

Demary, Markus; Hentze, Tobias; Kauder, Björn; Niehues, Judith

Research Report

Die Rolle der Betriebsvermögen in der Vermögensverteilung

Provided in Cooperation with:

Foundation for Family Businesses / Stiftung Familienunternehmen

Suggested Citation: Demary, Markus; Hentze, Tobias; Kauder, Björn; Niehues, Judith (2021) : Die Rolle der Betriebsvermögen in der Vermögensverteilung, ISBN 978-3-948850-00-5, Stiftung Familienunternehmen, München

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/250022>

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.



Die Rolle der Betriebsvermögen in der Vermögensverteilung



Impressum

Herausgeber:



Stiftung Familienunternehmen

Prinzregentenstraße 50

80538 München

Telefon: +49 (0) 89 / 12 76 400 02

Telefax: +49 (0) 89 / 12 76 400 09

E-Mail: info@familienunternehmen.de

www.familienunternehmen.de

Erstellt von:



Institut der deutschen Wirtschaft Köln e.V.

Konrad-Adenauer-Ufer 21

50668 Köln

Projektteam

Dr. Markus Demary

Dr. Tobias Hentze

Dr. Björn Kauder

Dr. Judith Niehues

© Stiftung Familienunternehmen, München 2021

Titelbild: industryview | 123RF

Abdruck und Auszug mit Quellenangabe

ISBN: 978-3-948850-00-5

Zitat (Vollbeleg):

Stiftung Familienunternehmen (Hrsg.): Die Rolle der Betriebsvermögen in der Vermögensverteilung, erstellt vom Institut der deutschen Wirtschaft Köln e.V., München 2021, www.familienunternehmen.de

Inhaltsverzeichnis

Zusammenfassung der wichtigsten Ergebnisse.....	V
A. Einleitung	1
B. Besonderheiten des Betriebsvermögens als Vermögensanlage	5
I. Vergleich der unterschiedlichen Anlageformen	8
II. Abgrenzung des Betriebsvermögens von den anderen Anlageklassen	13
C. Charakteristika von Betriebsvermögen in Befragungsdaten	17
I. Betriebsvermögen im Sozio-oekonomischen Panel	18
II. Betriebsvermögen in „Private Haushalte und ihre Finanzen“	22
III. Zeitliche Entwicklung der Betriebsvermögen	31
D. Unternehmensbewertung und Hochrechnung von Betriebsvermögen.....	35
I. Bewertungsgrundsätze	35
II. Datenbasis	42
III. Hochrechnung des Betriebsvermögens.....	47
E. Betriebsvermögen in der Vermögensverteilung	53
I. Hinzuschätzung der Vermögenskomponenten.....	53
II. Verteilungsergebnisse	59
F. Wirtschaftspolitische Einordnung	65
I. Vermögensteuer	65
II. Einordnung in die Verteilungsdebatte	68
G. Fazit.....	75
H. Anhang	77
Tabellenverzeichnis	79
Abbildungsverzeichnis	81
Abkürzungsverzeichnis	83
Literaturverzeichnis	85

Zusammenfassung der wichtigsten Ergebnisse

- Die Höhe und Entwicklung der Vermögensungleichheit in Deutschland steht regelmäßig im Zentrum vieler Debatten. Das Betriebsvermögen nimmt dabei eine besondere Rolle unter den Vermögenskomponenten ein. Denn im Gegensatz zu anderen Vermögensgegenständen handelt es sich bei Betriebsvermögen um eher illiquides Vermögen, das oftmals langfristig als produktiv eingesetztes Kapital gebunden ist. Eine eindeutige Bewertung von Betriebsvermögen ist schwierig. Da insbesondere eigentümergeführte Unternehmen nicht an einem (öffentlichen) Markt gehandelt werden, liegen keine Marktpreise vor.
- Da sich bereits einzelne Unternehmen in der Regel nicht eindeutig bewerten lassen, ergeben sich umso größere Herausforderungen, wenn das gesamte in Deutschland gehaltene Betriebsvermögen privater Haushalte bestimmt werden soll. Vorliegende Befragungsdaten sind zur Bewertung von Betriebsvermögen unzureichend, da insbesondere hohe (Betriebs-) Vermögen in stichprobenbasierten Befragungen in der Regel unterrepräsentiert sind. Über pauschale Ertragswertverfahren können Schätzwerte für das Betriebsvermögen ermittelt werden, die jedoch den Eigenheiten und Marktgegebenheiten einzelner Unternehmen nicht gerecht werden können und daher mit Vorsicht zu interpretieren sind.
- In der vorliegenden Analyse wird zur Bestimmung des Betriebsvermögens im Wesentlichen auf die Befragungsdaten „Private Haushalte und ihre Finanzen“ der Deutschen Bundesbank und die Unternehmensdatenbank dafne zurückgegriffen. Während die Befragungsdaten Grundlage des in sehr kleinen Unternehmen gehaltenen Betriebsvermögens sind (weniger als zehn Mitarbeiter), wird ein Unternehmenssample der dafne-Datenbank auf die Gesamtheit der eigentümergeführten Unternehmen mit zehn Beschäftigten und mehr auf Basis des vereinfachten Ertragswertverfahrens hochgerechnet. Insgesamt ergibt diese Vorgehensweise Schätzwerte für das von privaten Haushalten gehaltene Betriebsvermögen im Jahr 2017 in Höhe von 2,4 bis 3,1 Billionen Euro. Gegenüber den Jahren 2011 und 2014 zeigt sich ein erkennbarer Anstieg der Betriebsvermögen. Bei den Werten handelt es sich aufgrund der Unsicherheit der zugrundeliegenden Datenquellen und Prämissen bei den Bewertungsverfahren weiterhin um Annäherungen, die gleichwohl darauf hinweisen, dass Betriebsvermögen deutlich höher ausfallen, als es amtliche Statistiken oder Befragungen nahelegen.
- Wie auch die kürzlich erschienene Hochvermögendenbefragung des Sozio-oekonomischen Panels (SOEP) zeigen die Auswertungen der vorliegenden Studie, dass insbesondere Vermögen im oberen Bereich der Vermögensverteilung zu wesentlichen Teilen aus Betriebsvermögen bestehen. Daher steigt die relative Bedeutung der Betriebsvermögen bei vermögenden Haushalten erwartungsgemäß, wenn eine höhere Unternehmensbewertung zugrunde gelegt wird. Während der Anteil des Betriebsvermögens im Vermögensportfolio des oberen Prozents in den Ursprungsdaten bei 39 Prozent liegt, erhöht sich der Anteil nach Anpassung an die neu ermittelten Bandbreiten für das Betriebsvermögen auf 56 bis

*Betriebsvermögen
ist in der
Regel illiquide
und langfristig
gebunden*

*Vermögen im
oberen Bereich
besteht zu
wesentlichen
Teilen aus
Betriebsvermögen*

*Seit der Finanzkrise:
Keine empirische
Evidenz für Anstieg
der Vermögens-
ungleichheit*

*Zur Bedeutung der
Familienunternehmen in
peripheren Regionen:*



65 Prozent. Durch die Integration der höher bewerteten Betriebsvermögen in der Vermögensverteilung steigt die Ungleichverteilung der Vermögen. Da auch die Untererfassung anderer Vermögenskomponenten berücksichtigt wird, wird der Anstieg der Ungleichheit insbesondere durch den egalisierenden Effekt der untererfassten Sichteinlagen teilweise kompensiert.

- Mit Blick auf die Entwicklung der Vermögensungleichheit zeigt sich unter Hinzuschätzung der Betriebsvermögen und Berücksichtigung der Untererfassung weiterer Vermögenskomponenten ein Anstieg von 2011 bis 2014 und ein Rückgang von 2014 bis 2017, sodass das Ungleichheitsniveau im Jahr 2017 im Ergebnis geringfügig unterhalb des Niveaus des Jahres 2011 liegt. Dieser Befund reiht sich in vorliegende Hinzuschätzungs-Studien ein, die zwar ausnahmslos zu dem Ergebnis kommen, dass die Vermögensungleichheit bei Hinzuschätzung hoher Vermögen und/oder besonderer Berücksichtigung von Betriebsvermögen höher ausfällt, jedoch zumindest für die Zeit seit der Finanzkrise keine empirische Evidenz für einen Anstieg der Vermögensungleichheit bieten.
- Die vorliegende Analyse untermauert die Erkenntnis, dass die Vermögensungleichheit in Deutschland unter anderem mit der besonderen Wirtschaftsstruktur der vielen eigentümergeführten Unternehmen und Familienunternehmen zusammenhängt, die insbesondere auch in peripheren Regionen Garant für viele Arbeitsplätze sind. Durch die Eigentümerstruktur sind Vermögen zwar tendenziell stärker in wenigen Händen konzentriert, gleichzeitig zeigt sich jedoch, dass insbesondere Familienunternehmen wenig Mitarbeiterfluktuation aufweisen, stark in der Region verankert sind und häufig eine langfristige Perspektive einnehmen. Dies sollte nicht nur einordnend für Debatten um die vergleichsweise hohe Vermögensungleichheit in Deutschland, sondern auch mit Blick auf Diskussionen um die Wiedereinführung einer Vermögensteuer bedacht werden.

A. Einleitung

Seit Jahren stehen die Verteilung und Konzentration der Vermögen im Zentrum vieler Debatten. Besondere Aufmerksamkeit erlangen die Debatten nicht nur dadurch, dass die Vermögen ungleicher verteilt sind als die Einkommen; sondern mit der Verfügbarkeit länderübergreifender Vermögensdaten der Europäischen Zentralbank ist auch der Befund zutage getreten, dass die Vermögensungleichheit in Deutschland im Vergleich zu den übrigen Euroländern relativ stark ausgeprägt ist. Ohne Einordnung in den spezifischen Länderkontext lassen sich internationale Vermögensunterschiede jedoch kaum bewerten. Neben sozio-demografischen Merkmalen wie Alters- und Haushaltsstruktur liegt ein wesentlicher Erklärungsfaktor für die Verteilung privater Vermögen in den unterschiedlichen sozialen Sicherungssystemen der Euroländer. Ist beispielsweise ein wesentlicher Teil der Alterssicherung über eine gesetzliche Rentenversicherung organisiert, dann gibt es geringere Anreize privat vorzusorgen. Ähnliches gilt für die Absicherung weiterer Risiken, wie beispielsweise Arbeitsplatzverlust, Krankheit oder auch Einkommensrisiken wie aktuell durch die Corona-Pandemie. Wenn diese maßgeblich durch soziale Sicherungsleistungen abgedeckt werden, fällt auch hier die Notwendigkeit privater Rücklagen geringer aus als in Staaten ohne vergleichbar umfangreiche sozialstaatliche Absicherung. In vielen Ländern bedeutet ein Arbeitsplatzverlust durch die Pandemie unmittelbar existenzielle Not, in Deutschland werden Einkommensausfälle durch Kurzarbeitergeld und Hilfsprogramme zumindest teilweise kompensiert, sodass eine existenzielle Not in der Regel durch das soziale Sicherungssystem verhindert werden kann, auch wenn ein Haushalt nicht auf privates Vermögen zurückgreifen kann. So zeigt sich im europäischen Vergleich, dass die Vermögensungleichheit insbesondere in denjenigen Ländern besonders ausgeprägt ist, die durch umfangreiche wohlfahrtsstaatliche Sicherungssysteme gekennzeichnet sind. Neben Deutschland zählen hierzu beispielsweise die skandinavischen Länder.

Eine weitere Erklärung für die vergleichsweise hohe Vermögenskonzentration in Deutschland liegt in der Wirtschaftsstruktur Deutschlands, die besonders durch eigentümergeführte Familienunternehmen geprägt ist.¹ Für Aufsehen hat in diesem Zusammenhang im Sommer 2019 eine Studie des Internationalen Währungsfonds gesorgt, die die eigentümergeführten Familienunternehmen im negativen Sinne für die hohe Vermögensungleichheit verantwortlich macht (IMF, 2019). Der Zusammenhang ist zunächst naheliegend: Wenn Unternehmensbesitz und damit verbundene Immobilien und andere Vermögenswerte in den Händen weniger Unternehmerfamilien und Selbstständiger konzentriert sind, ist die gemessene Vermögensungleichheit rechnerisch höher, als wenn es in Deutschland ausschließlich börsennotierte Unternehmen im Streubesitz gäbe. Dabei bleibt jedoch außen vor, dass Familienunternehmen häufig nachhaltiger agieren als börsennotierte Unternehmen, sie stärker regional verankert sind und eine geringere Mitarbeiterfluktuation aufweisen (Stiftung Familienunternehmen,

1 Zur Bedeutung der Familienunternehmen in Deutschland siehe bspw. Stiftung Familienunternehmen (2019).

2020a; Röhl, 2017, S. 23). Die britische Zeitschrift „The Economist“ hob erst kürzlich die Bedeutung der Familienunternehmen für periphere Regionen hervor: Mindestens zwei Drittel der sogenannten „Hidden Champions“ haben demnach ihren Standort in Städten mit weniger als 50.000 Einwohnern; zwar vornehmlich in Westdeutschland, dort aber breitflächig gestreut. Für den „Economist“ ist das ein wesentlicher Grund, warum es in Deutschland keine „Gelbwesten-Proteste“ gegeben hat.²

In Debatten um die hohe Vermögensungleichheit nimmt das Betriebsvermögen folglich eine besondere Rolle ein. Auch der Ökonom Marcel Fratzscher geht beispielsweise in seiner eher kritischen Verteilungsbetrachtung auf die Rolle der „reichen Familienunternehmen“ ein und stellt fest: „Deutschland ist zu Recht stolz auf diese Wirtschaftsstruktur, die wie keine zweite durch einen starken Mittelstand und Familienunternehmen geprägt ist“ (Fratzscher, 2016, S. 150). Er hebt in diesem Zusammenhang insbesondere die Vorteile der eher langfristigen Orientierung mittelständischer Unternehmen in der globalen Finanzkrise zwischen 2008 und 2010 hervor, die zusammen mit dem System der Mitbestimmung Arbeitsplätze geschützt und den Anstieg der Arbeitslosigkeit in Deutschland überschaubar gehalten haben (ebd., S. 150). Auch in der Corona-Pandemie schützt die besondere Wirtschaftsstruktur im Zusammenspiel mit den institutionellen Elementen der sozialen Marktwirtschaft vor einem dramatischen Anstieg der Arbeitslosigkeit, wie sie beispielsweise in den USA als Reaktion auf den ersten Lockdown zu beobachten war (Tagesschau, 2020).

*Betriebsvermögen
ist langfristig
gebundenes Kapital*

Anders als im Fall von liquiden Finanzanlagen handelt es sich bei Betriebsvermögen um gebundenes Kapital, welches produktiv eingesetzt wird und an dem viele Arbeitsplätze hängen. Betriebsvermögen sind in der Vermögensverteilung somit gesondert zu bewerten. Die Bestimmung der Höhe des Betriebsvermögens ist jedoch keinesfalls trivial. Einige Befragungsdaten, die zur Bestimmung der Vermögensungleichheit herangezogen werden, enthalten zwar auch Abfragen zum Unternehmensbesitz und zur Höhe der Betriebsvermögen. Da jedoch in kleinen Stichproben sehr hohe Vermögen regelmäßig untererfasst sind, reichen diese Datensätze zur Bewertung der Rolle der Betriebsvermögen in der Vermögensverteilung nicht aus. In einer historischen Betrachtung der Entwicklung der Vermögensungleichheit greifen Albers et al. (2020) auf Daten der Finanzierungsrechnung/gesamtwirtschaftlichen Vermögensbilanz und Steuerstatistiken zurück, um der Untererfassung hoher Vermögen zu begegnen und fokussieren dabei insbesondere auf Betriebsvermögen. Über Kapitalisierung von unternehmerischen Gewinnen werden Betriebsvermögen ermittelt und entsprechend der Verteilung von Unternehmensbesitz in die Befragungsdaten integriert. Ohne Berücksichtigung von Unternehmensbeteiligungen in Form von Aktien und Fonds steigt das Betriebsvermögen durch die Hochrechnung auf rund 3 Billionen Euro und liegt damit erheblich oberhalb der Rohwerte

² The Economist vom 09.02.2019 (<https://www.economist.com/europe/2019/02/09/why-germany-has-no-gilet-jaunes-protesters>).

der Befragungsdatensätze, die zwischen ungefähr 730 Milliarden und rund 1,14 Billionen Euro liegen. In einem Forschungsprojekt für den Sechsten Armuts- und Reichtumsbericht der Bundesregierung haben Schröder et al. (2020) über Adressinformationen von Besitzern von Unternehmensbeteiligungen die Befragungsdaten des Sozio-oekonomischen Panels (SOEP) um eine spezielle Hochvermögendenstichprobe ergänzt, um die Datenlücke im Bereich hoher Vermögen zu schließen.³ Im Ergebnis steigt die Vermögensungleichheit erwartungsgemäß, allerdings zeigt sich ebenso, dass insbesondere im obersten Vermögensbereich die Vermögen weniger aus liquiden Finanzanlagen bestehen, sondern insbesondere bei den obersten 0,1 Prozent zu beinahe 60 Prozent im Betriebsvermögen gebunden sind (Schröder et al., 2020, S. 42).

Diese Ausführungen zeigen, dass anders als bei Geldvermögen eine exakte Quantifizierung des aggregierten Betriebsvermögens praktisch nicht möglich ist. Das liegt zum einen daran, dass sich der faktische Marktwert von Unternehmen in der Regel erst bei einer Veräußerung zeigt. Zum anderen fehlen Vergleichswerte, da es keinen klassischen Markt für Unternehmenstransaktionen gibt. Hierin unterscheidet sich auch Kapital, welches in eigentümergeführten Familienunternehmen gebunden ist von Kapital, welches in Form von Aktien gehalten wird.

Bei allen bestehenden Unsicherheiten soll im vorliegenden Forschungsprojekt der Umfang des Betriebsvermögens in Deutschland geschätzt und die besondere Bedeutung des Betriebsvermögens für die Vermögensverteilung herausgearbeitet werden. Zunächst werden die besonderen Eigenschaften von Betriebsvermögen gegenüber anderen Vermögensanlagen beschrieben. In einem zweiten Schritt werden Informationen aus Befragungsdaten ausgewertet, um Charakteristika von Betriebsvermögen zu analysieren und mit Referenzdaten des Unternehmensregisters (Statistisches Bundesamt, 2021) abzugleichen.

In einem nächsten Schritt werden Bewertungsverfahren diskutiert, um die Höhe des Betriebsvermögens abschätzen zu können. Auf Basis von Unternehmensinformationen der dafne-Datenbank werden Bandbreiten für die Höhe des Betriebsvermögens von Unternehmen mit zehn Beschäftigten und mehr bestimmt, die in Befragungsdaten unzureichend abgebildet sind. Ähnlich wie in Albers et al. (2020) werden die resultierenden Werte gemäß der Portfoliostruktur nach Vermögenshöhe in die Mikrodaten integriert, um schließlich die Auswirkungen auf die Vermögensverteilung zu analysieren. Anschließend folgt eine Einordnung der Ergebnisse in die Verteilungsdebatte sowie die damit verbundene Diskussion über eine Vermögensteuer.

3 Zum Zeitpunkt der Erstellung des vorliegenden Forschungsprojekts konnte die Hochvermögenden-Stichprobe noch nicht von externen Forschern genutzt werden. Die Befragungsdaten konnten in den eigenen Berechnungen in Kapitel A daher keine Berücksichtigung finden.

B. Besonderheiten des Betriebsvermögens als Vermögensanlage

Die Höhe des Betriebsvermögens in einer Volkswirtschaft spielt eine Rolle bei der Diskussion über die Höhe der Vermögensungleichheit. Bei dieser Diskussion wird allerdings die besondere Rolle der Betriebsvermögen nicht gegenüber anderen Anlageformen abgegrenzt. Hier scheint es auch eine Lücke in der wissenschaftlichen Literatur zu geben, die durch eine Abgrenzung der Anlageformen geschlossen werden könnte. Denn es greift zu kurz, die unterschiedlichen Anlageformen nur anhand der beiden Parameter Risiko und Rendite zu bewerten. Aus diesem Grund werden im Folgenden die Sparmotive der Haushalte analysiert, die auf weitere Parameter schließen lassen, wie den Anlagehorizont, die Kapitalbindung sowie die Teilbarkeit und Liquidierbarkeit der Anlagen. Das Betriebsvermögen, sofern es sich nicht um Unternehmensanteile an börsengehandelten Aktiengesellschaften handelt, scheint hier aufgrund seiner eingeschränkten Teilbarkeit und Liquidierbarkeit durch Verfügungsbeschränkungen, seiner hohen Kapitalbindung und seiner Handelbarkeit auf wenig liquiden Märkten eine besondere Rolle einzunehmen. Zudem hat das Betriebsvermögen auch durch die verbundenen Arbeitsplätze eine besondere gesamtwirtschaftliche und gesellschaftliche Bedeutung.

Darüber hinaus kann in Betriebsvermögen – anders als in Aktien – nicht mit regelmäßigen, zum Beispiel monatlichen, Zahlungen investiert werden. Stattdessen muss man einmalig ein Unternehmen gründen, eines kaufen oder erben. Aktienanteile werden folglich in der vorliegenden Studie nicht als Betriebsvermögen betrachtet, auch wenn es sich ebenfalls um Eigenkapital handelt.

Ein entscheidender Aspekt mit Blick auf die Bewertung ist, dass eigentümergeführte Familienunternehmen in der Regel nicht am Markt gehandelt werden, weswegen sich Werte in der Regel erst dann eindeutig bestimmen lassen, wenn ein Unternehmen verkauft wird.⁴ Jede Transaktion führt dabei zu Suchkosten für Käufer und Verkäufer. Zudem herrscht zwischen Unternehmensbesitzer und dem Unternehmen ein anderes Verbundenheits- und Verantwortungsverhältnis, als es beispielsweise bei Finanzierungsinstrumenten wie Aktien der Fall ist, für die hochliquide Marktinfrastrukturen geschaffen wurden, um häufige Vermögensübertragungen zu ermöglichen. Um die Besonderheit des Betriebsvermögens herauszuarbeiten, sollen zunächst die Kriterien diskutiert werden, anhand derer Haushalte typischerweise ihr Portfolio bestimmen und wie sich vor diesem Hintergrund das Betriebsvermögen gegenüber anderen Vermögensanlagen abgrenzt.

Aktienanteile werden hier nicht als Betriebsvermögen betrachtet

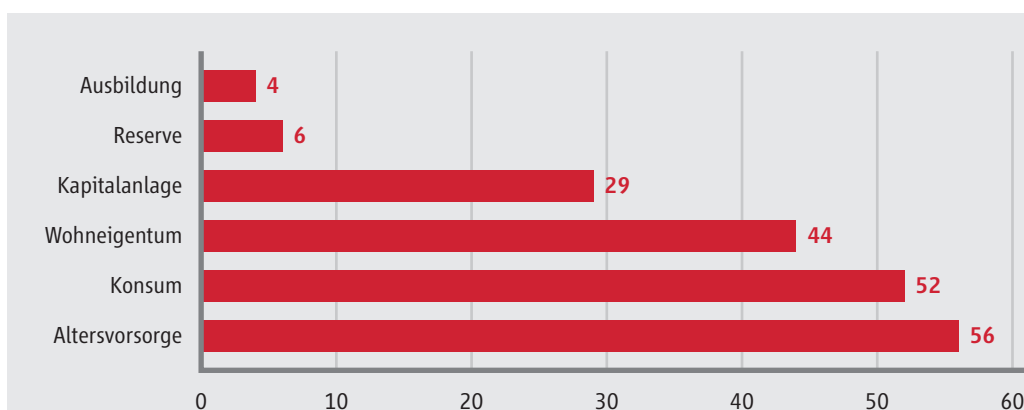
⁴ Bei den börsennotierten Unternehmen gibt es einige Ausnahmen, die als eigentümergeführte Unternehmen gelten. Dazu zählen insbesondere Beiersdorf, Henkel und Merck (Stiftung Familienunternehmen, 2020b).

Bei der Entscheidung in bestimmte Vermögensanlagen zu investieren, spielen nicht nur Faktoren wie Rendite und Risiko eine Rolle, sondern auch Investitionshorizonte, beispielsweise bei der Altersvorsorge, oder die Liquiditätspräferenz, beispielsweise bei der Vorsichtskassenhaltung. Für die Portfolioaufteilung der Haushalte stellt neben Rendite und Risiko daher das Sparmotiv ein entscheidendes Kriterium dar, da dieses zusätzliche Parameter wie den Investitionshorizont und den Liquiditätsgrad einer Anlageform zur Investitionsentscheidung hinzufügt. Anhand der verschiedenen Sparmotive kann herausgearbeitet werden, inwieweit sich das Betriebsvermögen von anderen Vermögensanlagen unterscheidet. Anhand einer regelmäßigen Befragung des Verbandes der privaten Bausparkassen haben die Sparmotive eine unterschiedliche Bedeutung für die Haushalte (Abb. 1). Zudem hat ein Haushalt in der Regel auch mehr als ein Sparmotiv. Zwischen den folgenden Sparmotiven kann unterschieden werden:

- **Das Vorsichtsmotiv:** Haushalte halten eine Vorsichtskasse gegen erwartete und unerwartete Auszahlungen. Erwartete Auszahlungen sind dabei von unerwarteten Ausgaben abzugrenzen. Eine typische erwartete Auszahlung geht auf die jährlich anfallende Inspektion eines Wagens zurück, die in dem anfallenden Monat die Ausgaben erwartbar erhöht, während eine typische unerwartete Auszahlung durch eine plötzlich anfallende Reparatur verursacht werden könnte, die zu höheren Ausgaben im anfallenden Monat führt als geplant war. Die Haushalte halten ihre Vorsichtskasse deshalb tendenziell in sofort abrufbaren Anlageformen, um zu vermeiden, ihr Konto überziehen zu müssen. Denn häufig liegt der Zinsverlust aus einer Reduzierung der Einlagen unterhalb der Überziehungszinsen. Um unerwartete Auszahlungen leisten zu können, muss die Vorsichtskasse folglich in leicht liquidierbare Vermögensformen ohne Kursschwankungen investiert werden. Die meisten Haushalte halten ihre Vorsichtskasse auch deshalb in Form von Bankeinlagen, da diese bis 100.000 Euro pro Kunde und pro Bank durch den Einlagensicherungsfonds versichert sind.
- **Mittelfristige Sparziele:** Für größere Konsumwünsche wie die Anschaffung eines Autos oder die Anschaffung von Möbeln legen viele Haushalte Geld zurück, obwohl es auch andere Finanzierungsmöglichkeiten wie Leasing oder Konsumentenkredite gibt. Für die mittelfristigen Sparziele bieten sich mittelfristig verfügbare Anlageformen ohne große Wertschwankungen an, bei denen das Kapital nicht langfristig gebunden ist, sondern zu einem Termin in der Zukunft verfügbar ist. Dies können Bankeinlagen mit einer bestimmten Laufzeit oder aber einer Kündigungsfrist sein, die in der Regel höhere Zinsen abwerfen als täglich fällige Einlagen. Es können aber auch Sparformen wie Bausparverträge oder Aktiensparpläne genutzt werden. Beide werden auch als vermögenswirksame Leistungen unterstützt und qualifizieren sich für die Arbeitnehmersparzulage.
- **Altersvorsorge:** Viele Haushalte planen ihre Altersvorsorge so früh, dass sich diese Sparscheidung auf mehrere Jahrzehnte strecken lässt. Das heißt, dass diese Gelder typischerweise nicht in jederzeit verfügbaren und wertstabilen Anlageformen gehalten werden

müssen. Stattdessen kann das Geld langfristig gebunden werden oder aber Kursschwankungen unterliegen, was auch zu einer höheren Rendite führt. Typische Anlageformen für die Altersvorsorge, die Kapital langfristig binden, sind kapitalbildende Lebensversicherungen oder die betriebliche Altersvorsorge. Die Altersvorsorge kann aber auch in liquideren Sparformen stattfinden, wie einem Aktiensparplan oder einem Investmentfonds. Da hier das Vermögen aber den Kursschwankungen der Aktien- und Anleihemärkte unterliegt, bietet sich ebenfalls ein langer Investitionshorizont an, sodass die volatilen Aktienanteile mit zunehmender Nähe zur Renteneintrittsphase in Anleihenanteile umgeschichtet werden können. Aber auch Immobilien und Betriebsvermögen können zur Altersvorsorge dienen. Da hier das Kapital langfristig gebunden wird, stellt sich die Frage, ob sie vor oder beim Eintritt in den Ruhestand veräußert werden müssen, und die Erlöse in wertstabile und sichere Anlageformen umgeschichtet werden. Da der Markt für Immobilien und Unternehmensanteile weniger liquide ist als die Märkte für Aktien und Anleihen, ist die Suche nach einem Käufer aber entsprechend mit Kosten verbunden. Auch stellt sich bei mehreren Eigentümern die Frage, inwieweit diese einer Veräußerung zustimmen oder aber bereit sind, Anteile zu übernehmen.

Abb. 1: Sparmotive der Haushalte



Anmerkung: Angaben in % der antwortenden Haushalte.
Quelle: Verband der privaten Bausparkassen, 2020.

An dem Vergleich der Sparziele ist zu erkennen, dass das Betriebsvermögen gegenüber dem Geldvermögen eine besondere Rolle einnimmt. Für die meisten Haushalte zählt es nicht zu den am meisten nachgefragten Vermögensklassen. Dies liegt daran, dass ein Betrieb am ehesten mit dem Sparziel der Altersvorsorge vereinbar ist. Für viele Haushalte ist das damit verbundene unternehmerische Risiko aber zu hoch, denn das unternehmensspezifische Risiko kann nicht wie bei einer Investition in ein Aktien- oder Anleihenportfolio wegdiversifiziert werden. Denn Kapital wird ähnlich wie bei der Altersvorsorge langfristig gebunden, aber anders als bei der klassischen Altersvorsorge, wird das Kapital nicht notwendigerweise zu einem festen

Zeitpunkt liquidiert, sondern kann auch in die nächste Generation weitergegeben werden. Grundsätzlich können auch Immobilien, Aktien, Anleihen und Bankguthaben in die nächste Generation vererbt werden, jedoch lassen sich Geldvermögen recht gut liquidieren und teilen, und damit relativ einfach unter den Erben aufteilen. Schwieriger wird dies bei Immobilien und Betriebsvermögen, da diese keine teilbaren Assets darstellen und nur schwer liquidierbar sind und auch gar nicht liquidiert werden sollten, sondern als Ganzes weitergeführt werden sollen.

Aus den obigen Überlegungen lässt sich ableiten, dass Betriebsvermögen in der Regel nicht aufgrund von Sparmotiven erworben werden, sondern aus der Entscheidung heraus ein Unternehmen zu gründen, zu erben oder zu kaufen, mit dem Ziel einen Betrieb über eine lange Zeit hinweg zu führen. Dies unterscheidet sie von den Geldvermögen. Am ehesten vergleichbar sind Immobilien, die auch zur Selbstnutzung erworben werden und damit keine reinen Anlagegüter darstellen.

