

FUTUREVALUE GROUP AG · Obere Gärten 18 · D-70771 Leinfelden-Echterdingen

IDW INSTITUT DER WIRTSCHAFTSPRÜFER
Herrn Dr. Norbert Breker
Tersteegenstraße 14
D-40474 Düsseldorf

25. März 2008 WG/iK 7956

Sehr geehrter Herr Dr. Breker,

mit großem Interesse habe ich den Vorschlag für die Überarbeitung des IDW S 1 zur Durchführung von Unternehmensbewertungen gelesen. Wie auch bei der letzten Überarbeitung habe ich mir erlaubt, einige Anregungen und Vorschläge zusammenzufassen.

Ich stehe sehr gerne (wie auch bei der letzten Überarbeitung) für ein persönliches Gespräch zur Diskussion meiner Vorschläge sehr gerne zur Verfügung.

Mit freundlichen Grüßen



Dr. Werner Gleißner

Anlage

FutureValue Group AG

“... we create value”

FUTUREVALUE GROUP AG

Aufsichtsratsvorsitzender:
Norbert Roth
Vorstand:
Dr. Werner Gleißner
Stellvertretender Vorstand:
Dörkas Sautter
HRB 226015 Stuttgart

Standort Stuttgart:
Obere Gärten 18
D-70771 Leinfelden-Echterdingen
Tel. (+49 711) 79 73 58-30
Fax (+49 711) 79 73 58-58

Bankverbindung:
Landesbank Baden-Württemberg
BLZ 600 501 01
KTO 2 418 487

Internet:
www.futurevalue.de
eMail:
info@futurevalue.de

**Anmerkung zum Entwurf einer Neufassung des IDW S 1:
Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen
(IDW ES 1 n.F., 2008)**

I. Allgemeine Anmerkungen (zu Abschnitt 7: Bewertungsverfahren):

1. Analytische und simulationsbasierte (stochastische) Bewertungsmethodik:

Im Hinblick auf die aufgezeigten Bewertungsverfahren (7.) wird implizit unterstellt, dass die Bewertung ausschließlich mit Hilfe numerisch analytischer Verfahren durchgeführt werden muss. Bekanntlich ergibt sich durch die Beschränkung auf (bekannte) analytisch-numerische Lösungen häufig in der Bewertungspraxis die Notwendigkeit, restriktive und wenig realitätsnahe Annahmen setzen zu müssen¹. Simulationsbasierte Verfahren, die mit Hilfe einer Monte-Carlo-Simulation eine große repräsentative Anzahl möglicher Zukunftsszenarien des Unternehmens bestimmen und (mittels Risikozuschlagmethode oder Sicherheitsäquivalentmethode) bewerten, erfordern derartige restriktive Annahmen nicht². Sie haben darüber hinaus den Vorteil, dass Transparenz geschaffen wird bezüglich der (bewertungsrelevanten) Risiken, da die getroffenen Annahmen hinsichtlich der Wahrscheinlichkeitsverteilungen bzw. stochastischen Prozesse (z. B. von Erträgen, Cash Flows oder Zinssätzen) dargestellt werden müssen. Die Möglichkeit einer derartigen simulationsbasierten Bewertung mit der Forderung des Aufzeigens der entsprechenden Annahmen sollte als grundsätzlich mögliche Alternative zu den analytisch-numerischen Bewertungsverfahren explizit erwähnt werden (hilfreich z.B., um Probleme mit der Zinsschranke zu lösen, Bachmann/Schulze (2008). Bekanntlich lassen sich Simulationsverfahren sowohl im Kontext des Ertragswertes – als auch DCF-Verfahren (in allen Varianten) nutzen.

2. Subjektiver Entscheidungswert, objektiver Wert und Marktpreis:

Es sollte darüber nachgedacht werden, im IDW S1 explizit zu unterscheiden zwischen (subjektiven oder objektivierten) Unternehmenswerten und unter den gegebenen Marktbedingungen (kurzfristig) erzielbaren Marktpreisen. Nur in einem vollkommenen Markt stimmen Wert und Preis überein.

