

Ulrich Krings, Sven Diehm

# Unternehmensbewertung in der New Economy

## Alte Probleme bleiben

*Bei Unternehmen der New Economy ist nicht selten ein Wertunterschied (sogenannter Value-Gap) zwischen der Börsenkapitalisierung und dem theoretischen, das heisst anhand von Bewertungsmethoden ermittelten, Unternehmenswert feststellbar. Grundsätzlich wird die Ursache für dieses Phänomen in einer Informationsineffizienz gesehen. Der Markt nimmt nicht sämtliche bewertungsrelevanten Informationen wahr, so dass es zu Unter- bzw. Überbewertungen kommt. Doch die Dynamik im Bereich New Economy stellt keine grundsätzlich neuen Herausforderungen an die Unternehmensbewerter dar, vielmehr intensivieren sich die bisherigen Schwierigkeiten.*

tungsverfahren wie Realoptionen erlangten daraufhin grosse Bedeutung. Nach dem sukzessiven Platzen der Spekulationsblase an den Neuen Märkten ist nun teilweise das umgekehrte Phänomen beobachtbar (vgl. *Abbildung 1*, Situation 2). Die theoretisch ermittelten Unternehmenswerte kommen zu höheren Werten, als der Markt bereit ist zu zahlen [2].

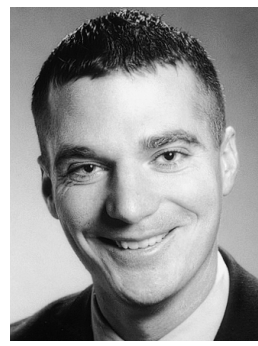
Dieses «Hinterherhinken» der Bewertungstheorie hinter den Marktverhältnissen lässt Zweifel an der Eignung der angewandten Bewertungsverfahren aufkommen.

Im folgenden wird untersucht, inwiefern diese Bedenken berechtigt sind. Dazu wird kurz aufgezeigt, welche Probleme bei dem Einsatz traditioneller Bewertungsmethoden bezüglich New Economy-Unternehmen auftreten. Danach wird analysiert, inwiefern Realoptionen als neuere Bewertungsmethode zur Problemlösung beitragen können.

## 1. Ausgangslage

In den Zeiten der rasanten Kursanstiege bei den New Economy-Unternehmen wurde der Begriff «Überbewertung» vielfach aus Furcht vor seiner euphoriezerstörenden und damit geschäftsschädigenden Wirkung aus dem Sprachschatz manchen Anlageberaters verbannt. Aufgrund dieser weitverbreiteten und über eine lange Zeitdauer zu beobachtenden Marktsituation, lehnte es auch der überwiegende Teil der Wissenschaft ab, von einer Marktineffizienz zu sprechen. Jedoch stellte es sich als problematisch heraus, die hohen Börsenkapitalisierungen mit traditionellen Bewertungsverfahren theoretisch zu untermauern (vgl. *Abbildung 1*, Situation 1). Daher wurde der Value-Gap in der Literatur häufig mit den praktischen Unzulänglichkeiten der traditionellen Bewertungsverfahren erklärt [1]. Um die Wertlücke

explikatorisch schliessen zu können, wurde eine Erweiterung des Methodensets gefordert. «Neue» Bewer-



Ulrich Krings, Dr. rer. pol., Manager M&A/  
Corporate Finance Ernst&Young AG,  
Zürich