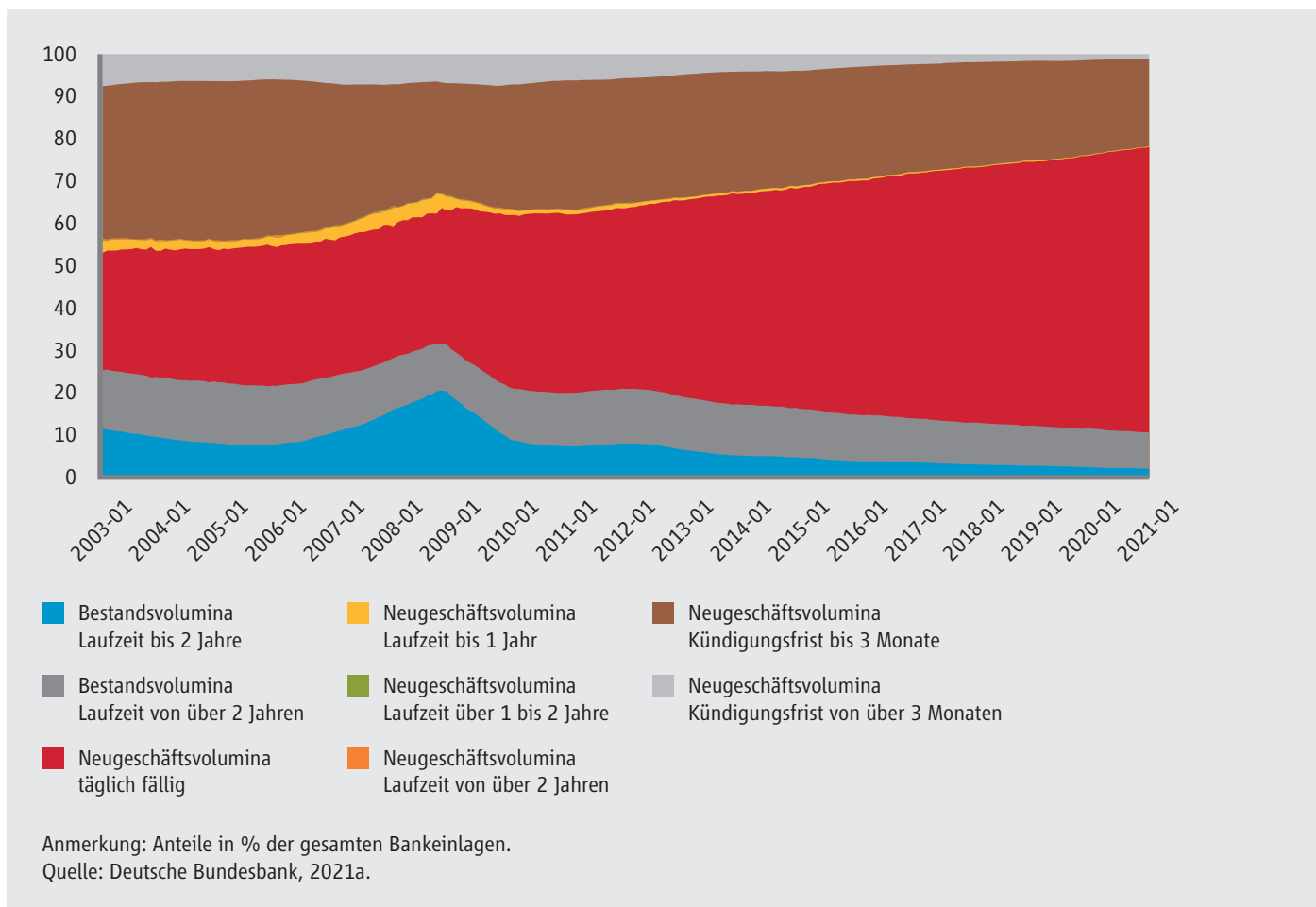
Die genauen Unterschiede zu den einzelnen Anlageformen und wie diese sich gegenüber Betriebsvermögen unterscheiden, werden im folgenden Abschnitt genauer herausgearbeitet.

I. Vergleich der unterschiedlichen Anlageformen

Bankeinlagen: Diese stellen den Großteil des Geldvermögens der Haushalte dar. Zum Teil werden sie gehalten, da sich mit ihnen Transaktionen tätigen lassen. Bankeinlagen werden aber auch über das Transaktionsmotiv hinaus gehalten. Dies ist aber nicht nur auf das Vorsichtsmotiv zurückzuführen, sondern auch auf die Eigenschaft von Bankeinlagen als sichere Anlage. Denn Einlagen bis 100.000 Euro pro Kunde pro Bank sind durch den jeweiligen Einlagensicherungsfonds der Bankengruppe versichert. Zudem sind sie recht einfach zu verwalten und in andere Anlageformen umzuschichten. Da täglich fällige Einlagen die sicherste und liquideste Anlageform für Haushalte darstellen, werden sie auch am geringsten verzinst. Teilweise fallen bei einzelnen Banken sogar negative Zinsen an. Höhere Zinsen sind bei Bankeinlagen durchaus auch möglich, wenn auch nur leicht höhere. Dazu muss das Geld für einen längeren Zeitraum angelegt werden. Dabei unterscheiden sich die Verträge durch Laufzeit und Kündigungsfrist.

Der Anteil der täglich fälligen Einlagen ist trotz sinkender Zinsen im Zeitablauf sogar angestiegen (Abb. 2). Einer der Gründe hierfür ist die zunehmende Unsicherheit über den zukünftigen Verlauf der Geldpolitik. Vermutlich geht ein großer Teil der Haushalte davon aus, dass die Geldpolitik in Zukunft straffer verlaufen wird, woraus höhere Zinsen resultieren würden. Eine Anlage zum Festzins wäre bei einer erwarteten Zinserhöhung dann die schlechtere Wahl.

Abb. 2: Bankeinlagen nach Vertragsform



Der hohe Anteil an Bankeinlagen wird von einigen Kommentatoren als irrational betitelt. Denn anstatt das Geld bei der Bank zu lagern, könnten die Haushalte am Aktienmarkt viel höhere Renditen erzielen. Zudem sind Bankeinlagen nur nominal risikolos. Denn der Einlagenzins reicht über weite Zeitperioden hinweg nicht als Inflationsausgleich, sodass die Haushalte inflationsbereinigt eine negative Verzinsung auf ihre Bankeinlagen erzielt haben.

Anleihen: Diese stellen in der Regel festverzinsliche Finanzierungsinstrumente dar, die vertraglich allerdings ein wenig komplizierter ausgestaltet sind als Spareinlagen, sodass sie nicht von der breiten Masse der Haushalte gehalten werden. Die jährliche oder manchmal auch halbjährliche Zinszahlung heißt bei der Anleihe Kupon. Bei den meisten Anleihen ist der Kupon über die Laufzeit fest, es gibt aber auch Anleihen mit einem variablen Kupon. Neben dem Kupon hat die Anleihe aber auch einen Kurs, sodass die Effektivverzinsung der Anleihe nicht nur vom Kupon, sondern auch von der Kursentwicklung abhängt. Dabei werden zwei Renditekonzepte unterschieden: (1) Wer eine Anleihe zum Beispiel ein Jahr nach Emission erwirbt und zwei Jahre vor Laufzeitende veräußert, realisiert den sogenannten Holding-Period-Return. Die Höhe des Holding-Period>Returns hängt von den Zeitpunkten ab, an denen die

Anleihe erworben und verkauft wurde. Investoren können also durch Kauf und Verkauf mit der gleichen Anleihe einen unterschiedlichen Holding-Period-Return erwirtschaften. (2) Legt man hingegen den Kurs bei Emission der Anleihe und den Kurs bei Fälligkeit für die Renditeberechnung zugrunde, dann wird dies als Yield-to-Maturity bezeichnet. Dies ist diejenige Rendite, die ein Investor erhalten würde, wenn die Anleihe über die gesamte Laufzeit gehalten wird. Die Bundesanleihen weisen zur Zeit eine negative Yield-to-Maturity aus. Trotzdem ist es aber möglich, durch Handel einen positiven Holding-Period-Return zu erwirtschaften. Für Laieninvestoren sind Anleihen aber auch deshalb weniger attraktiv, da sie in größeren Stückelungen angeboten werden. So kann man bei den meisten Anleihen nicht kleinere Beträge als beispielsweise monatlich 50 Euro investieren. Dies ist nur bei speziellen Wertpapieren für Laieninvestoren wie Bundesschatzbriefen möglich. Anleihen unterscheiden sich jedoch nicht nur durch ihre Laufzeit und ihren Kupon, sondern auch durch die anfallenden Kreditrisiken. Diese werden durch das Rating der Anleihe beschrieben. Anleihen ab einem gewissen Rating werden als Investmentgrade bezeichnet, während Anleihen mit einem schlechteren Rating als Non-Investmentgrade bezeichnet werden und für Kleinanleger aufgrund ihrer hohen Ausfallrisiken weniger geeignet sind.

Aktien: Da es sich bei Aktien um Eigenkapital handelt, sind sie mit einem höheren Risiko behaftet als Anleihen, die zum Fremdkapital gehören. Während der Kupon einer Anleihe gezahlt werden muss, wird die Dividende einer Aktie nur im Erfolgsfall gezahlt und wird in einem Verlustjahr möglicherweise ausgesetzt. Aktien haben den Vorteil, dass sie an Börsen gehandelt werden, das heißt es existiert eine Handelsinfrastruktur, die eine schnelle und sichere Vermögensübertragung ermöglicht. Zudem werden die Aktien für den Kunden gelagert. Auf einer Börse existieren mehrere Börsensegmente, zum Beispiel für Großunternehmen, aber auch für kleine und mittelständische Unternehmen sowie für junge Unternehmen. Durch die Handelbarkeit über ein elektronisches Orderbuch können Transaktionen häufig zum bestmöglichen Kurs ausgeführt werden.

Aktien waren um die Jahrtausendwende recht beliebt bei den Haushalten, doch haben sich nach dem Platzen der Dot-Com-Bubble viele wieder aus dem Aktienmarkt zurückgezogen. Die Kursschwankungen bei den Aktien sind zwar stärker als die der Anleihen (Abb. 3), doch sind Informationen über den Aktienmarkt auch über Berichte von den Börsen in den täglichen Nachrichten recht gut verfügbar. Als Ausgleich für die höhere Volatilität erzielt der Aktienmarkt in der Regel eine höhere durchschnittliche Rendite. Für risikoaverse Haushalte ist diese Volatilität aber häufig zu hoch.

Der Inhaber einer Aktie besitzt einen Teil des Eigenkapitals eines börsennotierten Unternehmens und partizipiert sowohl an Erfolg als auch an Misserfolg. Anders als bei einem inhabergeführten Unternehmen hat der Aktionär eine gewisse Distanz zum Unternehmen, das heißt

dass der Aktionär nicht in die tagtäglichen Entscheidungsprozesse einbezogen ist und häufig auch gar kein Interesse an einer Einbeziehung hat. Zwar haben Aktionäre in der Jahreshauptversammlung ein Stimmrecht. Für Kleinaktionäre ist der Einfluss aber verschwindend gering. Dies zeigt, dass sich der Besitz von Aktien vom Besitz von Betriebsvermögen auch durch die Nähe oder Weite zu den betrieblichen Abläufen und dem betrieblichen Alltag unterscheidet, und nicht nur durch Investitionsparameter, wie Rendite, Risiko und Liquidität. Während die Kleinaktionäre vor allem an Rendite interessiert sind, so sind Großaktionäre längerfristig mit dem Unternehmen verbunden. Damit weist das Aktienvermögen von Großaktionären wieder eine gewisse Ähnlichkeit zum Betriebsvermögen auf. So ist es durchaus möglich, ein Familienunternehmen als börsengehandelte Aktiengesellschaft zu führen, sofern die Familie den entsprechenden Großteil der Aktien besitzt, während sich der restliche Teil der Aktien auf eine größere Zahl von familienfremden Aktionären verteilt. Dies trifft mit Einschränkungen zum Beispiel auf die Börsenunternehmen Beiersdorf, Henkel und Merck zu (ifo Institut, 2020).

Abb. 3: Entwicklung der Aktien- und Anleihemärkte



Investmentfonds: Basierend auf Aktien, Anleihen und Immobilien können Fondsanteile erworben werden, die entweder als reine Aktien-, Anleihen- oder Immobilienfonds gehalten werden können oder als Mischfonds. Zudem wird zwischen offenen und geschlossenen Fonds unterschieden. Während bei den offenen Fonds die Anteile recht einfach zurückgegeben werden können, ist dies bei den geschlossenen Fonds schwieriger. Zudem gibt es noch die Geldmarktfonds, die in liquide Anleihen investieren. Bei den Aktienfonds geben die Anleger ihre

Stimmrechte an die Fondsgesellschaft ab. Diese kann als passiver Investor auftreten, das heißt die Stimmrechte nicht ausführen oder als aktiver Investor, das heißt die Stimmrechte ausführen und eventuell auch Forderungen an das Management stellen. Bei einem Investmentfonds ist der Anleger in einer noch größeren Distanz zum Unternehmen im Vergleich zur Direktanlage in Aktien oder aber beim Besitz von Betriebsvermögen. Zudem ist der Anleger nicht mehr an den direkten unternehmerischen Risiken beteiligt, sondern nur noch dem Marktrisiko, sofern das Aktienportfolio ausreichend diversifiziert ist.

Lebensversicherungen: Für die Altersvorsorge sind Lebensversicherungen recht beliebt. Diese unterscheiden sich von Sparplänen dadurch, dass eine Umverteilung im Versicherungskollektiv stattfindet. Für die Verzinsung der Lebensversicherung ist regulatorisch ein Höchstrechnungszins vorgegeben, der sich an der Rendite auf Staatsanleihen orientiert, und jährlich auf Basis einer Expertise der Deutschen Aktuarvereinigung vom Bundesministerium der Finanzen festgelegt wird. Der Höchstrechnungszins soll verhindern, dass sich die Anbieter von Lebensversicherungen mit Garantieverprechen überbieten. Von einigen Kommentatoren wird er fälschlicherweise als Garantiezins bezeichnet. Die Garantiezinsen der Versicherer stellen Untergrenzen für die Lebensversicherungspolizen dar und orientieren sich am Höchstrechnungszins. In der Regel liegt die Verzinsung der Lebensversicherung aber oberhalb des Garantiezinses. Zwar ist das Kapital bei einer Lebensversicherung langfristig gebunden, durch den Garantiezins über die gesamte Vertragslaufzeit und die Versicherung gegen Insolvenz des Anbieters stellen sie aber eine risikofreie Anlage dar. An sich ist die Lebensversicherung durch die Kapitalbindung illiquide. Sie kann allerdings gegen Abschlag an spezialisierte Unternehmen verkauft werden.

Immobilien: Diese werden, wie Betriebsvermögen auch, nicht dem Geldvermögen zugeordnet. Zum einen, weil sie keine standardisierten Wertgegenstände darstellen, sondern allein schon durch ihre Lage heterogen sind, zum anderen, weil sie nur als sehr großes, unteilbares Investment erworben werden können. In der Regel wird für den Erwerb eine Kreditfinanzierung benötigt. Zudem ist die Preisentwicklung bei Immobilien regional recht unterschiedlich. So sind die Immobilienpreise in den Städten in den letzten Jahren deutlich stärker gestiegen als auf dem Land.

Betriebsvermögen: Das Betriebsvermögen stellt eine Besonderheit gegenüber den anderen Anlageklassen dar. Im Gegensatz zum Aktionär, der einen Investor darstellt, ist man über Betriebsvermögen häufig auch Unternehmer, das heißt viel stärker in betriebliche Prozesse eingebunden. Jedoch muss nicht jeder Investor in die operative Führung eingebunden sein. Zudem sind die Eigentümer häufig stärker an den Betrieb gebunden als Aktionäre, die zwar an einer Jahreshauptversammlung teilnehmen können, aber nicht müssen. Anders als ein Venture Capital Investor, der immer auch einen Exit vor Augen hat, haben viele Unternehmer eine

langfristige und sogar generationenübergreifende Perspektive, wenn sie Betriebsvermögen besitzen. Um diese langfristige Perspektive zu sichern, bestehen häufig auch Verfügungsbeschränkungen, sodass einer oder mehrere Eigentümer nicht so einfach ihr Eigenkapital aus dem Betrieb abziehen können.

Zudem besteht für Unternehmensanteile, wie GmbH-Anteile oder nicht-börsengehandelte Aktien, keine Handelsinfrastruktur, die eine einfache und schnelle Vermögensübertragung ermöglichen und einen Marktpreis in regelmäßigen Abständen öffentlich publizieren. Dadurch, dass für diese Formen von Betriebsvermögen keine Handelsinfrastruktur besteht, ist es für einen potenziellen Verkäufer mit Suchkosten verbunden, einen passenden Käufer für das Unternehmen oder für Anteile des Unternehmens zu finden. Zudem fehlen dem Käufer vergleichbare Preise für vergleichbare Unternehmen. Das heißt, für die Bewertung von nicht-börsengehandelten Betriebsvermögen kann nicht auf Bewertungsansätze zurückgegriffen werden, die auf einem Substitutionsportfolio beruhen oder die Marktdaten zur Ermittlung des Unternehmenswertes verwenden. Stattdessen müssen Modellpreise bestimmt werden, die nach Art des Modells auch variieren können. Diese Modellpreise dienen aber lediglich als Anhaltspunkt für Käufer und Verkäufer, das heißt, es kann sich in der Verkaufsverhandlung auch ein vom Modellpreis abweichender Preis ergeben.

II. Abgrenzung des Betriebsvermögens von den anderen Anlageklassen

Das Betriebsvermögen zeigt sich als besonders im Vergleich zu den anderen Anlageklassen, was zum Teil auch die Ermittlung der Höhe des Betriebsvermögens in einer Volkswirtschaft erschwert.

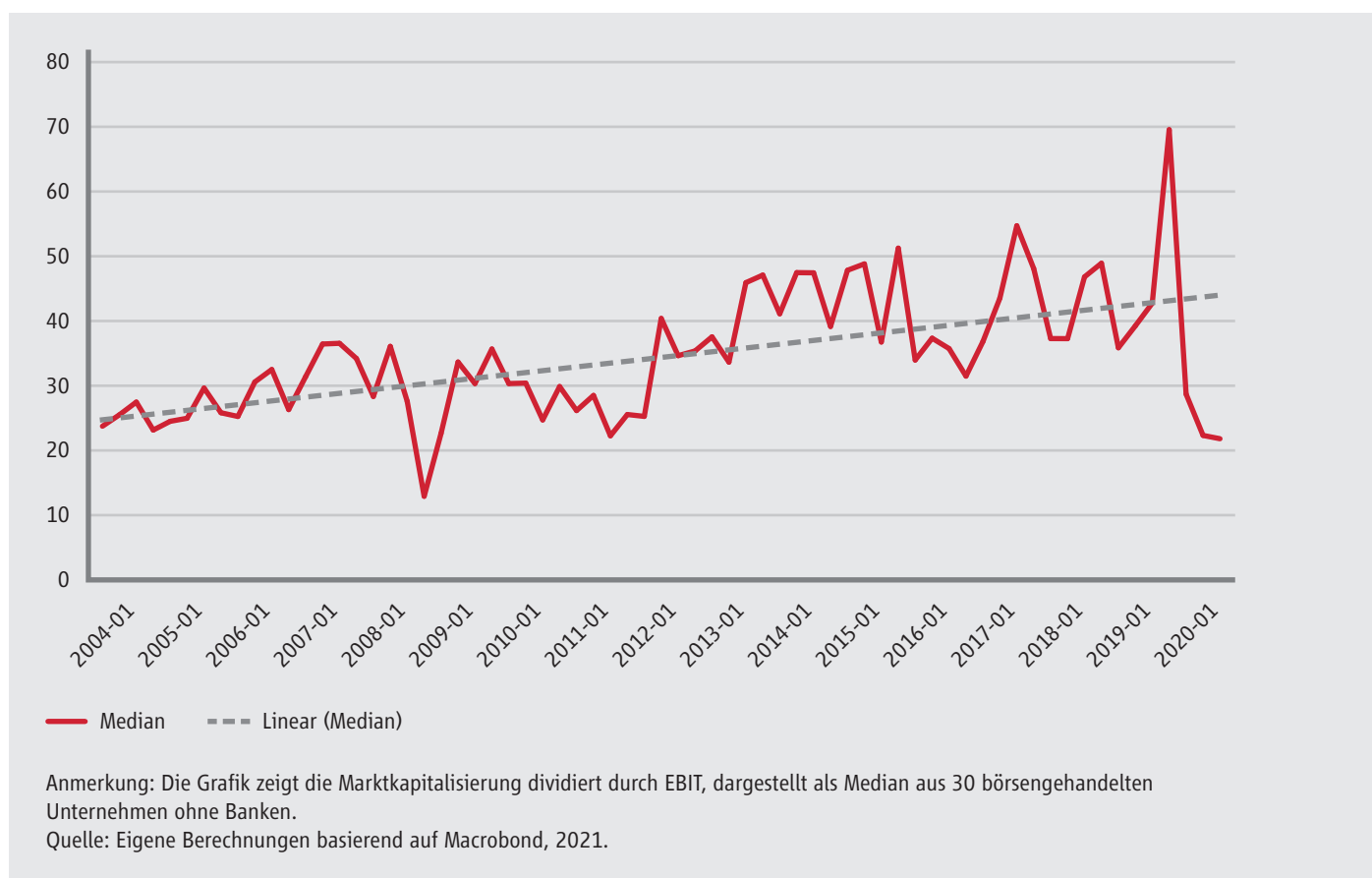
- **Öffentlicher Markt:** In Deutschland sind nur rund 305 Unternehmen im Prime Standard gelistet, 133 im General Standard und 46 im Segment Scale gelistet (Deutsche Börse, 2021), das heißt ihre Unternehmensanteile werden im öffentlichen Markt gehandelt. Die auf den ersten Blick geringe Zahl ist darauf zurückzuführen, dass es für jedes Unternehmen eine strategische Entscheidung darstellt, ob es an der Börse gelistet sein möchte oder nicht. In der wirtschaftswissenschaftlichen Literatur wird diese Entscheidung als „Regulatory Bargain“ bezeichnet (de Fontenay, 2017). Die Abwägung, die ein Unternehmen hier treffen muss, ist, ob der Vorteil aus dem Zugang zu einer breiten Masse an Investoren durch einen Börsengang höher zu bewerten ist als die Kosten eines Börsengangs, die aus einem strengeren Regulierungsrahmen mit regelmäßigen Berichtspflichten resultieren. In der Regel ist die Börsennotiz für große Mischkonzerne vorteilhaft, da diese ihren Kapitalbedarf am besten über Aktien im Streubesitz decken können. Zudem ist der Börsengang vorteilhaft für kleinere Unternehmen mit einer Wachstumsstrategie, die durch einen Börsengang

zu höherer Bekanntheit gelangen wollen. Für viele Venture Capital Investoren stellt ein Börsengang auch eine Exit-Strategie aus ihrem Investment dar. Ist ein Unternehmen an der Börse, so kann sein Marktwert auf täglicher Basis gemessen werden. Dies liegt daran, dass Aktien standardisierte Finanzierungsinstrumente darstellen, die in institutionalisierten Märkten mit hoher Liquidität gehandelt werden.

- Privater Markt: Für viele Unternehmen ist der private Markt aber vorteilhafter. Es zeigt sich sogar ein Trend hin zum Delisting, das heißt zur Rückkehr von der Börse in den privaten Markt. Im Durchschnitt der Jahre 2010 bis 2016 lag der Anteil der Delistings an den gelisteten Unternehmen des Vorjahres in Deutschland bei 6,4 Prozent, während die Börsengänge nur 1,9 Prozent der gelisteten Unternehmen ausgemacht haben (Demary/Röhl, 2017). Der Grund dafür, am privaten Markt zu sein, ist wieder ein strategischer. Denn für viele Unternehmen sind die regulatorischen Kosten einer Börsennotiz viel zu hoch. Zudem benötigen sie die breite Masse an Investoren nicht zur Finanzierung oder es ist für sie vorteilhafter, nur eine kleine Anzahl Eigentümer zu haben. Das heißt, für diese Unternehmen liegen keine standardisierten und in liquiden Märkten handelbaren Eigentumsanteile vor. Dies führt dazu, dass für diese Unternehmen auch kein täglicher Marktpreis ermittelt wird. Ein Marktwert liegt für die Unternehmen des privaten Marktes nur zum Zeitpunkt des Verkaufs vor. Im Vorfeld fallen auf beiden Seiten Transaktionskosten an, beispielsweise Suchkosten. Vor allem ist auch Know-how über die Spezialisierung des Unternehmens und seine Absatzmärkte erforderlich, die ein Aktieninvestor in dieser Form nicht mitbringen muss, da Marktdaten über die Börse beziehbar sind. Da die Unternehmensanteile bei nicht börsen-gehandelten Unternehmen nicht standardisiert sind und auch kein institutionalisierter Handel stattfinden kann, können Preisaufläge und Preisabschläge sehr groß ausfallen. Zudem liegen über nicht-börsengehandelte Unternehmen auch weniger Informationen vor im Vergleich zu börsengehandelten Aktienunternehmen, sodass ein spezielles Fachwissen für die Käufer notwendig ist, um einen möglichen Marktpreis abschätzen zu können.

Für die Bewertung des Betriebsvermögens bedeutet dies, dass der Unternehmenswert auf Basis von Modellen geschätzt werden muss. Eine Übertragbarkeit von Kennzahlen der börsengehandelten Unternehmen auf die Unternehmen des privaten Marktes, wie die im Trend steigende Marktkapitalisierung pro Unternehmen (Abb. 4), kann nur sehr eingeschränkt stattfinden, denn durch das „Regulatory Bargain“ stellen die Unternehmen der Börse und die Unternehmen des privaten Marktes keine Zufallsstichproben dar, aus denen man unverzerrte Vergleichswerte errechnen könnte. Vielmehr besteht mit dem „Regulatory Bargain“ ein Selektionskriterium, sodass sich die Unternehmen in beiden Märkten durch verschiedene Strukturvariablen unterscheiden. Mögliche Strukturvariablen können die Unternehmensgröße (Großunternehmen versus KMU), die Bandbreite an Produkten (Mischkonzern versus Einproduktunternehmen) oder auch die Anzahl der Eigentümer sein.

Abb. 4: Entwicklung der Marktkapitalisierung



C. Charakteristika von Betriebsvermögen in Befragungsdaten

Der vorherige Abschnitt hat bereits die Schwierigkeit aufgezeigt, Betriebsvermögen zu bewerten, da diese nicht regelmäßig und transparent auf einem (öffentlichen) Markt gehandelt werden. Anders als für andere Vermögenskomponenten lassen sich für das Betriebsvermögen der privaten Haushalte auch keine Vergleichswerte aus der gesamtwirtschaftlichen Vermögensbilanz oder der Finanzierungsrechnung der Deutschen Bundesbank ableiten, da diese nicht separat ausgewiesen werden und sich zudem nicht eindeutig unter die beiden Oberkategorien des Sach- oder Geldvermögens einordnen lassen. Teile des Betriebsvermögens können eher dem Sachvermögen zugeordnet werden (zum Beispiel gewerbliche Gebäude und Grundstücke), andere eher dem Geldvermögen (zum Beispiel Aktien im Direktbesitz). Aggregierte Daten erlauben zudem keine Analysen bezüglich der Verteilung von Betriebsvermögen, die jedoch für die Bewertung der Rolle in der Vermögensverteilung relevant ist. Eine Möglichkeit, die Höhe der Betriebsvermögen in Deutschland zu bestimmen, stellen die Selbstauskünfte bezüglich des Besitzes und der Höhe von Betriebsvermögen in Vermögensbefragungen dar. Zwar ist davon auszugehen, dass Unternehmenseigentümer prinzipiell selbst die beste Kenntnis bezüglich des Unternehmenswerts haben. Da im Handels- und Steuerrecht die Vermögen jedoch zu Anschaffungs- und Herstellungskosten bewertet werden, ist es nicht auszuschließen, dass Haushalte bei Befragungen bezüglich der Höhe der Betriebsvermögen ebenfalls eher Buchwerte angeben, auch wenn sie explizit zu Verkehrswerten gefragt werden (vgl. Biewen et al. 2015, S. 173 ff.). Gleichzeitig ist es aber auch möglich, dass Unternehmer (potenzielle Verkäufer) den Verkehrswert des Unternehmens optimistischer einschätzen als den Preis, den Käufer bereit sind, für das Unternehmen zu zahlen. Weitere Unsicherheiten in mikrodatenbasierten Vermögensabfragen gehen damit einher, dass Befragte keine oder möglicherweise bewusst falsche Informationen angeben. Zudem sind sehr hohe (Betriebs-)Vermögen in stichprobenbasierten Befragungsdaten in der Regel unterrepräsentiert. Insbesondere vor dem Hintergrund der Untererfassung sehr hoher Betriebsvermögen ist davon auszugehen, dass die Höhe der Betriebsvermögen in den Befragungsdaten unterschätzt wird.

Zur Bestimmung der Vermögensverteilung in Deutschland lassen sich drei Befragungsdatensätze heranziehen, deren Charakteristika im Übersichtskasten A-1 im Anhang beschrieben werden. Für den Zeitraum der 90er Jahre stellt die Einkommens- und Verbrauchsstichprobe (EVS) den einzigen Datensatz mit Informationen über die Vermögen und Schulden der privaten Haushalte dar. Seit 2002 werden auch im Rahmen des SOEP im fünfjährigen Turnus repräsentative Vermögensinformationen auf personeller Ebene erhoben. Mit der Verfügbarkeit der ersten Welle der Befragung „Private Haushalte und ihre Finanzen“ (PHF) im Jahr 2010 und 2011⁵

5 Der Erhebungszeitraum reicht von September 2010 bis Juli 2011. Im Folgenden wird bei Verwendung der ersten PHF-Erhebungswelle vereinfachend ausschließlich auf das Jahr 2011 verwiesen.

der Deutschen Bundesbank können mittlerweile drei Befragungsdatensätze für Auswertungen zur Vermögensungleichheit herangezogen werden. Im Rahmen der Vermögensabfragen des SOEP und der PHF-Daten wird ebenfalls erfasst, ob der Befragte Eigentümer eines gewerblichen Betriebs ist und welchen Wert das betriebliche Eigentum hat. In den PHF-Daten werden zudem eine Reihe von weiteren Charakteristika der Unternehmen abgefragt. Im Folgenden werden die Ergebnisse der beiden Befragungsdatensätze SOEP und PHF bezüglich der Höhe und sonstigen Merkmale der Betriebsvermögen näher erläutert.

