

Geleitwort

In der jüngeren Marketing-Literatur wird die Aussagefähigkeit des Markenwerts (brand equity) für die Entscheidung über Maßnahmen der Kundenbindung bezweifelt. Entweder wird dieses Maß der Kundentreue ganz durch die Customer Equity ersetzt oder die Customer Equity tritt gleichbedeutend neben den Markenwert als Entscheidungsgrundlage.

Eine sehr interessante Diskussion war in der Zeit der "e-commerce-hype" über die Frage entstanden, wie junge Unternehmen dieser Branche beim Börsengang zu bewerten seien. Sehr viel Rationalität war in der Bewertung durch die Konsortialunternehmen nicht zu erkennen. Innerhalb von zwei Wochen konnten sich die Bewertungen im book building-Verfahren um 40 % nach oben oder unten verändern.

Stefan Rehbach versucht in seiner Dissertation, eine Anleihe beim Marketing zu machen, um mehr Rationalität in die Bewertung von start-ups im e-commerce für den IPO zu bringen. Das ist ein interessanter Versuch – theoretisch neu und praktisch wichtig. Dabei gelingt es Rehbach auch, die Verbindung zwischen der customer equity und der brand equity, z.B. in Formel (76) und passim herzustellen. Bei wiederholten Käufen sind allerdings die customer equity und der customer lifetime value (CLV) von der Wahrscheinlichkeit abhängig, ob das anbietende Unternehmen in den Folgeperioden noch zum „consideration set“ des Konsumenten gehört oder nicht, während die brand equity von dieser Überlegung unabhängig ist.

Entscheidend neu ist, dass die customer equity nicht als Summe der Werte der einzelnen Kundenbeziehungen verstanden wird. Vielmehr ergibt sie sich aus dem Wettbewerb um Kunden, den Rehbach mit Hilfe der Auktionstheorie modelliert. Das ist ein methodisch sehr schönes und anspruchsvolles Konzept. Für mich liegt hierin der wissenschaftliche Reiz der Arbeit von Rehbach.

Die Arbeit umfasst vier Kapitel. Das erste gibt eine kurze Einleitung, das zweite eine Charakterisierung des e-commerce. Das vierte Kapitel enthält eine Zusammenfassung der wichtigsten Ergebnisse sowie Anregungen, welche Modellerweiterungen vorgenommen werden könnten.

Das dritte Kapitel ist dem Nachweis gewidmet, dass die Börsenbewertung eines start-up beim IPO aus den vorhandenen und den potentiellen Kundenbeziehungen abgeleitet werden kann. In diesem Kapitel ist der Abschnitt 3.3 der wichtigste. Er baut auf den

beiden voraufgehenden Abschnitten auf, in denen die Kundenbeziehungen allgemein charakterisiert und dann auf die Abbildung im Modell zugeschnitten werden und in denen die Customer Equity des Unternehmens aus den CLV der Kunden abgeleitet wird.

Zunächst analysiert Rehbach die Bewertung eines Unternehmens in einem statischen Modellrahmen. Dabei werden zwei Marktformen und der Wettbewerb auf diesen beiden Märkten untersucht. Sodann wird die einfachste Form eines dynamischen Modells behandelt. Die folgenden Erweiterungen des Grundmodells untersuchen Wettbewerber mit unterschiedlichen Kostenstrukturen und unterschiedlichen Vertriebswegen. Rehbach entwickelt auch ein Modell mit heterogenen Kunden.

Das Grundmodell wird als eine Ersterpreisauktion modelliert, bei der die Anzahl der Bieter unbekannt ist und die Gebote gleichzeitig und verdeckt abgegeben werden. Es existiert nur ein Gleichgewicht in reinen Strategien. Der Wert eines Kunden im Gleichgewicht steigt mit der Wahrscheinlichkeit, dass das Unternehmen zum consideration set des Kunden gehört, und sinkt mit der Wahrscheinlichkeit, dass auch der Wettbewerber zum consideration set des Kunden gehört. Interessant ist auch, dass der Wert des Kunden nur von der maximalen Zahlungsbereitschaft am Markt, nicht aber von den tatsächlichen Preisen der Konkurrenten und ihrer Änderung abhängt.