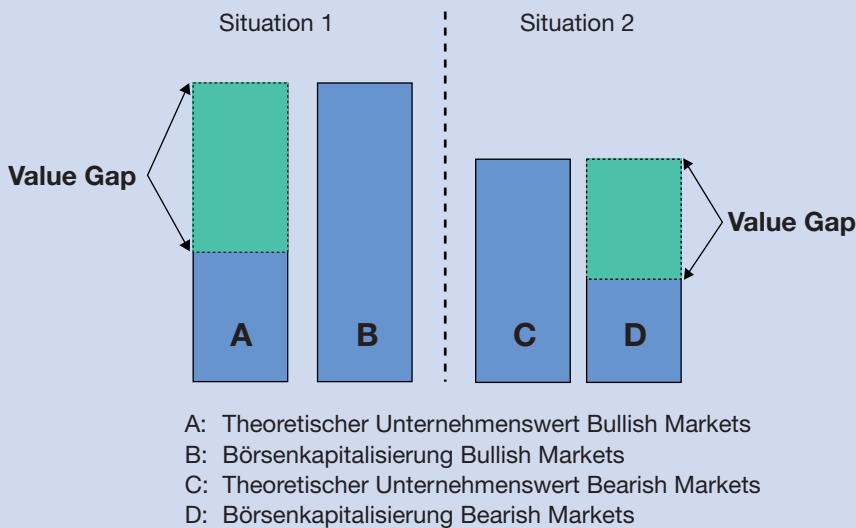
## 2. Anwendungsschwierigkeiten bei gängigen Bewertungsverfahren

### 2.1 Discounted Cash-Flow Methode

Konzeptionell ermittelt die Discounted Cash-Flow- (DCF-) Methode den Unternehmenswert aus allen künftigen unternehmensspezifischen Ein- und Auszahlungen, die mit einem risikoadjustierten Kapitalkostensatz (WACC) diskontiert werden [3]. Voraussetzung dazu ist eine fundierte Finanzplanung für die nächsten drei bis fünf Jahre. Der Wertbeitrag des Zeitraums nach diesem Planungshorizont wird als Termi-

Abbildung 1

## Value Gap zwischen theoretischem Unternehmenswert und Börsenkapitalisierung



nal Value aus dem nachhaltig erzielbaren Ergebnis ermittelt.

Bei der DCF-Methode handelt es sich um ein fundamentalanalytisches Verfahren, das in Theorie und Praxis gleichermaßen anerkannt ist. In der Literatur wird ihre Anwendungseignung auf Unternehmen der New Economy jedoch kritisch gesehen [4].

Aufgrund der mangelnden ökonomischen Stabilität des unternehmerischen Umfelds, der Intransparenz der Marktsituation und fehlenden Erfahrungswerten können die künftigen Zahlungsströme nur unzureichend genau bestimmt werden. Eine sinnvolle Anwendung ist erst in der Reifephase des Unternehmens möglich, wenn eine Verstetigung der Cash-Flows zu beobachten ist [5]. Zudem versagt bei negativen Cash-Flows die Systemlogik der DCF-Verfahren. Bei einem höheren Kapitalisierungszinssatz in Folge höheren Risikos der New Economy-Unternehmen wird der Unternehmenswert in diesem Fall grösser [6]. Darüberhinaus erwirtschaften New Economy-Unternehmen häufig erst nach einer längeren Zeitdauer positive Zahlungsüberschüsse, so dass der Terminal Value einen hohen Anteil am Gesamtunternehmenswert einnimmt. Dies ist kritisch zu betrachten, da bereits ge-

ringe Änderungen der Annahmen über die langfristigen Wachstumsraten und Zinsentwicklungen zu einer hohen Sensitivität der Bewertungsergebnisse führen, so dass hier die Gefahr von willkürlichen Wertverzerrungen entsteht.

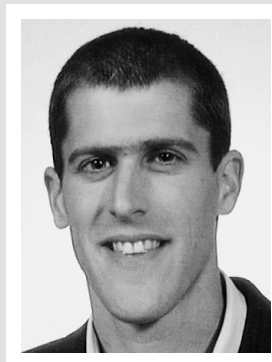
## 2.2 Market Multiples

Bei den kapitalmarktorientierten Verfahren wird die Unternehmensbewer-

tung auf der Basis aktueller und eindeutig beobachtbarer Marktpreise vorgenommen. Dabei kann entweder die Finanzierungsseite des Unternehmens zu Marktpreisen bewertet werden (Stock and Debt Approach) oder aber es werden anhand der Marktkapitalisierung vergleichbarer börsennotierter Unternehmen Rückschlüsse auf den Wert des betrachteten Unternehmens gezogen (Direct Comparison Approach). Im Rahmen des Direct Comparison Approach können drei verschiedene Ausprägungen unterschieden werden, die lediglich in der Herleitung der Vergleichspreise voneinander differieren [7]: Während die Recent Acquisition Method auf tatsächlich gezahlte Kaufpreise jüngerer Akquisitionen zurückgreift, basiert die Similar Public Company Method auf dem Marktpreis vergleichbarer börsennotierter Unternehmen. Die Initial Public Offering Method verwendet dagegen als Vergleichsgrösse den erzielten Emissionspreis der Börseneinführung vergleichbarer Unternehmen.