I. Betriebsvermögen im Sozio-oekonomischen Panel

Im SOEP 2017 geben hochgerechnet rund 2,89 Millionen Personen in knapp 2,58 Millionen Haushalten an, Eigentümer eines gewerblichen Betriebs oder an einem gewerblichen Betrieb beteiligt zu sein.⁶ Die Anzahl liegt in einer sehr ähnlichen Größenordnung wie in den vorherigen SOEP-Vermögensbefragungen der Jahre 2002, 2007 und 2012. Für 2,76 Millionen der Betriebseigentümer oder Betriebsbeteiligungen liegen positive Werte für das Betriebsvermögen vor.⁷ Negative Betriebsvermögen werden in den Befragungsdaten nicht erfasst. Einen Hinweis auf die Bewertungs- und Erfassungsprobleme speziell beim Betriebsvermögen gibt der hohe Anteil fehlender und nachträglich imputierter Werte bei den Betriebsvermögen, der in der Befragungswelle 2017 bei immerhin 36 Prozent liegt.⁸ Auch in den früheren Fragewellen lag der Imputationsanteil bei Betriebsvermögen höher als bei anderen Vermögenskomponenten (Beznoska et al., 2017, S. 40). Für diejenigen, für die positive Werte vorliegen, liegt der durchschnittliche Wert des Betriebsvermögens bei rund 264.800 Euro, womit im Jahr 2017 insgesamt rund 730 Milliarden Euro Betriebsvermögen im SOEP abgebildet werden.⁹ Nachdem der durchschnittliche Wert des Betriebsvermögens zwischen den SOEP-Wellen 2007 und 2012 zurückgegangen ist, ist er zwischen 2012 und 2017 deutlich angestiegen (vgl. auch Grabka/Halbmeier, 2019).

Erwartungsgemäß gehen Betriebsvermögen besonders häufig mit Selbstständigkeit einher, keineswegs geben jedoch alle Selbstständigen an, über Betriebsvermögen zu verfügen. Etwas mehr als drei Viertel der Befragten mit Betriebsvermögen lassen sich der Gruppe der

6 Die konkrete Frage lautet: „Sind Sie Eigentümer eines gewerblichen Betriebes, d. h. einer Firma, eines Geschäfts, einer Kanzlei, einer Praxis oder eines landwirtschaftlichen Betriebes, oder an einem solchen Betrieb beteiligt? INTERVIEWER: Besitz von Aktien, Optionen, Fonds oder Genossenschaftsanteilen sind hier NICHT gemeint!“

7 Die konkrete Frage lautet: „Wie hoch ist der heutige Vermögenswert Ihres Betriebes bzw. Ihrer Beteiligung? Der Vermögenswert ist der Preis vor Steuern, den Sie bei einem Verkauf des Betriebes bzw. Ihrer Beteiligung erzielen könnten, unter Berücksichtigung eventuell bestehender Kreditbelastungen. INTERVIEWER: Falls Betrag nicht genau bekannt: bitte schätzen!“

8 Unter dem Begriff Imputation verstehen sich statistische Verfahren mittels deren Hilfe fehlende Werte in Befragungsdaten durch geschätzte Antworten vervollständigt werden. Detaillierte Informationen zur Imputation der Vermögenswerte finden sich in Frick et al. (2010).

9 Die Zahlen beziehen sich auf SOEP v35 und die Hochrechnungsfaktoren „without first subsample“. Da die Hochrechnungsfaktoren im SOEP rückwirkend revidiert werden, können sich die Zahlen gegenüber Berechnungen auf Basis früherer SOEP-Versionen unterscheiden.

Selbstständigen zuordnen – gleichzeitig verfügen demnach etwas mehr als die Hälfte der Selbstständigen (56 Prozent) über Betriebsvermögen. Bei einer Differenzierung nach der Mitarbeiterzahl der Selbstständigen gilt dies für 85 Prozent der in den Daten abgebildeten Selbstständigen mit zehn und mehr Mitarbeitern, für 82 Prozent der Selbstständigen mit ein bis neun Mitarbeitern und knapp 41 Prozent der Solo-Selbstständigen. Besonders Freiberufler unter den Solo-Selbstständigen verfügen vergleichsweise selten über Betriebsvermögen (rund 26 Prozent). Knapp drei Viertel aller Betriebsvermögen-Besitzer sowie 80 Prozent der Selbstständigen mit Betriebsvermögen geben an, alleiniger Unternehmenseigner zu sein, bei dem restlichen Viertel handelt es sich gemäß Selbstauskunft um beteiligte Unternehmer. Die durchschnittliche Höhe der Betriebsvermögen der beteiligten Unternehmer ist erkennbar höher.

Neben den speziellen SOEP-Vermögenserhebungen mit detaillierten Informationen über die Vermögenshöhe werden die Haushalte im Rahmen der jährlichen SOEP-Erhebung zu ihrem Besitz von Wertanlagen gefragt. In diesem Rahmen wird auch erhoben, ob sie über Betriebsvermögen verfügen (eigenes Unternehmen, Beteiligungen an Unternehmen). Hier deklarieren sich in der aktuellen SOEP-Erhebungswelle 2018 allerdings nur rund 1,5 Millionen Haushalte als Betriebsvermögens-Besitzer (zur Jahrtausendwende lag die Anzahl mit knapp 1,9 Millionen Haushalten noch etwas höher). Nur 52 Prozent der Haushalte mit Selbstständigen mit Mitarbeitern im Jahr 2018 (62 Prozent der rund 291.000 Selbstständigen mit zehn Mitarbeitern oder mehr) geben an, über Betriebsvermögen zu verfügen.

Die Unterschiede in den Angaben geben weitere Hinweise auf die Herausforderungen und Unsicherheiten bei der Erfassung von Betriebsvermögen. Noch deutlicher wird dies bei einem Abgleich der konventionellen SOEP-Vermögensabfrage im Jahr 2017 mit den Ergebnissen der SOEP-Hochvermögendenbefragung, die im Rahmen eines Forschungsprojekts für den Sechsten Armuts- und Reichtumsbericht der Bundesregierung durchgeführt wurde (vgl. Schröder et al. 2020). Hierzu wurden in einem speziellen Ziehungsdesign insbesondere Haushalte mit nennenswerten Unternehmensanteilen in einer gesonderten Stichprobe (SOEP-TS, mit TS = Top Shareholder) berücksichtigt und mit den SOEP-Daten der SOEP-Welle 2017 kombiniert.¹⁰ Durch diese Vorgehensweise konnten 881 Befragte mit Vermögen oberhalb von 1 Millionen Euro in die Daten integriert werden, 353 Fälle mit Vermögen in Höhe von mindestens 3 Millionen Euro und immerhin noch 185 Beobachtungen mit Vermögen oberhalb von 5 Millionen Euro. Im SOEP-2017 finden sich hingegen nur 23 Personen mit Nettovermögen oberhalb von 5 Millionen Euro. Darüber hinaus wurde bei 15 der 23 Fälle mindestens ein Vermögensbestandteil imputiert (Schröder et al., 2020, S. 7 f.).

¹⁰ Da die Daten der SOEP-Hochvermögendenbefragung zum Zeitpunkt der Studie noch nicht vorlagen, beziehen sich die folgenden Ausführungen auf die in Schröder et al., 2020 dokumentierten Ergebnisse.

Durch die neue Vorgehensweise können erstmalig sozio-demografische Unterschiede zwischen Vermögensmillionären und der übrigen Bevölkerung verglichen werden. Erwartungsgemäß zeigt sich, dass der Anteil Selbstständiger im hohen Vermögensbereich sehr viel höher ist. Nicht nur der Anteil Selbstständiger unterscheidet sich stark, sondern auch die Betriebsgröße. Bei beinahe der Hälfte der Vermögensmillionäre handelt es sich um Selbstständige mit zehn Mitarbeitern und mehr, nur knapp 20 Prozent der erfassten selbstständigen Vermögensmillionäre sind solo-selbstständig. In der SOEP-Welle 2017 – und somit im Durchschnitt der Bevölkerung – sind hingegen rund 60 Prozent der Selbstständigen solo-selbstständig und nur bei 7 Prozent handelt es sich um Selbstständige mit zehn Mitarbeitern und mehr. Darüber hinaus sind Vermögensmillionäre häufig männlich, aus Westdeutschland und älter als der Bevölkerungsdurchschnitt. Zudem liegt die durchschnittliche wöchentliche Arbeitszeit erwerbstätiger Vermögensmillionäre mit 47 Stunden rund zehn Stunden höher als die Arbeitszeiten der übrigen Erwerbstätigen. Die Autoren sehen hierin eine mögliche Erklärung, warum zwar die Lebenszufriedenheit mit der Höhe des Vermögens steigt, nicht aber die Zufriedenheit mit der Freizeit (Schröder et al., 2020, S. 56).

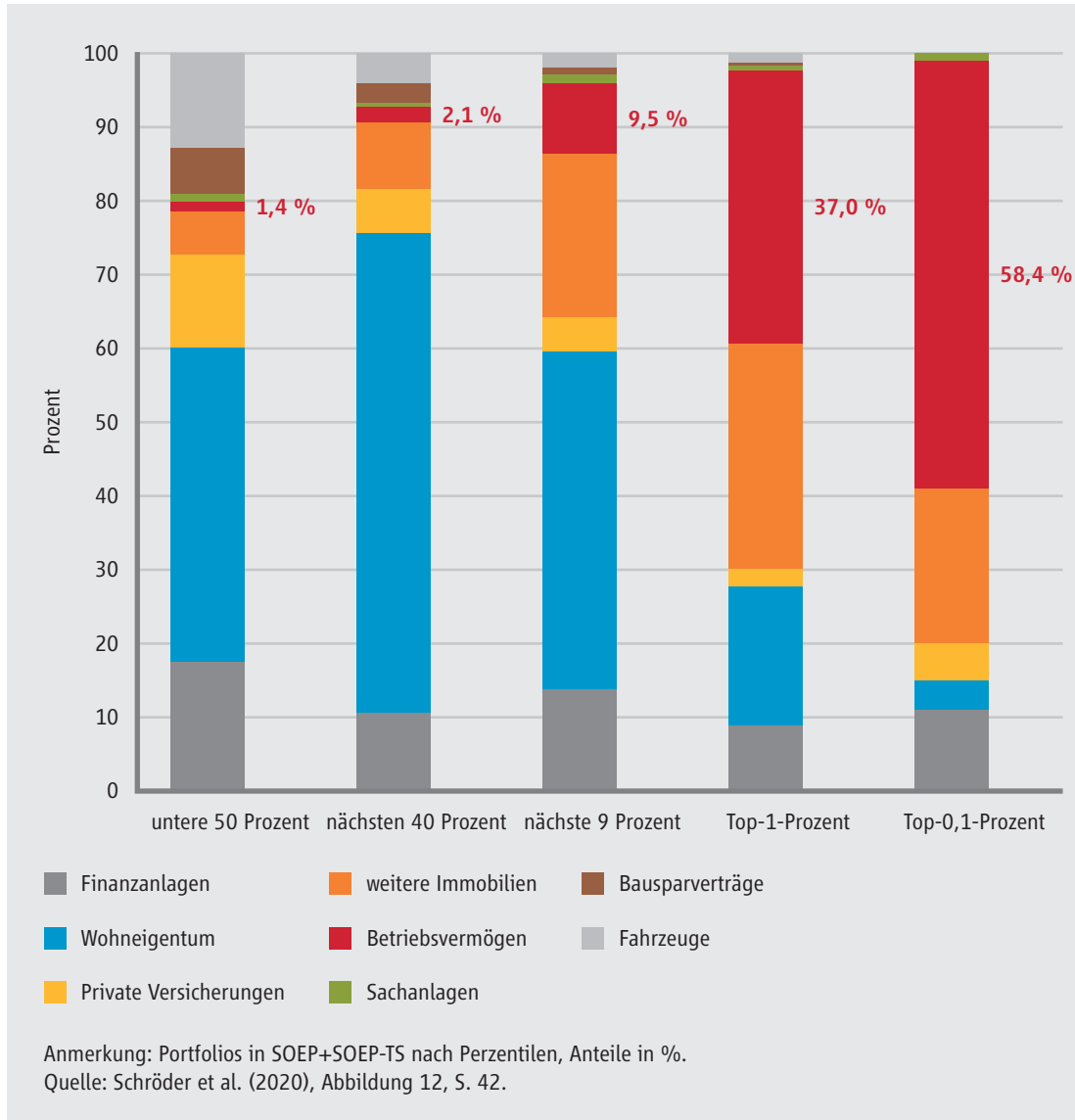
Erwartungsgemäß steigt durch die Ergänzung der SOEP-TS-Stichprobe die Abbildung des Betriebsvermögens in den SOEP-Daten erheblich. Betrug das durchschnittliche Betriebsvermögen bezogen auf alle Erwachsenen (Befragungspersonen im Alter von 17 Jahren und älter) im SOEP-2017 rund 10.550 Euro, steigt es im integrierten Datensatz auf durchschnittlich 21.810 Euro (Schröder et al., 2020, Tabelle 9). Gegenüber den Berechnungen auf Basis SOEP-2017 ergibt sich also ungefähr eine Verdoppelung der Betriebsvermögen. Unterstellt man die gleiche Anzahl Erwachsener (69.167.000 Millionen), resultieren insgesamt rund 1,5 Billionen Euro, die in Betriebsvermögen gehalten werden.

Abb. 5 illustriert die Zusammensetzung der Vermögen in unterschiedlichen Bereichen der Vermögensverteilung unter Berücksichtigung der SOEP-Hochvermögendenbefragung (vgl. Schröder et al. 2020, Abbildung 12, S. 42). Die Darstellung verdeutlicht die hohe Bedeutung von Betriebsvermögen im oberen Vermögensbereich. Bei den vermögensärmeren 90 Prozent der Vermögensverteilung spielen Betriebsvermögen kaum eine Rolle bei der Zusammensetzung ihres Portfolios.¹¹ Beim vermögensreichsten Prozent besteht das Bruttovermögen hingegen im Durchschnitt zu 37 Prozent aus Betriebsvermögen, bei den reichsten 0,1 Prozent sogar zu über 58 Prozent. Die Abbildung zeigt weiterhin, dass die Vermögen der reichsten 0,1 Prozent nur zu einem geringen Anteil aus liquiden Finanzanlagen bestehen, zu denen neben Einlagen, Bausparguthaben und Fonds auch Aktien zählen. Vielmehr spielen neben dem Betriebsvermögen auch fremdgenutzte Immobilien mit rund 21 Prozent eine bedeutende Rolle. Mit Blick

11 Auf Basis der betrachteten Daten inklusive Hochvermögendenbefragung zählt eine Person mit einem individuellen Nettovermögen in Höhe von rund 279.000 EUR zu den vermögensreichsten 10 %, ab einem Vermögen von 1.330.000 EUR zu dem reichsten Prozent und ab Vermögen in Höhe von 5.490.000 EUR zu den reichsten 0,1 % (Schröder et al., 2020, Tabelle 5, S. 43).

auf den vergleichsweise hohen Anteil privater Versicherungen bei den vermögensreichsten 0,1 Prozent der Erwachsenen verweisen die Autoren darauf, dass Selbstständige in der Regel ihre Altersvorsorge privat organisieren (Schröder et al., 2020, S. 42).

Abb. 5: Vermögensportfolio inklusive Hochvermögendenbefragung



Im Abgleich der Charakteristika des SOEP-2017 und der Hochvermögendenstichprobe SOEP-TS zeigt sich, dass insbesondere die (Betriebs-)Vermögen von Selbstständigen mit zehn Mitarbeitern und mehr ohne besondere Berücksichtigung Hochvermögender nur unzureichend in Befragungsdaten abgebildet sind.

II. Betriebsvermögen in „Private Haushalte und ihre Finanzen“

In den Befragungsdaten PHF der Deutschen Bundesbank werden nicht nur Besitz und Höhe von Betriebsvermögen abgefragt, sondern auch verschiedene Charakteristika der Unternehmen. Gegenüber dem SOEP stellt es sich allerdings als nachteilig dar, dass mit knapp 5.000 befragten Haushalten im Jahr 2017 die Fallzahlen gegenüber den rund 15.000 Haushalten im SOEP deutlich geringer ausfallen. Zunächst wird abgefragt, ob *„sich mindestens ein Betrieb oder Unternehmen ganz oder teilweise in Ihrem Eigentum oder im Eigentum eines anderen Haushaltsmitglieds [befindet]? Nicht gemeint sind hier Anlagen in börsennotierte Aktien.“* Zudem wird der Interviewer angewiesen bei Freiberuflern, auch solche ohne Mitarbeiter, die Frage mit „ja“ zu beantworten. Bei positiver Antwort folgt eine weitergehende Frage, ob *„Sie oder ein anderes Haushaltsmitglied in diesem bzw. einem dieser Betriebe oder Unternehmen selbstständig tätig [sind] oder eine aktive Rolle in der Geschäftsführung inne [haben]?“*. Über die zweite Filterfrage wird nach „self-employment business“ und „non-self employment business“ differenziert. Hochgerechnet ergibt sich im PHF 2017 ein Betriebsvermögen in Höhe von 1,14 Billionen Euro.¹² Nur knapp 60 Milliarden der Betriebsvermögen lassen sich den non-self-employment-businesses zuordnen, beim weitaus größeren Anteil der Betriebsvermögen (1,08 Billionen Euro) haben die Befragten nach Selbstauskunft eine aktive Rolle im Betrieb inne. Die Abfrage weiterer Charakteristika des Betriebsvermögens erfolgt nur für diejenigen Unternehmen, in denen mindestens ein Haushaltsmitglied aktiv tätig ist. Wenn der Haushalt über mehrere Betriebe oder Unternehmen verfügt, werden die Charakteristika für die drei Unternehmen mit dem höchsten Wert separat abgefragt und anschließend der Gesamtwert der weiteren Unternehmen erfragt, sofern der Haushalt über mehr als drei Unternehmen verfügt. Von den hochgerechnet 3,748 Millionen Haushalten, die in der Befragung einen Besitz von self-employment-business angeben, geben mit 3,263 Millionen die meisten den Besitz eines Unternehmens an und nur 109.272 den Besitz von drei Unternehmen und mehr (24 Fälle in den Daten). Für rund 3,32 Millionen der Haushalte mit Betriebseigentum gibt es positive Werte für das Betriebsvermögen, wobei auch in den PHF-Daten trotz der Netto-Betrachtung der Unternehmenswerte keine negativen Werte ausgewiesen werden. Über den Interviewer wird der zusätzliche Hinweis eingebracht, dass *„Unternehmen und Beteiligungen an Unternehmen, die rechtlich selbstständig sind, aber einer einheitlichen Leitung unterliegen, [...] gemeinsam (d. h. als ein Ganzes) erfasst werden [sollen].“* Bei 83,7 Prozent der erfassten Unternehmensanteile liegen die Anteile zu 100 Prozent bei einem Haushalt, nur bei rund 15,3 Prozent der erfassten Unternehmensanteile liegt der Eigentumsanteil unter 75 Prozent.

12 Bezüglich der Höhe der Betriebsvermögen erfolgt die Abfrage wie folgt: „Wie viel ist Ihr Anteil / der Anteil Ihres Haushalts an allen Betrieben bzw. Unternehmen nach Abzug von Verbindlichkeiten wert? INTERVIEWER: Bitte hier keine Vermögenswerte und Schulden erfassen, die ggf. schon in den vorigen Abschnitten genannt wurden. INTERVIEWER: Ich meine hiermit: Für welchem Betrag könnten Sie Ihre Anteile / Ihr Haushalt seine Anteile verkaufen, wenn Sie alle zu den Unternehmen gehörenden Vermögenswerte berücksichtigen und die Verbindlichkeiten abziehen?“

Die folgenden Berechnungen auf Basis der PHF-Daten stellen jeweils den Durchschnitt der bereitgestellten fünf Imputationswerte dar.

Erwartungsgemäß finden sich kleinere Eigentumsanteile eher bei den größeren Unternehmen mit zehn Beschäftigten und mehr.

Abb. 6: Anteile verschiedener Unternehmensmerkmale

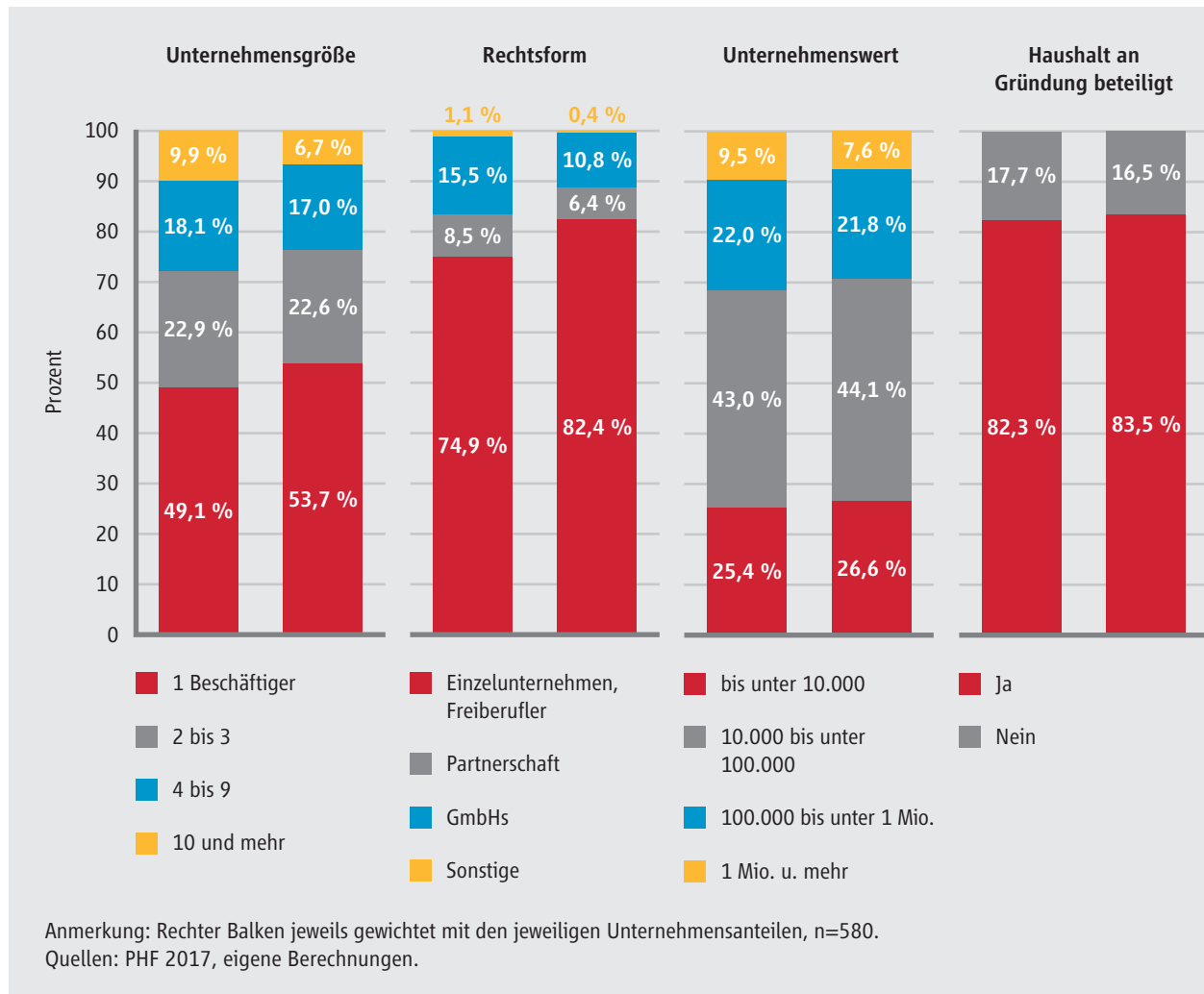
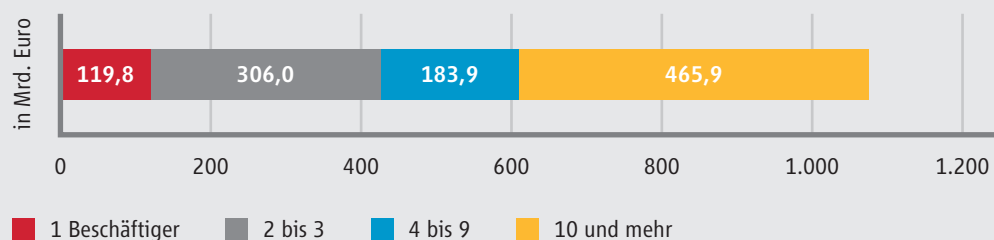


Abb. 6 illustriert einige Charakteristika der in den Daten erfassten Unternehmen. Um zu berücksichtigen, dass nicht alle Unternehmen zu 100 Prozent im Besitz des Haushalts sind und um etwaige Doppelerfassungen zu vermeiden, werden in der Abbildung einmal die ungewichteten Angaben dargestellt und zum anderen auch die Angaben, die sich bei Gewichtung mit den jeweiligen Unternehmensanteilen ergeben. Bei rund der Hälfte der erfassten Unternehmen handelt es sich um Betriebe Solo-Selbstständiger oder Freiberufler ohne Mitarbeiter. Nur in etwas mehr als einem Viertel der erfassten Unternehmen arbeiten vier Beschäftigte oder mehr, bei knapp 10 Prozent arbeiten zehn Beschäftigte oder mehr (ungewichtete Werte). Passend zu dem großen Anteil eher kleinerer Unternehmen handelt es sich bei rund 75 Prozent der ungewichteten Unternehmen um Einzelunternehmen und Freiberufler. Da Unternehmensbeteiligungen bei den übrigen Rechtsformen häufiger sind, erhöht sich dieser Anteil bei Berücksichtigung der Unternehmensanteile sogar auf 82 Prozent. Bei einem Großteil der

erfassten Unternehmen liegt der Wert des Unternehmens unterhalb von 100.000 Euro. In mehr als 80 Prozent der erfassten Unternehmen war der befragte Haushalt an der Gründung beteiligt. Mit Blick auf den Gründungszeitraum dieser Unternehmen handelt es sich bei den meisten Unternehmen um eher jüngere Unternehmen, die in den letzten 20 Jahren gegründet wurden (knapp 70 Prozent der Unternehmen, an dessen Gründung der Haushalt beteiligt war).

Wird auf die Anzahl der Unternehmen fokussiert, handelt es sich somit zum großen Teil um kleine bis Kleinstbetriebe, häufig in der Rechtsform eines Einzelunternehmens, an deren Gründung die Haushalte zumeist selbst beteiligt waren. Das Bild verändert sich jedoch substantziell, wenn statt nach der Anzahl der Unternehmen nach der Bedeutung am gesamten Betriebsvermögen differenziert wird. Zwar machen die Unternehmen mit zehn Beschäftigten oder mehr nur knapp 10 Prozent der Unternehmen aus, sie vereinen jedoch rund 43 Prozent der in self-employment business gehaltenen Betriebsvermögen auf sich. Unternehmen mit bis zu neun Beschäftigten vereinen somit 609,7 Milliarden der rund 1,08 Billionen Euro Betriebsvermögen auf sich, Unternehmen mit zehn Mitarbeitern oder mehr 465,9 Milliarden Euro (Abb. 7).

Abb. 7: Aggregierte Betriebsvermögen nach Unternehmensgröße

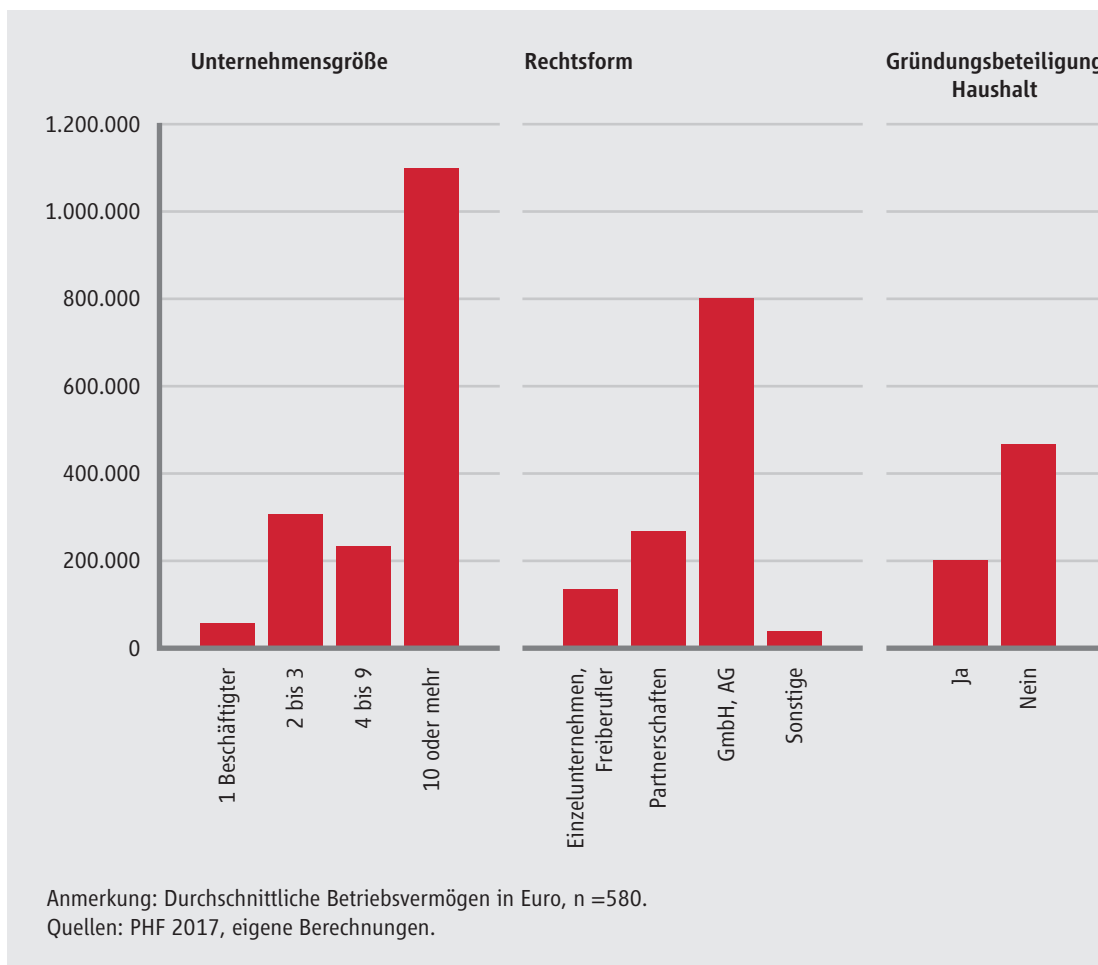


Anmerkung: n = 580.

Quellen: PHF 2017, eigene Berechnungen.

Der Gesamtdurchschnittswert der erfassten Unternehmen liegt bei 247.675 Euro. Wohingegen sich der Wert der Unternehmen Solo-Selbstständiger im Durchschnitt auf rund 56.200 Euro beläuft, sind es bei Unternehmen mit zehn und mehr Beschäftigten 1,1 Millionen Euro (Abb. 8). Ähnlich verhält es sich in Bezug auf die Bedeutung der Rechtsformen. Während Kapitalgesellschaften wie GmbHs und AGs von ihrer Anzahl her nur einen geringen Anteil der Unternehmen ausmachen, stellen sie aufgrund ihrer vergleichsweise hohen Unternehmenswerte 50,0 Prozent der Betriebsvermögen. Auch die Unternehmen, an deren Gründung der Haushalt nicht beteiligt war, kennzeichnen sich mit durchschnittlich 467.700 Euro durch höhere Werte als die Unternehmen, die noch in den Händen des ursprünglichen Gründungshaushalts sind (durchschnittlich 200.400 Euro).