¹ z.B. Normalverteilungsannahme bei den Erträgen oder Unsicherheit lediglich bei den zu bewertenden Erträgen (und nicht etwa auch bezüglich Zinssätzen oder der Korrelationsstruktur) oder Martingalprozesse, s. Fama (1977), Cochrane (2001) sowie Schneider, S. (2000) zum stochastischen Diskontierungszinssatz

² siehe Coenenberg, 1970; Siegel, 1998; Schwartz/Moon, 2002, sowie Gleißner 2002 und 2005 (Finanz-Betrieb)

3. Fremdkapitalkosten und Fremdkapitalzinssatz:

Im gesamten IDW S 1 sollte eine präzisere Unterscheidung der Begriffe (1) Fremdkapitalkostensatz (wie er bisher einheitlich verwendet wird) und (2) Fremdkapitalzinssatz vorgenommen werden. Wie an verschiedenen Stellen (richtigerweise) ausgeführt, basiert die Bewertung eines Unternehmens auf Erwartungswert von Überschüssen (Erträgen oder Free Cashflows). Hier sollte zunächst grundsätzlich geklärt werden, ob bedingte oder unbedingte Erwartungswert gemeint sind, also Erwartungswerte anzusetzen sind, die auch die Möglichkeit einer Insolvenz einschließen³. Im Speziellen ist diese Unterscheidung auch bei den Fremdkapitalkosten erforderlich. Versteht man als Fremdkapitalkosten die (unbedingte) erwartete Rendite der Gläubiger, so ist diese niedriger als der vertraglich vereinbarte Fremdkapitalzinssatz. Bei einem gegebenen vertraglichen Fremdkapitalzinssatz von k_{FK}^0 und einer (geschätzten) Ausfallwahrscheinlichkeit (z.B. mit einem üblichen Ratingmodell) von p ergibt sich für den Fremdkapitalkostensatz k_{FK} ⁴

$$k_{FK} = (1 - p) \left(1 + k_{FK}^0 \right) - 1$$

Der erwartete Fremdkapitalaufwand ist auch von den erwarteten Fremdkapitalkosten abhängig. Hier ist einheitlich die Verwendung von Fremdkapitalkostensätzen im Sinne von erwarteten Renditen der Gläubiger zu empfehlen. Zumindest ist es im Rahmen eines Bewertungsgutachtens notwendig aufzuzeigen, ob man mit vertraglichem Fremdkapitalzinssätzen oder Fremdkapitalkostensätzen in der genannten Definition rechnet (z.B. Cooper/Davydenko, 2001). Eine besondere Bedeutung hat dies bei der Bewertung ertragsschwacher Unternehmen (und ihres Fremdkapitals) (Abschnitt 8.2), da aufgrund der hier hohen Ausfallwahrscheinlichkeit eine erhebliche Differenz zwischen vertraglichen Fremdkapitalzinssätzen und Fremdkapitalkostensätzen besteht und zudem ebenfalls bedingte und unbedingte Erwartungswerte – also der Berücksichtigung und Nicht-Berücksichtigung der Insolvenz – erheblich auseinander liegen.

II. Die Anmerkungen zu einzelnen Abschnitten:

Zu (43) bis (47):

Weiterhin diskussionswürdig erscheint die Bestimmung der (an sich unzweifelhaft relevanten) persönlichen Steuer für die Bewertung. Die tatsächliche Eigentümerstruktur deutscher Unternehmen (speziell der börsennotierten) lässt es zweifelhaft erscheinen, ob die inländische natürliche Person hier tatsächlich eine sinnvolle Typisierung darstellt. In Anbetracht der Unsicherheit bezüglich der zukünftigen Besteuerung von Erträgen sollte – zumindest als Alternative zur Abbildung des jetzigen Steuersystems (speziell auch der persönlichen Steuern) – auch die Bewertung unter Berücksichtigung eines „stochastischen Steuersatzes“ möglich sein. Genau wie die Höhe der Erträge oder freien Cashflows selbst sollte dann auch der Steuersatz als Zufallsvariable modellierbar sein.

