

Alexander Fox

# **Die Bewertung von Content-Anbietern unter besonderer Berücksichtigung von Web 2.0**

Mit einem Geleitwort von Prof. Dr. rer. pol. Ralf Trost



**GABLER**

**RESEARCH**

# Inhaltsverzeichnis

Abbildungsverzeichnis .....	XVII
Tabellenverzeichnis .....	XIX
Abkürzungsverzeichnis .....	XXI
Symbolverzeichnis .....	XXV
1 Einleitung .....	1
1.1 Ausgangssituation .....	1
1.2 Zielsetzung .....	2
1.3 Vorgehensweise .....	3
2 Bestimmung und Analyse des Bewertungsobjektes .....	5
2.1 Die Entwicklung und Charakteristika des Internets .....	5
2.1.1 Die Entwicklung des Internets .....	5
2.1.2 Die Charakteristika des Internets .....	7
2.1.2.1 Technische Veränderungen .....	7
2.1.2.2 Mediale Besonderheiten des Internets .....	8
2.1.2.3 Die Folgen von Digitalisierung und Vernetzung .....	9
2.2 Die Internetökonomie .....	10
2.2.1 Definitive Einordnung .....	10
2.2.2 Grundlegende Systematisierung .....	13
2.3 Grundlagen zu Geschäftsmodellen .....	15
2.4 Content-Anbieter als Teil des Electronic Business .....	20
2.4.1 Definitive Einordnung des Electronic Business .....	20
2.4.2 Die Systematisierung des Electronic Business .....	21
2.4.2.1 Die Systematisierung nach beteiligten Akteuren .....	21
2.4.2.2 Die Systematisierung nach Leistungsangeboten .....	22
2.4.2.3 Die Systematisierung nach den Erlösformen .....	26
2.5 Web 2.0 .....	32
2.5.1 Definitive Einordnung des Web 2.0 .....	32
2.5.2 Geschäftsmodelle im Bereich Web 2.0 .....	35
2.6 Bewertungsrelevante Merkmale von Content-Anbietern vor dem Hintergrund von Web 2.0 .....	37
2.6.1 Besonderheiten innerhalb der Kostenstrukturen .....	38
2.6.2 Netzwerkeffekte und Etablierung von Standards .....	40
2.6.3 Besonderheiten innerhalb der Wertschöpfungsstrukturen .....	43
2.6.3.1 Einführende Grundlagen .....	43

2.6.3.2	Wertschöpfungsketten beim Vertrieb von materiellen Gütern über das Internet .....	44
2.6.3.3	Wertschöpfungsketten beim Vertrieb von Content-Angeboten über das Internet .....	45
2.6.3.4	Kombination von Wertschöpfungsprozessen .....	48
2.6.4	Besonderheiten innerhalb der Marktsituation .....	49
2.6.4.1	Wettbewerbsintensität .....	49
2.6.4.2	Unternehmensübergreifende Kooperationen .....	50
2.6.4.3	Veränderung der Kundensituation .....	52
2.6.4.4	Der Vertrauensaspekt bei Content-Angeboten .....	53
2.6.4.5	Möglichkeiten der Anbieter zur Kundenbindung .....	54
2.6.5	Die Erlösgenerierung bei Content-Angeboten und die Problematik der Zahlungsbereitschaft .....	55
2.6.6	Diskontinuierliche Unternehmensentwicklung .....	60
2.6.7	Immaterielle Faktoren als dominierende Werttreiber .....	61
2.7	Zwischenfazit .....	64
3	Grundlegendes zur Bewertung von Content-Anbietern .....	67
3.1	Zur Theorie der Unternehmensbewertung .....	67
3.1.1	Werttheorien und Bewertungszweck .....	67
3.1.1.1	Die Differenzierung von Wert und Preis .....	67
3.1.1.2	Objektive Werttheorie .....	67
3.1.1.3	Subjektive Werttheorie .....	68
3.1.1.4	Funktionale Werttheorie .....	68
3.1.1.5	Implikationen .....	73
3.1.2	Anlässe der Unternehmensbewertung .....	75
3.2	Anforderungen an ein Bewertungsverfahren für Content-Anbieter .....	76
4	Verfahren zur Bewertung von Content-Anbietern .....	81
4.1	Systematisierung der Unternehmensbewertungsverfahren .....	81
4.2	Einzelbewertungsverfahren .....	83
4.2.1	Grundlegendes .....	83
4.2.2	Das Substanzwertverfahren mit Hilfe von Reproduktionswerten .....	84
4.2.3	Das Substanzwertverfahren mit Hilfe von Liquidationswerten .....	91
4.3	Vergleichswertverfahren (Multiplikatorenansätze) .....	92
4.3.1	Grundlegendes .....	92
4.3.2	Die Similar-Public-Company-Methode .....	94
4.3.3	Die Recent-Acquisitions-Methode .....	101
4.3.4	Die Initial-Public-Offerings-Methode .....	102

