

**Boris Nieland**

# Probleme der Unternehmensbewertung in der Praxis

**Diplomarbeit**

## **Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek:**

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek: Die Deutsche Bibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de/> abrufbar.

Dieses Werk sowie alle darin enthaltenen einzelnen Beiträge und Abbildungen sind urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung, die nicht ausdrücklich vom Urheberrechtsschutz zugelassen ist, bedarf der vorherigen Zustimmung des Verlanges. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Bearbeitungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, Auswertungen durch Datenbanken und für die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronische Systeme. Alle Rechte, auch die des auszugsweisen Nachdrucks, der fotomechanischen Wiedergabe (einschließlich Mikrokopie) sowie der Auswertung durch Datenbanken oder ähnliche Einrichtungen, vorbehalten.

Copyright © 2004 Diplom.de  
ISBN: 9783832485368

**Boris Nieland**

# **Probleme der Unternehmensbewertung in der Praxis**



---

Boris Nieland

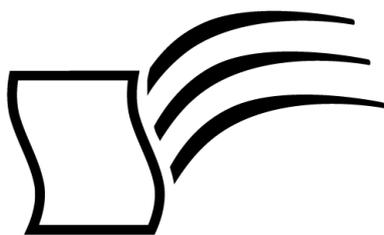
# Probleme der Unternehmens- bewertung in der Praxis

Diplomarbeit

FOM - Fachhochschule für Oekonomie und Management Essen

Fachbereich Wirtschaftswissenschaften

Abgabe November 2004



***Diplom.de***

Diplomica GmbH \_\_\_\_\_  
Hermannstal 119k \_\_\_\_\_  
22119 Hamburg \_\_\_\_\_

Fon: 040 / 655 99 20 \_\_\_\_\_  
Fax: 040 / 655 99 222 \_\_\_\_\_

agentur@diplom.de \_\_\_\_\_  
www.diplom.de \_\_\_\_\_

ID 8536

Nieland, Boris: Probleme der Unternehmensbewertung in der Praxis

Hamburg: Diplomatica GmbH, 2005

Zugl.: FOM - Fachhochschule für Oekonomie und Management Essen, Diplomarbeit, 2004

---

Dieses Werk ist urheberrechtlich geschützt. Die dadurch begründeten Rechte, insbesondere die der Übersetzung, des Nachdrucks, des Vortrags, der Entnahme von Abbildungen und Tabellen, der Funksendung, der Mikroverfilmung oder der Vervielfältigung auf anderen Wegen und der Speicherung in Datenverarbeitungsanlagen, bleiben, auch bei nur auszugsweiser Verwertung, vorbehalten. Eine Vervielfältigung dieses Werkes oder von Teilen dieses Werkes ist auch im Einzelfall nur in den Grenzen der gesetzlichen Bestimmungen des Urheberrechtsgesetzes der Bundesrepublik Deutschland in der jeweils geltenden Fassung zulässig. Sie ist grundsätzlich vergütungspflichtig. Zuwiderhandlungen unterliegen den Strafbestimmungen des Urheberrechtes.

Die Wiedergabe von Gebrauchsnamen, Handelsnamen, Warenbezeichnungen usw. in diesem Werk berechtigt auch ohne besondere Kennzeichnung nicht zu der Annahme, dass solche Namen im Sinne der Warenzeichen- und Markenschutz-Gesetzgebung als frei zu betrachten wären und daher von jedermann benutzt werden dürften.

Die Informationen in diesem Werk wurden mit Sorgfalt erarbeitet. Dennoch können Fehler nicht vollständig ausgeschlossen werden, und die Diplomatica Agentur, die Autoren oder Übersetzer übernehmen keine juristische Verantwortung oder irgendeine Haftung für evtl. verbliebene fehlerhafte Angaben und deren Folgen.