Da im e-commerce die variablen Kosten vielfach gleich Null sind, entsteht natürlich die Frage, warum bei vollkommenem Wettbewerb die Preise und damit möglicherweise die Gewinne und die CLV überhaupt positiv sein können. Rehbach führt das auf das Vertrauen des Kunden in das Produkt des Anbieters zurück und verbindet nun das Vertrauen mit der Marke, die als Signal für die Qualität des Produkts dient und somit Vertrauen schafft. Damit gelingt es Rehbach nachzuweisen, dass Unternehmen im e-commerce, die über Reputation verfügen, höhere Preise und folglich auch höhere Gewinne als Null erzielen können. Das heißt aber auch, dass trotz des Effekts positiven Feedbacks kein Monopolisierungseffekt auftreten muss, wie ihn Shapiro und Varian als typisch für Informationsgüter-Märkte ansehen.

In dem zweiten, dynamischen Modell dieses Kapitels führt Rehbach entsprechend der Transaktionskostentheorie im Marketing Kosten der Kundengewinnung und der Kundenbindung ein. Wie bisher setzt das Unternehmen die absatzpolitischen Instrumente Preis und Werbung ein. Besonders wichtig sind die Lieferantenwechselkosten. Methodisch wird das dynamische Modell durch Rekursion gelöst: zunächst wird das Gleichgewicht für den zweiten und dann für den ersten Kaufvorgang gelöst. Wiederum

existiert ein Gleichgewicht nur in gemischten Strategien. Im Gleichgewicht ist es möglich, dass der Preis des Produkts in einer Periode unter seinen variablen Kosten liegt und zwar dann, wenn der auf diese Periode diskontierte Cash Flow des Produkts in der Zukunft größer ist als der negative Cash Flow der betrachteten Periode. Damit werden die Ergebnisse von früheren Arbeiten über die dynamischen Preispolitik im Dyopol bei Überkapazitäten, die mit kontrolltheoretischen Methoden gewonnen wurden, auktionstheoretisch bestätigt: Verluste in einer Periode (penetration pricing) sind dann Investitionen in die zukünftige Marktentwicklung, wenn die diskontierten zukünftigen Gewinne die Investition in die Marktausweitung rechtfertigen. Für das Thema der Arbeit heißt das: Der Wert eines e-commerce Start-Up-Unternehmens, das an die Börse gebracht werden soll, hängt von der Einschätzung der Unternehmenspolitik in der Zukunft (Werbepolitik, nicht: Preispolitik) ab, von der Einschätzung des Konsumentenverhaltens (maximale Preisbereitschaft, Wahrscheinlichkeit, daß das Unternehmen zum consideration set des Kunden gehört, Lieferantenwechselkosten des Kunden) und von der Wettbewerbspolitik des Konkurrenten ab. Von der Preispolitik hängt die Bewertung deshalb nicht ab, weil im Grundmodell eine preisunabhängige Nachfrage (bis zum Maximalpreis) unterstellt wird. Diese Annahme wird erst in dem erweiterten Grundmodell aufgehoben mit der Folge, dass nunmehr der Wert des Unternehmens auch von der Preissensitivität des Kunden abhängt. Im erweiterten Modell gehen dann auch die variablen Kosten des Konkurrenten in die Bewertung des Unternehmens ein.