³ Beispiel: Beträgt der (bedingte) Erwartungswert der Erträge 100 im Falle des Überlebens des Unternehmens und die Insolvenzwahrscheinlichkeit für diese Periode 5% so beträgt der (unbedingte) Erwartungswert $0,95 \times 100 = 95$.

⁴ Bei einer Recovery Rate von Null.

Verfahren einer simulationsbasierten Bewertung (siehe I.1.) können ohne Probleme auch die Unsicherheit bezüglich des Steuersatzes sowohl beim Ertragswertverfahren als auch beim Free-Cashflow-Verfahren (DCF-Verfahren) adäquat berücksichtigen.

Die unrealistische Fortschreibung des heutigen Steuersystems *ad infinitum* führt zu der – falschen – deutlichen Veränderung von berechneten Unternehmenswerten durch die Steuerreform 2008/2009, wie bei Kersten, (2008), Bachmann, C./ Schulze, W. (2008) angegeben werden, aber am Markt nicht feststellbar sind.

zu (88):

Die Aussage, *„dass die Wirtschaftssubjekte zukünftiger Risiken⁵ stärker gewichten als zukünftige Chancen⁶“* ist empirisch gut belegt (vgl. z.B. die Prospect-Theorie von Kahneman und Tversky). Genau diesen Aspekt findet man jedoch im IDW nicht adäquat berücksichtigt: Die Risikomaße der meisten Kapitalmarktbewertungsmodelle (so auch das Capital-Asset-Pricing-Modell) basieren auf Varianz (bzw. Kovarianz) und berücksichtigen Chancen und Gefahren (Risiken) damit symmetrisch. Die Empfehlungen hinsichtlich des CAPM einerseits und einer stärkeren Gewichtung von Risiken gegenüber Chancen erscheinen als Widerspruch. Möglich wäre hier die Verwendung von Downside-Risikomaße (wie LPM, VaR oder CVaR) explizit zuzulassen, aus dem auch risikogerechte Diskontierungszinsen ableitbar sind (vgl. Harlow/Roa, 1989).

zu (91):

Für die Erfassung der Risiken eines Unternehmens und die Ableitung von Risikoprämien bietet sich die Nutzung der Information des Risikomanagements an, die gemäß des IDW PS 340 für ein KonTraG-konformes Risikomanagementsystem aggregiert werden sollten.⁷ Aus den (mittels Simulation) verdichteten Risikoinformation kann auf den Bedarf an teurem Eigenkapital oder ein anderes Risikomaß (auch β) und damit auf einen Kapitalkostensatz geschlossen werden, der bei einem nicht (oder nicht perfekt) diversifizierten Portfolio bei subjektiver Bewertung angemessen ist (vgl. Fachtext in der Anlage, Gleißner, Finanz-Betrieb, 2005). Nur so ist grundsätzlich Konsistenz gewährleistet zwischen prognostiziertem Ergebnis (aus der Untersuchungsplanung) und bewertungsrelevantem Risiko, da beides aus der gleichen Informationsgrundlage abgeleitet wird – dies ist nicht sichergestellt, wenn Kapitalmarktdaten für die Risikoquantifizierung genutzt werden (vgl. Baecker/Gleißner/Hommel, 2007).

