



Ein Service der FutureValue Group AG

We create Value!

Gleißner, W. / Meckl, R. (2023):

**Methoden der Unternehmensbewertung und ihre
Anwendung bei M&A,**

in: *WiSt*, Heft 10, S. 17 – 21

Mit freundlicher Genehmigung von: **Verlag Franz Vahlen GmbH, München**

www.vahlen.de

<https://rsw.beck.de/zeitschriften/wist/startseite>

Methoden der Unternehmensbewertung und ihre Anwendung bei M&A

Mergers & Acquisitions (M&A), also der Kauf/Verkauf von Unternehmen bzw. Unternehmensteilen ist einer der wichtigsten Anlässe für die Bewertung von Geschäftsaktivitäten mit dem Ziel der Bestimmung eines monetären Wertes der zur Disposition stehenden Unternehmen/Unternehmensteile. Für den Zweck der Unternehmensbewertung werden in Wissenschaft und Praxis verschiedene Verfahren genutzt, die in diesem Beitrag strukturiert dargestellt und abgegrenzt werden im Hinblick auf ihre Anwendung bei M&A.



Prof. Dr. Werner Gleißner
ist Vorstand der FutureValue Group AG und Professor für BWL, insb. Risikomanagement an der der TU Dresden. Bevorzugte Forschungsgebiete: Unternehmensbewertung, Risikomanagement.



Prof. Dr. Reinhard Meckl
ist Inhaber des Lehrstuhls für Internationales Management an der Universität Bayreuth. Bevorzugte Forschungsgebiete: M&A, Digitalisierung und Internationalisierung.

Summary: Mergers & Acquisitions, i.e. the purchase/sale of companies or parts of companies, is one of the most important occasions for the valuation of business activities with the aim of determining a monetary value of the companies/parts of companies available for disposal. For the purpose of business valuation, various methods are used in science and practice, which are presented and delimited in this article in a structured manner with regard to their application in M&A.

Stichwörter: Unternehmensbewertung, M&A, Kapitalmarkt, Investitionstheorie, Bewertungspraxis

1. Unternehmensbewertung im M&A-Prozess

Der aus einer Unternehmensbewertung resultierende Wert ist eine zentrale Orientierungsgröße für die **Kaufpreisverhandlungen im M&A-Prozess** (für einen Überblick über den M&A-Prozess und die Positionierung der Bewertung vgl. z.B. *Lucks/Meckl*, 2015, S. 102; *Meckl*, 2004). Entsprechend der Relevanz dieser zentralen Aufgabe bei M&A gibt es eine lange Tradition sowohl in Theorie als auch in der M&A-Praxis zur Entwicklung von Instrumenten und Methoden der Wertfindung. Das Ziel der folgenden Ausführungen besteht darin, einen Überblick über häufig verwendete Wertfindungsansätze zu geben. Es sei darauf hingewiesen, dass hier im Wesentlichen die in der Bewertungspraxis nutzbaren und genutzten Bewertungskonzepte und Preisschätzverfahren vorgestellt werden (nicht also z.B. die Bewertung durch vollständige Replikation oder die sogenannte nutzenorientierte Bewertung (vgl. *Schosser/Grottko*, 2013), die Nutzenfunktionen erfordert; vgl. auch *Ballwieser*, 2010, mit einem anderen Strukturierungsvorschlag). Man kann heute die nachfolgend skizzierten Wege für die Bewertung von Unternehmen, wobei hier auch Preisschätzverfahren eingeschlossen sind, unterscheiden.

2. Finanzierungstheoretische Bewertungsverfahren

Finanzierungstheoretische Bewertungsverfahren stützen sich auf die Hypothese vollkommener Kapitalmärkte und **berechnen Zukunftswerte** mittels der **Discounted-Cash-Flow-Methode (DCF)** (zur Vertiefung siehe *Kruschwitz/Löffler*, 2006). Auch in der M&A-Bewertungspraxis ist diese Methode weit verbreitet. Für das Zielunternehmen wird auf