Abb. 8: Unternehmenswerte nach verschiedenen Unternehmenscharakteristika



Für die weitere Analyse und Einordnung der Betriebsvermögen in der PHF-Befragung ist es von besonderer Bedeutung, wie gut die Unternehmen in den Mikrodaten abgebildet sind. Eine naheliegende Referenz zum Abgleich der Unternehmensstruktur stellt das Unternehmensregister des Statistischen Bundesamtes dar. Hierbei steht die Frage im Vordergrund, inwiefern die kleine Stichprobe der Befragungsdaten die Unternehmen in Deutschland bezüglich wesentlicher Merkmale repräsentativ abbildet (die hochgerechneten Werte basieren auf 554 Beobachtungen mit Unternehmensbesitz).

Abb. 9 illustriert die jeweilige Unternehmensanzahl auf Basis des Unternehmensregisters und der PHF-Daten nach Unternehmensgröße. Die Darstellung zeigt, dass selbst bei Berücksichtigung der jeweiligen Unternehmensanteile (gewichtete Werte) die Anzahl der erfassten Unternehmen mit einem Beschäftigten oder zwei bis neun Beschäftigten in den Mikrodaten erkennbar höher ausfällt als im Unternehmensregister. Bei den Unternehmen bis neun Beschäftigte lässt sich ein wesentlicher Anteil des Unterschieds durch die rund 300.000 Unternehmen im Wirtschaftsbereich der Land- und Forstwirtschaft erklären, die zwar im PHF, nicht aber im Unternehmensregister abgebildet werden. Bei Unternehmen mit zehn Beschäftigten

und mehr liegt die mit dem Unternehmensanteil gewichtete Anzahl der Unternehmen etwas niedriger als im Unternehmensregister. Es lassen sich jedoch weitere definitorische Gründe anführen, wodurch sich Unterschiede zwischen den beiden Datensätzen ergeben können. Die höhere Anzahl von Unternehmen mit einem Beschäftigten könnte darauf zurückzuführen sein, dass in den PHF-Daten prinzipiell auch nicht-umsatzsteuerpflichtige Kleinstunternehmen mit Jahresumsätzen unterhalb von 17.500 Euro erfasst werden. Hierfür spricht beispielsweise der recht hohe Anteil von Unternehmen mit einem angegebenen Unternehmenswert unterhalb von 10.000 Euro in den PHF-Daten. Weitere Unterschiede können sich dadurch ergeben, dass in den Mikrodaten ausgewiesene Unternehmensanteile auch in ausländischem Besitz liegen können, zum anderen kann es sich bei Unternehmensanteilen auch um Unternehmen handeln, welche im Ausland registriert sind. An dieser Stelle wird vereinfachend angenommen, dass sich die beiden Effekte ausgleichen und somit die gewichteten Unternehmenskennziffern die inländischen Unternehmen im Besitz privater Haushalte repräsentieren. Weiterhin ist die Abfrage im PHF so ausgestaltet, dass rechtlich selbstständige Unternehmen mit einheitlicher Leitung als eine Einheit betrachtet werden sollen, im Unternehmensregister wird hingegen jede rechtlich selbstständige Unternehmenseinheit separat betrachtet.

Mit Blick auf die grundsätzliche Bedeutung der verschiedenen Unternehmensgrößen lässt sich festhalten, dass die Mikrodaten die grundsätzliche Struktur der Unternehmensgrößen relativ gut abbilden. Vor dem Hintergrund der wesentlichen Bedeutung großer Unternehmen für die Höhe der Betriebsvermögen kann jedoch insbesondere die Unterschätzung sehr großer Unternehmen mit erheblichen Unterschätzungen des Betriebsvermögens einhergehen. Eine weitere mögliche Vergleichsquelle für die abgebildete Unternehmensanzahl ist das Mannheimer Unternehmenspanel (kurz MUP, für einen Überblick s. Stiftung Familienunternehmen, 2019). Ein Vorteil dieser Datenquelle ist, dass eine Unterteilung nach eigentümergeführten Unternehmen stattfindet (vgl. Kapitel D.II). Zudem werden Verflechtungen zwischen rechtlich selbstständigen Unternehmen als ein Unternehmen betrachtet. Insgesamt ergeben sich auf Basis des MUP 294.000 eigentümergeführte Unternehmen mit zehn Beschäftigten und mehr. Auch gegenüber diesem kleineren Referenzwert bleiben Unternehmen mit zehn Beschäftigten und mehr in den Befragungsdaten tendenziell untererfasst.

Abb. 9: Unternehmenserfassung: PHF versus Unternehmensregister

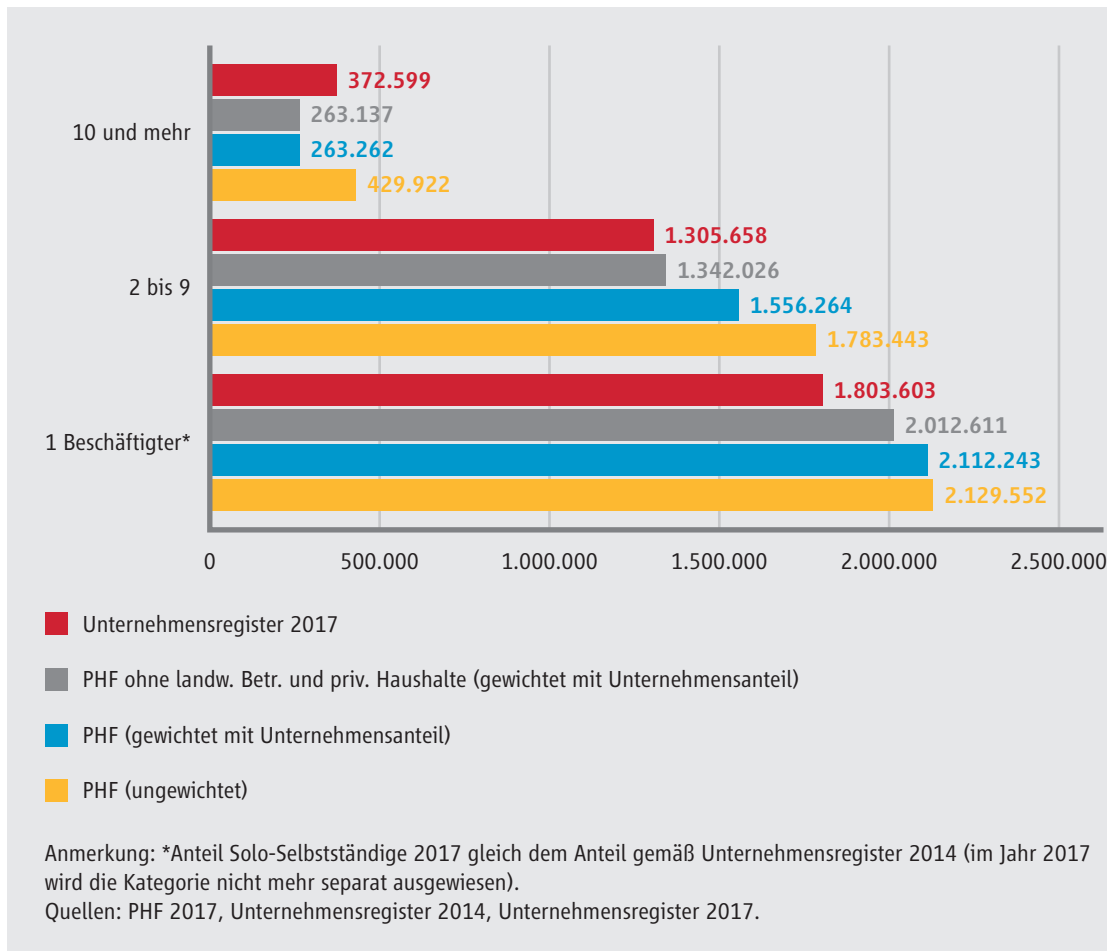
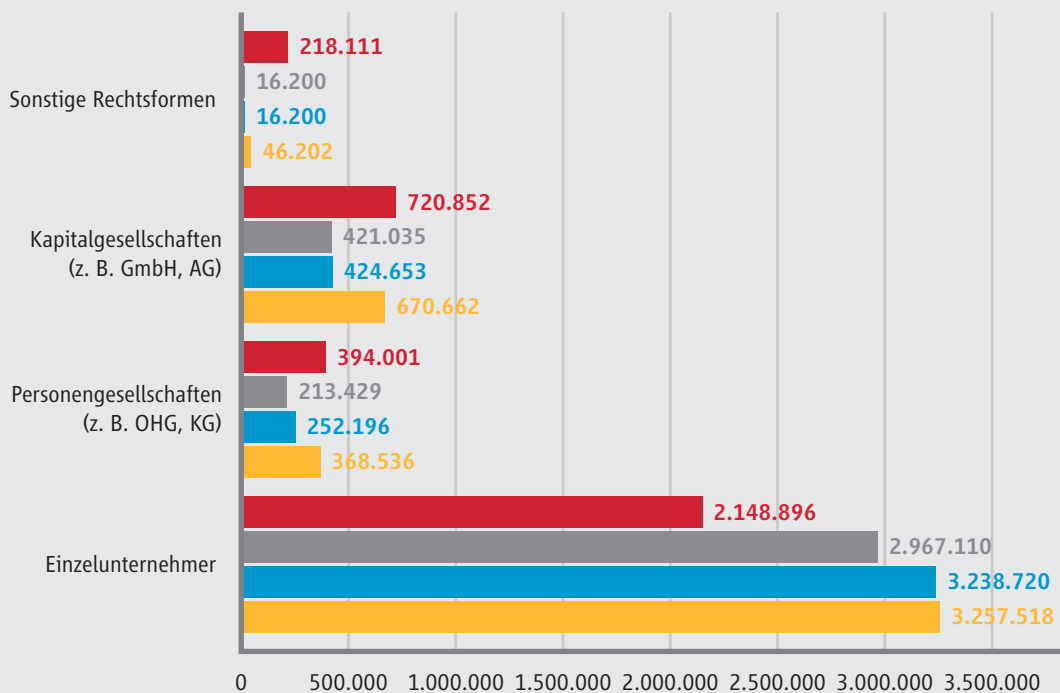


Abb. 10 stellt die Erfassung der Unternehmen nach Rechtsformen in den Mikrodaten mit der Verteilung der Unternehmen nach zusammengefassten Rechtsformen auf Basis des Unternehmensregisters gegenüber. Hier zeigt sich, dass selbst wenn landwirtschaftliche Unternehmen unberücksichtigt bleiben, deutlich zu viele Einzelunternehmen in den Mikrodaten erfasst sind und demgegenüber Personengesellschaften und in noch größerem Ausmaß Kapitalgesellschaften unterrepräsentiert sind. Da insbesondere die Kapitalgesellschaften mit vergleichsweise hohen Betriebsvermögen einhergehen, deutet auch diese Unterrepräsentation auf eine potenzielle Untererfassung des Betriebsvermögens hin.

Abb. 10: Unternehmenserfassung nach Rechtsformen



■ Unternehmensregister 2017

■ PHF ohne landw. Betr. und priv. Haushalte (gewichtet mit Unternehmensanteil)

■ PHF (gewichtet mit Unternehmensanteil)

■ PHF (ungewichtet)

Quellen: PHF 2017, Unternehmensregister 2017.

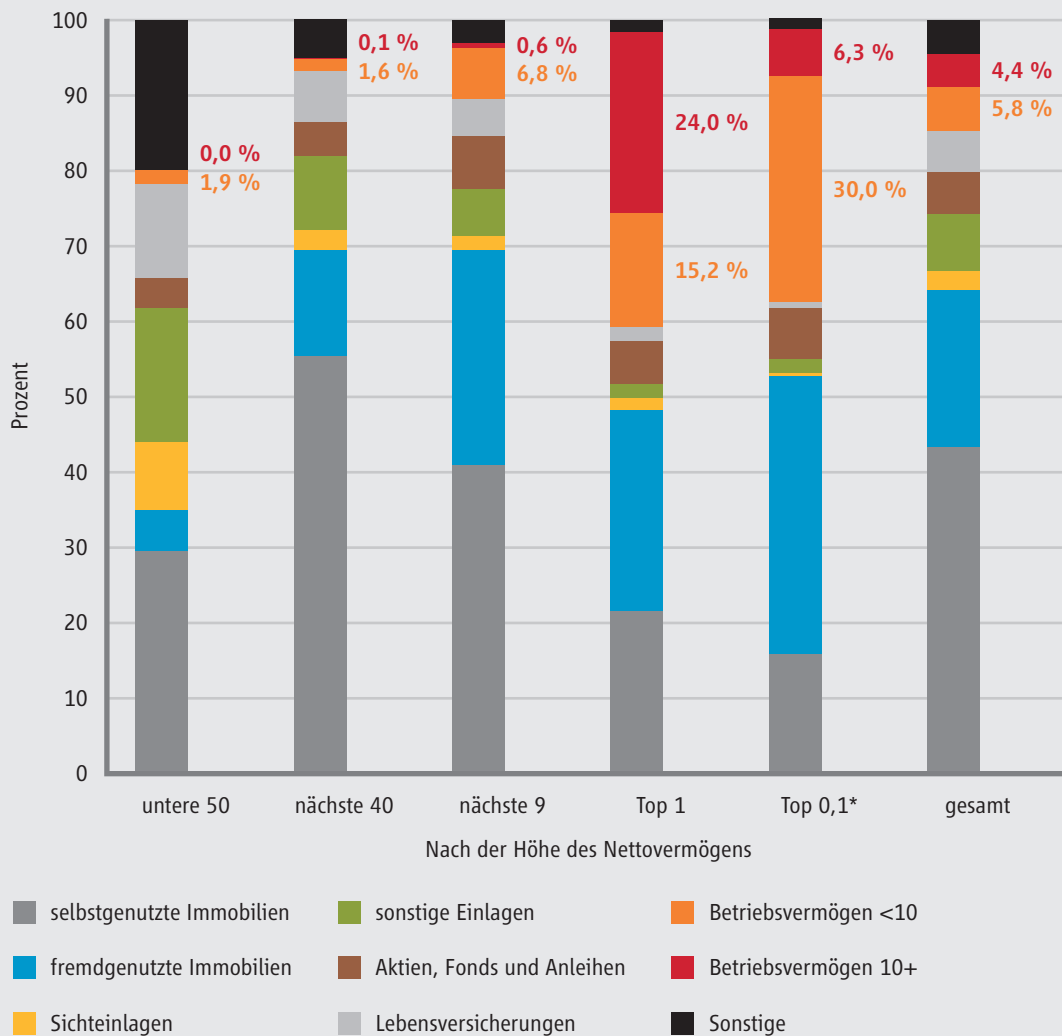
Tab. 1 stellt die Verteilung der Unternehmen auf verschiedene Wirtschaftsbereiche einander gegenüber. Da die Wirtschaftsabschnitte „Land- und Forstwirtschaft, Fischerei“ sowie „Private Haushalte mit Hauspersonal“ im Unternehmensregister nicht abgebildet sind, bleiben sie bei der Gegenüberstellung der anteilmäßigen Verteilung unberücksichtigt und werden nur nachrichtlich ausgewiesen. Vor dem Hintergrund der teilweise sehr geringen Fallzahlen in einzelnen Wirtschaftsbereichen in den Mikrodaten lässt sich festhalten, dass die grundsätzliche Wirtschaftsstruktur bemerkenswert gut abgebildet wird. Entsprechend der Aufteilung im Unternehmensregister stellen auch in den Mikrodaten die Bereiche Baugewerbe, Handel, Instandhaltung und Reparatur von Kraftfahrzeugen sowie freiberufliche, wissenschaftliche und technische Dienstleistungen mit Anteilen oberhalb von 10 Prozent anteilmäßig die bedeutendsten Wirtschaftsbereiche für die Unternehmenstätigkeit dar.

Tab. 1: *Unternehmenserfassung nach Wirtschaftsbereichen*

	PHF 2017	Unternehmens-Register
Bergbau und Gewinnung von Steinen und Erden	.	0,1 %
Verarbeitendes Gewerbe	4,8 %	6,7 %
Energieversorgung	5,5 %	2,1 %
Wasserversorg. ,Entsorg.,Beseitig. v. Umweltverschm.	0,3 %	0,3 %
Baugewerbe	10,9 %	11,2 %
Handel, Instandhaltung und Reparatur von Kfz	14,0 %	17,9 %
Verkehr und Lagerei	4,6 %	3,3 %
Gastgewerbe	5,1 %	7,1 %
Information und Kommunikation	7,2 %	3,8 %
Erbringung von Finanz- und Versicherungsleistungen	5,1 %	2,0 %
Grundstücks- und Wohnungswesen	1,7 %	4,9 %
Freiberufliche, wiss. u. techn. Dienstleistungen	15,6 %	15,0 %
Sonstige wirtschaftliche Dienstleistungen	3,6 %	6,3 %
Erziehung und Unterricht	3,8 %	2,2 %
Gesundheits- und Sozialwesen	8,2 %	7,0 %
Kunst, Unterhaltung und Erholung	2,2 %	3,3 %
Erbringung von sonstigen Dienstleistungen	7,0 %	6,7 %
Nachrichtlich (Anzahl gewichtet mit Unternehmensanteilen):		
Land- und Forstwirtschaft, Fischerei	299.200 Unternehmen	
Private Haushalte mit Hauspersonal	14.800 Unternehmen	

Quellen: PHF 2017, Unternehmensregister 2017.

Abb. 11: Portfoliostruktur PHF 2017



Anmerkung: Die Grafik zeigt die Zusammensetzung der Bruttovermögen nach Perzentilen der Haushaltsnettovermögen. *Aufgrund der geringen Fallzahlen (Top-0,1-Prozent: n=21; Top-1-Prozent: n=124) lässt sich die Portfoliostruktur des Top-0,1-Prozent nur eingeschränkt interpretieren.
 Quellen: PHF 2017, eigene Berechnungen.

Abb. 11 illustriert die Zusammensetzung der Haushaltsbruttovermögen auf Basis der PHF-Daten. Die Sortierung der Vermögen erfolgt dabei nach der Höhe der Haushaltsnettovermögen. Ein Vergleich mit der Zusammensetzung auf Basis der individuellen Vermögen auf Basis der SOEP-Daten inklusive Hochvermögendenbefragung ergibt sehr ähnliche Portfoliostrukturen für die vermögensärmeren 99 Prozent der Bevölkerung. In den PHF-Daten liegt der Anteil des Betriebsvermögens im Top-1-Prozent der Haushalte mit knapp über 39 Prozent etwas höher, die Bedeutung fremdgenutzter Immobilien hingegen etwas geringer als auf Basis der integrierten

SOEP+SOEP-TS-Daten.¹³ Bei der Portfoliostruktur der vermögensreichsten 0,1 Prozent der Haushalte zeigt sich hingegen insofern ein bedeutender Unterschied, als dass der Anteil der Betriebsvermögen zum einen deutlich niedriger liegt als bei den Top-0,1-Prozent der integrierten SOEP-Daten, zum anderen aber sogar niedriger als im Gesamtdurchschnitt des Top-1-Prozent gemäß den PHF-Daten. Die im Vergleich zu den SOEP-Daten weniger plausible Struktur dürfte zum einen mit der geringen Anzahl von Beobachtungen beim Top-0,1-Prozent zusammenhängen.¹⁴ Eine weitere Differenzierung der jeweils zugrundeliegenden Unternehmensgrößen zeigt jedoch weiterhin, dass insbesondere die Bedeutung von großen Unternehmen bei dem obersten 0,1 Prozent der Vermögensverteilung geringer ausfällt als im Durchschnitt des Top-1-Prozents. Somit deutet sich auch hier an, dass gerade hohe Betriebsvermögen in den PHF-Daten untererfasst sind. Dies passt wiederum zu den bisherigen Auswertungen, dass vor allem große Kapital- und Personengesellschaften nicht hinreichend in den PHF-Daten vertreten sind. Da in den PHF-Daten im Gegensatz zu den anderen Beschäftigungsgrößen insbesondere Unternehmen mit zehn Mitarbeitern und mehr unzureichend erfasst sind, werden im Folgenden alternative Herangehensweisen erarbeitet, um die Betriebsvermögen großer Unternehmen auf Basis externer Datenquellen zu ermitteln.

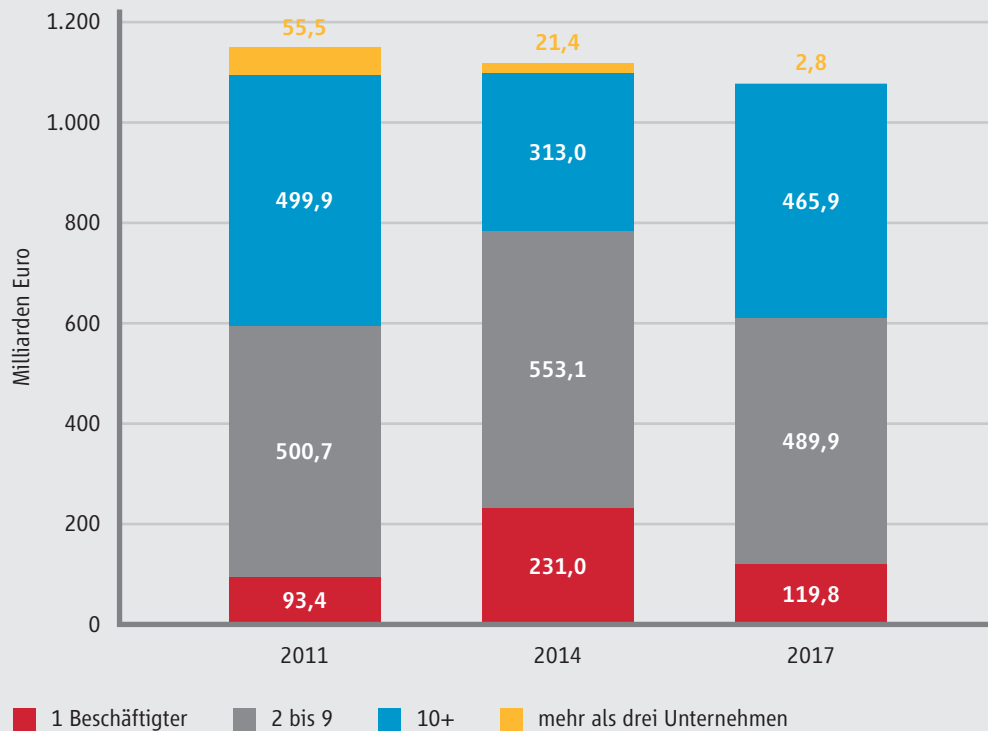
III. Zeitliche Entwicklung der Betriebsvermögen

Im Folgenden soll die zeitliche Entwicklung der Betriebsvermögen auf Basis der drei Erhebungszeitpunkte der PHF-Daten untersucht werden. Die Auswertung beschränkt sich dabei auf die Betriebsvermögen, in denen der Haushalt nach Selbstauskunft eine aktive Rolle im entsprechenden Unternehmen einnimmt. Die auf die Gesamtzahl der deutschen Haushalte hochgerechneten Unternehmenswerte legen nahe, dass die in den Mikrodaten abgebildeten aggregierten Betriebsvermögen über den Erhebungszeitraum leicht zurückgehen, wobei der stärkere Rückgang zwischen den Jahren 2014 und 2017 stattfindet (Abb. 12). Eine weitere Aufschlüsselung nach der jeweiligen Unternehmensgröße deutet auf eher unsystematische Entwicklungen hin. Während das in größeren Unternehmen gehaltene Betriebsvermögen zwischen 2011 und 2014 um knapp 187 Milliarden Euro zurückgeht (Rückgang um rund 37 Prozent), steigt es zum Jahr 2017 wiederum um knapp 153 Milliarden Euro an (Anstieg um knapp 48,8 Prozent). Umgekehrt verhält es sich bei den Betriebsvermögen, die auf Unternehmen mit weniger als zehn Beschäftigte zurückgehen. Der Gesamtwert der Betriebsvermögen Solo-Selbstständiger steigt von 2011 auf 2014 um beinahe das 2,5-fache, um sich dann zum Jahr 2017 wieder beinahe zu halbieren.

13 Auf Basis der unangepassten PHF-Daten zählt ein Haushalt ab einem Haushaltsnettovermögen in Höhe von 555.000 Euro zu den vermögensreichsten 10 Prozent, ab 2.460.000 Euro zu dem reichsten Prozent, ab 7.145.000 Euro zu den reichsten 0,1 Prozent.

14 Aufgrund der geringen Fallzahlen wird das Top-0,1-Prozent im Folgenden nicht mehr separat ausgewiesen.

Abb. 12: Entwicklung der aggregierten Betriebsvermögen

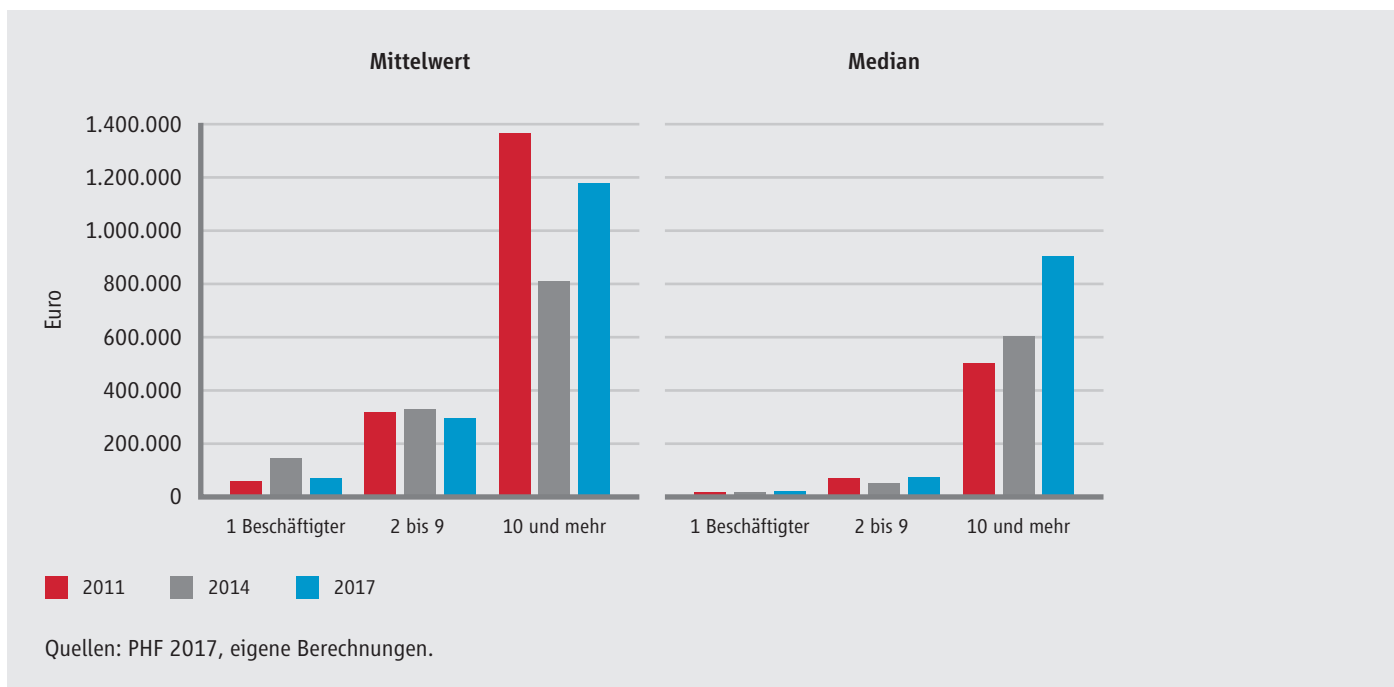


Anmerkung: Die Grafik zeigt die Entwicklung der Betriebsvermögen nach Unternehmensgröße; „mehr als drei Unternehmen“ umfasst die Unternehmen von Haushalten, die mehr als drei Unternehmen besitzen (die Beschäftigtengröße wird nur für die ersten drei Unternehmen abgefragt).
Quellen: PHF 2017, eigene Berechnungen.

Abb. 13 stellt die durchschnittlichen Unternehmenswerte nach Unternehmensgröße für die verschiedenen Erhebungszeitpunkte jeweils für diejenigen Unternehmen dar, die über positive Betriebsvermögen verfügen. Die spiegelbildlichen Veränderungen der Unternehmenswerte nach Beschäftigtenzahl zeigen sich auch bei dieser Gegenüberstellung der Mittelwerte, was darauf hinweist, dass die Verschiebungen nicht auf Veränderungen der Anteile der Haushalte mit Unternehmensbesitz zurückgehen. Werden Medianwerte betrachtet (rechte Seite der Abb. 13), zeigt sich wiederum ein anderes Bild, welches darauf hindeutet, dass bei der Mehrheit der Unternehmen mit zehn Beschäftigten und mehr der Unternehmenswert über den Erhebungszeitraum eher kontinuierlich angestiegen ist. Bei Solo-Selbstständigen liegt der Median in der Erhebungswelle 2011 und 2014 gleichermaßen bei 10.000 Euro und steigt dann im Jahr 2017 auf 15.000 Euro. Die großen Unterschiede zwischen der Entwicklung auf Basis der Medianwerte und der Entwicklung der Durchschnittswerte deutet darauf hin, dass die Entwicklung besonders durch Veränderungen bei sehr hohen Betriebsvermögen geprägt ist, die sehr großen Einfluss auf die Mittelwerte haben können.¹⁵

¹⁵ Auch bei der Erstveröffentlichung der PHF-Daten wurde auf den Rückgang der durchschnittlichen Betriebsvermögen zum Jahr 2017 hingewiesen (Deutsche Bundesbank, 2019a) und angenommen, dass dieser mit der unzureichenden Erfassung sehr großer Betriebsvermögen einhergeht.

Abb. 13: Entwicklung der Betriebsvermögen nach Unternehmensgröße



Wie bereits in Abschnitt C.I dargelegt, deutet das SOEP auf einen deutlichen Anstieg der durchschnittlichen Betriebsvermögen zwischen den beiden Erhebungszeitpunkten 2012 und 2017 hin (Grabka/Halbmeier). Da das SOEP keine Auswertung der Betriebsvermögen nach Unternehmenscharakteristika ermöglicht, stellt Abb. A-1 im Anhang die Veränderung der durchschnittlichen Betriebsvermögen nach Erwerbsstatus derjenigen fest, die über Betriebsvermögen verfügen. Die Auswertung deutet auf einen Rückgang der durchschnittlichen Unternehmenswerte Solo-Selbstständiger zwischen 2012 und 2017 und einen deutlichen Anstieg der durchschnittlichen Betriebsvermögen von Selbstständigen mit zehn Mitarbeitern und mehr hin. Bei Selbstständigen mit ein bis neun Mitarbeitern zeigt sich nur ein Anstieg der durchschnittlichen Betriebsvermögen, wenn die Auffrischungstichprobe des Jahres 2017 mitberücksichtigt wird.¹⁶ Die durchschnittlichen Betriebsvermögen Nicht-Selbstständiger sind zwischen den beiden Erhebungszeitpunkten deutlich gestiegen, wenn die Auffrischungstichprobe 2017 unberücksichtigt bleibt und erkennbar gesunken, wenn der Hochrechnungsfaktor inklusive der Befragten der Auffrischungstichprobe verwendet wird.