⁵ im Sinne von möglichen Verlusten, also eigentlich Gefahren

⁶ im Sinne möglicher Gewinne

⁷ *„Die Risikoanalyse beinhaltet eine Beurteilung der Tragweite der erkannten Risiken in Bezug auf Eintrittswahrscheinlichkeit und quantitative Auswirkungen. Hierzu gehört auch die Einschätzung, ob Einzelrisiken, die isoliert betrachtet von nachrangiger Bedeutung sind, sich in ihrem Zusammenwirken oder durch Kumulation im Zeitablauf zu einem bestandsgefährdenden Risiko aggregieren können.“*

zu (92):

Ich halte es weiterhin für sehr bedenklich, wenn der IDW jetzt (rund 40 Jahre nach der Veröffentlichung) mit dem Capital-Asset-Pricing-Modell (CAPM) ein Gleichgewichtsmodell für die Ableitung von Kapitalkostensätzen eindeutig propagiert, das in empirischen wissenschaftlichen Untersuchungen seit 10 bis 15 Jahren durchweg verworfen wird (vgl. z.B. Haugan, 2002, Shleifer, 2000, Fama/French, 1992 und 2004, Ulschmid, C., 1994, Stock, 2002 und Dutzende weitere Untersuchungen). Und trotz der Verwendung in Praxis (und eine Betonung in Betriebswirtschafts-Vorlesungen) zeigen alle Untersuchungen, dass mit CAPM nicht einmal in der Tendenz auf zukünftig erwartete Renditen geschlossen werden kann. Ursächlich hierfür sind die erheblichen Unvollkommenheiten des Kapitalmarkts (z.B. Konkurskosten, Finanzierungsrestriktionen, asymmetrisch verteilte Informationen, schlecht diversifizierte Portfolios, begrenzte Rationalität der Kapitalmarktteilnehmer) und/oder die fehlende Eignung des Beta-Faktors als Risikomaß (Fernandez, 2004).

Seit Anfang der 90-er Jahre wurde das CAP deshalb abgelöst durch das 3-Faktorenmodelle (siehe z.B. Haugan), das besonders bekannte 3-Faktoren Modell (Fama/French, 1993) oder das 4-Faktoren Modell (Carhart, 1997) Alle diese Modelle belegen, dass der Beta-Faktor überhaupt keinen eigenständigen Erklärungsbeitrag für die erwarteten Renditen aufweist, sondern anderen Faktoren (z.B. Unternehmensgröße, Kurs-Buchwert-Verhältnis, Momentum oder saisonale Effekte) die Rendite bestimmen. Alle empirischen Ergebnisse zeigen m.E. überzeugend, dass es keinesfalls überzeugend ist, allein wegen der hohen Bekanntheit ein Bewertungsmodell zu präferieren, das wissenschaftlich nicht mehr zu halten ist. In Anlehnung an die entsprechenden Aussagen von IFRS ist hier im IDW S 1 zumindest eine Empfehlung sinnvoll, dass nach Einschätzung der Bewertenden bestehende (und bewertungsrelevanten) Kapitalmarktunvollkommenheiten auch in der Bewertung zu berücksichtigen sind (siehe z.B. Kerins/Shmith/Smith, 2004 für den Fall unvollkommener Diversifikation). Und auf denkbare Alternativen zum CAPM bzw. Tax-CAPM (z.B. Fama/French 3-Faktoren-Modell) sollte zumindest hingewiesen werden.

Für die Bestimmung (subjektiver) Entscheidungswerte ist CAPM keinesfalls geeignet, da hier natürlich der Informationsstand (z.B. bezüglich Risiken) Handlungsoptionen und Risiken des Bewertenden zu berücksichtigen sind. Auch das ist erwähnenswert.

zu (100):