4.3.5	Verfahren auf Basis von Erfahrungswerten .....	102
4.4	Barwertorientierte Ansätze .....	103
4.4.1	Grundlegendes .....	103
4.4.2	Das Ertragswertverfahren .....	104
4.4.2.1	Einführende Grundlagen zum Ertragswertverfahren .....	104
4.4.2.2	Das Dividendenbarwertmodell .....	106
4.4.2.3	Das Ertragswertverfahren nach dem IDW S 1 .....	110
4.4.2.3.1	Ermittlung der Ertragsüberschüsse aus dem betriebsnotwendigen Vermögen .....	110
4.4.2.3.2	Ermittlung der Ertragsüberschüsse aus dem nicht betriebsnotwendigen Vermögen .....	122
4.4.2.3.3	Bestimmung des Kapitalisierungszinssatzes bei der Ermittlung eines objektivierten Unternehmenswertes .....	123
4.4.2.3.3.1	Einführung .....	123
4.4.2.3.3.2	Der Basiszinssatz .....	124
4.4.2.3.3.3	Die Risikoprämie .....	125
4.4.2.3.3.4	Der Wachstumsabschlag .....	141
4.4.2.4	Bestimmung des Kapitalisierungszinssatzes bei der Ermittlung eines subjektiven Entscheidungswertes .....	142
4.4.2.5	Die endgültigen Bewertungsformeln nach dem IDW S 1 .....	143
4.4.3	Die Discounted-Cashflow-Verfahren .....	144
4.4.3.1	Grundlegendes .....	144
4.4.3.2	Das Modigliani/Miller-Theorem .....	146
4.4.3.3	Bestimmung der bewertungsrelevanten freien Cashflows .....	149
4.4.3.4	Konzeption des Weighted-Average-Cost-of-Capital-Ansatzes (WACC-Ansatz) .....	154
4.4.3.5	Konzeption des Total Cashflow-Ansatzes (TCF-Ansatz) .....	155
4.4.3.6	Konzeption des Adjusted-Present-Value-Ansatzes (APV-Ansatz) .....	156
4.4.3.7	Konzeption des Flow-to-Equity-Ansatzes (FTE-Ansatz) .....	157
4.4.3.8	Die Zirkularitätsproblematik .....	158
4.4.3.8.1	Ursachen des Zirkularitätsproblems .....	158
4.4.3.8.2	Lösung des Zirkularitätsproblems .....	160
4.4.3.8.2.1	Finanzierungsprämissen .....	160
4.4.3.8.2.2	Rekursive Herangehensweise bzw. Roll-Back-Verfahren .....	164
4.4.3.8.2.3	Iterationsverfahren .....	164
4.4.3.8.3	Ein weiteres Zirkularitätsproblem .....	165
4.4.3.8.4	Implikationen .....	165
4.5	Realoptionsansatz .....	166

4.5.1	Grundlegendes.....	166
4.5.2	Finanzoptionen.....	168
4.5.3	Vergleich zwischen Finanz- und Realoptionen.....	170
4.5.4	Arten von Realoptionen.....	173
4.5.4.1	Überblick.....	173
4.5.4.2	Strategische Realoptionen.....	175
4.5.4.3	Operative Realoptionen.....	177
4.5.4.4	Verbundene Realoptionen.....	179
4.5.5	Bewertung von Realoptionen.....	180
4.5.5.1	Überblick.....	180
4.5.5.2	Das Binomialmodell.....	184
4.5.5.2.1	Grundlegende Annahmen des Binomialmodells.....	184
4.5.5.2.2	Der Ein-Perioden-Fall im Binomialmodell.....	185
4.5.5.2.3	Der Mehr-Perioden-Fall im Binomialmodell.....	187
4.5.5.3	Realoptionen und die Ermittlung von Unternehmenswerten.....	190
4.6	Das Modell der rationalen Bewertung von Schwartz/Moon.....	197
4.6.1	Grundlegendes.....	197
4.6.2	Darstellung des Modells von Schwartz/Moon.....	198
4.6.3	Auswertung der Simulationsergebnisse.....	204
4.7	Das Zustands-Grenzpreismodell (ZGPM).....	205
4.7.1	Grundlegendes zur funktionsorientierten Unternehmensbewertung.....	205
4.7.2	Darstellung des Zustands-Grenzpreismodells (ZGPM).....	208
5	Analyse der Anwendbarkeit der Bewertungsverfahren auf Content-Anbieter.....	210
5.1	Die Anwendbarkeit von Einzelbewertungsverfahren.....	210
5.2	Die Anwendbarkeit von Vergleichswertverfahren.....	211
5.3	Die Anwendbarkeit von barwertorientierten Ansätzen.....	216
5.4	Die Anwendbarkeit des Realoptionsansatzes.....	222
5.5	Die Anwendbarkeit des Modells von Schwartz/Moon.....	225
5.6	Die Anwendbarkeit des Zustands-Grenzpreismodells.....	226
5.7	Zwischenfazit.....	228
6	Beispielhafte Bewertung eines Content-Anbieters.....	231
6.1	Grundlegendes.....	231
6.2	Beispielhafte Bewertung des Meinungsportals „clever.com“.....	233
6.2.1	Vorüberlegungen.....	233
6.2.2	Herleitung der Inputparameter für das Bewertungsmodell.....	237
6.2.2.1	Umsatzerlöse.....	237
6.2.2.2	Aufwendungen.....	239

---

6.2.3	Beispielrechnung.....	241
6.2.4	Ergebnisanalyse.....	247
7	Zusammenfassung.....	251
	Anhang.....	255
	Literaturverzeichnis.....	263
	Geschäftsberichte.....	320