Diplomatica GmbH

<http://www.diplom.de>, Hamburg 2005

Printed in Germany

# Inhaltsverzeichnis

|   |     |
|---|-----|
| Inhaltsverzeichnis.....   | I   |
| Abbildungsverzeichnis.....  | III |
| Abkürzungsverzeichnis.....  | IV  |
| 1 Problemstellung und Aufbau der Arbeit.....  | 1   |
| 2 Grundlagen der Unternehmensbewertung.....   | 3   |
| 2.1 Anlässe für eine Unternehmensbewertung.....                                       | 3   |
| 2.2 Due Diligence.....  | 4   |
| 2.2.1 Financial Due Diligence.....  | 7   |
| 2.2.2 Tax Due Diligence.....  | 8   |
| 2.2.3 Market Due Diligence.....   | 9   |
| 2.2.4 Management bzw. Human Resource Due Diligence.....                               | 10  |
| 2.2.5 Environmental Due Diligence.....  | 11  |
| 2.3 Bewertungsmethoden.....   | 12  |
| 2.3.1 Substanzwertverfahren.....  | 12  |
| 2.3.2 Vergleichswertverfahren.....  | 13  |
| 2.3.3 DCF-Verfahren.....  | 15  |
| 2.3.3.1 WACC-Ansatz.....  | 17  |
| 2.3.3.2 TCF-Ansatz.....   | 22  |
| 2.3.3.3 APV-Ansatz.....   | 23  |
| 2.3.3.4 Equity-Ansatz.....  | 25  |
| 2.3.3.5 Charakteristische Merkmale und kritische Würdigung der DCF-<br>Verfahren..... | 27  |
| 2.3.3.6 Praxisbeispiel DCF-Ansatz.....  | 31  |
| 3 Grenzen der Unternehmensbewertung.....  | 36  |
| 3.1 Berücksichtigung von Humankapital.....  | 36  |
| 3.1.1 Integrierte Wissensbewertung.....   | 38  |
| 3.1.2 Summenmodell.....   | 39  |
| 3.1.3 Ausblick.....   | 41  |
| 3.2 Berücksichtigung von Synergien.....   | 43  |
| 3.2.1 Systematisierung von Synergien.....   | 43  |
| 3.2.2 Bewertung von Synergien.....  | 47  |

|       |   |    |
|-------|---|----|
| 3.2.3 | Kritische Beurteilung von Synergien.....            | 49 |
| 3.3   | Berücksichtigung von Flexibilität.....              | 51 |
| 3.3.1 | Systematisierung von Flexibilität.....              | 52 |
| 3.3.2 | Analogie von Finanz- und Realoptionen .....         | 56 |
| 3.3.3 | Grenzen der Analogie .....                          | 59 |
| 3.3.4 | Bewertungsmöglichkeiten von Flexibilität .....      | 61 |
| 3.3.5 | Kritische Beurteilung des Realoptionsansatzes ..... | 63 |
| 4     | Fazit und Ausblick .....                            | 65 |
|       | Anlagen .....                                       | 68 |
|       | Literaturverzeichnis.....                           | 71 |

## **Abbildungsverzeichnis**

|   |    |
|---|----|
| Abbildung 1: Anlässe der Unternehmensbewertung .....                          | 4  |
| Abbildung 2: DCF-Verfahrensspezifische Cash Flow Definition .....             | 16 |
| Abbildung 3: Free Cash Flow Ermittlung.....                                   | 19 |
| Abbildung 4: Flow to Equity Ermittlung .....                                  | 26 |
| Abbildung 5: Synopse der DCF-Verfahren .....                                  | 27 |
| Abbildung 6: Zirkularitätsproblem .....                                       | 30 |
| Abbildung 7: Gesamtmodell zur Wissensbilanzierung des Fraunhofer IPK .....    | 38 |
| Abbildung 8: Unternehmenswertberechnung mittels Summenmodell nach Wucknitz .. | 40 |
| Abbildung 9: Synergien entlang der Wertschöpfungskette .....                  | 44 |
| Abbildung 10: Akquisition als Bestandteil der Unternehmensstrategie .....     | 51 |
| Abbildung 11: Klassifikation von Realoptionen.....                            | 53 |
| Abbildung 12: Korrespondenztabelle zwischen Finanz- und Realoptionen.....     | 57 |

## Abkürzungsverzeichnis

|                 |   |
|-----------------|---|
| APV             | Adjusted Present Value                      |
| bzw.            | beziehungsweise                             |
| CAPM            | Capital Asset Pricing Model                 |
| CCA             | Comparable Company Approach                 |
| CF              | Cash Flow                                   |
| DCF             | Discounted Cash Flow                        |
| EK              | Eigenkapital                                |
| et al.          | und andere                                  |
| f.              | folgende                                    |
| ff.             | fortfolgende                                |
| FK              | Fremdkapital                                |
| FTE             | Flow to Equity                              |
| GE              | Geldeinheiten                               |
| i               | Fremdkapitalkostensatz                      |
| IC              | Intellectual Capital                        |
| IFRS            | International Financial Reporting Standards |
| i.H.v.          | in Höhe von                                 |
| HGB             | Handelsgesetzbuch                           |
| Hrsg.           | Herausgeber                                 |
| M&A             | Mergers & Acquisitions                      |
| nbV             | nicht betriebsnotwendiges Vermögen          |
| NPV             | Net Present Value                           |
| o. J.           | ohne Jahr                                   |
| r               | Diskontierungsfaktor                        |
| S.              | Seite                                       |
| St              | Steuersatz                                  |
| t               | Zeit  |
| TCF             | Total Cash Flow                             |
| TPLN            | Polnische Währungseinheit                   |
| TS              | Tax Shield                                  |
| V <sub>EK</sub> | Wert des Eigenkapitals                      |