Der Hinweis, dass der Einfluss der Kapitalstruktur des zu bewertenden Unternehmens auf die Kapitalisierungszinssätze zu berücksichtigen sei, scheint (sofern mehr als der Steuereffekt gemeint sein sollte) im Widerspruch zu stehen zu den häufigen Hinweisen auf Modelle eines vollkommenen Kapitalmarkts (wie die Modigliani-Miller-Thesen) oder dem expliziten Hinweis (in (137)), dass der Gesamtkapitalwert unabhängig von der Art der Finanzierung sei; was auch nach dem neuen Steuerrecht nicht zutrifft, (siehe Bachmann, C./ Schulze, W., 2008). Lässt man die Möglichkeit einer sich im Zeitverlauf verändernden Finanzierungsstruktur zu, was auf Grund der explizit geforderten Unternehmensplanung als Bewertungsgrundlage ei-

gentlich unvermeidlich ist, muss man gemäß dieser Anforderung explizit auch zeitabhängige Kapitalisierungszinssätze fordern, um konsistent in der Bewertung zu bleiben. Dieser Aspekt sollte explizit im Standard genannt werden. Auch Veränderungen des Risikoumfangs (vgl. oben) müssen sich hier widerspiegeln. Gerade bei der Bewertung ertragsschwacher Unternehmen (z.B. Restrukturierungssituationen) haben solche zeitlichen Veränderungen des Risikos eine erhebliche Bewertungsrelevanz.

Die Nutzung der Kapitalstruktur zu Marktwerten (nicht zu Buchwerten) bei der Bestimmung des Kapitalisierungszinssatzes kann nur eingeschränkt zugestimmt werden. Die häufiger herangezogenen Börsenwerte sind nur sinnvoll, wenn man von vollkommen informierten Kapitalmarktteilnehmern und rationalem Verhalten ausgeht, was zunehmend bestritten wird (siehe Behavioral Finance-Forschung). Auch der planungskonsistente (gutachterliche) Wert des Eigenkapitals ist durchaus nicht immer bewertungsrelevant⁸.

zu (109) und (110):

Schwankende Finanzierungsvolumen führen nicht nur zu Schwankungen der Zinsaufwendungen sondern – wie oben bereits erwähnt – auch zu veränderlichen Gewichten bei der Berechnung der Kapitalisierungszinssätze, was hier explizit erwähnt werden könnte. Anzumerken ist zudem, dass bestimmte Bewertungsverfahren (z.B. WACC-Ansatz versus APV-Ansatz) nur mit bestimmten Annahmen über die Finanzierungsstrategie ("wertorientierte" Finanzierung versus "autonome" Finanzierung), kompatibel sind.⁹

zu (111):

M.E. ebenfalls explizit zu klären ist in diesem Kontext auch der Umgang mit dem Rating (und damit der Ausfallwahrscheinlichkeit) eines Unternehmens bei der Bewertung. Tatsächlich zeigt sich in der Bewertungspraxis (und auch in der Literatur), dass hier sehr häufig der vertragliche Fremdkapitalzinssatz und der (um die ratingabhängige Ausfallwahrscheinlichkeit) bereinigte Fremdkapitalzinssatz verwechselt wird (siehe oben).

In Anbetracht der hohen Bedeutung des Themas Rating sollte auf die Verarbeitung von Ratinginformationen in einem eigenständigen Punkt eingegangen werden. In der Praxis vieler Gutachten zeigt sich heute nämlich beispielsweise, dass ein vorliegendes Rating genutzt wird, um auf den Beta-Faktor des CAPM und damit auf den Diskontierungssatz der Unternehmensbewertung zu schließen. Dies ist offensichtlich problematisch, weil sich im Rating systematische und unsystematische Risiken widerspiegeln, während der Beta-Faktor lediglich systematische Risiken erfasst. Rating und CAPM sind in dieser Hinsicht inkompatibel und auf die korrekte Berücksichtigung des Ratings muss deshalb explizit eingegangen werden, da es z.B. den Zinsaufwand beeinflusst.

⁸ Man denke im einfachsten Fall an eine Existenzgründung, die mit einer Million Eigenkapital und einer Million Fremdkapital finanziert werden soll, und (z.B. für einen Private Equity-Investor) mit drei Millionen Euro gemäß eines Gutachtens bewertet wird. In diesem Fall ist nur das tatsächlich einzubringende Eigenkapital (sozusagen der Kapital-Input) für die Berechnung von Kapitalkostensätzen relevant.