Market Multiples finden in der Praxis grosse Verbreitung, weil sie einfach nachzuvollziehen und (scheinbar) leicht durchzuführen sind [8]. Wegen der Marktorientierung wird dieser Bewertungsmethode grundsätzlich ein hohes Mass an Objektivität zugesprochen. Jedoch sind hinsichtlich der Bewertung von New Economy-Unternehmen folgende Aspekte kritisch zu betrachten:

Da insbesondere im Bereich der New Economy vollständig vergleichbare Unternehmen praktisch nicht existieren, ist die Auswahl der Vergleichsunternehmen der Peer Group sehr problematisch. Von ganz entscheidender Bedeutung für eine sinnvolle Bewertung von New Economy-Unternehmen ist die Vergleichbarkeit hinsichtlich der Phase des Lebenszyklus, in dem sich das jeweilige Unternehmen befindet. Multiplikatoren können auf die individuellen Gegebenheiten eines Unternehmens nur sehr bedingt eingehen, weil in einer einzigen Kennzahl sowohl aktuelle Marktverhältnisse als auch individuelle Aspekte, wie Wachstum, Prognoserisiken, Image oder Marktstellung, die sehr unterschiedlich sein können, aggregiert und damit vermengt werden.



Sven Diehm, Assistent, Institut für Unternehmensrechnung und Controlling, Universität Bern, Bern

Der Bewerter unterstellt implizit einen funktionsfähigen, d.h. informations-effizienten Kapitalmarkt. Um einen marktgerechten Preis ableiten zu können, muss ein Börsenkurs alle unternehmensrelevanten Informationen berücksichtigen. Die Kurse der New Economy-Aktien eskomptieren eine Vielzahl von Faktoren und unterliegen überdurchschnittlichen Schwankungen, die häufig weniger auf fundamentalen Ursachen, als vielmehr auf Spekulationen der Marktteilnehmer beruhen. So besteht eine «Infektionsgefahr» in dem Sinne, dass am Markt bestehende Fehlbewertungen auch zu Fehlbewertungen auf theoretischer Seite führen können.

Darüber hinaus sind Earnings-Multiples und Sales-Multiples auf die New Economy nur stark eingeschränkt anwendbar, da zum einen die heutigen Gewinne sehr gering oder sogar negativ sind und zum anderen das Wachstumspotential als das prägende Charakteristikum keine hinreichende Berücksichtigung findet [9].

### 3. Realoptionen als Bewertungsalternative

#### 3.1 Konzeption des Realoptionen-Ansatzes

Seit Mitte der 80er Jahre wird der Einsatz von Optionspreismodellen in den USA für Zwecke der Unternehmensbewertung intensiv diskutiert [10]. Die ursprünglich für Finanzoptionen entwickelten Berechnungsmethoden [11] werden dazu verwendet, die strategischen Handlungsflexibilitäten von Unternehmen als «Realoptionen» zu bewerten. Diese methodische Vorgehensweise wird mit den konzeptionellen Analogien dieser Optionsarten begründet [12].

Die Realoptionsbewertung ist als eine Erweiterung zu der traditionellen Kapitalwertmethode anzusehen und stellt insofern kein eigenständiges Verfahren der Unternehmensbewertung dar. Bei dem Realoptionswert handelt es sich vielmehr um einen Zuschlag für den Wert der Flexibilität zu dem Kapital-

wert [13]. Im Gegensatz zu anderen Bewertungsmethoden geht man bei diesem Ansatz von der Grundannahme aus, dass der Unternehmer durch eine aktive Unternehmenssteuerung einerseits Gewinnpotentiale erschliessen und andererseits Verlustrisiken begrenzen kann [14], so dass die Risiko-/Chancen-Struktur der zukünftigen Cash-Flows einen asymmetrischen Verlauf aufweist.

