

Brügelmann, Ralph; Hentze, Tobias

Working Paper

Unternehmensbewertung als Grundlage für die Besteuerung von Erbschaften und Schenkungen

IW Policy Paper, No. 9/2015

Provided in Cooperation with:

German Economic Institute (IW), Cologne

Suggested Citation: Brügelmann, Ralph; Hentze, Tobias (2015) : Unternehmensbewertung als Grundlage für die Besteuerung von Erbschaften und Schenkungen, IW Policy Paper, No. 9/2015, Institut der deutschen Wirtschaft (IW), Köln

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/110448>

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

Unternehmensbewertung als Grundlage für die Besteuerung von Erbschaften und Schenkungen

Autoren: Ralph Brügelmann, Tobias Hentze

Telefon: 030/27877-102, 0221/4981-748

E-Mail: bruegelmann@iwkoeln.de, hentze@iwkoeln.de

7. Mai 2015

Kurzfassung

Mit den im März 2015 bekanntgewordenen Eckpunkten zur Änderung des Erbschaft- und Schenkungssteuergesetzes wird die erbschaftsteuerliche Verschonung von Betriebsvermögen erheblich erschwert. Dies gilt insbesondere für mittelgroße und große Familienunternehmen. Der Grund dafür ist die Einführung einer Bedürfnisprüfung, die nach den Plänen des Bundesfinanzministeriums eine flächendeckende Verschonung – auch bei Erhalt der Arbeitsplätze – verhindern soll.

Künftig soll nur noch Vermögen verschont werden, das überwiegend, das heißt zu mehr als 50 Prozent, dem Hauptzweck des Unternehmens dient. Dabei sind die genauen Abgrenzungskriterien noch unklar. Das nicht darunter fallende Verwaltungsvermögen soll hingegen für die Zahlung der Steuer herangezogen werden. Dies wäre ein essenzieller Bruch mit dem bisherigen System, nach dem das gesamte Betriebsvermögen steuerlich verschont wird, wenn die Voraussetzungen dafür vorliegen.

Die bisherigen Verschonungsregeln haben die Probleme bei der Ermittlung der Bemessungsgrundlage überdeckt. Durch die vorliegenden Reformpläne rückt für größere Familienunternehmen die Bestimmung des Unternehmenswerts in den Fokus, da aus diesem die Steuerbelastung resultiert, sofern eine weitgehende Verschonung vom Gesetzgeber ausgeschlossen wird. Vor diesem Hintergrund werden auch in der Politik Stimmen laut, die auf Änderungen bei der Bewertung drängen. Dieser Beitrag will Inkonsistenzen und Verbesserungspotenziale des Bewertungsverfahrens aufzeigen.

1. Hintergrund

Mit seinem Urteil vom 17. Dezember 2014 hat das Bundesverfassungsgericht der Politik einen klaren Auftrag erteilt: Aufgrund der Verfassungswidrigkeit wesentlicher Teile muss das Erbschaft- und Schenkungssteuerrecht bis zum 30. Juni 2016 reformiert werden. Das Urteil besteht dabei aus zwei wesentlichen Elementen, die zunächst widersprüchlich klingen. Während das Gericht einerseits eine Begünstigung von Betriebsvermögen explizit für verfassungsrechtlich möglich hält, stuft es andererseits die gesetzlichen Regelungen zur Anwendung der Verschonung als verfassungswidrig ein.

Das Bundesverfassungsgericht hat dem Gesetzgeber zugestanden, bei der Erbschaftsteuer neben der Einnahmeerzielung weitere Ziele zu verfolgen, die eine Privilegierung von betrieblich vererbtem Vermögen gestatten. Der Erhalt von Arbeitsplätzen stellt nach Ansicht des Gerichts einen legitimen Grund für die Verschonung betrieblichen Vermögens dar. Demnach ist es verfassungskonform, Betriebsvermögen, land- und forstwirtschaftliches Vermögen sowie Anteile an Kapitalgesellschaften unter bestimmten Voraussetzungen von der Erbschaftsteuer sogar vollständig zu befreien – wenn ansonsten Arbeitsplätze gefährdet sind.

Allerdings kamen Unternehmenserben bisher weitgehend automatisch in den Genuss der Verschonung, wenn sie die dafür notwendigen formalen Kriterien erfüllten. Das Gericht fordert eine Begrenzung der Verschonung auf diejenigen Unternehmenserben, die ohne eine entsprechende Regelung die Sicherheit der Arbeitsplätze nicht gewährleisten könnten. Drei wesentliche Punkte hat das Bundesverfassungsgericht dem Gesetzgeber zur Überarbeitung aufgegeben:

Punkt 1: Es sei unverhältnismäßig, für Unternehmen jedweder Größenklasse per se die Notwendigkeit einer Verschonung zu unterstellen. Für große Unternehmen verlangt das Bundesverfassungsgericht daher eine Bedürfnisprüfung, also den Nachweis, dass sie die steuerliche Verschonung benötigen, um Arbeitsplätze zu erhalten. Hierbei nehmen die Richter auch Bezug zum Privatvermögen, aus dem eine Steuerforderung beglichen werden könne.

Punkt 2: Ebenso sei es laut Gerichtsurteil nicht nachvollziehbar, weshalb das verschonenswerte Vermögen bis zur Hälfte aus nicht betriebsnotwendigem und daher aus Sicht des Gerichts nicht begünstigungswertem Verwaltungsvermögen bestehen könne. Das Verwaltungsvermögen, zum Beispiel Immobilien oder Kunstgegenstände, werde damit über Gebühr begünstigt. Nach der bisherigen Regelung führt erst ein Anteil des Verwaltungsvermögens von mehr als 50 Prozent am Betriebsvermögen zum Ausschluss von der Regelverschonung. Bei der optionalen, 100-prozentigen Verschonung liegt der Grenzwert bei 10 Prozent.

Punkt 3: Kleine Unternehmen mit bis zu 20 Mitarbeitern werden nach Ansicht der Richter in unzulässiger Weise begünstigt, da diese Firmen den Erhalt der Arbeits-

plätze nicht nachweisen müssen und per se verschont werden. Da mehr als 90 Prozent aller deutschen Unternehmen weniger als 20 Mitarbeiter haben, läuft die Lohnsummenklausel für die große Mehrheit der Unternehmen bisher ins Leere.

