1:	Gegenüberstellung von Marketing und Finance	39
Tabelle 2:	Überblick über die wichtigsten Ansätze der Neuen Institutionenökonomik	41
Tabelle 3:	Ausprägungsformen der Informationseffizienz und Implikationen für das Aktienresearch	61
Tabelle 4:	Übersicht über die wichtigsten Marktanomalien	66
Tabelle 5:	Anforderungen an ein zweckadäquates Bewertungsverfahren aus Perspektive des Aktienresearch	79
Tabelle 6:	Symbole zur Beurteilung des Ausprägungsgrades des jeweiligen Untersuchungskriteriums im Rahmen des Anforderungskataloges	79
Tabelle 7:	Unterschiedliche Definitionen des E-Commerce	87
Tabelle 8:	B2C-Kunden in ausgewählten Ländern	99
Tabelle 9:	B2C-Penetrationsraten unterschiedlicher Versorgungsobjektategorien	102
Tabelle 10:	Charakteristika von Wachstumsunternehmen und aus ihnen resultierende Anforderungen an problemadäquate Bewertungsverfahren	114
Tabelle 11:	Erweiterter Anforderungskatalog zur zweckadäquaten Bewertung von E-Commerce-Unternehmen	116
Tabelle 12:	Gegenüberstellung von Vermögensgegenstand und Asset	127
Tabelle 13:	Gegenüberstellung wesentlicher Eigenschaften von Tangibles und Intangibles	128
Tabelle 14:	Unterschiedliche Definitionen für Intangibles	130
Tabelle 15:	Marketingaufwendungen bei ausgewählten B2C-Unternehmen (in Prozent vom Umsatz)	136
Tabelle 16:	Gegenüberstellung von monetären und nicht-monetären Leistungsindikatoren	149
Tabelle 17:	Charakteristika von traditionellen Kennzahlensystemen und Performance Measurement-Systemen	153
Tabelle 18:	Internet-Performance-Maße	155

Tabelle 19: Von Aktienanalysten angewandte Bewertungsverfahren	169
Tabelle 20: Häufigkeit der Anwendung von Unternehmensbewertungsverfahren (N=25; Mehrfachnennungen möglich)	170
Tabelle 21: Häufigkeit von Intangibles und Non-Financials sowie weiterer bewertungsrelevanter Aspekte (N=25; Mehrfachnennungen möglich)	171
Tabelle 22: Gegenüberstellung unterschiedlicher Kapitalmarktmodelle zur Berechnung von Risikoparametern	184
Tabelle 23: Evaluierung des DCF-Verfahrens	192
Tabelle 24: Modifikationen des Realloptionsansatzes gegenüber der DCF-Methode	194
Tabelle 25: Werttreiber von Realoptionen	196
Tabelle 26: Kategorisierung unterschiedlicher Realoptionstypen	199
Tabelle 27: Evaluierung der Realoptionsbewertung	205
Tabelle 28: Systematisierung marktorientierter Verfahren	209
Tabelle 29: Evaluierung marktorientierter Bewertungsverfahren	225
Tabelle 30: Unterschiedliche Definitionen des Kundenwertes	237
Tabelle 31: Berechnung der auf Marketinginvestitionen entfallenden Abschreibungen	258
Tabelle 32: Berücksichtigung der Investitionen in das Customer Capital in der Systematik der Gewinn- und Verlustrechnung	259
Tabelle 33: Modifizierte Cashflow-Rechnung bei Integration der Investitionen in das Customer Capital sowie der entsprechenden Abschreibungen	261
Tabelle 34: Berechnung des fairen Wertes mit Hilfe des KDCF	264
Tabelle 35: Evaluierung des KDCF-Verfahrens	268
Tabelle 36: Internet-Performance-Maße ausgewählter B2C-Unternehmen im September 2001	274
Tabelle 37: Unique Visitor-Zahlen der 25 größten Reisedienstleister	277
Tabelle 38: Gewinn- und Verlustrechnung der Expedia, Inc. für die Geschäftsjahre 1998/1999 bis 2000/2001	280