Die Bewertung der Realoptionen erfolgt durch einen theoretischen Nachbau der zukünftigen unsicheren Zahlungsströme des zu bewertenden Unternehmens. Basierend auf der Annahme arbitragefreier Märkte lässt sich der Wert dieses sogenannten Duplikationsportfolios eindeutig bestimmen. Dazu verwendet man im Regelfall das von *Cox/Ross/Rubinstein* entwickelte Binominalmodell [15].

#### 3.2 Anwendungseignung des Realoptionen-Ansatzes

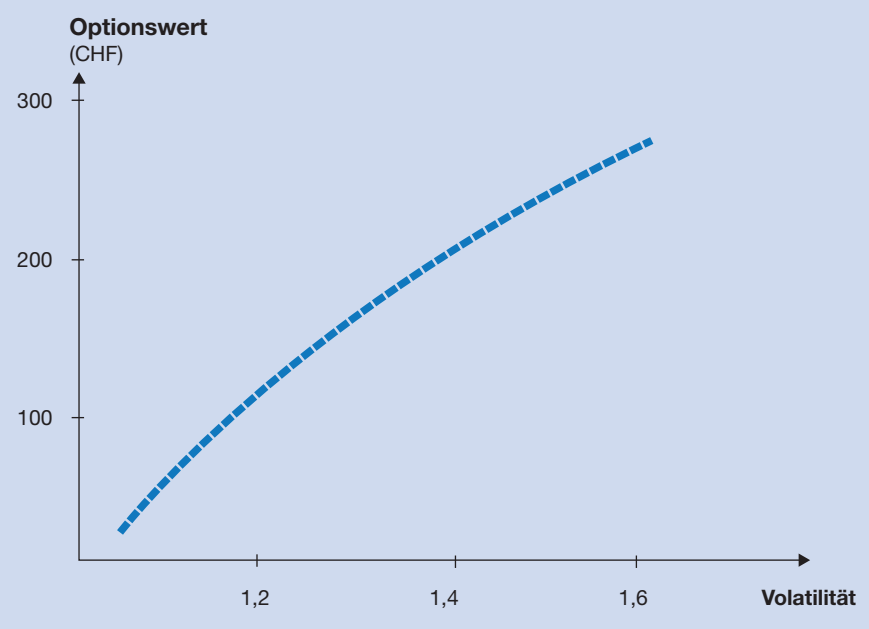
Haben Realoptionen als Bewertungskalkül in der betriebswirtschaftlichen Literatur überragende Beachtung [16] erfahren, so zeigt sich aus Praxissicht ein konträres Bild. Empirische Unter-

suchungen in Grossbritannien [17] und Deutschland [18] legen offen, dass akademische Erkenntnisse bislang kaum den Weg in die Anwendung finden konnten. Folgende Gründe mögen dafür verantwortlich sein:

Im Umfeld der New Economy treten Optionen häufig kombiniert und mit komplexen Wechselwirkungen auf («Compound Options», «Rainbow Options»), so dass eine einfache additive Erfassung der jeweiligen Optionen nicht zulässig ist. In diesem Fall ist eine modellmässige Abbildung und Quantifizierung dieser Zahlungsströme sehr aufwendig und häufig mit unverhältnismässig hohem Modellierungs- und Rechenaufwand verbunden.

Ein weiteres wesentliches Anwendungsproblem liegt in den zahlreichen vorzunehmenden Annahmen, die nur mit grosser Mühe – insbesondere für methodenunerfahrene Bewerter – getroffen werden können. Die für eine eindeutige Optionsbewertung notwendigen Parameter unterliegen somit vielfach subjektiven Mutmassungen. Zugleich haben jedoch diese Einschätzungen einen extrem grossen Einfluss auf den Options- und damit den Unternehmenswert (vgl. *Abbildung 2*).

Abbildung 2  
Abhängigkeit des Optionswertes von der Volatilität [19]



Somit besteht die Gefahr einer Scheinobjektivierung.