Basis der Erkenntnisse vor allem aus der Due Diligence eine Plan-GuV-Rechnung erstellt, deren **Cashflow-Reihe** dann diskontiert wird. In der Praxis werden Diskontierungszinssätze (Kapitalkostensätze) auf Basis historischer Aktienrenditeschwankungen eines Unternehmens (oder Unternehmen einer Peergroup) abgeleitet. Im Allgemeinen wird hierzu das **Capital Asset Pricing Model (CAPM)** verwendet (vgl. *Ballwieser/Hachmeister*, 2021). Das Verfahren ist in der M&A-Praxis besonders bekannt, gilt als relativ leicht anwendbar (wenn Betafaktoren des CAPM „irgendwo her“ übernommen werden) und hat den Vorteil, dass die Anwendung trotz der bekannten fachlichen Kritik kaum begründet werden muss (so empfiehlt es beispielsweise der IDW S1 (vgl. *Bertram/Castedello/Tschöpel*, 2015)). Kritisiert wird der Ansatz wegen realitätsferner Annahmen (z.B. bezüglich Vollkommenheit des Kapitalmarkts), der zumindest in der Praxis fehlenden Berücksichtigung der Risiken der Cashflows des Zielunternehmens selbst und der aus den Annahmen ableitbaren Implikationen, dass nur systematische Risiken bewertungsrelevant sind (was bei nicht diversifizierten Käufern und Verkäufern offensichtlich realitätsfern ist (vgl. *Dempsey*, 2013; *Rossi*, 2016; *Fernandez*, 2019, und *Kerins/Smith/Smith*, 2004)). Die schwache theoretische Fundierung und insbesondere die fehlende Fähigkeit zur Ableitung von Entscheidungswerten (vgl. *Matschke*, 1975; *Hering*, 2021; *Matschke/Brösel*, 2021) hat zur Entwicklung von investitionstheoretischen und semiinvestitionstheoretischen Bewertungskonzepten geführt (siehe Abschn. 5 und 6). Diese Entscheidungswerte kann man als den für das Bewertungsobjekt maximal akzeptablen Preis, also den Grenzpreis, auffassen. Dieser Wert ist damit Grundlage für eine unternehmerische Entscheidung im Hinblick auf den Kauf/Verkauf des Unternehmens, bei der Ertrag und Risiko abzuwägen sind. Die in empirischen Studien regelmäßig gezeigte fehlende Eignung der DCF-Methode zur Erklärung der Renditen am Aktienmarkt hat zu verschiedenen Varianten der Faktormodelle geführt (siehe Abschn. 3). Erwartete Aktienrenditen erlauben die Ableitung von Diskontierungszinssätzen für die Bewertung, weswegen diese Aktienmarktprognosen hier auch für die M&A-Entscheidung von Bedeutung sind.

3. Faktormodelle und Build-up-Modelle

Die verschiedenen Varianten der in der Wissenschaft entwickelten Faktormodelle lassen sich im theoretischen Fundament meist der Arbitrage-Pricing-Theorie zuordnen. Das wesentliche Charakteristikum der Faktormodelle besteht darin, dass **mehrere Faktoren** – und nicht nur der Betafaktor des CAPM – zur Erklärung der erwarteten Renditen von Aktien verwendet werden. Die zur Erklärung von Aktienrenditen relevanten Einflussfaktoren werden dabei empirisch

bestimmt. In wissenschaftlichen Studien werden solche Modelle nach 1993 als Standard genutzt. In diesem Jahr veröffentlichten *Fama/French* (1993) ihr sogenanntes Drei-Faktoren-Modell, das 1997 durch *Carhart* zum Vier-Faktoren-Modell erweitert wurde. Heute als Standard angesehen werden können das Fünf-Faktoren-Modell und das Sechs-Faktoren-Modell (vgl. *Fama/French*, 2015 und 2018). Das Fünf-Faktoren-Modell berücksichtigt neben Unternehmensgröße und dem Kurs-Buchwert-Verhältnis auch Wachstum und Profitabilität des Unternehmens; das Sechs-Faktoren-Modell zusätzlich den sogenannten Momentum-Faktor aus dem Modell von *Carhart* (1997). Empirische Studien z.B. der genannten Autoren zeigen, dass die hier angegebenen Modelle Aktienrenditen wesentlich besser erklären können als das CAPM. Die inhaltliche Berücksichtigung einer ganzen Reihe von Faktoren kommt der Entscheidungssituation bei M&A entgegen, können so doch die über das Zielunternehmen, also das Bewertungsobjekt gewonnenen Erkenntnisse adäquat berücksichtigt werden. Für die Anwendung in der Bewertungspraxis ist allerdings zu bedenken, dass diesen keine fundierte Bewertungstheorie zugrunde liegt. In der empirischen Forschung werden sie zudem verwendet, wenn ausgehend von einem bekannten Börsenkurs über die erwartete Rendite der nächste Börsenkurs (P_{t+1}) geschätzt werden soll. Ähnlich wie das CAPM sind sie damit als Rendite- oder Preisschätzverfahren interpretierbar und betrachten als Informationsfundament beobachtbare Marktpreise, die in einem realen unvollkommenen Kapitalmarkt von den Werten abweichen. Dies macht die Anwendung bei M&A-Entscheidungen problematisch.