⁹ vgl. Kruschwitz/Löffler (2003) S.731

zu (118) und (121):

Hier gelten meine grundsätzlichen Erläuterungen zur Kritik am CAPM, das keinesfalls als einziges akzeptiertes Kapitalmarktmodell genannt werden sollte. Weder CAPM noch TAX-CAPM bieten eine „Erklärung der empirisch beobachtbaren Aktienrenditen“.

Zudem wäre zu empfehlen, auch den Begriff „Risikoprämie“ in den genannten Abschnitten noch etwas klarer zu stellen. Das CAPM (und auch andere Kapitalmarktmodelle) nutzen nämlich bekanntlich zwei Arten von Informationen, nämlich die Marktrisikoprämie und ein unternehmensindividuelles Risikomaß (den Beta-Faktor).

Die Verwendung von Kapitalmarktrenditen von Alternativanlagen im Sinne eines Opportunitätskostenkalküls sollte sehr vorsichtig betrachtet werden. Historische Kapitalmarktrenditen, die hier regelmäßig verwendet werden, sind nämlich keine guten Schätzer für die (bewertungsrelevanten) zukünftig erwarteten Renditen. So zeigen viele empirische Untersuchungen zum sog. "Equity-Premium-Puzzle", dass die empirischen Aktienrenditen in den letzten Jahren gemessen an der fundamentalen Entwicklung erheblich zu hoch waren, so dass sie nicht in die Zukunft fortschrieben werden können.¹⁰ Als (vermutlich leistungsfähigere) Alternative zur Ableitung von Alternativrenditen aus Kapitalmarktdaten bieten sich daher sog. „realwirtschaftliche Modelle“ an, die erwartete Renditen auf Grund der Prognose von Dividendenrenditen, realem Wirtschaftswachstum und Inflation bestimmen, und die im Rahmen des IDW-Standards zumindest als gleichberechtigt erwähnt werden sollten.

zu (127):

Neben dem Weg der Herleitung der Free Cash Flows ausgehend vom handelsrechtlichen Jahresüberschuss wäre es m.E. auch hilfreich, den Weg ausgehend vom Betriebsergebnis (EBIT) aufzuzeigen.

Zu (129) bis (131):

Bei der Bestimmung des für die Bewertung maßgeblichen Terminal Values (Fortführungswert, Residualwert) sowie bei der Berücksichtigung wachsender finanzieller Überschüsse (6.4) sollte aufgezeigt werden, dass in Anbetracht der Unsicherheit einer solchen Wachstumsrate diese Unsicherheit explizit im Bewertungskalkül berücksichtigt werden muss (siehe z.B. Schwetzler, 2000). Bei einer unsicheren langfristigen Wachstumsrate der Überschüsse ist bei der Terminal Value Berechnung (unendliche Rente) im Prinzip deren Sicherheitsäquivalent anzusetzen, und nicht deren Erwartungswert.

Autor: Dr. Werner Gleißner, FutureValue Group AG
Obere Gärten 18, 70771 Leinfelden-Echterdingen

¹⁰

vgl. Fama/French (2002)

Literaturverzeichnis:

- Bachmann, C./ Schulze, W. (2008), Unternehmenssteuerreform 2008 und Unternehmensbewertung, in : DBW Heft 68 (2008), S. 9-34.
- Baecker, P./Gleißner, W./Hommel, U. (2007): Unternehmensbewertung: Grundlage rationaler M&A Entscheidungen? Eine Auswahl zwölf wesentlicher Fehlerquellen aus praktischer Sicht, in: M&A Review, Heft 6/2007, S. 270-277
- Carhart M. (1997), On persistence in mutual fund performance, in: The journal of finance, Heft 52, S. 57-82
- Cochrane, J. (2001), Asset Pricing, 1.Auflage, University Presses of CA
- Coenenberg A.G. (1970), Unternehmensbewertung mit Hilfe der Monte-Carlo Simulation, in: Zeitschrift für Betriebswirtschaft, Heft 40, S. 793-804
- Cooper I. / Davydenko S. (2001), The cost of debt, in: IFA Working Paper 323, S. 1-16
- Fama, E. F./ French, K.R. (1993), Common risk factors in the returns on stocks and bonds, in: Journal of Financial Economics 33, S. 3-56.
- Fama, E.F./ French, K.R. (2002): The Equity Premium, in: The Journal of Finance, Vol. LVII, No. 2, April 2002, S. 637 - 659
- Fama E.F. (1977), Risk-Adjusted Discount Rates and Capital Budgeting under Uncertainty, in: Journal of Financial Economics, Vol. 5, S. 3-24.
- Fama E.F. / French K.R. (1992), The Cross-Section of Expected Stock Returns, in: Journal of Finance, Vol. 47, No. 2, S. 427-465.
- Fama E.F. / French K.R. (2004), The Capital Asset Pricing Model: Theory and Evidence, in: Journal of Economic Perspectives, Vol. 18, S. 25-46.
- Fernandez, P. (2002), Valuation Using Multiples: How Do Analysts Reach Their Conclusions? working paper, January 2002
- Gleißner W. (2002), Wertorientierte Analyse der Unternehmensplanung auf Basis des Risikomanagements, Finanz Betrieb, Heft 7/8, S. 417-427.
- Gleißner W. (2005), Kapitalkostensätze: Der Schwachpunkt bei der Unternehmensbewertung und im wertorientierten Management, in: Finanz Betrieb, Heft 4, S. 217-229.
- Harlow, W.V./ R.K.S. Roa (1989), Asset Pricing in a Generalized Mean Lower Partial Moment Framework: Theory and Evidence, Journal of Financial and Quantitative Analysis 24, S. 285-311

Haugen, R., 2002, The inefficient Stock Market Shleifer, A., 2000, Inefficient Markets - An Introduction to Behavioral Finance

Kerins F. / Smith J.K. / Smith R. (2004), Opportunity Cost of Capital for Venture Capital Investors and Entrepreneurs, in: Journal of financial and quantitative analysis, Vol. 39, No. 2, S. 385-405.

Kesten, R. (2008), Unternehmensbewertung und Unternehmenssteuerreform 2008/2009, in: Controller Magazin 02/08, S.12-22

Kruschwitz, L.; Löffler, A., (2003), Fünf typische Missverständnisse im Zusammenhang mit DCF-Verfahren, Finanz Betrieb, S.731

Richter, F. (2005), Mergers & Acquisitions: Investmentanalyse, Finanzierung und Prozessmanagement, Verlag Vahlen, München.

Schwetzler, B. (2000), Stochastische Verknüpfung und implizite bzw. maximal zulässige Risikozuschläge bei der Unternehmensbewertung, in: Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis, 52. Jahrgang, S. 478-492.

Schneider, S. (2000), Kapitalmarktmodelle und erwartete Renditen am deutschen Aktienmarkt, 1.Auflage, Uhlenbruch Verlag.

Schwartz, E.S. / Moon, M. (2000), "Rational Pricing of Internet Companies," Financial Analysts Journal, Mai/Juni, S. 62-75.

Siegel J. (1998), Stocks for the long run: The definitive guide to financial market returns and long term investment strategies, Second Edition, Mc Graw Hill, New York.

Stock D. (2001), Zur Tauglichkeit des Kurs-Gewinn-Verhältnisses für die Prognose von Aktienkursveränderungen - eine Replik, in: ZfB 71. Jg. (2001), H. 3, 321-344

Timmreck, C. (2002), Beta-Faktoren – Anwendungsprobleme und Lösungsansätze, in: Finanz Betrieb, Heft 5, S. 300-307.

Ulschmid, C. (1994): Empirische Validierung von Kapitalmarktmodellen, Frankfurt am Main