2. Grundsätze der Unternehmensbewertung

Unabhängig davon, wie der Gesetzgeber das Urteil des Verfassungsgerichts umsetzt, wird die Wertermittlung zu einem kritischen Punkt bei der Besteuerung von Unternehmenserbschaften. Denn zunächst hängt es vom festgestellten Wert ab, ob eine Bedürfnisprüfung erforderlich ist. Wird dies bejaht, ergibt sich nachfolgend aus der Bewertung auch die Höhe der Bemessungsgrundlage zur Berechnung der Steuerschuld. Daher wird bei der Wertermittlung nach dem Bundesverfassungsgerichtsurteil erheblicher Handlungsbedarf gesehen (Steger/Königer, 2015). Bisher basiert die Diskussion um die Erbschaftsteuerreform jedoch grundsätzlich auf der Annahme, dass sich an dem im Bewertungsgesetz verankerten Verfahren nichts ändert, auch wenn einige Politiker mittlerweile Änderungen am Bewertungsverfahren anmahnen.

Um die Auswirkungen des Bewertungsverfahrens auf die potenzielle Steuerbelastung zu erfassen, ist eine detaillierte Auseinandersetzung mit den Schlüsselparametern des vereinfachten Ertragswertverfahrens erforderlich. Dies ist ein standardisierter Ansatz zur Ermittlung von Unternehmenswerten. Der Gesetzgeber will grundsätzlich einen Erbfall wie den Verkauf eines Unternehmens betrachten. Deshalb fordert er die Versteuerung der Summe, die ein Verkauf einbringen würde. Da es aber keinen realen Verkaufswert gibt, wurde im Zuge der Erbschaftsteuerreform 2009 das vereinfachte Ertragswertverfahren zur Ermittlung des gemeinen Werts gesetzlich festgeschrieben (§9 und 199 BewG in Verbindung mit §12 ErbStG). Dabei wird dem Steuerpflichtigen zusätzlich die Möglichkeit eingeräumt, andere Verfahren heranzuziehen, wenn das vereinfachte Ertragswertverfahren zu offensichtlich falschen Ergebnissen führt (Bundesfinanzministerium, 2012).

Bei dem vereinfachten Ertragswertverfahren wird ein aus der Unternehmenshistorie abgeleiteter Jahresertrag mit einem Kapitalisierungsfaktor multipliziert, der aus einem Kapitalisierungszins abgeleitet wird. So soll der gemeine Wert oder der Verkehrswert des Betriebsvermögens bestimmt werden. Es ist offenkundig, dass dabei nur Näherungswerte ermittelt werden können, da kein echter Erwerbsvorgang stattfindet. Verantwortlich für mögliche Fehlbewertungen beim vereinfachten Ertragswertverfahren sind mehrere Faktoren:

- der verwendete Jahresertrag ergänzt um Zu- oder Abschläge (Abschnitt 2.1);
- der Kapitalisierungszins bestehend aus Basiszins (Abschnitt 2.2) und Zuschlägen (Abschnitt 2.3), wobei das Ausmaß der daraus resultierenden Überbewertung in Abschnitt 2.4 simuliert wird;

- die Annahme einer ewigen Rente, das heißt einer unendlichen Nutzungsdauer des Unternehmens (Abschnitt 2.5).

2.1. Der Jahresertrag als Ausgangsbasis

Als Ausgangsgröße zur Bestimmung des gemeinen Werts dient in der Regel das durchschnittliche Betriebsergebnis der drei der Bewertung vorangegangenen Wirtschaftsjahre, die der Gesetzgeber als Beurteilungsgrundlage für die Zukunft einschätzt (§201 BewG). Allerdings sieht der Gesetzgeber einige Korrekturen des Betriebsergebnisses vor (§202 BewG). So ist unter anderem ein möglicherweise fiktiver Unternehmerlohn abzuziehen. Der Ertragssteueraufwand wird zunächst in tatsächlicher Höhe hinzugerechnet und dann mittels eines pauschalen Abschlags in Höhe von 30 Prozent abgezogen, sofern Gewinne vorliegen. Ferner werden Investitionsabzüge und -zulagen entsprechend korrigiert.

Unabhängig von solchen zum Teil komplizierten technischen Detailfragen ist zu klären, ob aus diesen Vergangenheitswerten der aktuelle Wert eines Unternehmens sachgerecht ermittelt werden kann. Denn nicht die in der Vergangenheit erzielten, sondern die zukünftig zu erwartenden Erträge bestimmen den Kaufpreis und damit den Wert. Deshalb sind laut Institut der Wirtschaftsprüfer (IDW) Planzahlen für die Unternehmensbewertung eine wesentliche Voraussetzung. Vergangenheitswerte könnten, wenn überhaupt, Anhaltspunkte über die künftige Ertragslage geben (IDW, 2007, 8 und 16).

Der Blick in die Vergangenheit muss folglich kein guter Indikator für die Zukunft sein, weshalb die ausschließliche Ausrichtung an dem durchschnittlichen Jahresertrag der vergangenen drei Jahre zu Verzerrungen führen kann. Deshalb sollte der Gesetzgeber bei der Ermittlung des Ausgangswerts zumindest ergänzend auf Planzahlen abstellen. Sollte der bürokratische Aufwand auf Unternehmensebene als zu hoch befunden werden, kann der Gesetzgeber einen Abschlag auf den jährlichen Jahresertrag der Vergangenheit als Risikopuffer einräumen.

Ansonsten empfiehlt es sich aufgrund der Planungsunsicherheit verschiedene Szenarien durchzuspielen – von denen eines auch die Fortschreibung des Vergangenheitswerts sein kann. Die berechneten Werte bilden im Ergebnis eine Bandbreite plausibler, zukunftsorientierter Werte, aus denen der Gesetzgeber einen Mittelwert bilden könnte.

Handlungsempfehlung: Planzahlen und Szenario-Analysen anstelle der Verwendung von Vergangenheitswerten kommen der betriebswirtschaftlichen Realität näher und sollten daher vom Gesetzgeber zur Ermittlung des Jahresertrages als Ausgangswert der Bewertung vorgesehen werden.