Formal ähnlich wie die hier skizzierten wissenschaftlichen Faktor-Modelle sind die sogenannten Build-up-Modelle (vgl. z.B. *Damodaran*, 2003 und 2006; *Grabowski*, 2018). Bei solchen wird meist die übliche CAPM-Renditegleichung um **Zu-** oder **Abschlagfaktoren**, z.B. für Unternehmensgröße oder Länderrisiken, ergänzt. Diesen Modellen fehlt jedoch eine bewertungstheoretische Fundierung und belastbare empirische Basis. Sie sind insbesondere keine Erweiterung des CAPM, wenngleich sie – bei geeigneter Wahl der Zuschlagsfaktoren – beobachtbare Börsenkurse besser erklären als eine Bewertung auf Grundlage des CAPM (was auch der Grund für die Entstehung der Build-up-Modelle ist). Build-up-Modelle versuchen durch Zuschlagssätze auf CAPM-Kapitalkosten beobachtbare Preise möglichst gut zu erklären und sind damit den Preisschätzverfahren zuzuordnen. Es ist zu erwähnen, dass diese nicht als Erweiterung des CAPM aufgefasst werden dürfen und mit diesem sogar inkompatibel sind (vgl. *Kruschwitz/Löffler/Mandl*, 2011, und *Ernst/Gleißner*, 2012). Eine Grundannahme des CAPM besteht nämlich darin, dass sämtliche bewertungsrelevanten Risiken im Betafaktor erfasst sein müssen – Platz für

Zuschläge oder Abschläge gibt es damit nicht. Allerdings sind Zu- bzw. Abschläge gerade in M&A-Verhandlungen aufgrund ihrer Konkretheit und Eignung als quantitativ genau spezifizierbare Größe beliebt, weswegen sie hier durchaus zum Einsatz kommen.

4. Vergleichsverfahren, insbesondere Multiple-Verfahren

Sehr beliebt in der M&A-Praxis sind die Multiple-Verfahren in ihren verschiedenen Ausprägungen. Der große Vorteil dieses Ansatzes besteht in der leichten Anwendbarkeit und des relativ geringen Aufwandes, den man betreiben muss, um einen konkreten Wert für das Zielunternehmen zu bekommen. Wie auch die Bewertungsverfahren unter 2. und 3., sind die Multiple-Ansätze im engeren Sinn als Preisschätzverfahren aufzufassen, was hier sogar besonders deutlich wird (zu Quellen zu Multiple-Verfahren vgl. z.B. Schwetzler, 2003, sowie Liu/Nissim/Thomas, 2002).

Ausgehend von bekannten Preisen anderer Unternehmen werden hier **Bewertungsmultiplikatoren** abgeleitet, die dann für die Schätzung des Preises eines zu bewertenden Unternehmens verwendet werden. Besonders vorteilhaft ist diese Methode z.B., wenn ein nicht-börsennotiertes Unternehmen bewertet werden soll. Es wird eine sogenannte „Peer-group“ gebildet, also Unternehmen gesucht, die dem zu bewertenden Unternehmen sehr ähnlich (gleiche Branche, Größe, Profitabilität ...) und die börsennotiert sind. Für diese Peer-group werden typische Bewertungs-Multiples wie z.B. der Entity Value in Relation zu EBIT oder EBITDA berechnet. Diese Multiples werden dann auf das Zielunternehmen angewendet. Basierend auf bekannten Preisen werden also Schätzungen von realisierbaren Transaktionspreisen, Kauf- oder Verkaufspreisen, abgeleitet. Die Schätzung eines fundamental angemessenen Wertes, die Erkenntnisse über die Höhe der in der Zukunft zu erwartenden Cashflows und deren Risiken fordert, wird hier gar nicht angestrebt (zur Brücke zwischen Multiplikator-Verfahren und Bewertungstheorie, die sog. „kontrollierten“ Multiples, siehe z.B. Richter, 2005, und Kelleners, 2004). Wenn also beispielsweise in einer sogenannten „Fehlbewertungsblase“ in einem unvollkommenen Markt alle Vergleichsunternehmen überbewertet sind, so überträgt sich diese Überbewertung auch auf das Unternehmen, dessen Preis zu schätzen ist. Die Preisschätzung kann damit durchaus sachgerecht sein, ein fundamentaler Wert lässt sich so aber nicht bestimmen (siehe zu solchen Kapitalmarktunvollkommenheiten Gromb/Vayanos, 2010; zusammenfassend Gleißner, 2019).