Besonders interessant ist auch die Analyse des Wettbewerbs zwischen online- und offline-Anbietern. Hierbei kommt es auf die Transaktionskostendifferenz an. Es ist immer schön, wenn man theoretisch beweisen kann, was man bei natürlichem Menschenverstand plausibel findet. Es kommt aber außerdem auf die Bekanntheit der Unternehmen an, was die Remanenz der Kunden in den traditionellen Vertriebswegen trotz Transaktionskostenvorteilen der online-Unternehmen erklärt, als auch auf die Werbeausgaben. Höhere Werbeausgaben eines traditionellen Unternehmens sind aber ein zweischneidiges Schwert: Sie haben positive Nachfragewirkungen (auf die Wahrscheinlichkeit, dass das Unternehmen zum consideration set des Kunden gehört), als auch negative Kostenwirkungen. Die Wahrscheinlichkeit, dass der online-Anbieter den Zuschlag des Käufers erhält, steigt mit sinkender Wahrscheinlichkeit, dass das offline-Unternehmen zum consideration set des Käufers gehört. Sie steigt aber auch mit sinkender Wahrscheinlichkeit, dass der Kunde zum consideration set des offline-Unternehmens gehört. Das ist offenbar der Laufkunden-Effekt. Den Laufkunden will der Konkurrent natürlich durch niedrige Preise anziehen. Niedrige Preise bedeuten aber entgangene Gewinne bei den Stammkunden. Folglich kommen in der Bietstrategie des Unternehmens zwei gegenläufige Effekte zum Tragen: der Stammkundeneffekt und der Lauf-

kundeneffekt. Man wird also folgern dürfen: Je größer der Stammkundeneffekt, desto höher das Preisniveau, und je größer der Laufkundeneffekt, desto größer die Wettbewerbsintensität und desto niedriger das Preisniveau. Das ist plausibel, hier nun aber auch auktionstheoretisch bewiesen. Der Stammkundeneffekt wird verstärkt, wenn der offline-Anbieter auch online anbietet. Folglich können aus dem Modell Rehbachs auch die Erklärung dafür abgeleitet werden, dass es reine online-Anbieter gegenwärtig im Wettbewerb mit traditionellen Anbietern sehr schwer haben und dass traditionelle Anbieter immer mehr dazu übergehen, auch online anzubieten.

Rehbach führt sodann eine für die „New Economy“ charakteristische Bedingung in die Bewertung von e-commerce-Unternehmen ein, nämlich Verbundeffekte auf der Nachfrageseite (installed base). Die Bewertungsformel ist nun verständlicherweise komplizierter, da von unterschiedlichen Maximalpreisen bei den beiden Kunden und unterschiedlichen Wahrscheinlichkeiten, zum consideration set der beiden Kunden zu gehören, ausgegangen werden muss. Für die Bewertung besonders interessant ist, dass Rehbach bei der Bewertung das möglicherweise unterschiedliche Zahlungsrisiko der Kundenbeziehungen berücksichtigt.

Schließlich entwickelt Rehbach ein Modell für den Fall, dass das e-commerce-Unternehmen mehr als ein einziges IT-Produkt anbietet. Hierbei können Komplementaritätseffekte oder Substitutionseffekte zwischen den Produkten auftreten. Rehbach modelliert den Fall für einen Käufer, drei Unternehmen und zwei Produkte. Im Beispielfall kommt dabei heraus, dass aktueller und potentieller Wettbewerb vor allem den Käuferschutz erhöhen. Der Wert des Mehrproduktunternehmens sinkt leicht, der des Einproduktunternehmens sinkt deutlich, wenn Komplementaritätseffekte auf der Nachfrageseite vorhanden sind. Potentieller Wettbewerb begünstigt den Konsumenten auf jeden Fall im Vergleich mit einer unangefochtenen und unanfechtbaren Monopolsituation

Die Arbeit besticht durch ihre formale Strenge ebenso wie durch ihre Anschaulichkeit. Diese wird auf zwei Wegen hergestellt. Zum einen „bebildert“ Rehbach seine rein formalen Ergebnisse durch Beispielrechnungen, zum anderen weist er immer wieder auf Beispiele aus der Praxis hin, die mit Hilfe seiner Ergebnisse erklärt werden können. Die Arbeit von Rehbach stellt eine hervorragende wissenschaftliche Leistung dar.