Des Weiteren gilt zu bedenken, dass bei Realloptionen im Gegensatz zu Finanzoptionen das Recht auf eine Ausübung nicht garantiert ist. Sie unterliegen häufig einer Wettbewerbsabhängigkeit («First-Mover-Problematik»), Konkurrenten können beispielsweise jederzeit einer etwaigen Produkteinführung zuvorkommen und stellen eine nur sehr schwer abschätzbare externe Störgrösse dar.

Der Einsatz von Realloptionen zur Bewertung von Unternehmen der New Economy ist jedoch insoweit als positiv zu beurteilen, als dass strategische Handlungsalternativen explizit als Komponente eines Unternehmenswertes berücksichtigt werden. Das Wesensmerkmal der immensen Marktdynamik im Bereich der New Economy, einhergehend mit der grossen Unsicherheit zukünftiger Zahlungsströme, wird durch den Realoptionsansatz nicht ausschliesslich als Risiko, sondern auch als Chance aufgefasst. Der Realoptionsansatz gestattet daher eine Analyse und Erklärung strategischer Wertkomponenten eines Unternehmens und trägt dazu bei, den Value-Gap zu schliessen, bzw. auf eine Unter-

bewertung hinzuweisen (vgl. *Abbildung 3*).

Die Kunst einer sinnvollen Anwendung des Realoptions-Gedankens besteht nicht in einer blossen technischen Umsetzung der Arithmetik. Vielmehr ist eine transparente und detailliert dokumentierte Vorgehensweise hinsichtlich der Annahmen und der zugrunde gelegten Parameter von entscheidender Bedeutung, so dass der Informationsstand eines erfahrenen und branchenkundigen Experten hier unerlässlich ist.

## 4. Schlussfolgerungen

Den dargestellten Problembereichen bei der Bewertung von New Economy-Unternehmen versucht man prinzipiell auf zwei Wegen zu begegnen: Zum einen wurden bestehende Verfahren weiterentwickelt bzw. es wurde versucht, diese auf die spezifischen Charakteristika von New Economy-Unternehmen abzustimmen (vgl. z. B. die von Mc Kinsey entwickelte Adapted Discounted Cash-Flow Methode [21] oder das Future Wealth Expectations Model von Ernst & Young) [22]. Zum anderen herrscht weite Übereinkunft in der An-

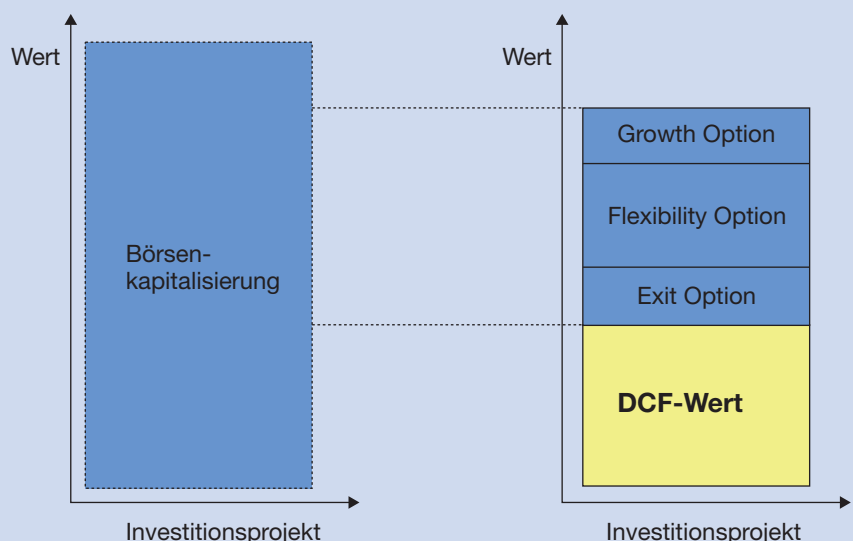
sicht, mehrere Verfahren parallel zu verwenden (Methodenpluralismus). Damit können Kritikpunkte einzelner Ansätze relativiert und die Bewertungssicherheit der ermittelten Spannen durch qualitativ ähnliche Ergebnisse untermauert werden.