2.2. Der Basiszins als Vergleichsmaßstab

Ausgangspunkt der Unternehmensbewertung ist die Fragestellung, wie viel Geld ein Investor am Kapitalmarkt anlegen müsste, um die gleichen Erträge wie das Unternehmen zu erzielen. Durch das historische Zinstief sind die Umlaufrenditen öffentlicher Anleihen drastisch gesunken. Aus diesen leitet jedoch die Deutsche Bundesbank den Basiszinssatz für die Unternehmensbewertung ab (§203 BewG). Laut Bundesfinanzministerium beträgt dieser für das Jahr 2015 nur noch 0,99 Prozent (Bundesfinanzministerium, 2015). Im Jahr 2008 – also in der Phase, als das vereinfachte Ertragswertverfahren im Zuge der vorherigen Erbschaftsteuerreform in das Gesetz eingebettet wurde – betrug dieser dagegen noch 4,58 Prozent.

Zusammen mit einem Aufschlag von konstant 4,5 Prozentpunkten bildet der Basiszins den Kapitalisierungszins, dessen Kehrwert der Kapitalisierungsfaktor ist. Zur Bestimmung des Unternehmenswerts wird der durchschnittliche Ertrag der letzten drei Jahre mit diesem Faktor multipliziert. Er ist von 2008 bis 2015 von 11,0 auf 18,2 gestiegen (Tabelle 1). Gemäß den Berechnungsvorgaben des Fiskus haben deutsche Familienunternehmen aufgrund der Niedrigzinspolitik der Europäischen Zentralbank in den vergangenen Jahren stetig an Wert gewonnen, auch wenn sich die betriebswirtschaftlichen Umsatz- und Gewinngrößen nicht verändert haben.

Tabelle 1: Die vom Bundesfinanzministerium bekanntgegebenen Basiszinssätze und daraus abgeleitete Kapitalisierungsfaktoren

Jahr	Basiszins in Prozent	Kapitalisierungsfaktor
2015	0,99	18,2
2014	2,59	14,1
2013	2,04	15,3
2012	2,44	14,4
2011	3,43	12,6
2010	3,98	11,8
2009	3,61	12,3
2008	4,58	11,0

Quellen: Bundesfinanzministerium, diverse Jahrgänge, IW Köln

Aus Sicht eines Unternehmensinhabers ist es allerdings schwer nachvollziehbar, dass der Rückgang der Kapitalmarktzinsen zu einem erheblichen Wertzuwachs des eigenen Unternehmens führt, ohne dass Marktaussichten oder Wettbewerbspositionierung eine Rolle spielten.

Als der Gesetzgeber das vereinfachte Ertragswertverfahren bei der Erbschaftsteuerreform 2008 – vor der Finanz- und Wirtschaftskrise – ins Auge fasste, zeichnete sich die extreme Niedrigzinspolitik der Europäischen Zentralbank (EZB) noch nicht ab. Aus den moderaten Zinssätzen sind verschwindend geringe geworden. Diese Ent-

wicklung liegt zwar nicht im Verantwortungsbereich des Gesetzgebers. Im Rahmen der anstehenden Erbschaftsteuerreform kann er dieser Entwicklung jedoch nun Rechnung tragen und die Auswirkungen von Zinsschwankungen korrigieren (in welcher Form dies geschehen kann, wird im Abschnitt „2.4 Simulationsrechnungen“ veranschaulicht).

Das Ausmaß der Bewertungsunterschiede ist dabei enorm, wie das Beispiel in Tabelle 2 verdeutlicht: Ein größeres Familienunternehmen hat bei einem konstanten Jahresumsatz von 150 Millionen Euro und einer konstanten Umsatzrendite von 5 Prozent einen Vorsteuergewinn von 7,5 Millionen Euro. Nach dem pauschalen Abzug der Ertragsteuern von 30 Prozent verbleibt ein zu kapitalisierender Gewinn von 5,25 Millionen Euro. Trotz konstantem Unternehmensgewinn ist der Unternehmenswert als Bemessungsgrundlage der Erbschaftsteuer 2015 mit rund 95 Millionen Euro etwa 65 Prozent höher als noch 2008. Dies ergibt in der Steuerklasse I bei einem Erbschaftsteuersatz von 30 Prozent eine Steuerschuld von 28,7 Millionen Euro, was gegenüber 2008 eine zusätzliche Steuerbelastung von mehr als 11 Millionen Euro bedeutet.

Tabelle 2: Unternehmenswerte und Steuer¹⁾ in Euro

Jahr	Unternehmenswert gesetzl. Basiszins	Steuer	Unternehmenswert (Basiszins Dreijahres- Durchschnitte ²⁾)	Steuer
2015	95.628.415	28.688.525	82.374.477	24.712.343
2014	74.047.955	22.214.386	76.567.817	22.970.345
2013	80.275.229	24.082.569	73.563.755	22.069.127
2012	75.648.415	22.694.524	67.451.820	20.235.546
2011	66.204.288	19.861.286	64.233.279	19.269.984
2010	61.910.377	18.573.113	61.355.668	18.406.700
2009	64.734.895	19.420.469	61.260.210	18.378.063
2008	57.819.383	17.345.815	60.576.923	18.173.077

¹⁾ Unternehmenswert = Nachsteuergewinn in Höhe von 5,25 Millionen Euro mal Kapitalisierungsfaktor; Steuer: Steuerklasse I mit einem Steuersatz von 30 Prozent. ²⁾ Es werden jeweils das laufende Jahr und die beiden Vorjahre herangezogen, siehe Tabelle 1. Der Wert für 2007 wurde ebenfalls vom Bundesfinanzministerium übernommen, der für 2006 mit Hilfe der Online-Applikation Basiszinskurve ermittelt (Basiszinskurve, 2015).

Quelle: IW Köln

Auch wenn sich durch die Finanz-, Wirtschafts- und Eurokrise die Zinssätze auf Staatsanleihen drastisch reduziert haben, sticht das Jahr 2015 auch in diesem Umfeld mit einem besonders niedrigen Basiszins von 0,99 Prozent hervor. Um der Anwendung solcher Extremwerte entgegenzuwirken, bietet es sich an, ähnlich wie beim Unternehmensertrag vorzugehen. Dort wird zur Vermeidung von Extremwerten der

Durchschnitt der letzten drei Jahre herangezogen. Wendet man dieses Vorgehen auch beim Basiszins an, reduziert sich die Schwankungsbreite der Unternehmenswerte deutlich. Bei Anwendung der geltenden rechtlichen Vorschriften beträgt die Differenz zwischen 2015 und 2008 rund 38 Millionen Euro. Nutzt man hingegen Dreijahresdurchschnitte reduziert sie sich auf knapp 22 Millionen Euro. Entsprechend geringer ist auch der Anstieg der Steuerbelastung. Sie steigt zwar immer noch um 6,5 Millionen Euro an; der Zuwachs ist mit 36 Prozent aber fast um 30 Prozentpunkte geringer als im geltenden Recht.