Die teilweise widersprüchlichen und unsystematischen Veränderungen der durchschnittlichen Betriebsvermögen nach Unternehmensgröße zwischen den beiden Datensätzen, über die Zeit

¹⁶ Da das SOEP als Wiederholungsbefragung angelegt ist, werden in regelmäßigen Abständen Auffrischungstichproben ergänzt, um etwaigen Panelaustritten und der Unterrepräsentation bestimmter Teilgruppen der Bevölkerung zu begegnen. Da sich die Erstantworten insbesondere beim Einkommen systematisch von den Folgejahren unterscheiden, werden für das erste Jahr einer Auffrischungstichprobe jeweils ein bevölkerungsrepräsentatives Hochrechnungsgewicht mit Berücksichtigung der neuen Stichprobe und ein bevölkerungsrepräsentatives Hochrechnungsgewicht ohne Berücksichtigung der Ergänzungstichprobe bereitgestellt.

und je nach berücksichtigter Stichprobe bekräftigen einmal mehr die Herausforderungen und Unsicherheiten bei der Abbildung von Betriebsvermögen in Befragungsdaten. Daher sollen im folgenden Abschnitt alternative Referenzwerte für die Höhe und Entwicklung der Betriebsvermögen ermittelt werden (Kapitel D), die dann in einem zweiten Schritt in die Befragungsdaten integriert werden (Kapitel E).

D. Unternehmensbewertung und Hochrechnung von Betriebsvermögen

Der Wert eines Unternehmens und damit des Vermögens, das in diesem Unternehmen steckt, wird erst im Falle eines Verkaufs transparent. Ohne Zusammenspiel von Angebot und Nachfrage und daraus folgenden Transaktionen lassen sich die Werte nicht zweifelsfrei bestimmen. Jenseits des Aktienmarkts ist die Anzahl der beobachtbaren Transaktionen jedoch gering. Eine Hochrechnung von einzelnen Transaktionen auf das Aggregat ist schwierig, da der Markt für Unternehmenskäufe die theoretischen Anforderungen an vollständige Information und homogene Güter weniger als fast jeder andere Markt erfüllt. Daher lässt sich der aggregierte Wert des Betriebsvermögens nur sehr eingeschränkt bestimmen. Die Praxis der Unternehmensbewertung bedient sich vor diesem Hintergrund verschiedener Bewertungsmodelle, um für potenzielle Käufer und Verkäufer den Wert eines Unternehmens zu schätzen. Diesem Ansatz folgend soll im Folgenden das aggregierte Betriebsvermögen in Deutschland näherungsweise bestimmt werden.

Der Begriff Betriebsvermögen bedarf zunächst einer Abgrenzung. Teil des Betriebsvermögens sind alle Wirtschaftsgüter, die im Zusammenhang mit dem Betrieb oder der Geschäftstätigkeit eines Unternehmens stehen. Typischerweise gibt die Bilanz eines Unternehmens damit das Betriebsvermögen an. Allerdings werden in der Bilanz Buchwerte oder Substanzwerte erfasst, während Verkehrswerte den tatsächlichen Wert eines Wirtschaftsguts anzeigen. Aus diesem Grund lässt sich das Betriebsvermögen bei Auswertung der Bilanzangaben nur unzureichend erfassen. Für den Verkehrswert eines Unternehmens sind die zu erwartenden Zahlungsüberschüsse entscheidend.

I. Bewertungsgrundsätze

Die verschiedenen Bewertungsansätze knüpfen folglich überwiegend am wirtschaftlichen Erfolg eines Unternehmens an. Zu unterscheiden ist zwischen Ansätzen zur Bestimmung des Unternehmenswerts (Bruttomethode) und zur Bestimmung des Eigenkapitals (Nettomethode). Die Differenz entspricht dem Wert des Fremdkapitals.

Bei der Wertermittlung sollten Planzahlen verwendet werden, da künftige Zahlungsüberschüsse entscheidend für die Werthaltigkeit sind. Das reine Fortschreiben von Vergangenheitswerten übersieht die Möglichkeit von Veränderungen oder gar strukturellen Umbrüchen, die die Ertragslage eines Unternehmens entscheidend positiv oder negativ beeinflussen können (IDW, 2007). Als Referenzmodell dient dabei das Discounted-Cash Flow-Verfahren (DCF-Verfahren), bei dem die zu erwartenden Cash-Flows auf den Stichtag der Bewertung abgezinst werden. Für die weiter entfernt liegende Zukunft werden die Planzahlen fortgeschrieben, in der Regel

ergänzt um einen Wachstumsfaktor. Dieses Konzept der ewigen Rente führt dazu, dass das Unternehmen per Annahme unendlich fortbesteht. Alternativ wäre es auch denkbar, die Lebenserwartung eines Unternehmens auf zum Beispiel zehn Jahre zu begrenzen mit dem Argument, dass in zehn Jahren die Wettbewerbsvorteile von heute keine Rolle mehr spielen und daher wertlos sind. Insgesamt ist der Ansatz der ewigen Rente in der Bewertungspraxis jedoch vorherrschend. Im Ergebnis fallen die Werte dadurch höher aus als bei einer fixen Lebenserwartung eines Unternehmens. Für eine Abschätzung des aggregierten Betriebsvermögens liegen jedoch keine Planzahlen vor. Aus diesem Grund scheidet das DCF-Verfahren aus. Eine Alternative bildet das (vereinfachte) Ertragswertverfahren, bei dem ausgehend von den durchschnittlichen Gewinnen in der Vergangenheit der Unternehmenswert bestimmt wird. Konkret sieht das Gesetz vor, den Durchschnitt der drei zurückliegenden Jahre als Erwartungswert für die Zukunft zu verwenden. Auch wenn die Vergangenheitsbetrachtung den Planzahlen konzeptionell unterlegen ist, stellt sie immerhin einen gangbaren Weg zur Abschätzung des Betriebsvermögens dar. Daneben ist die Barwertbestimmung der künftigen Zahlungsmittelüberschüsse zentral für die Bewertung. Aus heutiger Sicht sind in der Zukunft liegende Geldströme weniger wertvoll als aktuelle Geldströme. Aus diesem Grund werden künftige Zahlungsströme abgezinst. Je höher der zugrundeliegende Kapitalisierungs- oder Diskontierungszinssatz gewählt wird, desto weniger wert sind künftige Zahlungsüberschüsse. Die für den Unternehmenswert entscheidende Frage lautet, wie viel Geld ein Investor am Kapitalmarkt anlegen müsste, um die gleichen erwarteten Erträge wie das Unternehmen zu erzielen. Bei einem niedrigen Zinsniveau und damit einem geringen risikolosen Zins ist mehr Kapital erforderlich, um in Zukunft einen Zufluss in bestimmter Höhe zu erhalten. Bei einem sinkenden Zinsniveau steigt der Wert eines Unternehmens also *ceteris paribus*, da die erwarteten Zahlungsüberschüsse des Unternehmens losgelöst vom Zinsniveau sind. Die Alternative zur Investition in ein Unternehmen ist weniger attraktiv.

Ein entscheidender Unterschied zwischen einem zum risikolosen Zinssatz festverzinsten Wertpapier und einer Unternehmensbeteiligung ist die Unsicherheit der künftigen Zahlungsströme. Daher würde der risikolose Zinssatz als Kapitalisierungszinssatz, also als Abzinsungsfaktor, den tatsächlichen Wert eines Unternehmens überzeichnen. Bei gleicher erwarteter Rendite würde ein rationaler Investor stets die sicheren Zahlungsströme den unsicheren Zahlungsströmen vorziehen, um Risiko zu reduzieren. Von daher ist eine Prämie für die Wahl einer Unternehmensbeteiligung folgerichtig. Die erwarteten Zahlungsüberschüsse müssen bei gleichem Barwert bei einer Unternehmensbeteiligung höher sein als bei einem Festzinspapier. Aus diesem Grund wird der risikolose Zins zur Bestimmung des Barwerts der zukünftigen Zahlungsüberschüsse mit einem Risikoaufschlag versehen. Dieser soll das höhere Risiko im Vergleich zu einer risikolosen Anlage kompensieren (KPMG, 2020). In der Praxis variiert der Risikoaufschlag von Unternehmen zu Unternehmen. Ein Indikator zur Bestimmung des angemessenen Risikoaufschlags ist die Volatilität der Zahlungsströme.

Gemessen wird die Volatilität anhand des sogenannten Beta-Faktors im Rahmen des Capital Asset Pricing Model (CAPM), das in der neoklassischen Finanzmarktökonomik sehr prominent verbreitet ist. Dieses geht zurück auf die Arbeiten von Sharpe (1964) und Lintner (1965). In einem ersten Schritt werden die Vermögensarten aus der Sicht des Anlegers betrachtet. In diesem Modell richten die Anleger ihre Portfolioentscheidung ausschließlich an den beiden Parametern Rendite und Risiko aus, da das Modell auf der Annahme der perfekten Kapitalmärkte beruht und die Risikopräferenzen des repräsentativen Anlegers sich durch eine Nutzenfunktion mit konstanter absoluter Risikoaversion darstellt. Das bedeutet: Der erwartete Nutzen des Anlegers steigt in der erwarteten Rendite und fällt im erwarteten Risiko. Durch die Annahme der perfekten Kapitalmärkte liegen Unternehmensanteile in kleinster Stückelung und in standardisierter Form vor und sie können auf liquiden Märkten zu jeder Zeit gekauft oder verkauft werden können (Hull, 2011). Aus den Annahmen des Modells leitet sich ab, dass Investoren theoretisch ein Marktportfolio aus allen Unternehmen halten können und ihr Portfolio auch nicht mehr aktiv managen müssen, sofern sie nur an der Entwicklung des Gesamtmarkts partizipieren wollen. Aus dieser Beschreibung ist schon ersichtlich, dass das CAPM besser auf den institutionalisierten Handel an einer Börse passt und weniger zum privaten Markt, auf dem nicht-börsengehandelte Unternehmensanteile gekauft oder verkauft werden.

Das CAPM geht davon aus, dass Anleger eine Investition mit einer höheren durchschnittlichen Rendite einer Investition mit einer geringeren durchschnittlichen Rendite vorziehen, solange beide Investitionen gleich riskant sind. Daraus lässt sich ableiten, dass Anleger eine Investition mit einem geringeren Risiko gegenüber einer Anlage mit einem höheren Risiko vorziehen, sofern beide eine gleich hohe durchschnittliche Rendite erzielen. Die Anlage mit der höheren Schwankung könnte dabei in einer günstigen Marktphase zwar eine temporär höhere Rendite erwirtschaften, dieses Risiko aus einem günstigen Market-Timing gehen die Anleger in diesem Modell allerdings nicht ein, da die Anlage mit der höheren Schwankung in einer ungünstigen Marktphase zu einem höheren Verlust führen würde. Aus diesen Annahmen an die Risikopräferenzen folgt dann, dass sich jede Anlage durch ihre durchschnittliche Rendite sowie ihre durchschnittliche Schwankung, die Varianz, beschreiben lässt.

Würde man also alle Anlagen nach den beiden Parametern Rendite und Risiko bewerten und den risikoaversen Anlegern ein Portfolio aus diesen Anlagen zusammenstellen, dann würden sie ein sogenanntes Minimum-Varianz-Portfolio wählen, was im Rahmen des CAPM dem Marktportfolio entsprechen würde (Hull, 2011). Das heißt, die Anleger würden es vorziehen in den Gesamtmarkt mit Beteiligungen an verschiedenen Unternehmen zu investieren anstatt in einzelne Unternehmen. Hieraus lassen sich dann passive Indexfonds ableiten, die die Marktentwicklung nachzeichnen. Eine weitere Implikation des CAPM ist, dass die Investition in ein einzelnes Unternehmen riskanter ist als eine Investition in den Gesamtmarkt der Unternehmen.

Aus diesem Grund wird ein Investor, der in ein einzelnes Unternehmen investiert, eine über die Markttrendite hinausgehende Risikoprämie fordern.

Des Weiteren nimmt das CAPM an, dass eine risikolose Anlage existiert, das heißt eine Anlage zu einer konstanten Rendite, in die man unbegrenzt investieren kann und zu der man sich unbegrenzt verschulden kann. Die Annahme der risikolosen Anlage erlaubt es dem Anleger nicht nur, weitere Portfolioaufteilungen zwischen dieser risikolosen Anlage und dem Marktportfolio zu wählen oder sich zu verschulden und stärker in das Marktportfolio zu investieren, sondern es kann jede beliebige Investition im CAPM als Kombination aus risikoloser Anlage und Marktportfolio dargestellt werden. Das bedeutet, dass jede durchschnittliche Rendite in diesem Modell aus der Summe aus risikoloser Rendite zuzüglich einer Risikoprämie besteht (Hull, 2011). Damit entspricht die Varianz einer jeden Anlage der Summe aus Varianz des Marktportfolios, dem sogenannten systematischen Risiko, und Varianz, die aus individuellen Charakteristika der Anlage resultiert, dem sogenannten unsystematischen Risiko. Somit kann ein Anleger, der in einen Indexfonds investiert, die unsystematischen Risiken eliminieren und trägt dann nur noch die Marktrisiken, während ein Anleger, der in einzelne Unternehmen investiert, die Summe aus Marktrisiken, wie zum Beispiel Konjunktur, und die Geschäftsrisiken des Unternehmens – aber auch die damit verbundenen Chancen – trägt. Folglich pendelt der durchschnittliche Beta-Faktor aller Unternehmen um den Wert eins.

Auch wenn das CAPM aufgrund seiner Annahmen besser auf standardisierte und liquide Anlageformen wie börsengehandelte Aktien passt und die Realität auch nur schemenhaft beschreibt, so können aus diesem Modell eine Reihe von wichtigen Anlagekriterien abgeleitet werden:

- Wer eine höhere Rendite als den risikolosen Zins erwirtschaften möchte, muss entweder systematisches oder unsystematisches Risiko eingehen. Das heißt eine höhere Rendite gibt es nur gegen das Eingehen höherer Risiken.
- Individuelle Geschäftsrisiken (unsystematische Risiken) lassen sich eliminieren, indem man in einen Indexfonds investiert, der den Gesamtmarkt abbildet.

Für die Bewertung von Betriebsvermögen lässt sich aus dem CAPM folgendes ableiten:

- Wer Betriebsvermögen hält, trägt individuelle unternehmerische Risiken.
- Die Bewertungsregel des CAPM lässt sich nur sehr eingeschränkt auf Betriebsvermögen übertragen, das in Form von GmbH-Anteilen oder nicht-börsengehandelten Aktien aufgelegt wurde, da hierfür nur ein eingeschränkt liquider Markt besteht und da diese Geschäftsanteile nicht ausreichend standardisiert sind, um sie täglich handeln zu können.

- Zudem besteht für diese Geschäftsanteile keine institutionalisierte Handelsinfrastruktur, wie eine Börse, die auch Dienstleistungen des Nachhandels, wie die Übertragung der Eigentumsverhältnisse und die Lagerung der Geschäftsanteile übernimmt.
- Diese Abgrenzung zwischen dem öffentlichen Markt der Börse und dem nicht-börslichen privaten Markt wird im nächsten Abschnitt noch genauer analysiert, da dieser Unterschied für die Bewertung des Betriebsvermögens relevant ist.
- In einem realistischeren Blick auf die Kapitalmärkte sind nicht alle Vermögenswerte beliebig teilbar und Märkte nicht notwendigerweise liquide. Dadurch kommen weitere Anlageparameter hinzu, die die Anlageentscheidung über Spar- und Investitionsmotive und die dazugehörigen Anlagehorizonte erweitern (vgl. Kapitel B).
- Ein entscheidendes Element bei der Bewertung ist die aus dem Beta-Faktor abgeleitete Eigenkapitalrendite.

Der Beta-Faktor ermöglicht die Bestimmung der Eigenkapitalkosten oder der geforderten Eigenkapitalrendite. Die Eigenkapitalkosten setzen sich aus einem risikolosen Zins und einer Marktrisikoprämie zusammen, die vom jeweiligen Beta-Faktor abhängt. Für die Summe der Unternehmen beträgt der Beta-Faktor eins. Wenn r_E = Eigenkapitalrendite, r_f = risikoloser Zinssatz oder Basiszinssatz, β = Beta-Faktor und r_m = Rendite des diversifizierten Marktportfolios, dann gilt:

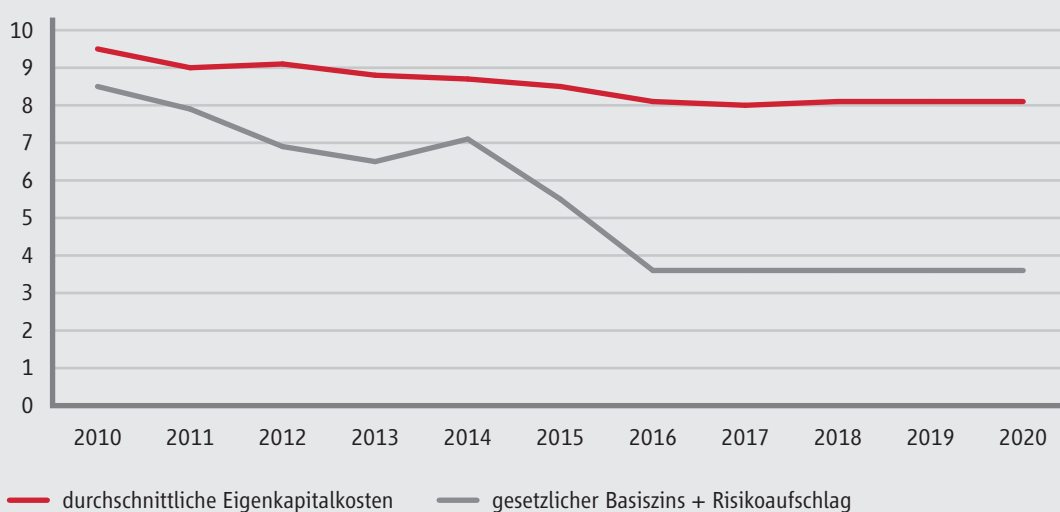
$$r_E = r_f + \beta * (r_m - r_f)$$

Aus Sicht der Anteilseigner eines Unternehmens verändert sich bei einem Rückgang der Kapitalmarktzinss nicht unmittelbar der Unternehmenswert. Schließlich bleiben die erwarteten Zahlungsströme unverändert. In der Praxis ist zu beobachten, dass bei einem sinkenden Basiszins als Proxy für den risikolosen Zins analog die Marktrisikoprämie steigt (KPMG, 2020). So gleichen steigende Risikoaufschläge einen sinkenden Basiszins zumindest teilweise aus.

Für das vereinfachte Ertragswertverfahren, das im Rahmen der Erbschaftsteuer Anwendung findet, hat der Gesetzgeber die Parameter im Bewertungsgesetz festgelegt. Dabei hat der Gesetzgeber einen Basiszinssatz und einen Risikoaufschlag vorgesehen. Anders als in der Praxis hat der Gesetzgeber lange Zeit das Absinken des Basiszinssatzes nicht durch eine höhere Marktrisikoprämie kompensiert. Trotz stetig fallenden Basiszinses betrug die Marktrisikoprämie bis zum Jahr 2016 für das vereinfachte Ertragswertverfahren unverändert 4,5 Prozent (§ 203 Abs. 1 BewG). Der Gesamtwert von 4,5 Prozent setzt sich zusammen aus einem Aufschlag für das unternehmerische Risiko, einem Wachstumsabschlag und einem Fungibilitätszuschlag (Deutscher Bundestag, 2008, S. 23 f.). Für den Beta-Faktor wurde implizit der Wert eins unterstellt, weil dies der Durchschnittswert für die Volkswirtschaft ist. Daran lässt sich erkennen,

dass die pauschale Regelung nicht allen Einzelfällen gerecht werden kann. In der Folge sind die tatsächlichen Eigenkapitalkosten weniger stark als der Kapitalisierungszinssatz (Basiszins plus Risikoaufschlag) laut Bewertungsgesetz gesunken, sodass sich der Abstand zwischen beiden Kennzahlen deutlich vergrößert hat (Abb. 14). Ab dem Jahr 2016 hat allerdings die Fixierung des Kapitalisierungsfaktors als Kehrwert des Kapitalisierungszinssatzes ein weiteres Absinken verhindert. Durch die gesetzliche Fixierung des Kapitalisierungsfaktors auf 13,75 beträgt der Kapitalisierungszins im Jahr 2021 rechnerisch rund 7,3 Prozent statt der gemäß Zinsentwicklung ermittelten 3,6 Prozent. Branchen- und Größenunterschiede werden dabei nicht betrachtet.

Abb. 14: Durchschnittliche Eigenkapitalkosten in Prozent



Quelle: KPMG, 2020.

Bei eigentümergeführten Unternehmen ist ein Großteil des verfügbaren Kapitals des Investors in einem Unternehmen gebunden. Dies ist eine bewusste Investitionsentscheidung, um die Geschicke des Unternehmens lenken zu können. Aus diesem Grund ist das Kapital einem höheren Risiko ausgesetzt, als wenn der Investor im Sinne der Portfoliotheorie maximal diversifizieren würde, zum Beispiel durch Anlage in breitgefächerte Indexfonds. Eigentümergeführte Mittelständler weisen daher in der Regel einen Beta-Faktor von mehr als eins auf. Im CAPM wird unterstellt, dass jeder Investor einen Bruchteil des perfekt diversifizierten Marktportfolios hält. Daher sieht das CAPM keine Berücksichtigung des Risikos aufgrund unzureichender Diversifizierung, des sogenannten unsystematischen Risikos, vor. Bei Übernahme eines eigentümergeführten Unternehmens fordert der Käufer gleichwohl eine höhere Rendite ein, die dem vorhandenen unsystematischen Risiko gerecht wird, oder nimmt einen Abschlag auf den Kaufpreis vor (Balz/Bordemann, 2007). Beide Faktoren, ein höheres systematisches Risiko

(= höherer Beta-Faktor) und ein vorhandenes unsystematisches Risiko (= Wertabschlag) sollten sich im Bewertungsverfahren widerspiegeln (vgl. Hentze, 2015).

Einen zusätzlichen Faktor kann bei der Unternehmensbewertung die geringe Fungibilität der Unternehmensanteile darstellen. Fungibilität heißt, einen Vermögensgegenstand schnell, sicher und ohne hohe Kosten liquide machen zu können. Sogenannte Fungibilitätszuschläge beim Kapitalisierungszins oder Abschläge auf den Wert für fehlende Fungibilität werden daher für eigentümergeführte Unternehmen als angemessen erachtet (Stiftung Familienunternehmen, 2021; KPMG, 2014). Dabei ist zu bedenken, dass teilweise ein Verkauf selbst mit Abschlägen aufgrund der getroffenen Regeln innerhalb der Eigentümerschaft nicht möglich ist. Während aus methodischen Gründen zur Berücksichtigung der geringeren Fungibilität ein Zuschlag auf den Zinssatz empfehlenswert ist, hat sich aus praktischen Gründen ein Abschlag auf den ermittelten Wert durchgesetzt (Barthel, 2003). Möglich ist auch eine Erhöhung des Beta-Faktors, zum Beispiel von 1,0 auf 1,5 (Keller/Hohmann, 2004; Creutzmann/Heuer, 2010). Denkbar ist auch ein hypothetischer Fungibilitätszuschlag auf die Eigenkapitalrendite von bis zu 50 Prozent (Pratt/Reilly/Schweih, 2000; Römhild, 2009). Ein Abschlag auf den Unternehmenswert könnte in einer Größenordnung von 35 Prozent liegen, wie eine Auswertung von amerikanischen Forschungsergebnissen zu Abschlägen für nicht öffentlich gehandelte Aktien im Vergleich zu öffentlich gehandelten Aktien zeigt (Pratt/Reilly/Schweih, 2000, S. 404). In den USA sind in diesen Fällen sogar Abschläge von bis zu 45 Prozent verbreitet (Barthel, 2003, für eine Übersicht). Römhild (2009, S. 27) spricht von einer „goldenen Weisheit“, nach der sich ein Abschlag in Höhe von 35 Prozent etabliert hat.

Der deutsche Gesetzgeber folgt im Rahmen der Erbschaftsteuer (§ 13a Abs. 9 ErbStG) der Relevanz von Verfügungsbeschränkungen bei eigentümergeführten Unternehmen und gewährt einen Wertabschlag von 30 Prozent, wenn bestimmte Grenzwerte für die folgenden Kriterien erfüllt sind:

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

Bei der konkreten Ermittlung eines Unternehmenswerts stellen sich damit drei zentrale Fragen:

- A. Wie hoch sind die zu erwartenden Zahlungsüberschüsse oder Gewinne?
- B. Wie hoch sind die angemessenen Eigenkapitalkosten und damit der Kapitalisierungsfaktor?
- C. Wie sind etwaige Verfügungsbeschränkungen zu berücksichtigen?

Während sich die Antworten mit Blick auf Kapitalisierungsfaktor und Verfügungsbeschränkungen aus diesem Kapitel bereits im Ansatz ergeben, ist die Frage der Bemessungsgrundlage, also der zu erwartenden Gewinne, offen.

II. Datenbasis

Für die Abschätzung der aggregierten Gewinne ist zunächst die Gruppe der Unternehmen abzugrenzen. Da kleinere Unternehmen in der PHF-Befragung vergleichsweise gut abgebildet sind (vgl. Kapitel C.II) und unter der Annahme, dass die Unternehmensbesitzer selbst die besten Kenntnisse bezüglich des Unternehmenswerts haben, werden die Anteilswerte der Selbstständigen, Einzelunternehmer und Unternehmen mit bis zu neun Beschäftigten weitestgehend aus den Ursprungsdaten der PHF-Befragung entnommen. Anteilsrechte an börsennotierten Unternehmen werden aus der Finanzierungsrechnung der Deutschen Bundesbank (2019b) übernommen (vgl. Kapitel E.I). Da (aktiver) Unternehmensbesitz an größeren Unternehmen mit zehn Mitarbeitern und mehr in den Daten unzureichend erfasst ist, sollen im Folgenden Eckwerte für die Höhe des Betriebsvermögens dieser Unternehmen ermittelt werden, sofern es den privaten Haushalten zuzuordnen ist. Als Proxy für eine Zuordnung zu privaten Haushalten dient das Kriterium „eigentümergeführt“. Bei diesen Unternehmen sind institutionelle Anteilseigner ausgeschlossen.

Grundlage der im Folgenden dargelegten Unternehmensbewertung sind daher eigentümergeführte, nicht am Kapitalmarkt gehandelte Unternehmen mit mindestens zehn Mitarbeitern. Um Referenzwerte für das Betriebsvermögen dieser Gruppe von Unternehmen zu bestimmen, bedarf es eines Ansatzes zur Bestimmung der zu erwartenden Zahlungsüberschüsse. Dass eine aggregierte Betrachtung der Unternehmen Einzelfällen nicht gerecht werden kann, ist dabei offenkundig. Zudem ist eine zukunftsorientierte Abschätzung der Zahlungsmittelüberschüsse wie dargelegt nicht möglich, sodass Vergangenheitswerte als Basis für die Zukunft dienen müssen. Aus diesem Grund wird das vereinfachte Ertragswertverfahren als pragmatischer Ansatz gewählt, um Eckwerte für das Betriebsvermögen der skizzierten Unternehmen in Deutschland zu beziffern.

Der deutsche Gesetzgeber sieht aus Praktikabilitätsgründen das vereinfachte Ertragswertverfahren für Bewertungen im Rahmen der Erbschaftsteuer als Referenzverfahren vor (§ 200 BewG). Dieses ertragswertbezogene Verfahren soll Anwendung finden, wenn keine Marktwerte verfügbar sind (zum Beispiel also bei nicht-börsennotierten Unternehmen) oder das Verfahren nicht zu völlig unplausiblen Ergebnissen führt (§ 199 BewG, Abs. 1; zum Beispiel haben Unternehmen mit Verlusten in der Vergangenheit per Definition einen Wert von null, was in den meisten Fällen jedoch nicht plausibel sein dürfte).

1. Ermittlung der Zahlungsüberschüsse

Der deutsche Gesetzgeber empfiehlt im Bewertungsgesetz (§ 201 BewG) im Rahmen des vereinfachten Ertragswertverfahrens die Orientierung am durchschnittlichen **Jahresertrag** der unmittelbar zurückliegenden drei Jahre. Das Ergebnis stellt den relevanten Jahresertrag dar. Die tatsächlich gezahlten Ertragsteuern werden dem Jahresertrag zugeschlagen und als **Pauschale in Höhe von 30 Prozent** wieder abgezogen. Für Unternehmen mit einem Verlust im Betrachtungszeitraum stellt sich die Frage nach einer Wertuntergrenze. Das Erbschaftsteuerrecht stellt dabei auf den **Substanzwert** ab. Der Substanzwert ergibt sich, indem die Summe der gemeinen Werte der zum Betriebsvermögen gehörenden Wirtschaftsgüter und sonstigen aktiven Ansätze um die Summe der zum Betriebsvermögen gehörenden Schulden und sonstigen Abzüge gemindert wird. Näherungsweise entspricht dies dem Wert des **Eigenkapitals**. Der Umgang mit Verlustunternehmen wird im Folgenden noch einmal genauer ausgeführt.

Zur Abschätzung des Betriebsvermögens der Unternehmen mit mindestens zehn Mitarbeitern bieten sich verschiedene Datenquellen an:

a) Jahresabschlussstatistik der Deutschen Bundesbank

Der aggregierte Jahresertrag der Unternehmen in Deutschland ist der **Jahresabschlussstatistik** zu entnehmen (Deutsche Bundesbank, 2020). Dabei werden seitens der Deutschen Bundesbank Jahresabschlüsse deutscher Unternehmen auf die Gesamtwirtschaft hochgerechnet. Die Rechnungswesensdaten der Deutschen Bundesbank sind nach dem Gesamtkostenverfahren gegliedert und erlauben auf aggregierter Ebene eine Aufsplittung der Erträge und Aufwendungen einschließlich der Gewinngrößen. Detaillierte Angaben liegen mittlerweile für die Jahre bis einschließlich 2018 (für 2019 nur vorläufige Schätzwerte) vor. Es wird in der Statistik unterschieden zwischen Kapital- und Personengesellschaften. Bei den Kapitalgesellschaften besteht die Herausforderung, börsennotierte und nicht-börsennotierten Unternehmen zu trennen, da sich der Wert von börsennotierten Unternehmen unmittelbar aus dem Aktienkurs ergibt. Börsennotierte Unternehmen müssen demnach aus dem Aggregat herausgerechnet werden.

Der Berichtskreis erfasst etwa 92 Prozent der Umsätze des nichtfinanziellen Unternehmenssektors. Land-, Forstwirtschaft und Fischerei, Grundstücks- und Wohnungswesen, Verwaltung

und Führung von Unternehmen und Betrieben sowie nicht unternehmensbezogene Dienstleistungen sind nicht enthalten. Keine Auskunft gibt die Statistik der Deutschen Bundesbank darüber, inwieweit die Unternehmensanteile von inländischen oder ausländischen Eignern gehalten werden.