Eine andere Variante der Multiple-Verfahren, die bei M&A auch häufig angewendet wird, sind die **Transaktions-Multiples**. Anstatt eine Peer-group zu bilden, werden hier die Multiples von vergleichbaren M&A-Transaktionen der Ver-

gangenheit berechnet und auf das Zielunternehmen übertragen. Zentrale Probleme dieses Verfahrens liegen darin, dass transaktionsspezifische Gegebenheiten dieser Vergleichs-Transaktionen wie z.B. die Risikoverteilung zwischen Käufer/Verkäufer nicht beachtet werden. Zudem würde man, wenn z.B. die Käufer der vergangenen Transaktionen nicht gut verhandelt haben, diese Fehler übernehmen.

5. Investitionstheoretische Verfahren

Die investitionstheoretischen Bewertungsverfahren erfordern die Hypothese vollkommener Kapitalmärkte nicht. Für die Berechnung eines Unternehmenswerts, speziell auch eines Entscheidungswerts, können der individuelle Informationsstand und die Handlungsmöglichkeiten des Bewertungsobjekts genutzt werden (vgl. Matschke/Brösel, 2021, und Hering, 2021). Im Gegensatz zu den „kapitalmarktorientierten“ Verfahren oder den Vergleichsverfahren (gemäß Abschn. 2, 3 und 4) werden Informationen über die zukünftig erwartete Höhe von **Cashflows** und deren Risiken ausgewertet. Der Due Diligence und generell den Informationen, die der Käufer im M&A-Prozess bekommt, kommen damit eine zentrale Bedeutung zu. Kapitalmarktdaten zur Ableitung von Diskontierungszinssätzen sind nicht erforderlich (diese ergeben sich endogen).

Der guten theoretischen Fundierung der Verfahren steht allerdings entgegen, dass der Aufwand für die Berechnung hoch ist, da grundsätzlich beliebige Alternativinvestitionsmöglichkeiten des Bewertungsobjekts betrachtet und die Bestimmung des Wertes eines Unternehmens den Einsatz von Optimierungsverfahren erfordert. Einfache heuristische Varianten (Partialmodell) erfordern vorgegebene Diskontierungszinssätze, ohne dass eine Methodik für die entsprechende Ableitung angeboten wird (vgl. Gleißner/Follert, 2022; Hering/Schneider/Toll, 2013, zeigen eine simulationsbasierte Variante der investitionstheoretischen Bewertungsverfahren). Hinzu kommt, dass die **asymmetrische Informationsverteilung** zwischen Käufer und Verkäufer über das Zielunternehmen einen aufwändigen Informationsbeschaffungsprozess von Seiten des Käufers erfordert, der sich in hohen Kosten für Due Diligence und anderen Maßnahmen äußern kann.