Handlungsempfehlung: Der Zinsrückgang an den Kapitalmärkten in den vergangenen Jahren hat zu einer deutlich höheren Bewertung von Unternehmen und Betriebsvermögen geführt, ohne dass sich die betriebswirtschaftlichen Kennzahlen ändern. Der Gesetzgeber sollte zur Eliminierung von Zinsschwankungen am Kapitalmarkt beim Basiszins auf Dreijahresdurchschnitte anstatt auf Jahreswerte zurückgreifen.

2.3 Der gesetzlich festgelegte Zuschlag auf den Basiszins

2.3.1 Risikoaufschlag

Die oben dargelegte Wertsteigerung des Unternehmens ist ausschließlich auf die Absenkung des Basiszinssatzes als Folge der Niedrigzinspolitik zurückzuführen. Zusätzlich fließt mit dem in §203 I BewG festgelegten Zuschlag von 4,5 Prozent eine zweite Komponente in den Kapitalisierungszinssatz ein. Dieser Aufschlag soll unter anderem das Risiko des Investors kompensieren, das er im Vergleich zu einer risikolosen Anlage zusätzlich in Kauf nimmt (KPMG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, 2014). Dass dieses zusätzliche Risiko nicht bei jeder betrieblichen Investition identisch sein kann, liegt auf der Hand. Gleichwohl erweckt der Gesetzgeber diese Illusion, indem er einen fixen Wert in Höhe von 4,5 Prozent festschreibt. Branche, Größe, Marktanteil oder Vermögensgegenstände bleiben somit völlig unbeachtet.

Es ist offenkundig, dass der Gesetzgeber einen typisierenden Zuschlag festsetzt. Der Gesamtwert von 4,5 Prozent setzt sich zusammen aus einem Aufschlag für das unternehmerische Risiko, einem Wachstumsabschlag und einem Fungibilitätszuschlag (Deutscher Bundestag, 2007, S. 23 f.). In der Literatur wird daraus folgende Zusammensetzung abgeleitet:

Tabelle 3: Zusammensetzung des Zuschlags gemäß § 203 I BewG in Prozent

durchschnittlicher Risikoaufschlag	5,0
typisierter Wachstumsabschlag	-1,0
typisierter Fungibilitätszuschlag	0,5
typisierter Gesamtzuschlag	4,5

Quelle: Schilling/Kandels, 2013, 602

Diese Typisierung wurde bereits bei der Verabschiedung der Reform des Erbschafts- und Bewertungsrechts 2008 kritisiert. So sah zum Beispiel bereits damals die finanzgerichtliche Rechtsprechung einen zusätzlichen Immobilitätszuschlag von 2 Prozent als angemessen an. Zudem betrug die durchschnittliche Risikoprämie in Deutschland 5 Prozent (Schilling/Kandels, 2008). Letztere ist bis zum Jahr 2014 auf rund 6 Prozent angestiegen und lag damit 1,5 Prozentpunkte höher als im Bewertungsgesetz angesetzt. Nach Berechnungen der Wirtschaftsprüfungsgesellschaft KPMG betrug der Zuschlag sogar 6,75 Prozent (KPMG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, 2014).

Dabei ist zudem zu berücksichtigen, dass der Basiszins Mitte 2014 bei rund 2 Prozent und damit doppelt so hoch wie zu Beginn des Jahres 2015 lag. Fällt nun der Basiszins, lässt dies in der Regel die Marktrisikoprämie steigen, da die erwartete Unternehmensrendite sich nicht zwangsläufig verändern muss (KPMG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, 2014). So wird der Rückgang des Basiszinses zumindest teilweise durch steigende Risikoprämien kompensiert. Dies würde derzeit eine Risikoprämie von durchschnittlich 7 bis 8 Prozent bedeuten – wobei bereits die fallenden Inflationserwartungen im Vergleich zu 2014 eingepreist sind, die die Renditeerwartungen leicht drücken.

Die Einschätzung der steigenden Risikoprämien wird untermauert von den relativ konstanten Eigenkapitalkosten der vergangenen Jahre. Der Hebel zur Ermittlung der tatsächlichen Eigenkapitalkosten ist im Rahmen des Capital Asset Pricing Model (CAPM) der sogenannte Betafaktor (β). Er gibt Aufschluss über das systematische Risiko einer Investition im Vergleich zum Gesamtmarkt. Wenn die Rendite eines Unternehmens genauso schwankt wie der Gesamtmarkt, ist der Betafaktor gleich eins.

Zwar findet der Betafaktor im vereinfachten Ertragswertverfahren keine explizite Anwendung. Zur Plausibilisierung des gesetzlichen Risikoaufschlages wurde das CAPM allerdings sehr wohl herangezogen; dabei wird β implizit mit 1 angesetzt (Deutscher Bundestag, 2008, 24). Die Eigenkapitalkosten oder die geforderte Eigenkapitalrendite werden wie folgt berechnet, wobei r_E = Eigenkapitalrendite, r_f = risikoloser Zinssatz oder Basiszinssatz, β = Betafaktor und r_m = Rendite des diversifizierten Marktportfolios gilt:

$$r_E = r_f + \beta \cdot (r_m - r_f)$$

Handelt es sich um ein sehr riskantes Investitionsobjekt mit volatilen Zahlungsflüssen, ist der Wert für β also größer als eins. Bei sehr konstanten Finanzströmen liegt der Wert unter eins. Folglich pendelt der Durchschnitt aller Unternehmen um den Wert eins (verschuldeter Betafaktor von durchschnittlich 0,99 im Jahr 2014 in Deutschland¹). Gleichwohl hängt es vom Einzelfall ab, ob das spezifische β eines Unternehmens eher ober- oder unterhalb des Marktportfolios liegt. Auch zwischen einzelnen Branchen zeigen sich relevante Unterschiede.

In der Praxis heißt dies, dass das im Bewertungsgesetz implizit unterstellte β von 1 für mittelständische Unternehmen in der Regel zu gering bemessen sein wird. Denn je kleiner ein Unternehmen ist, desto geringer ist üblicherweise sein Produktportfolio diversifiziert und desto höher sind die unternehmensspezifischen Risiken und desto volatiler die Zahlungsflüsse.