Eine weitere Einschränkung der Jahresabschlussstatistik ist, dass ausschließlich aggregierte Werte vorliegen. Mit Blick auf die Gewinngrößen bedeutet dies, dass Gewinne und Verluste einzelner Unternehmen in der aggregierten Größe saldiert werden. Dieses Vorgehen wird den Prinzipien einer (aggregierten) Unternehmensbewertung nicht gerecht. Der Grund liegt darin, dass – vereinfacht ausgedrückt – zu erwartende Gewinne für die Werthaltigkeit eines Unternehmens sprechen, während im Falle von erwarteten Verlusten im Zweifelsfall der Wert eines Unternehmens mit null bemessen wird. An dieser Stelle wird vom Substanzwert als Mindestwert eines Unternehmens abstrahiert. Der saldierte Wert aus Gewinnen und Verlusten unterschätzt folglich den tatsächlichen Wert der Unternehmen. Denn die Gewinne als Basis der Unternehmensbewertung sind tatsächlich höher als in der Statistik der Deutschen Bundesbank ausgewiesen wird. Anders gesagt ist ein Unternehmen auch bei zu erwartenden Verlusten im schlechtesten Fall null Euro wert. Der Effekt von Gewinnen und Verlusten auf den Unternehmenswert ist also nicht symmetrisch. Einzuwenden ist jedoch, dass insbesondere bei einer Querschnittsbetrachtung einzelne Unternehmen Verluste ausweisen können, die in anderen Jahren Gewinne machen und dadurch insgesamt sehr wohl werthaltig sind. Eine ausschließliche Betrachtung der tatsächlichen Gewinne würde dann den Wert des Betriebsvermögens überschätzen, da die Möglichkeit temporärer Verluste, die den Wert des Betriebsvermögens reduzieren, ausgeschlossen wird.

b) Körperschafts- und Einkommensteuerstatistik

Alternativ ist für Kapitalgesellschaften eine Bewertung auf Basis der **Körperschaftsteuerstatistik** denkbar. Allerdings entspricht das dort ausgewiesene zu versteuernde Einkommen nicht dem handelsbilanziellen Gewinn vor Steuern, da unter anderem intertemporale Verlustverrechnungen das Ergebnis verändern können (Statistisches Bundesamt, 2019). In der Körperschaftsteuerstatistik werden Gewinne und Verluste separat, also nicht saldiert, ausgewiesen, wodurch Verzerrungen durch Verlustunternehmen ausgeschlossen werden. Ein weiterer Vorteil der Körperschaftsteuerstatistik ist die Trennung nach Rechtsform, also zum Beispiel zwischen AG und GmbH. Allerdings bleiben in diesem Fall Betriebsvermögen in Personengesellschaften außen vor.

c) Datenbank dafne

In der **Datenbank dafne** finden sich Angaben zu mehr als 1,4 Millionen Unternehmen in Deutschland, wobei weder Banken noch Versicherungen erfasst sind. Bei gut drei von vier Unternehmen handelt es sich um Kapitalgesellschaften. Aus systematischer Sicht ist dieser

mikrodatenbasierte Ansatz überzeugend, da tatsächliche Unternehmenskennzahlen Grundlage einer Berechnung sind. Das größte Manko dieser Datenquelle ist die Datenverfügbarkeit einzelner Variablen. Insbesondere zeigt sich, dass Gewinnkennzahlen lediglich für rund zehn Prozent der enthaltenen Unternehmen verfügbar sind.

Bei der Hochrechnung der verfügbaren Unternehmen auf die Gesamtwirtschaft sind daher verschiedene Annahmen zu treffen und Restriktionen hinzunehmen. Für die skizzierte Unternehmensbewertung wird im Bewusstsein der Einschränkungen die dafne-Datenbank als Quelle verwendet. Aufgrund von Unsicherheiten bei der Bewertung oder Abgrenzungsschwierigkeiten beispielsweise zwischen privaten Haushalten und institutionellen Eignern kann jede Hochrechnung von Betriebsvermögen nur als Annäherung verstanden werden. In den folgenden Auswertungen werden verschiedene Schätzwerte herangezogen, um die Bedeutung des Betriebsvermögens in der Vermögensverteilung einordnen zu können. Ausgehend von den Mikrodaten der Unternehmen ist die Frage der Hochrechnung auf die Gesamtwirtschaft entscheidend. Zu diesem Zweck wird auf das **Mannheimer Unternehmenspanel (MUP)** des Zentrums für Europäische Wirtschaftsforschung (Statistisches Bundesamt, 2020; Stiftung Familienunternehmen, 2019) zurückgegriffen. „Die Erfassung der Unternehmen durch Creditreform erfolgt auf Grundlage amtlicher Informationsquellen (Handelsregister, Vereinsregister, Grundbuch), öffentlicher Informationsquellen (Tagespresse, Geschäftsberichte, veröffentlichte Bilanzen) und Recherchen, die durch Anfragen von Creditreform-Kunden zur Kreditwürdigkeit einzelner Unternehmen ausgelöst werden. Diese Art der Registrierung führt dazu, dass vor allem sogenannte wirtschaftsaktive Unternehmen erfasst werden, während Unternehmen mit relativ geringer wirtschaftlicher Aktivität (Kleinstunternehmen) untererfasst sind“ (Stiftung Familienunternehmen, 2019, S. 54). Die ebenfalls von Creditreform betriebene Datenbank dafne ist mit Blick auf Informationsquellen und Ansatz vergleichbar mit dem MUP. Es findet unter anderem auch eine Unterteilung nach Beschäftigtengrößenklassen statt, sodass eine differenzierte Hochrechnung möglich ist. Bei einer ebenfalls möglichen Verwendung des Unternehmensregisters des Statistischen Bundesamts (2021) besteht dagegen eher die Gefahr einer Überschätzung des Betriebsvermögens, da keine Unterscheidung zwischen eigentümergeführten und nicht-eigentümergeführten Unternehmen stattfindet. Als Betriebsvermögen wird nur solches Vermögen definiert, das eigentümergeführt wird, also nicht zum Beispiel von Hedgefonds gehalten wird. Zudem sagt das Unternehmensregister nichts über die tatsächliche wirtschaftliche Aktivität eines Unternehmens aus. Gleichwohl sind die Unterschiede zwischen MUP und Unternehmensregister nicht gravierend. Ohne Differenzierung nach Eigentümerstatus ist die Anzahl der Unternehmen mit zehn Mitarbeitern oder mehr im MUP etwas höher als im Unternehmensregister (382.000 gegenüber 373.000 Unternehmen). Die Gesamtzahl der Unternehmen ist allerdings im Unternehmensregister höher. Der entscheidende Vorteil des MUP gegenüber dem Unternehmensregister ist die Unterteilung nach eigentümergeführten Unternehmen. Hinzu kommt, dass Unternehmensverflechtungen im MUP als ein Unternehmen betrachtet werden, wodurch Doppelzählungen vermieden werden.

2. Kapitalisierungszinssatz

Ausgangspunkt des Gesetzgebers zur Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes ist der risikolose Zins oder der **Basiszins, der um eine Marktrisikoprämie** ergänzt wird. Der Basiszins ist infolge der Zinspolitik der Europäischen Zentralbank in Deutschland von 2010 bis 2015 um drei Prozentpunkte auf -0,88 Prozent gesunken, während der im Bewertungsgesetz festgelegte Risikozuschlag von 4,5 Prozent im gleichen Zeitraum konstant blieb. Rechnerisch ist der Kapitalisierungsfaktor als Kehrwert des Kapitalisierungszinssatzes im Zeitraum zwischen 2010 und 2020 von 11,8 auf 27,6 gestiegen. Das bedeutet, dass ein Unternehmen mit einem durchschnittlichen Jahresertrag von 100.000 Euro im Jahr 2010 rund 1,2 Millionen Euro wert war und im Jahr 2020 rund 2,8 Millionen Euro. Dies entspricht einem zinsbedingten Wertzuwachs von 1 1/3 oder 133 Prozent. Eine Inflationsbereinigung des Jahresertrags ist dabei noch nicht enthalten. Aufgrund dieser Entwicklung entschied sich der deutsche Gesetzgeber ab dem Jahr 2016 zur Fixierung des Kapitalisierungsfaktors im vereinfachten Ertragswertverfahren (§ 203 BewG). Der festgelegte Kapitalisierungsfaktor beträgt 13,75 und entspricht rechnerisch einem Kapitalisierungszinssatz von 7,27 Prozent (Tab. 2).

Tab. 2: Entwicklung des Kapitalisierungsfaktors

Jahr	Basiszinssatz	Kapitalisierungsfaktor
2016-2021	-0,88 %	13,75*
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

Anmerkung: *gesetzlich festgeschrieben.

Quellen: Deutsche Bundesbank; eigene Berechnungen.

Die gesetzliche Fixierung des Kapitalisierungszinssatzes seit dem Jahr 2016 ist vor dem Hintergrund der Marktgegebenheiten ein ökonomisch angemessener Schritt. Die tatsächlichen Eigenkapitalkosten in Deutschland von derzeit durchschnittlich 8,1 Prozent (KPMG, 2020) entsprechen einem Kapitalisierungsfaktor von 12,35 (Tab. 3). Der Unterschied zum gesetzlich festgelegten Faktor von 13,75 beträgt folglich rund 10 Prozent. Der sich rechnerisch auf Basis des vor 2016 geltenden Bewertungsgesetzes ergebende Kapitalisierungsfaktor wäre dagegen unverhältnismäßig hoch und würde die Verkehrswerte des Betriebsvermögens deutlich

überzeichnen (vgl. Hentze, 2016). Dabei ist völlig klar, dass die ermittelten tatsächlichen Eigenkapitalkosten einen Durchschnittswert darstellen, der in keinem Fall für jedes Unternehmen adäquat ist.

Ausgehend von den tatsächlichen durchschnittlichen Eigenkapitalkosten von 8,1 Prozent erfolgt zum Zwecke der Bewertung des Betriebsvermögens eine Wertkorrektur für mangelnde Fungibilität (Tab. 3). Denkbar ist dies in Form eines Zuschlags zum Beta-Faktor, wobei eine Risikoprämie von 6,6 Prozent (KPMG, 2020) zugrunde gelegt wird (1), eines Zinsaufschlags (2), einer Anpassung der Eigenkapitalrendite (3) oder eines Wertabschlags (4). Der Wertabschlag wird mit 30 Prozent bemessen in Anlehnung an die erbschaftsteuerlichen Regelungen für Familienunternehmen (Beznoska/Hentze, 2016). Dabei ist der Prozentsatz eher als Untergrenze zu verstehen, da in der Praxis durchaus höhere Wertabschläge die Regel sind (vgl. Kapitel D.I).

Tab. 3: Ermittlung des Kapitalisierungsfaktors bei Fungibilitätsbeschränkungen

	Betafaktor (1)	Zinsaufschlag (2)	Eigenkapitalrendite (3)	Wertkorrektur (4)	Bewertungsgesetz
Durchschnittl. Eigenkapitalrendite	8,1 %	8,1 %	8,1 %	8,1 %	
Beta-Faktor	1,50	1,00	1,00	1,00	
Fungibilitätszuschlag	3,3 %	3,0 %	3,5 %	0,0 %	
Kapitalisierungszinssatz	11,4 %	11,1 %	11,6 %	8,1 %	7,3 %
Kapitalisierungsfaktor	8,8	9,0	8,6	12,35	13,75
Wertkorrektur				30 %	30 %
Korrigierter Kapitalisierungsfaktor	8,8	9,0	8,6	8,6	9,6

Quelle: Eigene Darstellung.

III. Hochrechnung des Betriebsvermögens

Folgende Suchstrategie wird angewendet, um relevante Unternehmen in der Datenbank dafne herauszufiltern und darauf aufbauend einen Schätzwert für den Jahresertrag zu ermitteln:

1. Es werden nur solvente Unternehmen betrachtet.
2. Börsennotierte Unternehmen werden nicht berücksichtigt; ebenso wenig Unternehmen mit einem börsennotierten Unternehmen als Anteilseigner.
3. Ausgeschlossen werden Unternehmen, deren Anteile zu mehr als 50 Prozent von im Ausland ansässigen Personen gehalten werden oder deren Konzernmutter im Ausland sitzt.
4. Ausgeschlossen werden Unternehmen, die insgesamt zu mindestens 50 Prozent von Anteilseignern folgenden Typus gehalten werden: Banken und Finanzinstitute, Versicherungen,

Unternehmen, Private Equity Gesellschaften, Hedge-Fonds, Venture-Capital, Renten- und Investmentfonds/ Treuhandgesellschaften, Behörden, Staaten, Regierungen.

5. Die Branchen öffentliche Verwaltung, private Haushalte und exterritoriale Körperschaften bleiben außen vor.
6. Holdinggesellschaften („Holding“ als Teil des Unternehmensnamens) werden ausgeschlossen, um Doppelzählungen zu vermeiden.
7. Ausgewertet werden nur Einzelabschlüsse, um ebenfalls Doppelzählungen zu vermeiden.
8. Unternehmen mit weniger als zehn Mitarbeitern in den Jahren 2017, 2014 oder 2012 werden ausgeschlossen, da diese gesondert erfasst werden. Unternehmen ohne Angaben in mindestens einem der drei Jahre werden ebenfalls ausgeschlossen.
9. Die Unternehmen müssen für die Jahre 2017, 2014 und 2012 einen Wert für das Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit aufweisen.
10. Es werden nur Unternehmen betrachtet, deren einzige Gesellschafter ein oder mehrere namentlich genannte Privatpersonen/ Familien oder Arbeitnehmer/ Manager/ Geschäftsführer sind, und alle Unternehmen, wo nur Gesellschafter der Kategorie genannte Privatpersonen/ Familien oder Arbeitnehmer/ Manager/ Geschäftsführer eine Beteiligung von mehr als 25 Prozent aufweisen.

Die Suchstrategie führt zu einem Sample von 4.481 Unternehmen. Das bedeutet, dass das Sample der Jahre 2017, 2014 und 2012 aus den identischen Unternehmen besteht. Der Vorteil dieses Ansatzes ist, dass Verzerrungen aufgrund strukturell unterschiedlicher Samples damit ausgeschlossen sind. Beispielsweise könnten aus Gründen der Datenverfügbarkeit ansonsten in den Vergleichsjahren gänzlich andere Unternehmen zu finden sein, sodass es sich im Grunde nicht mehr um den gleichen Markt handeln würde. Allerdings können durch den Panelansatz Dynamiken in Form von Markteintritten und -austritten nicht erfasst werden. Das Jahr 2012 dient dabei als Proxy für Jahr 2011, da die Suchkriterien seitens der Datenbank nur für Jahre ab 2012 angewendet werden können. Für die Analysen werden Beschäftigtengrößenklassen in Anlehnung an Auswertungen des MUP gebildet, um im Zuge der Unternehmensbewertung ein detaillierteres Bild zu erhalten (Tab. 4).

Für jedes betrachtete Jahr wird das Sample in Gewinn- und Verlustunternehmen unterteilt. Das vereinfachte Ertragswertverfahren kommt für Unternehmen mit Verlusten auf einen Wert von null, auch wenn sie gleichwohl in der Regel werthaltige Vermögensgegenstände aufweisen. Die separate Betrachtung von Gewinn- und Verlustunternehmen ist wichtig, um Verzerrungen bei der Wertermittlung zu vermeiden. Der Anteil der Verlustunternehmen liegt je nach Jahr bei knapp 10 Prozent. Für die Verlustunternehmen kommt der Substanzwert zum Tragen, der

näherungsweise mit dem Eigenkapital eines Unternehmens beziffert werden kann. Der Substanzwert gibt im Rahmen der Bewertung regelmäßig eine Wertuntergrenze an.

Tab. 4: *Unternehmenssample nach Beschäftigtengrößenklassen*

Anzahl der Mitarbeiter im Jahr 2017	Anzahl der Unternehmen
10 bis 49	490
50 bis 249	3.375
250 bis 499	424
500 und mehr	192
Gesamt	4.481

Quelle: dafne.

Für jedes der drei Betrachtungsjahre wird für das Unternehmenssample der Median und der Mittelwert der beiden Interquartilsgrenzen (1. und 3. Quartil) ermittelt. Dieses Vorgehen soll das Gewicht von Beobachtungen mit Extremwerten begrenzen und damit eine Verzerrung verhindern. Bei Gewinnunternehmen wird ausgehend von dem Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit analog zum vereinfachten Ertragswertverfahren pauschal eine Steuer von 30 Prozent abgezogen. Die resultierenden Werte lassen sich als aggregierte Gewinne nach Steuern oder den aggregierten Jahresertrag interpretieren.

Es wird angenommen, dass die Unternehmen in der dafne-Datenbank eine zufällige Selektion darstellen. Von diesem Ergebnis ausgehend stellt sich die Frage, wie das Unternehmenssample auf die Gesamtheit der Unternehmen bestehend aus rund 3,3 Millionen (MUP) bis 3,5 Millionen Unternehmen (Unternehmensregister) im Jahr 2017 hochgerechnet werden kann. Das Betriebsvermögen von Unternehmen mit weniger als zehn Angestellten wird dabei wie erläutert gesondert erfasst, sodass eine Berücksichtigung zu einer Doppelzählung führen würde. Rund 90 Prozent der Unternehmen in Deutschland haben weniger als zehn sozialversicherungspflichtige Beschäftigte. Als Folge reduziert sich die potenzielle Anzahl der Unternehmen zur Bestimmung des Betriebsvermögens auf 382.000 im MUP und knapp 373.000 im Unternehmensregister. Von den Unternehmen im MUP werden rund 294.000 Unternehmen als eigentümergeführte Familienunternehmen definiert und im Folgenden betrachtet (Tab. 5).

Tab. 5: Anzahl der eigentümergeführten Familienunternehmen im MUP nach Anzahl der Mitarbeiter für das Jahr 2017

Mitarbeiter	Anzahl Unternehmen
10 bis 49	259.000
50 bis 249	32.000
250 bis 499	2.000
500 und mehr	1.400

Quelle: Stiftung Familienunternehmen, 2019.

Für die drei Betrachtungszeitpunkte werden die aggregierten Gewinne nach Steuern für die jeweiligen Beschäftigtengrößenklassen mit der um die Verlustunternehmen korrigierten Anzahl an Unternehmen hochgerechnet. Für die Wertermittlung wird der Kapitalisierungsfaktor des jeweiligen Jahres verwendet (vgl. Abb. 14 und Tab. 3). Ausgehend von den tatsächlichen Eigenkapitalkosten (vgl. Abb. 14) lag der Kapitalisierungsfaktor vor Fungibilitätsabschlag im Jahr 2017 bei 12,35, im Jahr 2014 bei 11,8 und im Jahr 2011 bei 11,1. Um Fungibilitätsbeschränkungen als einen weiteren wertbestimmenden Faktor zu berücksichtigen, wird ein Abschlag von 30 Prozent angesetzt. Für die Hochrechnung des Betriebsvermögens wird die Unternehmensanzahl des jeweiligen Jahres betrachtet. Unter Berücksichtigung der genannten Faktoren und Einschränkungen lässt sich das Betriebsvermögen für Unternehmen mit zehn Mitarbeitern oder mehr in Deutschland wie folgt abschätzen (Tab. 6):

Tab. 6: Wertermittlung des Betriebsvermögens in Billionen Euro

Jahr	Median	Mittelwert der Interquartils Grenzen
2017	1,517	2,034
2014	1,133	1,457
2011	1,043	1,372

Quelle: eigene Berechnungen auf Basis der Datenbank dafne.

Wird auf den Medianwert (Mittelwert der Interquartils Grenzen) der Betrachtungen zurückgegriffen, erhöhen sich die Betriebsvermögen zwischen 2011 und 2014 um 9 Prozent (6 Prozent) und zwischen 2014 und 2017 um 34 Prozent (40 Prozent). Die Betriebsvermögen auf Basis der Interquartilswerte liegen jeweils um rund 30 Prozent oberhalb der Betriebsvermögen nach Maßgabe der Medianwerte. Für die Wertsteigerung im Zeitverlauf sind vor allem drei Faktoren verantwortlich. Erstens ist die Anzahl der betrachteten Unternehmen von 2011 bis

2017 laut MUP gestiegen. Zweitens ist der Kapitalisierungsfaktor aufgrund des Rückgangs der Eigenkapitalkosten gestiegen und drittens sind die Gewinne gestiegen. Zu berücksichtigen ist, dass es sich um eine nominale Betrachtung handelt.

Aufgrund der sehr unsystematischen Entwicklungen der Betriebsvermögen nach Unternehmensgröße und insbesondere vor dem Hintergrund des wenig plausiblen deutlichen Rückgangs der Betriebsvermögen bei Unternehmen mit weniger als zehn Beschäftigten im Jahr 2017 werden auch neue Bandbreiten für die Betriebsvermögen kleinerer Unternehmen ermittelt. Für den unteren Grenzwert wird 2011 als Basisjahr herangezogen und die Entwicklung des Medians für die Betriebsvermögen auch auf die aggregierten Betriebsvermögen der Unternehmen mit weniger als zehn Beschäftigten übertragen. Für den oberen Grenzwert wird der Höchstwert der Betriebsvermögen der Unternehmen mit weniger als zehn Beschäftigten als Basiswert herangezogen und entsprechend der Entwicklung der Median-Betriebsvermögen großer Unternehmen angepasst. Das heißt, dass zum Jahr 2011 die Betriebsvermögen des Jahres 2014 in Höhe von 784 Milliarden Euro um 9 Prozent reduziert und zum Jahr 2017 um 34 Prozent erhöht werden. In der Summe ergibt sich für das eigentümergeführte Betriebsvermögen in Deutschland folgendes Bild (Tab. 7):

Tab. 7: Bandbreiten für das eigentümergeführte Betriebsvermögen in Deutschland

In Billionen Euro	2011	2014	2017
Unternehmen mit 10 oder mehr Mitarbeitern	1,043 bis 1,372	1,133 bis 1,457	1,517 bis 2,034
Kleinunternehmen (bis 9 Mitarbeiter)/ Einzelunternehmen/Freie Berufe	0,590 bis 0,719	0,648 bis 0,784	0,868 bis 1,051
Summe des Betriebsvermögens	1,633 bis 2,091	1,781 bis 2,241	2,385 bis 3,085

Quelle: eigene Berechnungen auf Basis der Datenbank dafne und der PHF-Daten, Deutsche Bundesbank (2019b).

Im Jahr 2011 reichen die ermittelten Bandbreiten des Betriebsvermögens von 1,6 bis knapp 2,1 Billionen Euro, im Jahr 2014 von knapp 1,8 bis 2,2 Billionen Euro und im Jahr 2017 von knapp 2,4 bis knapp 3,1 Billionen Euro. Durch die Anpassung der Vermögenswerte an die Werte gemäß der dafne-Unternehmen ergibt sich entgegen dem Bild in den Mikrodaten ein eindeutiger Anstieg der Betriebsvermögen im Zeitraum 2011 bis 2014. Die abgebildete Bandbreite der Werte soll die weiterhin vorherrschende Unsicherheit bei der Ermittlung von Referenzwerten für das Betriebsvermögen verdeutlichen. Weiterhin ermöglichen die ermittelten Bandbreiten Sensitivitätsanalysen, wie sich niedrigere und höhere Betriebsvermögen auf Verteilungskennziffern auswirken.

E. Betriebsvermögen in der Vermögensverteilung

I. Hinzuschätzung der Vermögenskomponenten

In Kapitel D.III wurden Bandbreiten für die Höhe des Betriebsvermögens bestimmt, die deutlich oberhalb der Werte liegen, die in den Ursprungsdaten von Befragungen erfasst sind. Ein Abgleich der hochgerechneten Vermögenswerte in den PHF-Daten mit Referenzdaten der sektoralen Vermögensbilanz (Statistisches Bundesamt, 2020) und der Finanzierungsrechnung der Deutschen Bundesbank (2019b) deutet jedoch darauf hin, dass auch andere Vermögenskomponenten in den Mikrodaten substantiell untererfasst sind (Tab. 8). Ähnlich wie in Albers et al. (2020) werden daher in der vorliegenden Analyse nicht nur die Betriebsvermögen an das neu ermittelte Aggregat angepasst, sondern auch die weiteren Vermögenskomponenten, sofern sie sich eindeutig Komponenten in den Referenzdaten zuordnen lassen. Entsprechend werden alle durch Pfeile gekennzeichneten und fett hervorgehobenen Werte der Tab. 8 entsprechend den gesamtwirtschaftlichen Vermögensaggregaten hochgerechnet. Ähnlich wie in Albers et al. (2020) werden hierfür zunächst die Anteile eines Haushalts an einer Vermögenskomponente bestimmt und dann mit den gesamtwirtschaftlichen Aggregaten multipliziert. Bei der Anpassung („Uprating“) der Vermögenskomponenten wird somit angenommen, dass die Untererfassung der einzelnen Vermögenskomponenten entlang der Vermögensverteilung symmetrisch zur ursprünglichen Portfoliostruktur ausfällt. Selektive Unterschiede bei fehlenden oder untererfassten Antworten bleiben somit unberücksichtigt.

Um die Auswirkungen der Anpassung zu veranschaulichen, wird in Kapitel E.II (Tab. 11) dargestellt, wie sich das Uprating der einzelnen Vermögenskomponenten jeweils auf die Ungleichheit der Vermögensverteilung auswirkt. Den Sachvermögen werden die selbst- und fremdgenutzten Immobilien und Wertgegenstände aus den Mikrodaten zugeordnet, Fahrzeuge werden in der vorliegenden Betrachtung den Gebrauchsvermögen zugerechnet. Anders als in Albers et al. (2020) werden jedoch die Referenzvermögen für die Anpassung der Immobilienvermögen unmittelbar aus der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung (VGR) übernommen, das heißt es erfolgt keine weitere Preisanpassung der in der VGR abgebildeten Immobilienvermögen. Grundsätzlich besteht bei Immobilien die Herausforderung, dass sich die Immobilienbewertung in den Mikrodaten nach Verkehrswerten nicht mit den Bewertungsgrundsätzen der VGR vergleichen lässt. In der VGR werden die Immobilien entsprechend den geschätzten Wiederbeschaffungskosten nach Maßgabe der Baupreise aktueller Bautätigkeit angesetzt. Zwar kann angenommen werden, dass steigende Preise für Neubauten auch die Verkehrswerte bestehender Immobilien erhöhen, allerdings ist zu erwarten, dass „die Preisansätze der VGR lediglich repräsentativ für die Regionen mit intensiver Bautätigkeit und somit für die teuren Boomregionen“ sind (Biewen et al., 2015, S. 177). Wertverluste von Immobilien in peripheren Regionen werden in den VGR-Werten nicht berücksichtigt. Da knapp 75 Prozent der in den PHF-Daten abgebildeten Immobilienvermögen Haushalten zuzuordnen sind, die in Gemeinden

mit weniger als 100.000 Einwohnern leben (46 Prozent in Gemeinden mit weniger als 20.000 Einwohnern), wird von einer weiteren Erhöhung des Immobilienvermögens über die VGR-Werte hinaus abgesehen.¹⁷ Zudem sind in den Immobilienwerten der VGR auch Immobilien von privaten Organisationen ohne Erwerbszweck enthalten, die sich nicht von den Immobilienvermögen der privaten Haushalte isolieren lassen. Da die VGR-Werte für Bauten, Grund und Boden somit theoretisch sowohl höher als auch niedriger als die Immobilienvermögen in den Mikrodaten liegen können, wird im Folgenden auch analysiert, wie die Vermögensverteilung ohne Anpassung der Immobilienvermögen aussehen würde. Beim Geldvermögen werden Sicht- und Spareinlagen, Anleihen sowie Anteilsrechte und Fonds gemäß den Referenzsummen der Finanzierungsrechnung der Deutschen Bundesbank (2019) angepasst.¹⁸ Die Summe aus Lebensversicherungen und privaten Rentenversicherungen der Mikrodaten wird nur auf den Kapitalbestand der Lebensversicherungen hochgerechnet, da sich die privaten Rentenversicherungen nicht eindeutig einer VGR-Komponente zuordnen lassen (beispielsweise Riester-Fonds-Sparpläne). Bei den Geldvermögen bleiben daher Bargeld und Ansprüche gegenüber Nicht-Lebensversicherungen, Pensionseinrichtungen und sonstige Ansprüche unberücksichtigt. Bei den Verbindlichkeiten bleiben gewerbliche Kredite unberücksichtigt, da bei den Betriebsvermögen in den Mikrodaten explizit der Nettowert abzüglich Verbindlichkeiten abgefragt wird. Nicht angepasst, sondern direkt aus den Befragungsdaten übernommen, werden verliehenes Geld an Privatpersonen, Wertgegenstände und Fahrzeuge.

Da sich das Betriebsvermögen nicht eindeutig dem Sach- oder Geldvermögen zuordnen lässt wird es gesondert ausgewiesen (vgl. Ammermüller et al., 2005, S. 81 ff.). Aufgrund der unsystematischen Veränderungen der Betriebsvermögen in den Befragungsdaten und der unzureichenden Erfassung sehr hoher Unternehmenswerte werden die Betriebsvermögen entsprechend der Portfoliostruktur an die in Kapitel D.III hergeleiteten Schätzwerte angepasst. Da insbesondere Unternehmen mit zehn Beschäftigten und mehr in den Daten unzureichend abgebildet sind, werden die Betriebsvermögen (in den präferierten Varianten) nach Unternehmensgröße differenziert hochgerechnet und für die großen Unternehmen auf die Schätzwerte aus der dafne-Datenbank zurückgegriffen. In der Variante auf Basis des geringeren Schätzwerts werden demnach im Jahr 2017 Betriebsvermögen in Höhe von 2,385 Billionen Euro unterstellt, in der Variante auf Basis des höheren Schätzwerts 3,085 Billionen Euro. Im Rahmen einer weiteren Sensitivitätsanalyse wird das Betriebsvermögen in den PHF-Daten ohne

17 Bei selbstgenutzten Immobilienvermögen liegen die Werte mit 78 % (respektive 50 %) noch höher, bei fremdgenutzten Immobilien mit 67 % (respektive 38 %) etwas niedriger.

18 Beteiligungen an der PHF-Kategorie „non-selfemployment business“ (vgl. Kapitel C.II) werden gemeinsam mit Aktien und Fonds an die Gesamtsumme der Anteilsrechte und Fonds angepasst. Aktien und Fonds werden gemeinsam betrachtet, da eine separate Betrachtung die Ergebnisse praktisch nicht verändert.