Unabhängig von der Wahl der Bewertungsmethode ist und bleibt die Prognose der zukünftigen Zahlungen das zentrale Problem der Unternehmensbewertung. Aufgrund des dynamischen Marktumfeldes der New Economy-Unternehmen ist diese Schwierigkeit jedoch um ein Vielfaches grösser.

Unseres Ermessens kommt es nicht in erster Linie auf die «richtige» Auswahl oder Kombination von Bewertungsmethoden an, sondern auf deren «richtige» Anwendung. Alte und neue Bewertungsmethoden bieten keinen Schutz vor unsachgemässer Benutzung im Sinne einer unrealistischen Parameterschätzung. In diesem Zusammenhang spielt es sicherlich eine massgebliche Rolle, ob die Bewertung von dealgetriebenen oder unabhängigen Beratern vorgenommen wird.

Nach dem Platzen der Spekulationsblase an den Kapitalmärkten ist mit einer Rückbesinnung auf altbewährte betriebswirtschaftliche Werkzeuge und Tugenden zu rechnen. Amortisationszeitpunkte, Szenarien, Simulationen und Sensitivitätsanalysen einhergehend mit einer transparenten Dokumentation über getroffene Bewertungsannahmen werden wieder an Bedeutung gewinnen.

Abbildung 3  
Schliessung des Value-Gap [20]



## Anmerkungen

- 1 Vgl. stellvertretend für viele Behr (2000), S. 1115.
- 2 Es kann eine nachlassende Akzeptanz der Kapitalmarktteilnehmer für die vorgenommenen Bewertungen seitens der Konsortialbanken anhand von vermehrten Vornahmen von Kaufpreisabschlägen festgestellt werden. Quantitativ kann dies an einem sinkenden Verhältnis zwischen Bookbuildingspanne zu vorgeschlagener Emissionsspanne gemessen werden, vgl. Nelles/Rojahn/Berner (2001), S. 324.
- 3 Vgl. statt vieler Pratt/Reilly/Schweihls (2000), S. 149–222.
- 4 Vgl. u.a. Häcker (2000), S. 111–116; Wullkord (2000), S. 522–527.
- 5 Vgl. Koller (2001), S. 103–106.

- 6 Vgl. Häcker/Riffner (2001), S. 345.
- 7 Vgl. Böcking/Nowak (1999), S. 170.
- 8 Zu den Anwendungsschwierigkeiten von Multiplikatoren vgl. Peemöller/Beckmann, (2001), S. 6.
- 9 Dieser Umstand kann zu einem scheinbaren Bewertungsparadoxon in dem Sinn führen, dass der Unternehmenswert negativ mit dem Ergebnis und dem Umsatzwachstum korreliert ist.
- 10 Der Terminus der «Real Option» wurde im Jahr 1984 von Myers geprägt: «Standard discounted cashflow techniques will tend to understate the option value attached to growing profitable lines of business. Corporate finance theory requires extension to deal with real options.», Myers (1984), S. 126.
- 11 Als von herausragender Bedeutung sind hier die Modelle von Black/Scholes (1973), und von Cox/Ross/Rubinstein (1979), zu nennen. Eine systematisierte Gliederung von Optionspreismodellen findet sich bei Hommel/Lehmann (2001), S. 124.
- 12 Damodaran (1994), S. 340–342, diskutiert ausführlich die Gemeinsamkeiten, Analogien sowie Unterschiede von Finanz- und Realoptionen.
- 13 Vgl. Pratt/Reilly/Schweihl (2000), S. 561. Eine im Jahr 2000 in Deutschland durchgeführte Studie kam zu dem Ergebnis, dass die Börsenkapitalisierung der im Börsensegment des Neuen Marktes gehandelten Unternehmen zu 68% auf den optionalen Anteil zurückzuführen sei. Hinsichtlich der Börsenkapitalisierung der DAX-100-Unternehmen wurde ein solcher Anteil in Höhe von 16% identifiziert, vgl. Nelles/Rocke (2000), S. 605.
- 14 Die Handlungsmöglichkeiten werden in der Literatur vielfältig kategorisiert. So unterscheidet man beispielsweise zwischen Erweiterungs-, Versicherungs-, Aufschub-, Verzögerungs-, Umstellungs- (Verfahrenswechsel-/Verfahrensmix-), Desinvestitions-, Lern- und Innovationsoptionen.
- 15 Vgl. Cox/Ross/Rubinstein (1979), S. 246–255. Das Bewertungsmodell von Black/Scholes stellt einen Sonderfall des allgemeinen Binomialmodells für europäische Optionen dar. Es geht von einer unbegrenzten Anzahl an Teilperioden aus, deren Periodenlängen gegen null tendieren, wobei Rendite (log-normalverteilt) und Standardabweichung als konstant unterstellt werden. Es wird somit eine stetige Wertentwicklung des Underlyings unterstellt, vgl. Black/Scholes (1973), S. 637–659. Aufgrund der restriktiven Annahmen ist das Black/Scholes-Modell nach herrschender Meinung nur sehr beschränkt auf Realoptionen anwendbar.
- 16 Spremann, Pfeil und Weckbach gehen so weit, den Realoptionen-Ansatz als das Paradigma der Unternehmensbewertung der 90er Jahre zu bezeichnen, vgl. Spremann/Pfeil/Weckbach (2001), S. 102–104.
- 17 Vgl. Busby/Pitts (1997) und Howell/Jäggle (1997).