Zusätzlich muss berücksichtigt werden, dass bei Familienunternehmen viel Kapital einzelner Personen in das jeweilige Unternehmen investiert wird. Die Eigentümer konzentrieren ihre Anlage bewusst in dem (eigenen) Unternehmen und bauen dort hoch spezialisierte Kernkompetenzen auf. Das heißt aufgrund begrenzter Kapitalverfügbarkeit kann das Gesamtrisiko des Eigentümers durch Diversifikation nicht so weit gesenkt werden wie bei Investoren, die das Marktportfolio zum Beispiel als Indexfonds halten. Im CAPM wird nämlich angenommen, dass jeder Investor einen Bruchteil des perfekt diversifizierten Marktportfolios hält. Daher wird der Investor im CAPM für dieses zusätzliche, sogenannte unsystematische Risiko, nicht vergütet. Aufgrund der mangelnden Diversifizierungsmöglichkeiten fordert der Käufer eines Familienunternehmens jedoch eine höhere Rendite für dieses zusätzliche, unsystematische Risiko und hat korrespondierend eine geringere Zahlungsbereitschaft beim Kauf (Balz und Bordemann, 2007). Da der Gesetzgeber ausdrücklich wünscht, dass Familienunternehmen bestehen bleiben und dementsprechend von einer oder wenigen Personen gehalten werden, die einen Großteil ihres Kapitals in das Unternehmen investieren, sollte er diese für das zusätzliche, unsystematische Risiko folglich entlohnen und in der Berechnungssystematik berücksichtigen. Dies könnte in Form eines Zuschlags erfolgen, da dieser Teil des Gesamtrisikos gemäß CAPM nicht im Betafaktor berücksichtigt ist. Ein Risikoaufschlag in Höhe von 5 Prozent als Marktisikoprämie wäre nach Creutzmann und Heuer (2010, 1307) im vereinfachten Ertragswertverfahren daher nur vertretbar, wenn der Betafaktor entsprechend nach oben angepasst wird.

Die Eigenkapitalkosten lagen im Jahr 2014 durchschnittlich bei 8,7 Prozent (KPMG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, 2014, 33), wobei auch hier Brancheneffekte vorliegen, die zu einer Streuung führen. So wies zum Beispiel der Automobilsektor sogar

¹ Der unverschuldete Betafaktor, bei dem die Verschuldung des Unternehmens berücksichtigt wird, fällt in der Regel geringer aus, da Schulden das Risiko erhöhen.

einen Wert von 9,8 Prozent auf. In diesen Werten können neben den beiden Komponenten Basiszins und Risikoprämie auch individuelle Zuschläge enthalten sein. Durchschnittliche Risikozuschläge für Familienunternehmen sollten zumindest in der Regel höher ausfallen als in dem genannten Durchschnittswert berücksichtigt, so dass der Eigenkapitalkostensatz von 8,7 Prozent eher den unteren Wert einer möglichen Bandbreite beschreibt. Familienunternehmen, die beispielsweise einen relativ hohen Fremdkapitalanteil aufweisen, sehen sich auch höheren geforderten Eigenkapitalrenditen ausgesetzt, so dass der Risikoaufschlag entsprechend höher gewählt werden müsste.

Handlungsempfehlung: Ein pauschaler Risikoaufschlag wird keinem Unternehmen gerecht. Ein Vergleich mit tatsächlichen Risikoprämien zeigt, dass der Gesetzgeber den Einheitssatz zu niedrig ansetzt, insbesondere da es sich um Familienunternehmen handelt. Bei einem Erbfall sollte im Rahmen der Unternehmensbewertung auch das individuelle Risikomaß β ermittelt werden.

2.3.2 Verfügungsbeschränkungen

Eine weitere Komponente des Zuschlags gemäß § 203 I BewG ist der Fungibilitätszuschlag von 1 Prozent. Damit soll berücksichtigt werden, dass Familienunternehmen als Ganzes und auch Anteile an solchen Unternehmen nur eingeschränkt handelbar sind. Anders als bei beaufsichtigten Aktienmärkten besteht nur eine geringe Markttransparenz, woraus starke Einschränkungen des Käuferkreises resultieren. Zudem bestehen durch Struktur und Historie der Familienunternehmen in der Regel Verfügungsbeschränkungen, die sich zumeist auf folgende Fälle beziehen (Spitzenverbände der deutschen Wirtschaft, 2015):

1. Veräußerung von Anteilen (ein Minderheitsgesellschafter darf ohne Zustimmung nur an Miteigentümer veräußern),
2. Abfindungen (Klauseln im Gesellschaftervertrag verhindern marktgerechte Abfindungen eines Gesellschafters, was praktisch wie ein Veräußerungsverbot wirkt),
3. Entnahmen- und Ausschüttungen (vielfach wird nur ein geringer Anteil der Erträge ausgeschüttet, der größere Teil wird ins Unternehmen reinvestiert, was die Gesellschafterrendite schmälert).

Ein weiterer elementarer Unterschied ist oftmals die Kapitalmarktorientierung. Nach §264d HGB ist ein Unternehmen kapitalmarktorientiert, wenn es sich über einen organisierten Markt finanziert. Dies ist bei Familienunternehmen zumeist nicht gegeben.

Solche Verfügungsbeschränkungen und die fehlende Kapitalmarktorientierung führen vielfach zu einer Überzeichnung des Unternehmenswerts. Denn Fungibilität bedeutet, einen Vermögensgegenstand, also zum Beispiel einen Unternehmensanteil, schnell, sicher und ohne hohe Kosten liquide machen zu können, also gegen Geld eintauschen zu können. Hintergrund ist das Äquivalenzprinzip, da es bei der Veräußerung von Unternehmensanteilen im Gegensatz zu liquideren Vermögensgegenständen zum einen zu zeitlichen Verzögerungen aufgrund von Kaufpreisverhandlungen und Due Diligence kommen kann, zum anderen aber sogar Verkaufsbeschränkungen grundsätzlicher Art bestehen können. Dies trifft insbesondere auf Gesellschaftsverträge und Erbfälle zu (Barthel, 2003).