Tabelle 39: Prognose des zukünftigen Kundenstamms von Expedia, Inc. ausgehend von den Unique Visitors	281
Tabelle 40: Prognose des periodischen Umsatzvolumens von Expedia, Inc. auf Basis der Unique Visitor-Daten	283
Tabelle 41: Berechnung der gewichteten Kapitalkosten (WACC) bei Expedia, Inc.	285
Tabelle 42: Prognose-Gewinn- und Verlustrechnung für das Standard-DCF-Verfahren bei Expedia, Inc.	286
Tabelle 43: Prognose-Cashflow-Rechnung für das Standard-DCF-Verfahren bei Expedia, Inc.	287
Tabelle 44: Berechnung des fundamentalen Wertes von Expedia, Inc. mit Hilfe des Standard-DCF-Verfahrens	287
Tabelle 45: Aufwand zum Aufbau von Customer Capital bei ausgewählten B2C-Unternehmen unterschiedlicher Versorgungsobjektkategorien (pro Kunde in Euro)	288
Tabelle 46: Berücksichtigung der Investitionen in das Customer Capital in der Systematik der Gewinn- und Verlustrechnung bei Expedia, Inc.	289
Tabelle 47: Berechnung der auf Marketinginvestitionen entfallenden Abschreibungen bei Expedia, Inc.	290
Tabelle 48: Modifizierte Cashflow-Rechnung unter Einbeziehung der Investitionen in das Customer Capital sowie der entsprechenden Abschreibungen bei Expedia, Inc.	291
Tabelle 49: Berechnung des fairen Wertes von Expedia, Inc. mit Hilfe des KDCF	292
Tabelle 50: Gegenüberstellung der Ergebnisse des KDCF und des Standard-DCF-Verfahrens bei Expedia, Inc.	292
Tabelle 51: Unique Visitor-Zahlen von B2C-Unternehmen innerhalb des JupiterMMXI-Segments "Retail"	296
Tabelle 52: Gewinn- und Verlustrechnung von Amazon.com für die Geschäftsjahre 1999 bis 2001	300
Tabelle 53: Kunden- und Transaktionsdaten von Amazon.com	301

Tabelle 54: Prognose des zukünftigen Kundenstammes von Amazon.com ausgehend von den Unique Visitors	302
Tabelle 55: Prognose des periodischen Umsatzvolumens auf Basis der Unique Visitor-Daten	303
Tabelle 56: Berechnung der gewichteten Kapitalkosten (WACC) bei Amazon.com	305
Tabelle 57: Prognose-Gewinn- und Verlustrechnung für das Standard-DCF-Verfahren bei Amazon.com	306
Tabelle 58: Prognose-Cashflow-Rechnung für das Standard-DCF bei Amazon.com	306
Tabelle 59: Berechnung des fundamentalen Wertes von Amazon.com mit Hilfe des Standard-DCF-Verfahrens	307
Tabelle 60: Berücksichtigung der Investitionen in das Customer Capital in der Systematik der Gewinn- und Verlustrechnung bei Amazon.com	308
Tabelle 61: Berechnung der auf Marketinginvestitionen entfallenden Abschreibungen bei Amazon.com	309
Tabelle 62: Modifizierte Cashflow-Rechnung unter Einbeziehung der Investitionen in das Customer Capital sowie der entsprechenden Abschreibungen bei Amazon.com	310
Tabelle 63: Berechnung des fairen Wertes von Amazon.com mit Hilfe des KDCF	310
Tabelle 64: Gegenüberstellung der Ergebnisse des KDCF und des Standard-DCF-Verfahrens bei Amazon.com	312
Tabelle 65: Unique Visitor-Zahlen der wichtigsten Co-Shopping und Auktionsanbieter in Deutschland	314
Tabelle 66: Gewinn- und Verlustrechnung von Letsbuyit.com für die Geschäftsjahre 1999 bis 2001	317
Tabelle 67: Prognose des zukünftigen Kundenstammes von Letsbuyit.com ausgehend von den Unique Visitors	319
Tabelle 68: Prognose des periodischen Umsatzvolumens von Letsbuyit.com auf Basis der Kundenbewertung	320
Tabelle 69: Berechnung der gewichteten Kapitalkosten (WACC) bei Letsbuyit.com	321