6. Semiinvestitionstheoretische Bewertungsverfahren (risikoadjustierte Bewertung)

Die semiinvestitionstheoretische Bewertungslehre stützt sich auf grundlegende Gedanken der investitionstheoretischen Bewertungslehre (siehe Abschn. 5). So wird Vollkommenheit des Kapitalmarkts nicht angenommen und die zukünftig erwartete Höhe und der Risikogehalt der Cashflows

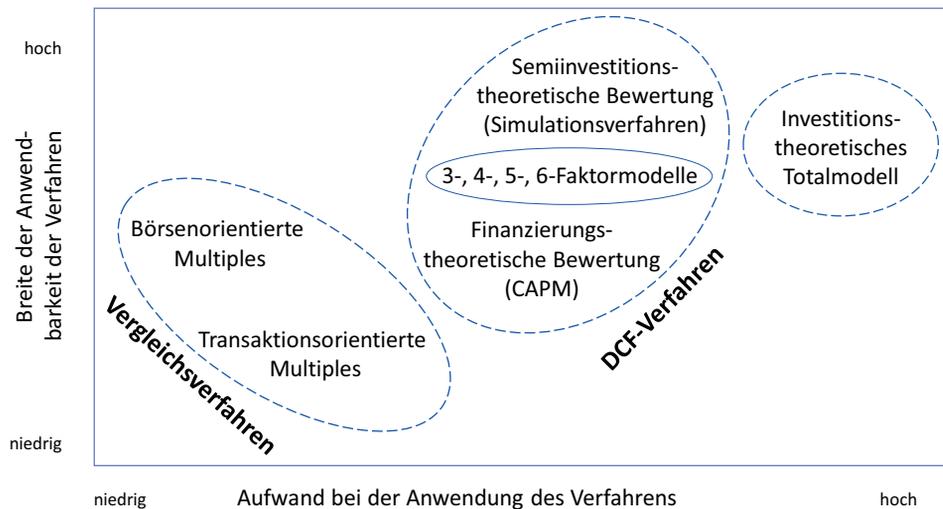


Abb. 1: Eignung verschiedener Bewertungsverfahren für M&A

fließen in die Bewertung ein. **Rating-** und **Finanzierungsrestriktionen** sowie **Insolvenzrisiken** werden explizit berücksichtigt, wie das auch bei investitionstheoretischen Verfahren in Abschn. 5 möglich ist. Um die Komplexität der Bewertung beherrschbar zu machen und das in der Bewertungspraxis geläufige Discounted-Cashflow-Verfahren DCF, wie auch in Abschn. 2, nutzen zu können, werden allerdings bestimmte Vereinfachungen akzeptiert, die in der finanzierungstheoretischen Bewertungslehre üblich sind (vgl. *Gleißner/Follert, 2022*). Damit ist eine direkte Ableitung von risikoadäquaten Kapitalkosten (oder Sicherheitsäquivalenten) basierend auf dem Umfang der Risiken der Cashflows möglich, ohne dass komplexe Optimierungsverfahren genutzt werden müssen (wie in Abschn. 5) oder ein Rückgriff auf (historische) Aktienrenditeschwankungen (siehe Abschn. 2) erforderlich wäre. So lassen sich auch Entscheidungswerte bestimmen, da die Ertrag-Risiko-Profile alternativer Handlungsoptionen miteinander verglichen werden können. Die Herleitung der Bewertungsgleichung und damit die Ableitung des Diskontierungszinssatzes erfordert die Vorgabe von nur zwei Alternativinvestitionsmöglichkeiten, im Allgemeinen quasi risikolose Staatsanleihen und ein breiter Aktienindex mit unsicherer Rendite, sowie eine zentrale und wenig restriktive Annahme: zwei Zahlungen zum gleichen Zeitpunkt haben den gleichen Wert, wenn sie im Erwartungswert und dem gewählten Risikomaß übereinstimmen. Man kann zeigen, dass unter den restriktiven Zusatzannahmen des CAPM, z.B. über den Informationsstand und die Risikodiversifikationsmöglichkeiten der Bewertungsobjekte, und der Wahl der Standardabweichung als Risikomaß sich die Bewertungsgleichung des CAPM als Spezialfall ableiten lässt (vgl. *Robichek/Myers, 1966*, und die Herleitung bei *Gleißner, 2011*, und weiterführend *Dorfleitner/Gleißner, 2018*). Die Anwendung des Bewertungsverfahrens und die Ableitung der Kapitalkosten ist grundsätzlich durch statistische Auswertung historischer Cashflow-Schwankungen möglich (ähnlich Abschn. 2,