Sogenannte Fungibilitätszuschläge oder Abschläge für fehlende Fungibilität werden daher von vielen Seiten für Familienunternehmen als angemessen erachtet (KPMG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, 2014; Hackspiel, 2010).² Weitere Gründe für Wertkorrekturen können operative Risiken, geringere Liquidität und schlechtere Informationslage sein, die bei nicht-börsen-notierten Familienunternehmen aus Sicht eines potenziellen Investors als gegeben unterstellt werden können (KPMG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, 2014, 31). Der im Gesamtzuschlag gemäß §203 I BewG enthaltene Fungibilitätszuschlag von 1 Prozent erscheint bereits im Vergleich zur finanzgerichtlichen Rechtsprechung als zu gering (Schilling/Kandels, 2008).

Handlungsempfehlung: Bei nicht-börsennotierten Familienunternehmen stellen Verfügungsbeschränkungen aus Investorensicht einen erheblichen Nachteil gegenüber Alternativinvestitionen dar. Deshalb sollten sie auch im Kapitalisierungszins angemessen berücksichtigt werden. Denkbar wäre zum Beispiel eine Erhöhung des Zuschlags gemäß §203 I BewG.

2.4 Simulationsrechnungen

In den Kapiteln 5.1 und 5.2 wurden mehrere Faktoren aufgeführt, die tendenziell zu einer Überbewertung eines Familienunternehmens führen, wenn sie unzureichend berücksichtigt werden. Damit stellt sich unmittelbar die Frage, wie diese Einschränkungen und Besonderheiten Eingang in die Bewertung finden sollten. Denkbar sind Abschläge auf den Jahresertrag und den Unternehmenswert oder Zuschläge auf die Kapitalkosten, indem Zinssatz oder Betafaktor angepasst werden (Hackspiel, 2010). Während aus methodischen Gründen ein Zuschlag auf den Zinssatz empfehlenswert

² Für die grundsätzliche Frage nach der Angemessenheit von Fungibilitätszuschlägen siehe zum Beispiel Römhild (2009) oder Barthel (2003).

ist, hat sich aus praktischen Gründen ein Abschlag auf den ermittelten Wert durchgesetzt (Barthel, 2003, 1186).

In Anlehnung an die Literatur werden im Folgenden vier Szenarien simuliert, bei denen die Besonderheiten von Familienunternehmen technisch im Bewertungsverfahren berücksichtigt werden:

1. Eine Erhöhung von β um 0,5 auf 1,5 (Keller/Hohmann, 2004, 207) – auch Creutzmann/Heuer (2010, 1307) betonen die Unangemessenheit eines Betafaktors von eins.
2. Alternativ zur Anhebung von β eine pauschale Anpassung des Zinssatzes um zusätzlich 3 Prozentpunkte (Fischer, 1996).
3. Ein Fungibilitätszuschlag auf die Eigenkapitalrendite in Höhe von 43 Prozent (Pratt/Reilly/Schweih, 2000, 407). Laut Römhild (2009, 26) sind sogar Zuschläge bis zu 50 Prozent denkbar.
4. Alternativ dazu ein Abschlag auf den ermittelten Unternehmenswert in Höhe von 35 Prozent wegen mangelnder Fungibilität, angelehnt an eine Auswertung von elf amerikanischen Forschungsergebnissen zu Abschlägen für nicht öffentlich gehandelte Aktien im Vergleich zu öffentlich gehandelten Aktien (Pratt/Reilly/Schweih, 2000, 404). In den USA sind Abschläge in Höhe bis zu 45 Prozent in diesen Fällen verbreitet (Barthel, 2003, 1184 f. für eine Übersicht). Römhild (2009, 27) spricht von einer „goldenen Weisheit“, nach der sich ein Abschlag in Höhe von 35 Prozent etabliert hat. Auch Damodaran (2005) betont die Bedeutung von Illiquidität im Rahmen der Unternehmensbewertung.

Bei den vier Simulationsrechnungen wurde der tatsächliche durchschnittliche Eigenkapitalkostensatz des Jahres 2014 in Höhe von 8,7 Prozent (KPMG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, 2014, 33) für alle Unternehmen als Ausgangspunkt verwendet. Grundlage der Berechnungen ist wie bei Tabelle 2 ein zu kapitalisierender Jahresgewinn von 5,25 Millionen Euro. Bemerkenswerterweise liefern die verschiedenen Ansätze sehr konsistente Ergebnisse. Alle vier Simulationsrechnungen ergeben Abschläge zwischen 53 und 59 Prozent auf den Wert nach der derzeitigen Rechtslage.

Tabelle 4: Alternative Unternehmensbewertungen

	Gesetzeslage	Betafaktor (1)	Zinsaufschlag I (2)	Zinsaufschlag II (3)	Wertkorrektur (4)
Basiszinssatz	0,99%	0,99%	0,99%	0,99%	0,99%
Zuschlag für Marktrisiko	4,50%	7,71%	7,71%	7,71%	7,71%
Beta-Faktor	1,00	1,50	1,00	1,00	1,00
ergänzender Zuschlag für spezifische Wertminderungen		3,86%	3,00%	3,74%	0,00%
Kapitalisierungszinssatz	5,49%	12,56%	11,70%	12,44%	8,70%
Kapitalisierungsfaktor ¹⁾	18,2149	7,9650	8,5470	8,0379	11,4943
Unternehmenswert in Euro	95.628.415	41.816.010	44.871.795	42.199.180	60.344.828
Wertkorrektur (35%)					21.120.690
Wert in Prozent des geltenden Rechts		44%	47%	44%	41%

¹⁾ Kapitalisierungsfaktor gerundet.

Quelle: IW Köln

2.5 Die Annahme einer unendlichen Nutzungsdauer des Unternehmens

Eine weitere Unzulänglichkeit des vereinfachten Ertragswertverfahrens ist die angenommene "ewige Rente". Damit unterstellt das Bewertungsgesetz implizit eine unendliche Lebensdauer des Unternehmens und der Investor erzielt annahmegemäß Jahr für Jahr bis zur Unendlichkeit einen konstanten Jahresertrag. Zwar ist dieser Ansatz in der Unternehmensbewertung weit verbreitet, jedoch finden sich auch gute Gründe davon abzuweichen. So kennt auch das Steuerrecht Ausnahmen von dieser Regel, beispielsweise bei der Bewertung einer Funktionsverlagerung im Rahmen des Außensteuerrechts (§6 Funktionsverlagerungsverordnung, 2008, in Verbindung mit Verwaltungsgrundsätze Funktionsverlagerung Tz. 2.6, Bundesfinanzministerium, 2010).