- 18 Vgl. Vollrath (2001).  
 19 Dem Beispiel liegen folgende Daten zugrunde: Gegenwärtiger Marktwert der Unternehmung: CHF 1.200; vereinbarter Ausübungspreis in einem Jahr: CHF 1.300; risikofreier Zinssatz: 10% p.a.;  $u$  (upward) = 1,33;  $d$  (downward) =  $1/u = 0,75$ .  
 20 Vgl. Hitz/Krings (2001), S. 14–17.  
 21 Vgl. Desmet/Francis/Hu/Koller/Riedel (2000), S. 106–117.  
 22 Vgl. Davis/Meyer (2000).

## Literatur

- Amram, M./Kulatilaka, N. (1999): Real Options. Managing Strategic Investment in an Uncertain World. Boston 1999.  
 Behr, G. (2000): Rechnungslegung und Bewertung in der New Economy. In: Der Schweizer Treuhänder, 74. Jg. (2000), S. 1115–1124.  
 Black, F./Scholes, M. (1979): The pricing of options and corporate liabilities. In: The Journal of Political Economy, Volume 81 (1979), S. 637–659.  
 Böcking, H. J./Nowak, K. (1999): Marktorientierte Unternehmensbewertung. In: Der Finanzbetrieb, 1. Jg. (1999), S. 169–177.  
 Brealey, R./Myers, S. (1991): Principles of Corporate Finance, 4th Edition. New York 1991.  
 Busby, J./Pitts, C. (1997): Real Options in Practice: An Explanatory Survey of How Finance Officers Deal with Flexibility in Capital Appraisal. In: Management Accounting Research, Volume 8 (1997), S. 169–186.  
 Cox, J./Ross, S. (1976): The valuation of options for alternative stochastic processes. In: The Journal of Financial Economics, Volume 3 (1976), S. 145–166.  
 Cox, J./Ross, S./Rubinstein, M. (1979): Option pricing: A simplified approach. In: The Journal of Financial Economics, Volume 7 (1979), S. 229–263.  
 Damodaran, A. (1984): Damodaran on Valuation. Security Analysis for Investment and Corporate Finance. New York 1984.  
 Davis, S./Meyer, C. (2000): Future Wealth. Boston 2000.  
 Desmet, D./Francis, T./Hu, A./Koller, T./Riedel, G. (2000): Valuing dot-coms. In: The McKinsey Quarterly, Volume 1 (2000), 106–117.  
 Häcker, J. (2000): Bewertung von Start-Up-Unternehmen im Bereich E-Commerce. In: M&A Review, Volume 3 (2000), S. 111–115.  
 Häcker, J./Riffner, S. (2001): New Economy Quo Vadis. In: Der Finanzbetrieb, 3. Jg. (2001), S. 345–348.  
 Hitz, S./Krings, U. (2001): Realloptionen als Tool von Strategic Finance. In: Praxis, August 2001, S. 14–17.  
 Hommel, U./Lehmann, H. (2001): Die Bewertung mit dem Realloptionenansatz – Ein Methodenüberblick. In: Hommel, U./Vollrath, R./Scholich, M. (Hrsg.): Realloptionen in der Unternehmenspraxis. Wert schaffen durch Flexibilität. Berlin u.a. 2001, S. 113–153.  
 Howell, S./Jägle, A. (1997): Laboratory Evidence on How Management Intuitively Real Value Growth Options. In: The Journal of Business Finance & Accounting, Volume 24 (1997), S. 915–935.  
 Koller, T. (2001): Valuing dot-coms after the fall. In: The McKinsey Quarterly, Volume 2 (2001), S. 103–106.  
 Löhr, D./Rams, A.: Unternehmensbewertung mit Realloptionen - Berücksichtigung strategisch dynamischer Flexibilität. In: Der Betriebs-Berater, 55. Jg. (2000), S. 1983–1989.  