wo historische Aktienrenditen zur Ableitung des Beta-Faktors dienen). Hier kann die Cashflow-Historie des Zielunternehmens als Referenzrahmen dienen. Für ein zukunftsorientiertes Bewertungskonzept empfiehlt es sich jedoch, die Unternehmensplanung und eine darauf aufbauende quantitative Risikoanalyse als Datenfundament zu nutzen und über eine Risikoaggregation (Monte-Carlo-Simulation) zueinander konsistent (1) Erwartungswert der Cashflows und (2) Risikogehalt der Cashflows, ausgedrückt im Risikomaß, zu bestimmen. Bei dieser Variante spricht man von einer „simulationsbasierten Bewertung“ (vgl. *Gleißner, 2017 und 2021; Ernst 2022a und b*). Ein Spezialfall ist der „Risikodeckungsansatz“, bei dem wegen Rating- und Risikorestriktionen der Risikogehalt der Zahlungen an die Eigentümer mit einem Value at Risk („Eigenkapitalbedarf“) in Abhängigkeit einer maximal akzeptierten Insolvenzwahrscheinlichkeit gemessen wird (vgl. *Gleißner/Knoll, 2011*, zur Ableitung ratingabhängiger Eigenkapitalkosten).

7. Zusammenfassung

Die obigen Ausführungen machen deutlich, dass eine ganze Bandbreite von theoretisch fundierten und/oder praktisch gut anwendbaren Verfahren zur Unternehmensbewertung für die Verwendung bei M&A vorhanden ist. Wichtig für die Verwendung der Verfahren in der M&A-Praxis sind insbesondere der **Aufwand**, der im Einzelnen betrieben werden muss und die **grundsätzliche Anwendbarkeit** auch auf spezifische, z.B. branchenbedingte Charakteristika des Zielunternehmens. *Abb. 1* gibt hierzu einen zusammenfassenden Überblick der gerade skizzierten Verfahren.

Literatur

Ballwieser, W., Unternehmensbewertung zwischen Individual- und idealisiertem Marktkalkül, in: *Königsmaier, H., Rabel, K.* (Hrsg.): Unternehmensbewertung. Theoretische Grundlagen – Praktische Anwendung, Festschrift Mandl, Wien 2010, S. 63–81.