Regelmäßige Neuinvestitionen in Maschinen, das Auslaufen von Patenten oder Nutzungsrechten sowie die Dynamik der globalisierten Wirtschaft machen ein schnelles Agieren erforderlich: Auf Erfolgen von gestern kann sich kein Unternehmen ausruhen. Ein Kundenstamm wird oft überschätzt, da die Kundenbindung in vielen Fällen nicht mehr so stark ist wie früher. Nicht geschützte Herstellungsverfahren oder Produkte rufen günstige Nachahmer auf den Markt, was zu einem Verdrängungswettbewerb führt. Zudem ist der Erfolg neuer Forschungen oder Produkteinführungen stets unsicher. Es bestehen also erhebliche Gefahren, dass ein Unternehmen aus

dem Markt ausscheidet oder zumindest Marktanteile verliert, was sich im Bewertungsverfahren nicht widerspiegelt.

Würde anstatt der ewigen Rente eine verbleibende Nutzungsdauer des Unternehmens von sieben Jahren unterstellt, würde der Wert des Betriebsvermögens nur mit rund einem Drittel des Werts bei Zugrundelegung einer ewigen Rente bewertet. Bei zehn Jahren Restnutzungsdauer wäre es deutlich weniger als die Hälfte, sofern in beiden Fällen kein Restwert unterstellt wird.

Tabelle 5: Begrenzte Lebenserwartung des Unternehmens¹⁾

Restnutzungsdauer	Nutzungsdauer nach einem Erbfall 2015		
	ewige Rente	10 Jahre	7 Jahre
Unternehmenswert	95.628.415	39.591.524	29.846.288

¹⁾ Der zu kapitalisierende Jahresertrag beträgt wieder 5,25 Millionen Euro.

Quelle: IW Köln

In der Regel – so der unmittelbare Einwand – ist ein Unternehmen, das heute vererbt wird, auch in sieben oder zehn Jahren noch werthaltig. Dies trifft vom Grundsatz her zu, aufgrund von erforderlichen Investitionen, Veränderungen der Marktbedingungen oder Aufkommen neuer Konkurrenz ist dies jedoch keinesfalls in der Größenordnung der Vergangenheit gesichert. Genau dies nimmt der Gesetzgeber jedoch an. Weder das Konzept der ewigen Rente noch eine Begrenzung der Restnutzungsdauer können jedem Einzelfall gerecht werden. Allerdings lassen sich ebenso wenig unternehmensindividuelle Lebenserwartungen und Restwerte abschätzen. Eine Möglichkeit wäre daher, den Wert der ewigen Rente und den Wert einer begrenzten Restnutzungsdauer zu gewichten und beide in der Wertermittlung zu berücksichtigen. Da sich der Gesetzgeber im Bewertungsgesetz ohnehin mit einem typisierenden Zuschlag behilft, könnte dieser alternativ erhöht werden.

Handlungsempfehlung: Grundsätzlich ist die ewige Rente ein weit verbreitetes Instrument bei der Unternehmensbewertung. Gleichwohl sollte der Gesetzgeber die Möglichkeit der Betriebsaufgabe oder -insolvenz berücksichtigen. Dies könnte durch eine typisierende Lebenserwartung, eventuell ergänzt um einen Restwert, erfolgen. Erscheint dies nicht praktikabel, wäre alternativ auch eine Erhöhung des Zuschlags bei der Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes denkbar.

3. Fazit

Das vereinfachte Ertragswertverfahren sieht die Berechnung des Unternehmenswerts über einen aus dem CAPM-Modell abgeleiteten Kapitalisierungszins vor. Dieser besteht aus zwei Komponenten: dem Basiszins und einem Zuschlag. In diesen

zwei Größen sollen alle den Unternehmenswert beeinflussenden Elemente zusammengefasst werden. Dies führt zwingend zu einem hohen Typisierungsgrad. In dieser Arbeit wurde gezeigt, dass eine Vielzahl von Faktoren nur unzureichend berücksichtigt wurde. Sowohl beim Basiszins als auch bei dem Zuschlag besteht die Gefahr, dass es bei einer Verwendung der gesetzlich vorgegebenen Werte zu einer Überbewertung von Unternehmen kommt, die im Einzelfall erheblich sein kann.

Vor diesem Hintergrund sollte der Gesetzgeber eine Korrektur der Bewertungsvorgaben angehen. Das Institut der deutschen Wirtschaft Köln schlägt zur Behebung der oben dargestellten Unzulänglichkeiten folgende Handlungsempfehlungen vor:

1. Die Fortschreibung historischer Jahreserträge in die Zukunft birgt Risiken für eine fehlerhafte Bewertung. Um den Steuerpflichtigen im Zweifelsfall nicht zu benachteiligen sollte der Gesetzgeber entweder auf Planzahlen abstellen oder einen Risikopuffer in Form eines Abschlages auf die historischen Jahreserträge einbauen.
2. Beim Basiszins sollten Durchschnittswerte verwendet werden, um den Effekt einer Änderung der Kapitalmarktzinsen auf den Unternehmenswert abzumildern.
3. Der Zuschlag erscheint grundsätzlich als zu gering bemessen. Optimal wäre es, wenn alle Elemente, die den Wert eines Unternehmens beeinflussen, individuell berücksichtigt werden könnten. Dies dürfte aber kaum realisierbar sein. Dies hat der Gesetzgeber bei der Neufassung des Bewertungsgesetzes 2009 auch erkannt und sich dazu entschlossen, mit einem typisierten Zuschlag zu arbeiten. Sollte dieses Vorgehen aus Praktikabilitätsgründen beibehalten werden, wäre es sinnvoll, den Zuschlag anzuheben, um die Gefahr von Überbewertungen zu begrenzen. Tabelle 4 zeigt, dass zum einen von tatsächlichen Eigenkapitalkosten in Höhe von 8 bis 9 Prozent ausgegangen werden sollte und zum anderen eine weitere Erhöhung des Zuschlags um 3 bis 4 Prozentpunkte aufgrund von Verfügungsbeschränkungen angemessen wäre.
4. Eine ewige Rente sollte nicht per se angenommen werden. Zum Beispiel könnte sowohl das Szenario einer unendlichen als auch einer endlichen Nutzungsdauer des Unternehmens anteilig in die Wertermittlung eingehen.