Tabelle 70: Prognose-Gewinn- und Verlustrechnung für das Standard-DCF-Verfahren bei Letsbuyit.com	322
Tabelle 71: Prognose-Cashflow-Rechnung für das Standard-DCF-Verfahren bei Letsbuyit.com	322
Tabelle 72: Berechnung des fundamentalen Wertes von Letsbuyit.com mit Hilfe des Standard-DCF-Verfahrens	323
Tabelle 73: Berücksichtigung der Investitionen in das Customer Capital in der Systematik der Gewinn- und Verlustrechnung bei Letsbuyit.com	324
Tabelle 74: Berechnung der auf Marketinginvestitionen entfallenden Abschreibungen bei Letsbuyit.com	325
Tabelle 75: Modifizierte Cashflow-Rechnung unter Einbeziehung der Investitionen in das Customer Capital sowie der entsprechenden Abschreibungen bei Letsbuyit.com	325
Tabelle 76: Berechnung des fairen Wertes von Letsbuyit.com mit Hilfe des KDCF	326
Tabelle 77: Gegenüberstellung der Ergebnisse des KDCF und des Standard-DCF-Verfahrens bei Letsbuyit.com	326

1. Einleitung

1.1 Ausgangspunkt und Zielsetzung der Arbeit

„In the brief history of e-commerce, one fact is strikingly clear: traditional accounting values have the least relevance of all other industries in qualifying market capitalization. E-Commerce valuations have turned tradition upside down: companies with no accounting track record and zero profits (even no prospect of profit in the foreseeable future) get valued in the billions of dollars.“¹

Das Internet hat seit seiner Entstehung in den frühen neunziger Jahren tiefgreifende Änderungen in nahezu allen Lebensbereichen hervorgerufen. Als technologische Innovation hat es zahlreiche Produkt-, Prozess- und Sozialinnovationen angestoßen und sowohl volkswirtschaftliche als auch betriebswirtschaftliche Strukturen aufgebrochen. Neue Branchen mit revolutionären und innovativen Geschäftsmodellen sind seitdem entstanden. So hat sich beispielsweise in der Handelsbranche mit dem E-Commerce ein zusätzlicher, vielversprechender Beschaffungs- sowie Absatzkanal gegenüber den bereits etablierten Marktbearbeitungssystemen² entwickelt.

Die Implikationen für traditionelle Handelsunternehmen sind unterschiedlicher Natur: Zum einen haben sich durch den Business-to-Consumer-E-Commerce³ absatzseitig neue Marktchancen für etablierte Handelsunternehmen⁴ eröffnet, zum anderen ist für sie ein erhöhter Wettbewerbsdruck durch das Auftreten vieler neuer Marktteilnehmer in Form von reinen E-Commerce-Unternehmen („Pure Plays“)⁵ entstanden. Auf der Beschaffungsseite ermöglicht der Business-to-Business-E-Commerce⁶ durch die Bündelung von Bestellmengen und eine effiziente Gestaltung der Zulieferbeziehungen („Supply Chain Management“) erhebliche Kosteneinsparungen.⁷

Die Reaktion der Kapitalmärkte auf die Entstehung des E-Commerce als innovativer Handelsform war zunächst euphorisch. Die Erwartung an den E-Commerce als vermeintlich

¹ Ittner et al. (2000), S. 12.

² Hierunter sind der stationäre, der ambulante und der Versandhandel zu subsumieren. Vgl. grundlegend Mattmüller (1998), S. 65.

³ Business-to-Consumer wird im Folgenden mit B2C abgekürzt.

⁴ Diese werden im weiteren Verlauf als „Multi-Channel-Anbieter“ bezeichnet, da sie mit Hilfe von mehreren verschiedenen Marktbearbeitungssystemen ihre Kunden bedienen.