- Ballwieser, W., Hachmeister, D., Unternehmensbewertung. Prozess, Methoden und Probleme, 6. Aufl., Stuttgart 2021.
- Bertram, I., Castedello, M., Tschöpel, A., Überlegungen zur Markttrendite und zur Marktrisikoprämie, in: Corporate Finance, Vol. 6 (2015), Nr. 12, S. 468–473.
- Carhart, M. M., On persistence in mutual fund performance, in: The Journal of Finance, Vol. 52 (1997), Nr. 1, S. 57–82.
- Damodaran, A., Country Risk and Company Exposure: Theory and Practice, in: Journal of Applied Finance, Vol. 13/58. Jg. (2003), Nr. 2, S. 63–76.
- Damodaran, A., Damodaran on Valuation, 2. Aufl., New Jersey 2006.
- Dempsey, M., The Capital Asset Pricing Model (CAPM): The History of a Failed Revolutionary Idea in Finance? in: Abacus, Vol. 49 (2013), S. 7–23.
- Dorfleitner, G., Gleißner, W., Valuing streams of risky cashflows with risk-value models, in: Journal of Risk, Vol. 20 (2018), Nr. 3, S. 1–27.
- Ernst, D., Simulation-Based Business Valuation: Methodical Implementation in the Valuation Practice, in: Journal of Risk and Financial Management, Vol. 15 (2022a), Nr. 5, S. 200 ff.
- Ernst, D., Simulationsbasierte Unternehmensbewertung. Methodische Umsetzung in der Bewertungspraxis, in: WiSt – Wirtschaftswissenschaftliches Studium, Heft 11 (2022b), S. 16–23.
- Ernst, D., Gleißner, W., Damodarans Länderrisikoprämie, in: WPg – Die Wirtschaftsprüfung, Heft 23 (2012), S. 1252–1264.
- Fama, E. F., French, K. R., Common risk factors in the returns on stocks and bonds, in: Journal of Financial Economics, Vol. 33 (1993), Nr. 1, S. 3–56.
- Fama, E. F., French, K. R., A five-factor asset pricing model, in: Journal of Financial Economics, Vol. 116 (2015), Nr. 1, S. 1–22.
- Fama, E. F., French, K. R., Choosing factors, in: Journal of Financial Economics, Vol. 128 (2018), Nr. 2, S. 234–252.
- Fernandez, P., Is it ethical to teach that beta and CAPM explain something?, Online, URL: <https://ssrn.com/abstract=2980847> (Abrufdatum: 02.12.2022).
- Gleißner, W., Risikoanalyse und Replikation für Unternehmensbewertung und wertorientierte Unternehmenssteuerung, in: WiSt – Wirtschaftswissenschaftliches Studium, 40. Jg. (2011), Nr. 7, S. 345–352.
- Gleißner, W., Risikoanalyse, Risikoquantifizierung und Risikoaggregation, in: WiSt – Wirtschaftswissenschaftliches Studium, 46. Jg. (2017), Nr. 9, S. 4–11.
- Gleißner, W., Simulationsbasierte Unternehmensbewertung: Methode und Nutzen, in: BewertungsPraktiker, 2021, Nr. 3, S. 84–87.
- Gleißner, W., Follert, F., Unternehmensbewertung im Spannungsfeld zwischen Zweckadäquanz und Praktikabilität. Ein Lösungsansatz für die gerichtliche Abfindungsbemessung, in: BFuP – Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis, 74. Jg. (2022), Nr. 4, S. 395–419.
- Gleißner, W., Knoll, L., Konsistente Bewertung von Eigen- und Fremdkapital in Abhängigkeit der Insolvenzwahrscheinlichkeit, in: Betriebs-Berater, Heft 37 (2011), S. 2283–2285.
- Grabowski, R. J., The Size Effect Continues To Be Relevant When Estimating the Cost of Capital, in: Business Valuation Review, 37. Jg. (2018), Nr. 3, S. 93–109.
- Gromb, D., Vayanos, D., Limits of Arbitrage, in: Annual Review of Financial Economics, Vol. 2 (2010), S. 251–275.
- Hering, T., Unternehmensbewertung, 4. Aufl., München 2021.
- Hering, T., Schneider, J., Toll, C., Simulative Unternehmensbewertung, in: BFuP – Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis, Vol. 65 (2013), Nr. 3, S. 256–280.
- Kelleners, A., Risikoneutrale Unternehmensbewertung und Multiplikatoren, Wiesbaden 2004.
- Kerins, F., Smith, J. K., Smith, R., Opportunity cost of capital for venture capital investors and entrepreneurs, in: Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 39 (2004), Nr. 2, S. 385–405.
- Kruschwitz, L., Löffler, A., Discounted Cash Flow – The Theory of the Valuation of Firms, Chichester 2006.
- Kruschwitz, L., Löffler, A., Mandl, G., Damodarans Country Risk Premium – und was davon zu halten ist, in: WPg – Die Wirtschaftsprüfung, Heft 4 (2011), S. 167–176.
- Liu, J., Nissim, D., Thomas, J., Equity Valuation Using Multiples, in: Journal of Accounting Research, Vol. 40 (2002), Nr. 1, S. 135–172.
- Lucks, K., Meckl, R., Internationale Mergers & Acquisitions, 2. Aufl., Berlin 2015.
- Meckl, R., Organizing and leading M&A-projects, in: International Journal of Project Management, Vol. 22 (2004), Nr. 6, 455–462.
- Matschke, M. J., Der Entscheidungswert der Unternehmung, Dissertation zur Erlangung des Doktorgrades der Wirtschafts- und Sozialwissenschaftlichen Fakultät zu Köln, 1975.
- Matschke, M. J., Brösel, G., Business Valuation, München 2021.
- Richter, F., Mergers & Acquisitions. Investmentanalyse, Finanzierung und Prozessmanagement, München 2005.
- Robichek, A. A., Myers, S. C., Conceptual problems in the use of risk-adjusted discount rates, in: The Journal of Finance, Vol. 21 (1966), Nr. 4, S. 727–730.
- Rossi, M., The Capital Asset Pricing Model: A Critical Literature Review, in: Global Business and Economics Review, Vol. 18 (2016), Nr. 5, S. 604–617.
- Schosser, J., Grottko, M., Nutzensgestützte Unternehmensbewertung: Ein Abriss der jüngeren Literatur, in: Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, 65. Jg. (2013), S. 306–341.
- Schwetzer, B., Probleme der Multiple-Bewertung, in: Finanz-Betrieb, Jg. 5 (2003), Nr. 2, S. 79–90.