Differenzierung nach Unternehmensgröße auf ein aggregiertes Gesamtvermögen in Höhe des oberen Schätzwerts (3,085 Billionen Euro) hochgerechnet.¹⁹

Tab. 8: Vermögenserfassung: Mikrodaten versus sektorale Vermögensbilanz

	PHF 2017	VGR 2017	PHF / VGR
Bruttovermögen	10.593,00	14.098,20	75,1 %
Sachvermögen ¹⁾	6.898,10	8.001,80	86,2 %
→ Bauten, Grund und Boden	6.803,70	7.829,40	86,9 %
Geldvermögen	2.283,30	6.096,40	37,5 %
Bargeld und Einlagen ²⁾	1.166,00	2.378,80	49,0 %
→ Einlagen private Haushalte	1062,5	2.069,00	51,4 %
→ Anleihen private Haushalte	54,9	127,6	43,0 %
Wertpapiere	535,7	1.488,50	36,0 %
→ Anteilsrechte und Fonds private Haushalte	535,7	1.181,00	45,4 %
Ansprüche gegenüber Versicherungen, aus Pensionsrückstellungen, sonstige Forderungen	581,6	2.229,10	26,1 %
→ Lebensversicherungen private Haushalte ³⁾	581,6	973,2	59,8 %
Verbindlichkeiten	<u>1.216,60</u>	<u>1.746,50</u>	<u>69,7 %</u>
→ Wohnungsbaukredite private Haushalte	1.074,70	1.247,40	86,2 %
→ Sonstige Kredite private Haushalte	141,9	211,8	67,0 %
Reinvermögen	<u>9.376,40</u>	<u>12.351,70</u>	<u>75,9 %</u>
Gebrauchsvermögen	333,1	1.042,60	31,9 %
→ Betriebsvermögen ⁴⁾	1.078,4	2.385,0 bis 3.085,0	

Anmerkungen: Die mit Pfeilen gekennzeichneten und fett hervorgehobenen Komponenten werden im Folgenden an die jeweiligen Referenzsummen gemäß VGR angepasst. Die Sachvermögen sowie übergeordneten Aggregate des Geldvermögens beziehen neben privaten Haushalten auch Organisationen ohne Erwerbszweck mit ein.

¹⁾ PHF zuzüglich Wertgegenstände; ²⁾ PHF zuzüglich „verliehenes Geld an Privatpersonen“; ³⁾ PHF inklusive private Rentenversicherungen; ⁴⁾ Betriebsvermögen gemäß Schätzungen in Kapitel D.III.

Quellen: Statistisches Bundesamt (2020), Deutsche Bundesbank (2019b sowie makroökonomische Zeitreihen), eigene Berechnungen.

19 Diese Variante ähnelt der Vorgehensweise von Albers et al. (2020), die für nicht in Aktien gehaltene Betriebsvermögen im Jahr 2018 eine Summe von rund 3,1 Billionen Euro ermitteln. Allerdings werden in der vorliegenden Betrachtung Aktien und Fonds separat an die Portfoliostruktur angepasst und es erfolgt keine Anpassung der VGR-Immobilienvermögen an die Preisentwicklung.

Im Folgenden werden jeweils die Ergebnisse sechs verschiedener Varianten gegenübergestellt:

- Variante (1):
Ohne Hinzuschätzung = Ursprungsdaten PHF
- Variante (2):
Ursprungsdaten PHF + Anpassung der Betriebsvermögen differenziert nach Unternehmensgröße an den unteren Schätzwert (Unterstellung eines Gesamtbetriebsvermögens in Höhe von 2,385 Billionen Euro)
- Variante (3):
Ursprungsdaten PHF + Anpassung der Betriebsvermögen differenziert nach Unternehmensgröße an den oberen Schätzwert (Unterstellung eines Gesamtbetriebsvermögens in Höhe von 3,085 Billionen Euro)
- Variante (4):
Ursprungsdaten PHF + Anpassung der Betriebsvermögen gemäß unterem Schätzwert + Uprating der übrigen Vermögenskomponenten
- Variante (5):
Ursprungsdaten PHF + Anpassung der Betriebsvermögen gemäß oberem Schätzwert + Uprating der übrigen Vermögenskomponenten
- Variante (6):
Ursprungsdaten PHF + pauschale Anpassung der Betriebsvermögen an den oberen Schätzwert in Höhe von 3,085 Billionen Euro (ohne Differenzierung nach Unternehmensgröße) + Uprating der übrigen Vermögenskomponenten

Tab. 9 illustriert die Auswirkungen der Anpassung der Vermögenskomponenten auf die Durchschnittswerte des Brutto- und Nettovermögens, der Verbindlichkeiten sowie der in dieser Studie im Vordergrund stehenden Betriebsvermögen. Wird der untere Hinzuschätzungswert für die Betriebsvermögen herangezogen, erhöht sich das durchschnittliche Betriebsvermögen um rund 121 Prozent, wird der höhere Wert herangezogen, steigt der Wert um rund 186 Prozent. Die mit der Erhöhung des Betriebsvermögens einhergehenden Steigerungen des Nettovermögens liegen zwischen knapp 14 und 21 Prozent.

Werden ebenfalls die übrigen Vermögenskomponenten an die Referenzwerte der sektoralen Vermögensbilanz und der Geldvermögen der Finanzierungsrechnung angepasst, steigen die Bruttovermögen zwischen 42 und knapp 49 Prozent. Die Nettovermögen erhöhen sich mit 45 bis 52 Prozent noch etwas stärker, da die Untererfassung der Verbindlichkeiten gegenüber dem Durchschnitt der übrigen Komponenten unterdurchschnittlich ausfällt. Die mittleren Vermögenswerte der Variante (5) und (6) unterscheiden sich nicht, da jeweils dieselbe aggregierte

Höhe von Betriebsvermögen in die Befragungsdaten integriert wird. Der untere Teil der Tab. 9 stellt den Einfluss der Hochwertung der Vermögenskomponenten auf die resultierenden Vermögensaggregate dar. Die abgebildeten Nettovermögen steigen von knapp 9,4 Billionen Euro ohne Hinzuschätzung auf knapp 14,3 Billionen Euro inklusive Hinzuschätzung.

Tab. 9: Hinzuschätzung des Betriebsvermögens und Uprating der Vermögenskomponenten

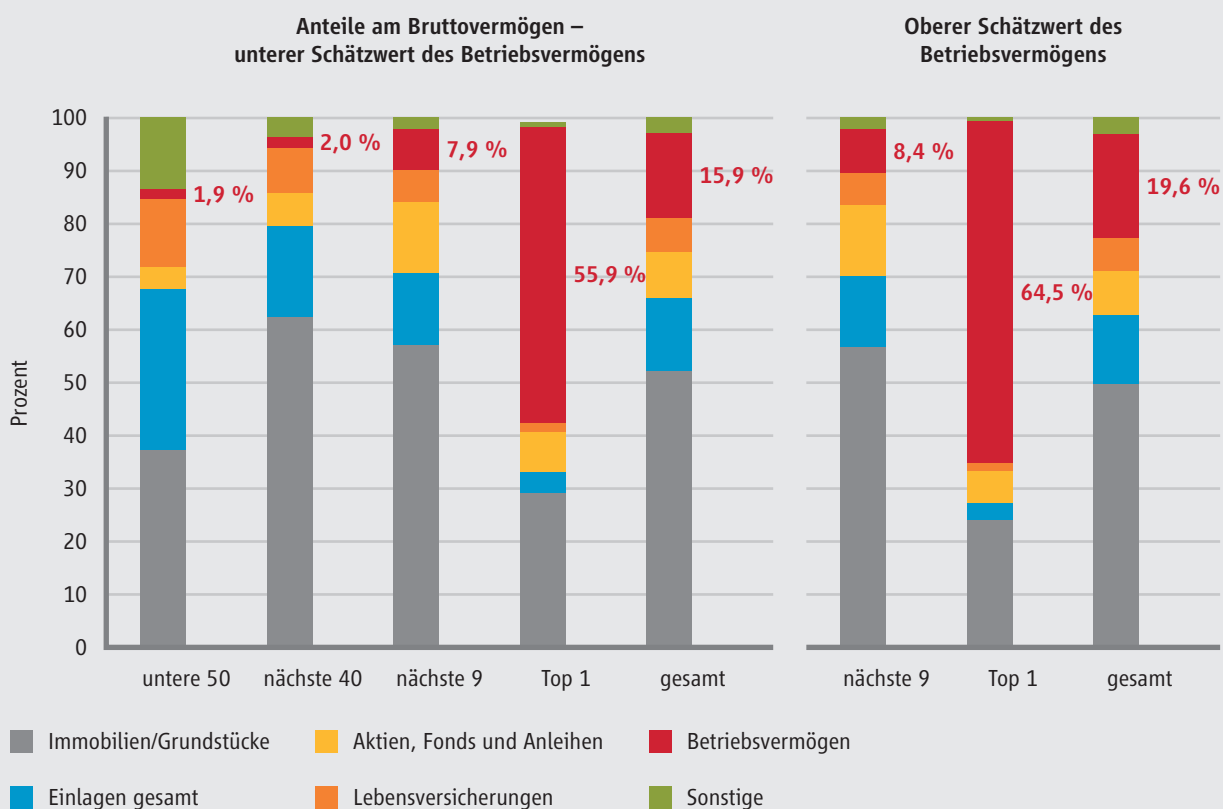
	(1) Ohne Hinzuschätzung	(2) Nur Betriebsvermögen unterer Schätzwert	(3) Nur Betriebsvermögen oberer Schätzwert	(4) Alle Vermögen + Betriebsvermögen unterer Schätzwert	(5) Alle Vermögen + Betriebsvermögen oberer Schätzwert	(6) Alle Vermögen + Betriebsvermögen pauschal oberer Schätzwert
Durchschnittliche Vermögen je Haushalt in Euro						
Bruttovermögen	262.522	294.902	312.250	372.761	390.109	390.109
Verbindlichkeiten	30.151	30.151	30.151	36.163	36.163	36.163
Nettovermögen	232.371	264.751	282.099	336.599	353.947	353.947
Betriebsvermögen	26.726	59.106	76.454	59.106	76.454	76.454
Hochgerechnete Vermögensaggregate in Mrd. Euro						
Bruttovermögen	10.593,0	11.899,6	12.599,6	15.041,3	15.741,3	15.741,3
Verbindlichkeiten	1.216,6	1.216,6	1.216,6	1.459,2	1.459,2	1.459,2
Nettovermögen	9.376,4	10.683,0	11.383,0	13.582,1	14.282,1	14.282,1
Betriebsvermögen	1.078,4	2.385,0	3.085,0	2.385,0	3.085,0	3.085,0

Quellen: PHF 2017, eigene Berechnungen.

Da sich das Ausmaß der Untererfassung zwischen den einzelnen Vermögenskomponenten unterscheidet, verändert sich durch die Hinzuschätzung der Betriebsvermögen und das Uprating der übrigen Vermögenskomponenten auch die Portfoliostruktur des Bruttovermögens. Abb. 15 illustriert die Zusammensetzung der Bruttovermögen inklusive der verschiedenen Hinzuschätzungen der Betriebsvermögen und dem Uprating der übrigen Vermögenskomponenten. Da die Betriebsvermögen maßgeblich im oberen Vermögensbereich verortet sind, werden nur für die oberen zehn Prozent der Vermögensverteilung die unterschiedlichen Ergebnisse für den unteren und oberen Schätzwert der Betriebsvermögen dargestellt. Wird der geringere Schätzwert für die Betriebsvermögen herangezogen, erhöht sich der Anteil der Betriebsvermögen im Top-1-Prozent auf knapp 56 Prozent. Bei den unteren neun Prozent der Top-10-Prozent („nächste 9“) erhöht sich der Anteil des Betriebsvermögens geringfügig von knapp sieben Prozent in den Ursprungsdaten auf knapp acht Prozent. Bei den vermögensärmeren 90 Prozent der Haushalte zeigen sich kaum Veränderungen beim Anteil des Betriebsvermögens. Aufgrund

der mit den geringen Fallzahlen einhergehenden Unsicherheiten wird die Portfoliozusammensetzung des Top-0,1-Prozent nicht separat dargestellt. Da sich durch die Hinzuschätzung jedoch die meisten Betriebsvermögen großer Unternehmen entlang der Vermögensverteilung „nach oben“ verschieben, steigt der Anteil beim Top-0,1-Prozent auf rund 64 Prozent. Wird der höhere Hinzuschätzungswert für die Betriebsvermögen herangezogen, erhöht sich der Anteil der Betriebsvermögen im Top-1-Prozent auf rund 65 Prozent, bei den nicht-dargestellten Top-0,1 Prozent sogar auf knapp 80 Prozent. Werden alternativ alle Betriebsvermögen – ohne Differenzierung nach Unternehmensgröße – auf 3,085 Billionen Euro hochgerechnet (Variante (6)), dann ergibt sich für das Top-1-Prozent ein durchschnittlicher Anteil in Höhe von rund 62 Prozent, für das Top-0,1-Prozent in Höhe von 64 Prozent.

Abb. 15: Portfoliostruktur inklusive Hinzuschätzung und Uprating



Anmerkung: nach Perzentilen. Im linken Teil der Abbildung erfolgt die Hinzuschätzung des Betriebsvermögens gemäß unterem Schätzwert (2,385 Billionen Euro), im rechten Teil gemäß oberem Schätzwert für die Betriebsvermögen (3,085 Billionen Euro). Uprating der übrigen Vermögenskomponenten gemäß der VGR-Referenzwerte gemäß Tab. 8.
 Quellen: PHF 2017, eigene Berechnungen.

Bei den Ergebnissen zeigt sich ein wesentlicher Nachteil der Hinzuschätzung und des Uprating gegenüber einer separaten Befragung Hochvermögender und Integration in die ursprünglichen Befragungsdaten, wie sie im Rahmen des SOEP-TS erfolgte. So hat die Hochvermögenderbefragung des SOEP beispielsweise die Beobachtung hervorgebracht, dass die vermögensreichsten

0,1 Prozent gegenüber dem Top-1-Prozent der integrierten Vermögensverteilung über einen vergleichsweise hohen Anteil an privaten Versicherungen verfügen. Da beim Uprating die Anteile der Perzentile an der jeweiligen Vermögenskomponente als konstant unterstellt werden, können derartige Verschiebungen hier keine Berücksichtigung finden. Ebenso zeigen die Ergebnisse den starken Einfluss der unterstellten Höhe der Referenz-Betriebsvermögen auf die Bedeutung der Betriebsvermögen im oberen Perzentil. Wenn für die Betriebsvermögen eine deutlich stärkere Untererfassung als für die anderen Vermögenskomponenten angenommen wird, steigt dementsprechend die Bedeutung der Betriebsvermögen im oberen Bereich des Portfolios. Dass die Bedeutung des Betriebsvermögens im oberen Perzentil auch gemäß der unteren Schätzvariante (und pauschaler Hinzuschätzung) höher ausfällt als auf Basis der integrierten SOEP-Hochvermögendenbefragung (Abb. 5) geht (somit) darauf zurück, dass ein höherer Gesamtwert der Betriebsvermögen in den Daten abgebildet wird und gleichzeitig Betriebsvermögen auch in den Ursprungsdaten bereits stark im oberen Vermögensbereich konzentriert sind. Im SOEP wird inklusive Hochvermögendenbefragung ein Betriebsvermögen in Höhe von rund 1,5 Billionen Euro abgebildet, in den hier vorliegenden Hinzuschätzungsvarianten Betriebsvermögen in Höhe von 2,4 bis knapp 3,1 Billionen Euro.

Wichtig anzumerken ist, dass bei dem Uprating auch Anteilsrechte in börsennotierten und nicht-börsennotierten Unternehmen sowie indirekte Unternehmensanteile in Investmentfonds auf die Referenzsummen der Deutschen Bundesbank hochgerechnet werden, die nur etwa zur Hälfte in den Ursprungsdaten der PHF abgebildet sind. Der Einfluss des Uprating der Anteilsrechte auf die Portfoliostruktur der oberen Bereiche der Vermögensverteilung ist jedoch deutlich geringer, da Aktien und Fonds in den Ursprungsdaten eine geringere Rolle im oberen Vermögensbereich spielen als Betriebsvermögen. Von einem Portfolioanteil im Top-1-Prozent in Höhe von knapp 6 Prozent in den Ursprungsdaten steigt der Anteil von Aktien und Fonds nach Hinzuschätzung des unteren Schätzwerts der Betriebsvermögen und Uprating der übrigen Vermögenskomponenten auf etwa 7,5 Prozent. Der Anteil unterscheidet sich damit nur geringfügig von dem Anteil der Finanzanlagen im Top-1-Prozent gemäß integrierter SOEP-Hochvermögendenbefragung, der bei 9 Prozent liegt und neben Aktien und Fonds auch sonstige Geldanlagen umfasst (außer der separat erfassten Bausparguthaben).

II. Verteilungsergebnisse

Die bisherigen Ausführungen konnten bereits zeigen, dass die Anpassung der Vermögenskomponenten und die Hinzuschätzung der Betriebsvermögen eine substantielle Steigerung der durchschnittlichen Nettovermögen implizieren. Tab. 10 illustriert wie sich die Nettovermögen in unterschiedlichen Bereichen der Vermögensverteilung durch das Uprating verändern. Entsprechend der Beobachtung, dass Haushalte mit (aktiven) Beteiligungen an großen Unternehmen vorwiegend im obersten Vermögensbereich konzentriert sind, hat die isolierte Anpassung der Betriebsvermögen nahezu nur Auswirkungen auf das Top-1-Prozent. Die Grenze,

ab der ein Haushalt zu den oberen 0,1 Prozent zählt, verändert sich jedoch erheblich und steigt von 7,0 Millionen Euro Haushaltsnettovermögen auf 11,9 bis 16,0 Millionen Euro. Die Hinzuschätzung der weiteren Vermögenskomponenten erhöht hingegen die Vermögen über die gesamte Vermögensverteilung. Der Median der Haushaltsnettovermögen steigt durch das Uprating um rund ein Drittel von 554.800 Euro auf rund 765.800 Euro bis 782.200 Euro in den verschiedenen Hinzuschätzungs-Varianten. Die Verhältnisse der Grenze des 90. Perzentils zum 50. Perzentil (p90/p50) sowie des 99. Perzentils zum 50. Perzentil (p99/p50) liegen bei Anpassung aller Vermögenskomponenten etwas niedriger als in der Variante ohne Hinzuschätzung. Durch den großen Einfluss der Anpassung der Betriebsvermögen auf die Grenze zu den vermögensreichsten 0,1 Prozent fällt das Verhältnis zwischen dem 99,9. Perzentil und dem 50. Perzentil insbesondere bei der großzügigeren Hinzuschätzung des Betriebsvermögens hingegen höher aus als in den PHF-Ursprungsdaten. Der Gesamteffekt der Hinzuschätzung aller Vermögenskomponenten auf die Ungleichheit ist somit *a priori* unklar.

Tab. 10: Veränderung der Nettovermögen durch Hinzuschätzung

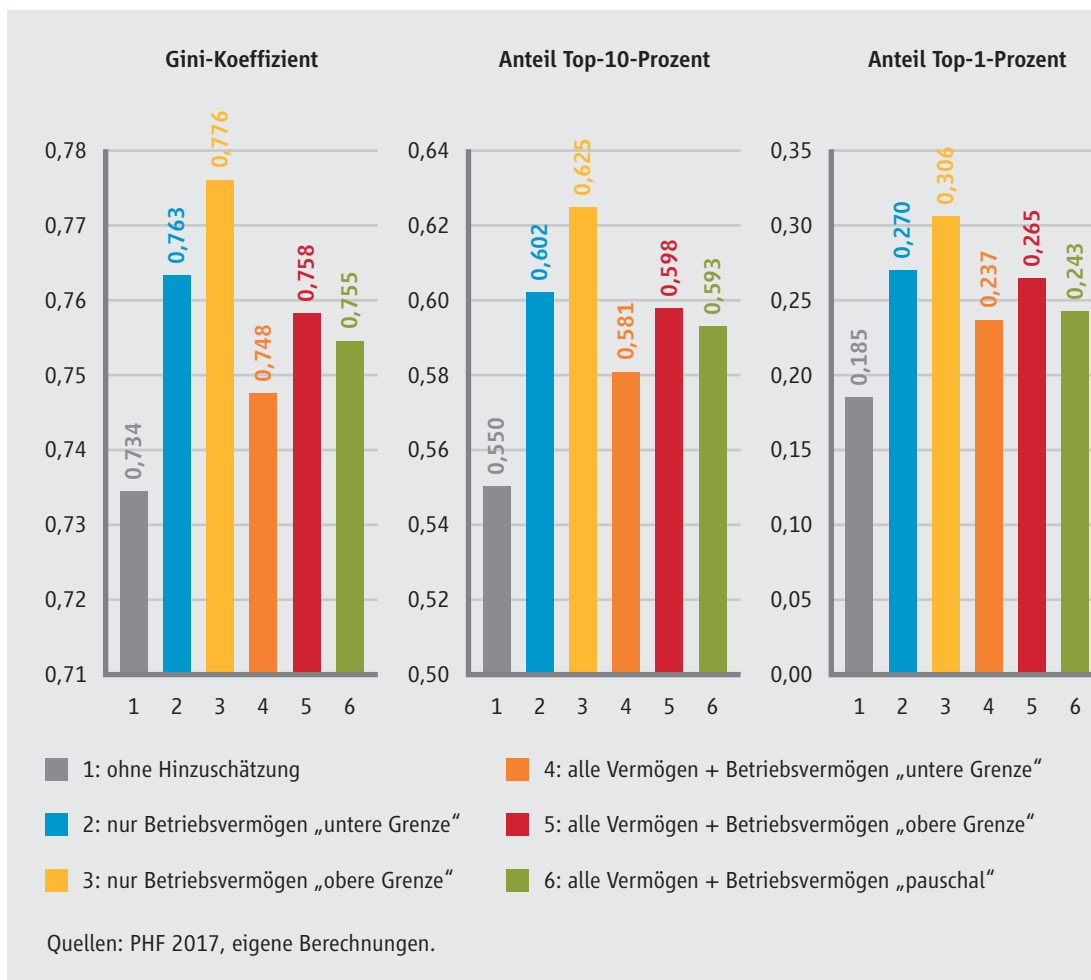
Perzentile	(1) Ohne Hinzuschätzung	(2) Nur Betriebsvermögen „untere Grenze“	(3) Nur Betriebsvermögen „obere Grenze“	(4) Alle Vermögen + Betriebsvermögen „untere Grenze“	(5) Alle Vermögen + Betriebsvermögen „obere Grenze“	(6) Alle Vermögen + Betriebsvermögen pauschal oberer Schätzwert
p10	120	145	145	195	195	195
p25	6.400	6.500	6.500	9.813	9.813	9.968
p50	70.900	71.500	71.914	101.258	101.465	104.310
p75	267.000	270.347	272.796	354.766	355.141	359.976
p90	554.800	561.500	562.448	765.806	772.131	782.165
p99	2.455.200	2.649.923	2.817.985	3.407.084	3.615.573	3.708.894
p99,9	7.008.700	11.905.395	15.788.993	12.102.067	15.985.665	13.576.181

Anmerkung: Nettovermögen je Haushalt in Euro.

Lesebeispiel: p99 Variante (5) „Alle Vermögen + Betriebsvermögen obere Grenze“: Inklusiv Hinzuschätzung des Betriebsvermögens und Uprating der übrigen Vermögenskomponenten zählt ein Haushalt zu dem vermögensreichsten Prozent der Bevölkerung, wenn er über ein Haushaltsnettovermögen in Höhe von mindestens 3.615.573 Euro verfügt (gegenüber 2.455.200 Euro in der Basisvariante ohne Hinzuschätzungen).

Quellen: PHF 2017, eigene Berechnungen.

Abb. 16: Einfluss der Hinzuschätzung auf die Höhe der Ungleichheit und Top-Vermögensanteile



In Abb. 16 wird dargestellt, wie sich die Ungleichheit der Nettovermögen sowie die Top-10-Prozent- und Top-1-Prozent-Anteile durch die Hinzuschätzung verändern. Da Betriebsvermögen und insbesondere Betriebsvermögen von großen Unternehmen auch in den Ursprungsdaten vor allem im oberen Vermögensbereich vertreten sind, steigt die Ungleichheit bei isolierter Hinzuschätzung der Betriebsvermögen. Bei der geringeren Hinzuschätzungsvariante erhöht sich der Gini-Koeffizient der Nettovermögen von 0,73 auf 0,76, bei dem höheren Wert auf knapp 0,78. Werden auch die anderen Vermögenskomponenten an die entsprechenden Referenzwerte gemäß Tab. 8 angepasst, reduziert sich der Gini-Koeffizient auf knapp 0,75 respektive 0,76. Die Top-10-Prozent-Anteile erhöhen sich bei isolierter Hinzuschätzung der Betriebsvermögen von 55 Prozent auf bis zu 62,5 Prozent, bei Anpassung aller Komponenten auf 58 Prozent bis knapp 60 Prozent. Die Top-1-Prozent-Anteile erhöhen sich von knapp 19 Prozent bei isolierter Hinzuschätzung der Betriebsvermögen auf bis zu 31 Prozent, bei Anpassung aller Vermögenskomponenten liegen die Anteile bei 24 bis rund 26 Prozent. Erfolgt eine differenzierte Anpassung nach Unternehmensgröße (Variante (5)) fällt der Top-1-Prozent-Anteil mit 26,5 Prozent erwartungsgemäß höher aus als bei einer pauschalen Anpassung der

Betriebsvermögen (24,3 Prozent, Variante (6)). Die resultierenden Anteile der Hinzuschätzung aller Vermögenskomponenten gemäß der Varianten (4) bis (6) liegen nahe an den Ergebnissen von Albers et al. (2020, S. 66, Abbildung A5) auf Basis des Household Finance and Consumption Surveys (HFCS) des Jahres 2017.²⁰

Wie die vorherigen Ausführungen bereits gezeigt haben, sind die Ergebnisse stark davon abhängig, welche Referenzsummen für die jeweiligen Vermögenskomponenten zugrunde gelegt werden. Tab. 11 stellt daher gegenüber, wie sich die Ungleichheit und die Top-Vermögensanteile verändern, wenn ausgehend von der Basisvariante ohne Hinzuschätzungen jeweils nur eine Vermögenskomponente separat hochgerechnet wird. Die Darstellung zeigt, dass ein Uprating der Immobilien *ceteris paribus* einen minimal ungleichheitsmindernden Einfluss auf die Vermögensverteilung hat.

Tab. 11: Ungleichheitseinfluss der verschiedenen Vermögenskomponenten

	Gini-Koeffizient	Top-10-Prozent (Anteil)	Top-1-Prozent (Anteil)
Referenz ohne Hinzuschätzung (Variante 1)	0,734	0,550	0,185
Variante (1) „plus“ Immobilien	0,732	0,546	0,180
Variante (1) „plus“ Einlagen gesamt	0,719	0,534	0,173
Variante (1) „plus“ Anleihen	0,735	0,553	0,186
Variante (1) „plus“ Aktien und Fonds	0,738	0,558	0,185
Variante (1) „plus“ Lebensversicherungen	0,728	0,545	0,182
Variante (1) „plus“ Wohnungsbaukredite	0,740	0,555	0,188
Variante (1) „plus“ Konsumentenkredite	0,741	0,554	0,186

Anmerkung: Ausgehend von der Variante (1) ohne Hinzuschätzungen und Uprating wird untersucht, wie sich die Ungleichheit und die Top-Vermögensanteile verändern, wenn nur die jeweilige Vermögenskomponente an die entsprechenden Referenzwerte angepasst wird.

Quellen: PHF 2017, eigene Berechnungen.

Einen stärker egalisierenden Einfluss hat die deutliche Untererfassung der Sicht- und Spareinlagen, die im unteren Vermögensbereich eine vergleichsweise große Rolle spielen. Aktien, Fonds und Anleihen haben jeweils einen geringen ungleichheitserhöhenden Einfluss. Diese Anlageformen sind nur etwas stärker im oberen Vermögensbereich vertreten und darüber hinaus ist ihre Bedeutung im Vermögensportfolio der deutschen Haushalte vergleichsweise gering. Ein Uprating der Lebensversicherungen führt *ceteris paribus* zu einer etwas geringeren Ungleichheit, wobei hier anzumerken gilt, dass die Gesamtheit der Lebensversicherungen

²⁰ Der HFCS der Europäischen Zentralbank geht für Deutschland auf die PHF-Daten zurück.

und privaten Rentenversicherungen nur an die Kapitalbestände der Lebensversicherungen angepasst werden. Die Ansprüche der privaten Haushalte an Nicht-Lebensversicherungen (beispielsweise Unfallversicherungen mit Beitrags- und Prämienrückgewähr) oder sonstige Rückstellungen an (private) Alterssicherungssysteme bleiben hier wegen der schwierigen Zuordnung unberücksichtigt. Die Hinzuschätzung der Kredite hat wiederum einen leichten ungleichheitserhöhenden Einfluss.

Die *ceteris paribus*-Wirkungen der einzelnen Vermögenskomponenten zeigen, dass — ohne Berücksichtigung regionaler Unterschiede — eine großzügigere Hinzuschätzung der Immobilienvermögen kaum Auswirkungen auf die Ungleichheit der Vermögensverteilung hat. Neben der fehlenden Berücksichtigung regionaler Besonderheiten der Immobilienpreisentwicklung unterstellt die Hinzuschätzung jedoch auch, dass es keine systematischen Veränderungen der Eigentumsquote entlang der Vermögensverteilung gibt. Diese starken Annahmen bei der Hinzuschätzung gelten auch für die übrigen Vermögenskomponenten.

Abb. 17: Einfluss der Hinzuschätzung auf die Entwicklung der Ungleichheit

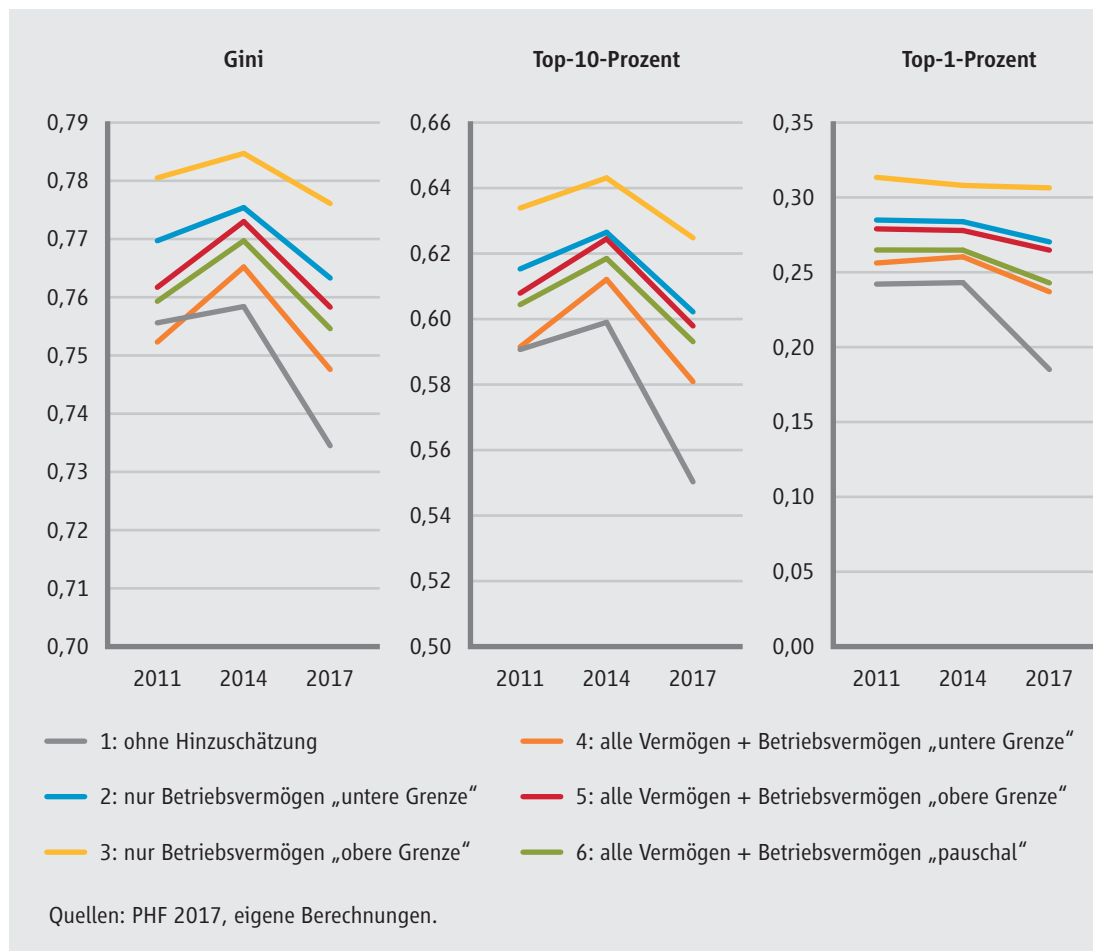


Abb. 17 stellt dar, welche Auswirkungen analoge Hinzuschätzungen für die Jahre 2011 und 2014 auf die zeitliche Entwicklung der Verteilungskennziffern für die entsprechenden Befragungswellen haben. Der Einfluss der Hinzuschätzung der Betriebsvermögen auf die zeitliche Entwicklung von Verteilungskennziffern ist insbesondere vor dem Hintergrund von Interesse, dass es in der dritten PHF-Befragungswelle Hinweise auf eine schlechtere Erfassung von Betriebsvermögen gab und somit die Vermögensungleichheit möglicherweise unterschätzt wurde (Deutsche Bundesbank, 2019a).