Allerdings hat das Bundesverfassungsgericht in seinem Urteil von 2014 die Unternehmensbewertung nicht kritisiert. Sollte die Politik deshalb das Bewertungsgesetz nicht ändern wollen, müsste der Gefahr von Überbewertungen im Erbschaftsteuergesetz begegnet werden. Sollte sich die Politik zum Beispiel für die Abgrenzung großer Unternehmen mit Hilfe eines aus dem Bewertungsgesetz abgeleiteten Schwellenwerts entscheiden, müsste dieser angemessen hoch gesetzt werden. Ansonsten würden, entgegen der Intention des Urteils, auch kleine und mittlere Unternehmen unter die Bedürfnisprüfung fallen.

Literatur

Balz, Ulrich / Bordemann, Heinz-Gerd, 2007, Ermittlung von Eigenkapitalkosten zur Unternehmensbewertung mittelständischer Unternehmen mithilfe des CAPM, Finanzbetrieb, Heft 12, S.737–743

Barthel, Carl W., 2003, Unternehmenswert, Der Betrieb, Heft 22, S.1181–1186.

Basiszinskurve, 2015, Online-Applikation, URL:

<http://www.basiszinskurve.de/basiszinssatz-gemaess-idw.html> [April 2015]

Braun, Reiner / Pfeiffer, Ulrich, 2005, Expertise „Lebensökonomie als (mögliches) Leitbild einer nachhaltigen Familienpolitik“, empirica im Auftrag des Bundesministeriums für Familie, Senioren, Frauen und Jugend

Bundesfinanzhof, 2012, Vorlage des ErbStG an BVerfG zur Prüfung der Verfassungsmäßigkeit, Aktenzeichen II R 9/11, Entscheidung vom 27.09.2012, veröffentlicht am 10.10.2012, URL: <http://juris.bundesfinanzhof.de/cgi-bin/rechtsprechung/document.py?Gericht=bfh&Art=en&nr=26740> [März 2015]

Bundesfinanzministerium, 2015, Bewertung nicht notierter Anteile an Kapitalgesellschaften und des Betriebsvermögens, Schreiben an die obersten Finanzbehörden der Länder vom 2. Januar 2015, Berlin

Bundesfinanzministerium, diverse Jahrgänge, Bewertung nicht notierter Anteile an Kapitalgesellschaften und des Betriebsvermögens, Schreiben an die obersten Finanzbehörden der Länder (Basiszins für das vereinfachte Ertragswertverfahren nach § 203 Absatz 2 BewG), Berlin

Bundesfinanzministerium, 2014, Urteil des Bundesverfassungsgerichts zur Erbschaft- und Schenkungsteuer; Pressemitteilung Nr. 55 vom 17.12.2014, URL: <http://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Pressemitteilungen/Finanzpolitik/2014/12/2014-12-17-pm55-erbschaftsteuer.html> [März 2015]

Bundesfinanzministerium, 2012, Die Begünstigung des Unternehmensvermögens in der Erbschaftsteuer Gutachten des Wissenschaftlichen Beirats beim Bundesministerium der Finanzen, Berlin

Bundesfinanzministerium, 2010, Grundsätze für die Prüfung der Einkunftsabgrenzung zwischen nahe stehenden Personen in Fällen von grenzüberschreitenden Funktionsverlagerungen (Verwaltungsgrundsätze Funktionsverlagerung), Berlin

Funktionsverlagerungsverordnung, 2008, Funktionsverlagerungsverordnung vom 12. August 2008 (BGBl. I S. 1680), die durch Artikel 24 des Gesetzes vom 26. Juni 2013 (BGBl. I S. 1809) geändert worden ist

Creutzmann, Andreas / Heuer, André, 2010, Der Risikozuschlag beim vereinfachten Ertragswertverfahren, Der Betrieb, Heft 24, S.1301–1307

Damodaran, Aswath, 2005, Marketability and Value, Stern School of Business, Working Paper

Deutscher Bundestag, 2008, Bericht des Finanzausschusses (7. Ausschuss) zu dem Gesetzentwurf der Bundesregierung – Drucksachen 16/7918, 16/8547, 16/8814 Nr. 3 – Entwurf eines Gesetzes zur Reform des Erbschaftsteuer- und Bewertungsrechts (Erbschaftsteuerreformgesetz – ErbStRG), 16. Wahlperiode, Drucksache 16/11107, Berlin

Institut der Wirtschaftsprüfer (IDW), 2007, Entwurf einer Neufassung des IDW Standards: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW ES 1 i.d.F. 2007)

Hackspiel, Thorsten, 2010, Unternehmensbewertung von KMU – Prozessuale und quantitative Besonderheiten, M&A Review, 3/2010, S.131–138

Keller, Michael / Hohmann, Bruno, 2004: Besonderheiten bei der Bewertung von KMU; in: Richter, Frank; Timmreck, Christian (Hrsg.): Unternehmensbewertung, S.189–216

Kohl, Thorsten / Schilling, Dirk, 2013, Wege aus der Krise beim vereinfachten Ertragswertverfahren nach BewG, in: Der Betrieb, Heft 12, S. 599–603, Düsseldorf

Kohl, Thorsten / Schilling, Dirk, 2008, Die Reform des Erbschafts- und Bewertungsrechts im Lichte des IDW S 1 i.d.F. 2008, in: STuB; Zeitschrift für das Steuerrecht und die Rechnungslegung der Unternehmen, Band 10.2008, 23, S. 909–917, Herne

KPMG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, 2014, Kapitalkostenstudie 2014

Pratt, Shannon P. / Reilly, Robert F. / Schweihs, Robert P., 2000, Valuing a Business, Library Investment & Finance, S. 391–423

Römhild, Maximilian, 2009, Die Erfassung fehlender Fungibilität in der Unternehmensbewertung, Universität Hohenheim, Discussion Paper 2009-02

Spitzenverbände der deutschen Wirtschaft, 2015, Diskussionsvorschlag Nachjustierungen im Erbschaft- und Schenkungssteuergesetz, Berlin

Steger, Christian Ph. / Königer, Stefan, 2015, Erbschaftssteuer „3.0“ – erneuter Reparaturauftrag an den Gesetzgeber, Betriebs Berater, Heft 4/2015, S.157–166