⁵ Unter „Pure Plays“ sind E-Commerce-Unternehmen zu verstehen, die ausschließlich über das Marktbearbeitungssystem E-Commerce agieren. Sie sind den Multi-Channel-Anbietern gegenüber zu stellen.

⁶ Business-to-Business wird im weiteren Verlauf der Arbeit mit B2B abgekürzt.

⁷ Vgl. Agrawal/Pak (2001), S. 31.

hoch effizientem Transaktionsmodus zwischen Angebot und Nachfrage⁸ hat die Börsenkurse von zahlreichen Pure Plays innerhalb sehr kurzer Zeit exorbitant hohe Niveaus erreichen lassen.⁹ Die aus diesen hohen Aktienkursen resultierenden hohen Markt/Buch-Werte („M/B-Ratios“) gaben Anlass zu der Vermutung, dass die Kapitalmarktteilnehmer den immateriellen, nicht in der Bilanz erfassten Vermögenswerten („Intangibles“) dieser Unternehmen ein überproportionales Wertschöpfungspotenzial zutrauten. Begründet wurde diese Einschätzung mit unterschiedlichen Argumenten¹⁰:

- Steigende Umsätze deuten auf eine Ausweitung der Marktanteile hin, die sich zeitverzögert in wachsenden Gewinnen niederschlagen dürften und in Antizipation steigende Aktienkurse rechtfertigen.
- Wachsende Verluste bei E-Commerce-Unternehmen könnten auf hohe Investitionen in „Intangibles“ hinweisen, die in Zukunft Wert generieren werden. Entsprechend kann c.p. auch eine negative Korrelation von Erträgen und Aktienkursen sinnvoll erscheinen.
- Das Internet eröffnet E-Commerce-Unternehmen lukrative strategische Optionen, die sich aufgrund von First-Mover-Advantages in steigenden Skalenerträgen niederschlagen und ebenfalls steigende Aktienkurse rechtfertigen.

Gleichzeitig warnten jedoch skeptische Marktbeobachter aus Forschung und Praxis vor irrationalen Übertreibungen („Irrational Exuberance“).¹¹ Denn wird davon ausgegangen, dass Aktienkurse sich durch die zukünftigen Gewinnerwartungen der Kapitalmarktteilnehmer bilden¹², so waren die zu diesem Zeitpunkt erreichten Kursniveaus mit herkömmlichen Bewertungsverfahren nicht zu rechtfertigen, da die meisten E-Commerce-Unternehmen hohe Verluste auswiesen. Es wuchs in der Folge die Befürchtung, dass sich in der „Internetökonomie“ eine spekulative Blase („Speculative Bubble“) gebildet haben könnte¹³, die

⁸ Vgl. hierzu Schwartz/Moon (2000), S. 62.

⁹ Beispielsweise wies eBay am 11. April 2000 ein KGV von 1945 und Amazon ein P/S-Ratio von 13,5 auf. Die historischen KGVs der Jahre 1960 bis 1993 bewegten sich in den USA jedoch durchschnittlich innerhalb einer Bandbreite von knapp 8 und gut 16. Vgl. Damodaran (1996), S. 303. TERRILE spricht in diesem Kontext von einem „Valuation Paradox“, da schwer nachzuvollziehen ist, dass defizitäre E-Commerce-Unternehmen seitens des Kapitalmarktes höhere Bewertungsniveaus erfahren als langjährig profitable Handelsunternehmen. Vgl. Terrile (1999), S. 4.

¹⁰ Vgl. Hand (2000a), S. 9f. Die ökonomische Sinnhaftigkeit dieser Argumente sei zunächst dahin gestellt.

¹¹ Vgl. Cooper/Dimitrov/Rau (2000), S. 3f. Eine alternative Sichtweise hinsichtlich potenzieller positiver ökonomischer Effekte, die aus einer „Irrational Exuberance“ resultieren könnten, findet sich bei Brenner (2000), S. 112-117.

¹² Vgl. Böcking/Nowak (2000), S. 19f.