 Myers, S. (1984): Finance theory and financial strategy. In: Interfaces, Volume 14 (1984), S. 126–137.  
 Nelles, M./Rojahn, J./Berner, C. (2001): Unternehmensbewertungsverfahren im Rahmen von Börsengängen am Neuen Markt. In: Der Finanzbetrieb, 3. Jg. (2001), S. 322–327.  
 Rocke, R./Nelles, M. (2000): Neuer Markt. Optionaler Anteil bei Unternehmenswerten. In: Der Finanzbetrieb, 2. Jg. (2000), S. 605–614.  
 Spremann, K./Pfeil, O./Weckbach, S. (2001): Lexikon Value-Management. München u.a. 2001.  
 Peemöller, V. H./Beckmann, C.: Bewertung von Unternehmen der New Economy. In: Datenverarbeitung, Steuern, Wirtschaft, Recht (DSWR) Heft 1-2 (2001), S. 5–7.  
 Pratt, S./Reilly, R./Schweihis, R. (2000): Valuing a business, 4th Edition. Chicago 2000.  
 Vollrath, R. (2001): Die Berücksichtigung von Handlungsflexibilität bei Investitionsentscheidungen – Eine empirische Untersuchung. In: Hommel, U./Vollrath, R./Scholich, M. (Hrsg.): Realloptionen in der Unternehmenspraxis. Wert schaffen durch Flexibilität. Berlin u.a. 2001, S. 45–77.  
 Wullenkord, A. (2000): New Economy Valuation. In: Der Finanzbetrieb, 2. Jg. (2000), S. 522–526.

## RESUME

# L'évaluation d'entreprises dans la nouvelle économie

La dynamique de la nouvelle économie avec l'immense difficulté d'établir des pronostics en matière de résultats futurs ne représente en principe pas de nouveaux défis en matière d'évaluation d'entreprises mais accroît considérablement les difficultés existantes. Indépendamment du choix d'une méthode quelle qu'elle soit, l'évaluation incontournable de la performance future d'une entreprise, dans l'environnement d'un marché précis, représente le paramètre central du résultat de l'évaluation. Grâce à une adaptation adéquate aux spécificités de la nouvelle économie (p. ex.

analyse de scénario, de sensibilité, etc.), les méthodes traditionnelles (DCF, méthode de comparaison par marché) peuvent continuer de fournir une contribution précieuse à l'appréciation de la limite de valeur globale d'une entreprise. L'introduction de flexibilités potentielles dans la valeur globale de l'entreprise au moyen de l'approche des options réelles est à accueillir favorablement en tant qu'élargissement de l'éventail des méthodes. Sans doute le manque d'analogie complète avec les options financières nécessite d'examiner les hypothèses sous un angle critique. Dès lors, la docu-

mentation, la transparence ainsi que la vérification de la plausibilité d'une opération sont désormais encore plus importantes qu'auparavant dans le rapport d'évaluation.

Une incertitude et une polyvalence accrues lors de l'évaluation d'entreprises de la nouvelle économie sont (logiquement) inévitables, puisque leur base, l'environnement économique, n'est guère prévisible. Un bateau ne peut pas naviguer en mer démontée aussi calmement que sur une mer d'huile.

UK/SD/AFB