Horst Albach

Vorwort

In der Phase des Gründungsbooms der 1990er-Jahre mit zahlreichen Börsengängen zeigten sich die Probleme bei der Bewertung junger Unternehmen besonders deutlich. Eine Schwierigkeit von Ertragswert- und DCF-Verfahren, die sich in Bewertungstheorie und -praxis weitgehend durchgesetzt haben, besteht darin, dass die Vorhersage zukünftiger Erträge und Cash-Flows insbesondere bei jungen Unternehmen nicht auf Erfahrungswerten aus der Unternehmensvergangenheit beruhen können. Die in "Kundenwert und Unternehmenswert" vorgestellten mikroökonomischen Modelle machen die Entstehung zukünftiger Zahlungsströme eines Unternehmens transparenter und erleichtern somit ihre Vorhersage.

Für seine Unterstützung und seine wertvollen Beiträge während der Entstehung von "Kundenwert und Unternehmenswert" gebührt mein Dank an erster Stelle meinem Doktorvater, Herrn Professor Dr. Dr. h.c. mult. Horst Albach. Außerdem möchte ich ihm danken für das Vertrauen, das er mir während meiner Arbeit am Lehrstuhl für Allgemeine Betriebswirtschaftslehre, insbesondere Internationales Management, an der WHU und für das Kellogg-WHU Executive MBA Program geschenkt hat, und den uneingeschränkten Rückhalt, den ich jederzeit von ihm bekommen habe. Herrn Professor Dr. Markus Rudolf danke ich sehr für die Übernahme des Zweitgutachtens und für seine jederzeitige Bereitschaft, Aspekte meiner Arbeit mit mir zu diskutieren.

Weiterhin gilt ein ganz besonderer Dank Herrn Professor Dipak Jain, Ph.D., der mir einen halbjährigen Aufenthalt an der Kellogg School of Management in Evanston ermöglicht hat. Durch Gespräche mit ihm, mit anderen Fakultätsmitgliedern und Doktoranden, die hervorragende wissenschaftliche Infrastruktur und das sehr inspirierende Umfeld an der Kellogg School war es mir möglich, erhebliche Fortschritte an meiner Doktorarbeit zu erzielen. Außerdem bedeutet mir der Aufenthalt an der Kellogg School auch unvergessliche persönliche Erfahrungen.

Dank möchte ich auch an die anderen Wissenschaftlichen Mitarbeiter, mit denen ich am Lehrstuhl zusammenarbeitete, richten. Dies sind Herr Dr. Patrik Berend, Herr Dipl.-Volksw. Mario Simunovic und Herr Dipl.-Volksw. Sven Helmig. Die Zusammenarbeit mit ihnen war jederzeit sehr angenehm, und aus Kollegen sind auch Freunde geworden. Weiterer Dank gebührt meinen Kolleginnen und Kollegen am Zentrum für

Internationales Management der WHU, im Kellogg-WHU Executive MBA Program und auch von anderen Lehrstühlen.

Für ihre kritische Durchsicht der Arbeit in verschiedenen Stadien und daraus resultierende, zahlreiche Anregungen möchte ich weiterhin Herrn Dipl.-Volksw. Ralph Bressler, Herrn Dipl.-Volksw. Ulrich Schröder, Herrn Dipl.-Ing. Markus Ehl und Herrn Dr. Michael Tröge sehr danken.

Gewidmet sei die Arbeit meiner Freundin Birgit, meinen Eltern, meinem Bruder und meiner Großmutter. Ihnen danke ich in ganz besonderem Maße, da sie mir jederzeit Unterstützung und Aufmunterung geboten haben, wenn ich sie brauchte, und ohne die ich die Arbeit wohl nicht hätte zu Ende führen können.

Stefan Rehbach