¹³ PERKINS/PERKINS konstatierten bereits 1999: „The downside is that the mania surrounding Internet companies has translated into too much venture capital, too many Internet startups, and too many Internet IPOs, driving both private and public company market valuations to insane levels.“ Perkins/Perkins (1999), S. 3.

im Zeitverlauf platzen und deren Auswirkungen gravierende Effekte auf die ganze Volkswirtschaft haben könnte.¹⁴

Ein Vergleich mit anderen Branchen, deren Entstehung auf Innovationen zurückzuführen ist (z.B. die Eisenbahn-, Automobil- und Flugzeugindustrie)¹⁵, deutet darauf hin, dass auch im E-Commerce analog zu diesen Branchen nach einer Phase der „Start-Up-Euphorie“ – zu deren Beginn die Marktstrukturen nicht gefestigt und sehr viele Unternehmen innerhalb dieser „neuen Märkte“ tätig waren – eine Phase der Konsolidierung einsetzen wird, in deren Verlauf sehr viele Unternehmensübernahmen und -zusammenschlüsse, aber auch Konkurse zu beobachten sein werden.¹⁶ Die Gemeinsamkeit dieser Gründungsphasen in neuen Branchen waren übertriebene Kursbewegungen an den Finanzmärkten.¹⁷ Da in den meisten Fällen anfänglich hohen Kursgewinnen große Kursverluste folgten, wird in diesem Kontext von einer „Investor Mania“¹⁸ gesprochen. Eine derartige Euphorie lässt sich mit rationalem Verhalten kaum erklären.¹⁹

Steigende Cash Burn Rates (CBR)²⁰ und erste Konkurse (z.B. Boo.com als E-Commerce-Unternehmen oder Gigabell in der Telekommunikationsbranche)²¹ führten im Zeitraum von Ende April bis Ende Juni 2000 zu einer Abschwächung der Anfangseuphorie und veranlassten Investoren dazu, eine intensivere Prüfung der existierenden Geschäftsmodelle durchzuführen. In der Folge kam es rasch zu fallenden Kursen, die sich bis zum Herbst 2001 fortsetzten bzw. sich sogar beschleunigten. Der Kursverlauf des NASDAQ Composite-Index verdeutlicht exemplarisch die soeben skizzierte Entwicklung:

¹⁴ Vgl. Schwartz/Moon (2000), S. 62; Perkins/Perkins (1999), S. 9.

¹⁵ Vgl. Benko (2000), S. 2.

¹⁶ Vgl. ebenda, S. 5; Cooper/Dimitrov/Rau (2000), S. 1f.

¹⁷ Vgl. Cooper/Dimitrov/Rau (2000), S. 1f.

¹⁸ So genannte „Manien“ i.S. von übertriebenen Kursbewegungen an den Finanzmärkten konnten erstmals im Zusammenhang mit den niederländischen Tulpenmärkten um 1630 beobachtet werden. Weitere Beispiele für extreme Kursbewegungen sind die „South Sea Bubble“ von 1710, die Euphorie um Aktien von Eisenbahngesellschaften oder Minenbetreibern um 1850, der „Florida Land Boom“ von 1927 und in den 60er Jahren des zwanzigsten Jahrhunderts bei Technologie- oder Forschungsunternehmen. Vgl. Cooper/Dimitrov/Rau (2000), S. 1; Perkins/Perkins (1999), S. 14f.

¹⁹ Vgl. Cooper/Dimitrov/Rau (2000), S. 2f.

²⁰ Vereinfacht wird an dieser Stelle unter CBR der Liquiditätsbedarf eines Unternehmens in einem Quartal im Verhältnis zu seinen liquiden Mitteln verstanden. Für einen ausführlichen Überblick unterschiedlicher Definitionen vgl. exemplarisch Küting (2000c), S. 32; Schellberg (2001), S. 184-191; Jahn et al. (2001), S. 182-209; Pruss (2000); Wagner (2000), S. 158f.; Wirtz/Olderog (2000), S. 31f.

²¹ Boo.com „vernichtete“ binnen Jahresfrist schätzungsweise 135 Mio. US\$ und Gigabell ca. 91 Mio. DM. Vgl. Förschle/Helmschrott (2001), S. 116.