Inklusive Hinzuschätzung der Betriebsvermögen verändert sich die zeitliche Entwicklung der Verteilungskennziffern insofern, dass es gegenüber dem Basisszenario ohne Hinzuschätzung einen (stärkeren) Ungleichheitsanstieg zwischen 2011 und 2014 gibt. Im Jahr 2017 fällt die Ungleichheit in allen Hinzuschätzungs-Varianten etwas höher aus als in der Basisvariante (1) ohne Hinzuschätzungen, jedoch weiterhin niedriger als im Jahr 2014. Insgesamt liegen die Gini-Koeffizienten der Nettovermögensungleichheit sowie die Top-10-Prozent-Anteile der verschiedenen Hinzuschätzungsvarianten im Jahr 2017 auf einem ähnlichen Niveau wie im ersten PHF-Befragungsjahr 2011. Die Hinzuschätzung der Betriebsvermögen hat erwartungsgemäß insbesondere einen Einfluss auf die Entwicklung des Top-1-Prozent-Anteils. Aus dem erkennbaren Rückgang zwischen 2014 und 2017 resultiert in den unterschiedlichen Hinzuschätzungsvarianten eine eher stabilere Entwicklung des Top-1-Prozent-Anteils. Selbst bei isolierter Hinzuschätzung der Betriebsvermögen gemäß oberem Schätzwert zeigt sich jedoch auch hier keine Erhöhung der Vermögenskonzentration gegenüber dem Jahr 2011. Die Tendenz einer dachförmigen Entwicklung der Vermögensungleichheit auf Basis angepasster Befragungsdaten der Deutschen Bundesbank zwischen den Jahren 2011 und 2017 deckt sich wiederum mit den HFCS-Befunden in Albers et al. (2020).

F. Wirtschaftspolitische Einordnung

I. Vermögensteuer

Immer wieder ist in der öffentlichen Debatte die Forderung nach einer stärkeren Besteuerung von Vermögen und damit auch Betriebsvermögen zu hören. Das Deutsche Institut für Wirtschaftsforschung hat jüngst im Auftrag der Partei Die Linke ein Konzept für eine Vermögensabgabe vorgestellt, das aufgrund der zeitlichen Streckung der Abgabe einer (temporären) Vermögensteuer gleichkommt (Bach, 2020). Auch Bündnis 90/Die Grünen und SPD haben Pläne zur Wiederbelebung der Vermögensteuer in die Entwürfe ihrer Wahlprogramme aufgenommen (Bündnis 90/Die Grünen, 2021; SPD, 2021). Die Vermögensteuer erhält nicht zuletzt deshalb immer wieder politische Unterstützung, weil sie die Illusion weckt, dass der Staat viel Geld einnehmen könne, das noch dazu von anderen bezahlt wird. Umfragen zur Selbsteinordnung in die Vermögensverteilung zeigen beispielsweise, dass sich nicht einmal 3 Prozent der deutschen Haushalte den 20 Prozent zugehörig fühlen, die über das größte Vermögen verfügen (Deutsche Bundesbank, 2019a).

Seit 1997 wird die Vermögensteuer in Deutschland nicht mehr erhoben, obwohl sie formal nicht abgeschafft wurde. Der Grund für das Aussetzen der Vermögensteuer war, dass die Bewertung von Vermögensgegenständen den Gleichheitsgrundsatz nicht erfüllt hatte, weil Immobilien nicht mit dem Marktwert erfasst wurden (Deutscher Bundestag, 2019).

Tab. 12: *Beispielhafte Wirkung einer Vermögensteuer*

	Betrag
Umsatz in Euro	5.000.000
Umsatzrendite in %	8
Vorsteuergewinn in Euro	400.000
Ertragsteuern in %	30
Nettogewinn in Euro	280.000
Kapitalisierungsfaktor (lt. Bewertungsgesetz)	13,75
Unternehmenswert in Euro	3.850.000
Vermögensteuer von 1% (ohne Fungibilitätsabschlag) in Euro	38.500
In % der Ertragsbelastung	9,6
Vermögensteuer von 1 % (mit Fungibilitätsabschlag von 30 %) in Euro	26.950
In % der Ertragsbelastung	6,7

Quelle: eigene Berechnung.

Eine Vermögensteuer von 1 % entspricht einer zusätzlichen Ertragsteuerbelastung von knapp 10 %

Formal belastet eine Vermögensteuer Bestandsgrößen und keine Stromgrößen wie die Ertragsteuern. Allerdings lässt sich eine Besteuerung des Vermögensbestands in eine Ertragsbesteuerung überführen. Die Wirkung einer Vermögensteuer auf Betriebsvermögen lässt sich beispielhaft wie folgt darstellen: Ausgangspunkt für die Vermögensteuer ist der Wert des Betriebsvermögens, das sich anhand des Gewinns nach Steuern und eines Kapitalisierungsfaktors wie dargelegt approximativ bewerten lässt. Eine Vermögensteuer von 1 Prozent entspricht ohne Berücksichtigung möglicher Freibeträge und Fungibilitätsabschläge einer zusätzlichen Ertragsteuerbelastung von knapp 10 Prozent (Tab. 12).

Betriebsvermögen dient nicht zuletzt dazu, die Eigenkapitalbasis von Unternehmen zu stärken und sie damit weniger krisenanfällig zu machen. Die Eigenkapitalquote deutscher Unternehmen ist in den Jahren nach der globalen Finanzkrise gestiegen, auch wenn die Corona-Pandemie den Trend vorerst gestoppt hat (KfW, 2020). Eine Vermögensbesteuerung verhindert die Stärkung der Eigenkapitalbasis und kann darüber hinaus in die Substanz von Unternehmen eingreifen, da sie unabhängig davon anfällt, ob dem Vermögen ein Ertrag entgegensteht. Wenn die zu zahlende Vermögensteuer höher ist als der Nettogewinn eines Unternehmens, also der Gewinn nach Unternehmensteuer, ist die Substanz des Unternehmens betroffen (Tab. 12). Insbesondere in Krisenzeiten mit niedrigen oder ausbleibenden Gewinnen wäre dadurch ein Substanzverzehr möglich oder wahrscheinlich. Dann müssten zum Beispiel Maschinen verkauft oder Investitionen zurückgestellt werden, um Liquiditätsengpässe zu verhindern. Im Falle von Betriebsvermögen würde eine Vermögensteuer somit die effektive Steuerbelastung der Gewinne erhöhen. Dabei zählt Deutschland im internationalen Vergleich bereits heute zu den Hochsteuerländern für Unternehmen (Hentze, 2019). Eine Vermögensteuer würde daher den (Investitions-)Standort Deutschland schwächen.

Inwieweit es über alle Unternehmen hinweg zu einer Substanzbesteuerung und einem Abbau von Arbeitsplätzen kommen würde, ist schwer abzuschätzen. Klar ist aber, dass nicht zuletzt aufgrund der Niedrigzinsphase und den daraus folgenden hohen Unternehmenswerten bereits ein geringer Vermögensteuersatz die Gewinne der Unternehmen stark belasten und Deutschland mit Blick auf den internationalen Wettbewerb zurückwerfen würde.

Unternehmen würden versuchen, der Steuer auszuweichen, indem sie beispielsweise Standorte ins Ausland verlagern. Aufgrund dieser Verhaltensanpassungen blieben von den direkten Einnahmen aus der Vermögensteuer nach Abzug der Bürokratiekosten und geringerer Ertragsteuern von Unternehmen schätzungsweise weniger als zwei Drittel übrig (Bach et al., 2016). Modellrechnungen kommen sogar zu dem Ergebnis, dass mit Blick auf das aggregierte Steueraufkommen die Gefahr besteht, dass die Einnahmen aus einer Vermögensteuer durch den Rückgang anderer Steuerarten wie der Einkommen- und Umsatzsteuer infolge einer geringeren wirtschaftlichen Dynamik überkompensiert werden könnte (EY/ifo Institut, 2017).

Ein gewichtiges Argument gegen eine Vermögensteuer ist der Verwaltungsaufwand zur Erfassung des Vermögens. Erhebungs- und Befolgungskosten können bis zu 50 Prozent der Bruttoeinnahmen einer Vermögensteuer ausmachen (Wissenschaftlicher Beirat des BMF, 2013). Wie bei der Schätzung des Betriebsvermögens dargelegt unterliegen die verwendeten Bewertungsparameter großen Unsicherheiten. Dies bedeutet, dass für jeden Einzelfall spezifische Bewertungen auf einer jährlichen Basis vorgenommen werden müssten. Dies gilt auch für Steuerpflichtige, die letztlich keine Vermögensteuer zahlen müssen, weil sie unterhalb möglicher Freibeträge liegen. Ihnen entstünden faktisch Kosten, obwohl sie keine Vermögensteuer zahlen müssen. Die Erhebungskosten sind bei keiner anderen Steuer so hoch wie bei einer jährlich anfallenden Vermögensteuer (Wissenschaftlicher Beirat des BMF, 2013). Selbst eine detaillierte Bewertung ist jedoch keine Garantie für die Verfassungsmäßigkeit einer Vermögensteuer, wie die Aussetzung der Steuer seit 1997 zeigt. Die hohen Erhebungskosten, die nicht zu beseitigenden Ungenauigkeiten und damit auch Ungerechtigkeiten bei der Bewertung und die zu erwartenden negativen Auswirkungen auf die wirtschaftliche Dynamik legen nahe, dass eine Vermögensteuer als Beitrag zur Finanzierung des Staates, der grundsätzlichen Aufgabe von Steuern, nicht zielführend ist.

Häufig wird die Vermögensteuer auch vor dem Hintergrund von Gerechtigkeitsüberlegungen und der bereits eingeordneten vergleichsweise hohen Vermögensungleichheit in Deutschland diskutiert. Doch aus dem Blickwinkel der Steuergerechtigkeit bedarf es keiner Vermögensteuer, da die progressive Einkommensteuer eine Besteuerung nach dem Leistungsfähigkeitsprinzip sicherstellt. Der Grad der Progressivität ist dabei grundsätzlich eine politische Entscheidung. So empfiehlt auch der Internationale Währungsfonds in der Debatte um Steuer- und Verteilungsgerechtigkeit vor allem bei der Progressivität der Einkommensteuer und dem Schließen von Steuerschlupflöchern anzusetzen, nicht zuletzt da eine angemessene Bewertung von Vermögensgegenständen problematisch sei (IMF, 2021, S. 37). Simulationsstudien zeigen zudem, dass die Wirkung diskutierter Vermögensteuervorschläge auf die Vermögensungleichheit sehr gering ist. Von den verschiedenen betrachteten Varianten einer proportionalen Vermögensteuer in Höhe von 1 Prozent reduziert das Szenario mit dem höchsten simulierten Aufkommen den Gini-Koeffizienten der Vermögensungleichheit nur um geringfügige 0,07 Prozent (Bach et al., 2016, S. 50).²¹ Bei einem Gini-Koeffizienten in Höhe von 0,77 entspricht das weniger als einem Rückgang des Gini-Koeffizienten auf 0,769. Bei Varianten mit größeren Freibeträgen und gesonderter Berücksichtigung des Betriebsvermögens reduziert sich die Ungleichheitsreduktion auf 0,04 Prozent. Selbst wenn Ungleichheitsmaße verwendet werden, die besonders sensitiv auf Änderungen im oberen Bereich reagieren, zeigen sich in den unterschiedlichen simulierten Varianten nur Veränderungen im Bereich von 1 bis 2 Prozent.

21 Bei der Simulationsstudie werden hohe Vermögen durch eine Hinzuschätzung auf Basis des manager magazins berücksichtigt (Bach et al., 2016, S. 16 ff.). Der Gini-Koeffizient steigt durch die Hinzuschätzung von 0,746 auf 0,772, der Vermögensanteil des Top-1-Prozent von 23,6 auf 31,6 %, der des Top-0,1-Prozent von 3,9 auf 16,2 %.

Gleichsam verdeutlichen die Ergebnisse der SOEP-Hochvermögenden-Befragung und die Ausführungen in Kapitel E.I, dass sich gerade die Vermögen im oberen Bereich der Verteilung in hohem Maß aus (illiquiden) Betriebsvermögen zusammensetzen. Hinter hohen Betriebsvermögen stehen häufig sogenannte Hidden Champions, die – insbesondere auch in eher peripheren Regionen – Arbeitsplätze schaffen und wichtige Beiträge zur Innovationsfähigkeit der Regionen leisten (Stiftung Familienunternehmen, 2020a). Das Argument der Verteilungsgerechtigkeit sollte in der Diskussion zudem nicht überstrapaziert werden, weil erst die Akkumulation von Kapital in wenigen Händen unternehmerische Entscheidungen (und damit Risikoübernahme) ermöglicht. Am produktiven Vermögen eines Unternehmers profitieren in der Regel viele Personen, insbesondere auch die Angestellten. Ohne die Akkumulation von Kapital wären Innovationen und damit Wirtschaftswachstum nicht möglich. Eine Vermögensteuer steht diesem Ziel entgegen.

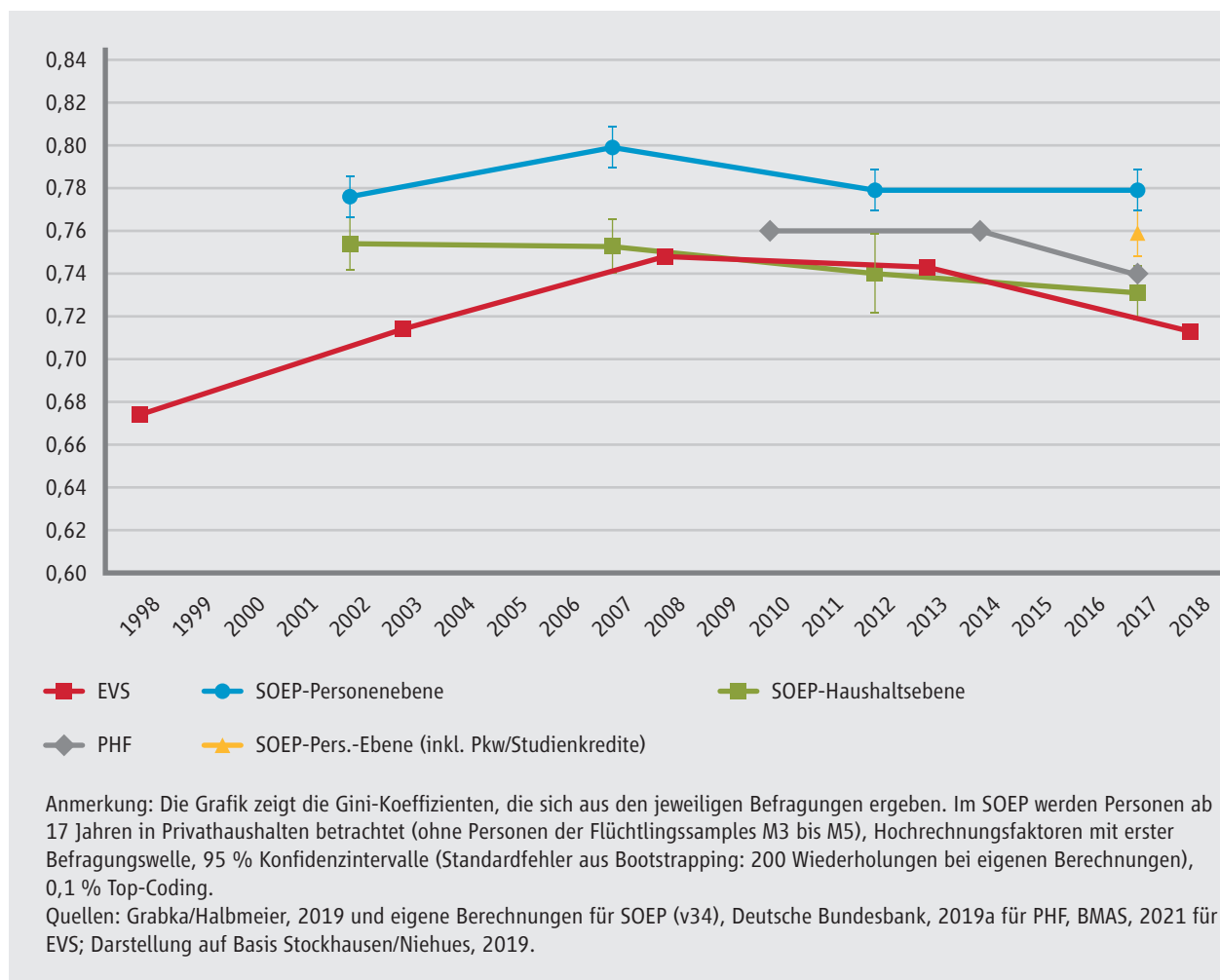
II. Einordnung in die Verteilungsdebatte

Die Vermögensteuer wird auch immer vor dem Hintergrund einer hohen und steigenden Vermögensungleichheit diskutiert. Mit Blick auf die anhaltend niedrigen Zinsen und die damit einhergehenden steigenden Vermögenspreise steht die weitverbreitete Vermutung einer kontinuierlich zunehmenden Vermögenskonzentration im Raum. Gemäß einer telefonischen Repräsentativbefragung im Auftrag des Presse- und Informationsdienstes der Bundesregierung (PIB, 2017) vermuteten im Frühsommer 2017 beispielsweise 64 Prozent der Bundesbürger, dass die Vermögensunterschiede in den letzten Jahren eher zugenommen haben. Um diese Wahrnehmung mit empirischen Kennziffern zu kontrastieren, illustriert Abb. 18 die Entwicklung der Ungleichverteilung der privaten Nettovermögen auf Basis der drei verfügbaren Haushaltsbefragungsdatensätze für den Zeitraum 1998 bis 2018 (vgl. Übersichtskasten A-1 im Anhang für eine Gegenüberstellung der Vor- und Nachteile der einzelnen Datensätze).

Den Gesamtwert des Vermögens bildet das Bruttovermögen einer Person oder eines Haushalts. Nach Abzug aller Verbindlichkeiten (Konsumentenkredite, Hypotheken) erhält man das Nettovermögen. Die Ungleichheit wird hier beispielhaft anhand des Gini-Koeffizienten bemessen. Die Grafik deutet auf eine zweiteilige Entwicklung hin: Für den Zeitraum bis 2007/2008 zeigt sich ein Anstieg der Vermögensungleichheit. Seit der Finanzkrise deuten hingegen alle verfügbaren Datensätze auf eine Seitwärtsbewegung der Vermögensungleichheit oder sogar leicht sinkende Ungleichheitskennziffern (vgl. auch BMAS, 2021). Auch wenn die Abbildung verdeutlicht, dass die heutige Vermögensungleichheit höher liegt als die Ungleichheit zu Zeiten der 90er Jahre, widerspricht sie doch der Vermutung, dass die Vermögenskonzentration insbesondere im Zuge der stark steigenden Aktien- und Immobilienpreise der letzten Jahre zugenommen habe. Mit Blick auf die Unterschiede zwischen den Datensätzen gilt es anzumerken, dass die individuelle Vermögensungleichheit *ceteris paribus* höher als die Ungleichheit der Haushaltsvermögen liegt, da bei den Haushaltsvermögen eine intrafamiliäre

Gleichverteilung der Vermögen unterstellt wird. Die Einkommens- und Verbrauchsstichprobe (EVS) weist aufgrund der Abschneidegrenze für sehr hohe Einkommen und der nicht erfassten Betriebsvermögen tendenziell die geringste Ungleichheit aus (vgl. Übersichtskasten A-1 im Anhang).

Abb. 18: Entwicklung der Nettovermögensungleichheit in Deutschland



Mit Blick auf die Diskrepanz zwischen der Wahrnehmung einer (stark) steigenden Vermögenskonzentration und der konstanten Entwicklung der empirischen Kennziffern wird häufig auf die fehlende Berücksichtigung sehr hoher Vermögen verwiesen. Um auch sehr hohe Vermögen zu berücksichtigen, greift eine wachsende Zahl von Studien und Forschungsvorhaben auf Hinzuschätzungen von Top-Vermögenden auf Basis von Reichenlisten zurück (Tab. 13). Unter Verwendung der Informationen aus der Forbes-Liste kommt Vermeulen (2014) in der Erstveröffentlichung des Arbeitspapiers im Sommer 2014 zu dem Ergebnis, dass bei zusätzlicher Berücksichtigung der Top-Vermögen der Vermögensanteil der oberen 5 Prozent von 46 Prozent auf 51 Prozent bis 53 Prozent steigt, der des reichsten Prozents von 24 Prozent

auf 32 Prozent bis 33 Prozent.²² Westermeier und Grabka (2015) wenden einen vergleichbaren Ansatz auf Basis der personellen SOEP-Vermögensdaten für die Jahre 2002, 2007 und 2012 an. Der resultierende Vermögensanteil der vermögensreichsten 10 Prozent liegt je nach Szenario zwischen 63 Prozent und 74 Prozent, der Anteil des Top-1-Prozents bei 31 Prozent bis 34 Prozent.²³ Bemerkenswert ist: Auch unter großzügiger Hinzuschätzung zeigt sich weder beim Top-1-Prozent noch beim Top-0,1-Prozent im Zeitraum 2002 bis 2012 ein Anstieg der Vermögenskonzentration (Westermeier/Grabka, 2015, Abbildungen 3 und 4). Wiederum auf Basis der HFCS-Daten der Europäischen Zentralbank kommen Bach et al. (2015) unter Verwendung der Reichenliste des manager magazins zu ähnlichen Ergebnissen.²⁴ Eine aktualisierte Version der Studie bekam Anfang 2018 unter der Schlagzeile „45 Deutsche besitzen so viel wie die ärmere Hälfte der Bevölkerung“²⁵ viel mediale Aufmerksamkeit, wenngleich sich die Vermögenskonzentration mit Anteilen zwischen 63 Prozent und 64 Prozent bei den Top-10-Prozent und 31 Prozent bis 33 Prozent beim Top-1-Prozent im Rahmen der bereits bekannten Befunde bewegt.

Neben den genannten Studien greift der Credit Suisse Wealth Report, der den alljährlich veröffentlichten Oxfam-Ungleichheitsberichten zugrunde liegt, bereits seit dem Databook 2011 auf Hinzuschätzungen der Top-Vermögen unter Berücksichtigung der Forbes-Liste zurück. Aufgrund unterschiedlicher zugrundeliegender Datensätze und Veränderungen weiterer Fortschreibungsparameter ist die Vergleichbarkeit der jährlichen Kennzahlen der einzelnen Berichte jedoch eingeschränkt. Die aktuellen Werte für die Vermögensanteile der Top-10- (65,1 Prozent) und Top-1-Prozent (30,2 Prozent) liegen im vergleichbaren Rahmen wie die bereits aufgeführten Werte (Credit Suisse, 2019).

Die Hinzuschätzungen auf Basis der Reichenlisten gehen jedoch mit großer statistischer Unsicherheit einher. Wenn „die Schätzungen strukturell zu hoch oder zu niedrig [sind], hat dies [...] deutliche Effekte auf die Schätzungen. Allerdings liegen weder die Datenquellen offen, noch die Art und Weise, wie die Informationen zustande kommen, sie sind somit letztlich nicht verifizierbar“ (Westermeier/Grabka, 2015, S. 129). Eine Studie von Forschern der US-Bundessteuerbehörde deutet darauf hin, dass Reichenlisten die Vermögen tendenziell deutlich überschätzen dürften. Nach einem Abgleich der Steuerdaten Verstorbener überschätzt die

22 „Reiche sind noch reicher als gedacht“, <https://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/wirtschaftspolitik/studie-reiche-sind-noch-reicher-als-gedacht-13046648.html> (15.07.2014).

23 „Superreiche in Deutschland sind noch reicher als gedacht“ <https://www.spiegel.de/wirtschaft/soziales/deutschland-superreiche-haben-mehr-vermoegen-als-gedacht-a-1017907.html>; „Sehr viel reicher als gedacht“, <https://www.sueddeutsche.de/wirtschaft/statistik-ueber-vermoegen-sehr-viel-reicher-als-gedacht-1.2345008> (beispielhafte Berichterstattung vom 11.02.2015).

24 „Vermögen ungleicher verteilt als gedacht“, <https://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/diw-studie-beleuchtet-einfluss-der-reichen-auf-vermoegensballung-13782151.html> (03.09.2015).

25 <https://www.spiegel.de/wirtschaft/soziales/vermoegen-45-superreiche-besitzen-so-viel-wie-die-halbe-deutsche-bevoelkerung-a-1189111.html> (23.01.2018).

Forbes-Liste die Vermögen um etwa 50 Prozent (Raub et al., 2010). Gründe hierfür liegen nach Einschätzung der Autoren in Bewertungsschwierigkeiten, steuerlichen Abgrenzungen und der mangelhaften Berücksichtigung von Schulden. Vor diesem Hintergrund kann angenommen werden, dass Ungleichheitskennziffern, die auf Hinzuschätzungen von Reichenlisten zurückgehen, tendenziell obere Grenzwerte der Vermögensungleichheit darstellen.

Tab. 13: Vermögensstudien im Vergleich

Publikationsreihenfolge ¹⁾	Datensatz	Jahr/Welle	Analyseeinheit	Hinzuschätzung(en)	Top-10-Prozent	Top-1-Prozent
Vermeulen (2014) ²⁾	HFCS	2010/11	Haushalt	Top-Vermögen Forbes-Liste		32-33 %
Westermeier/ Grabka (2015)	SOEP	2002, 2007, 2012	Personen	Top-Vermögen Forbes-Liste	63-74 %	31-34 %
Bach et al. (2015)	HFCS	2010/11	Haushalt	Top-Vermögen manager magazin	64 %	33 %
Bach et al. (2018) ³⁾	HFCS	2010/11, 2014	Haushalt	Top-Vermögen manager magazin	63-64 %	31-33 %
Albers et al. (2020) ⁴⁾	EVS	2018	Haushalt	Neu-Schätzung des Betriebsvermögens, Uprating der Vermögenskomponenten, Top-Vermögen gemäß Zusammensetzung manager magazin	56 %	23 %
Schröder et al. (2020)	SOEP	2019	Personen	Hochvermögendenbefragung (unterer Wert), plus Anpassung manager magazin (oberer Wert),	64-67 %	29-35 %
Vorliegende Analyse	PHF	2017	Haushalt	Neu-Schätzung des Betriebsvermögens für große Unternehmen, Uprating der Vermögenskomponenten	58-60 %	24-26 %

Anmerkung: 1) Die Publikationsreihenfolge orientiert sich nach der Erstveröffentlichung der jeweiligen Arbeitspapiere 2) anschließende Journal-Publikation als Vermeulen (2018) 3) anschließende Journal-Publikation als Bach et al. (2019) 4) Im Anhang finden sich auch entsprechende Vermögensanteile auf Basis HFCS und SOEP, die im Falle des Top-1-Prozent-Anteils im Jahr 2017 bei ungefähr 25% liegen.
Quelle: eigene Darstellung.

Im Jahr 2020 wurden zwei umfangreiche Forschungsprojekte veröffentlicht, die auf neue Vorgehensweisen zurückgegriffen haben, um dem Problem der Untererfassung sehr hoher Vermögen zu begegnen. Albers et al. (2020) berücksichtigen dabei vor allem den Aspekt, dass – einhergehend mit der grundsätzlichen Untererfassung sehr hoher Vermögen – insbesondere hohe Betriebsvermögen unzureichend in Befragungsdaten abgebildet sind. Da in der Analyse die langfristige Entwicklung der Vermögensungleichheit im Fokus steht, wird in den Hauptergebnissen auf Daten der EVS zurückgegriffen. Im Gegensatz zu den bereits zitierten Studien „upraten“ Albers et al. (2020) allerdings nicht nur sehr hohe Vermögen, sondern passen auch andere Vermögenskomponenten entsprechend der Portfoliostruktur an Referenzaggregate

der Finanzierungsrechnung sowie angepasste Werte des Immobilienvermögens an. Mit einem Top-10-Prozent-Anteil in Höhe von 56 Prozent und einem Top-1-Prozent-Anteil in Höhe von 23 Prozent liegen die Werte zwar deutlich oberhalb der unangepassten Vermögenskonzentration auf Basis der EVS, gleichzeitig jedoch erkennbar unterhalb der Werte der zuvor genannten Studien. Albers et al. (2020) replizieren die Vorgehensweise auch auf Basis der HFCS und SOEP-Daten. Mit Werten unterhalb von 60 Prozent (25 Prozent) für den Top-10-Prozent-Anteil (Top-1-Prozent-Anteil) liegen die Ergebnisse für die jeweils aktuellen Befragungswellen ebenfalls erkennbar unterhalb der reinen Hinzuschätzungen auf Basis von Reichenlisten.

Die Berichterstattung fokussierte in diesem Fall jedoch weniger auf das Niveau der Vermögensungleichheit, sondern auf die zeitliche Entwicklung: „Die reichsten 50 Prozent werden immer reicher, Arme bleiben arm“²⁶ und den Befund, dass „seit 1993 die reichsten 50 Prozent der Deutschen ihr Vermögen verdoppeln [konnten], die untere Hälfte der Bevölkerung [...] dagegen kaum etwas dazu [gewann]“. Entgegen dem ersten Eindruck stehen die Ergebnisse nicht im Gegensatz zu den EVS-Befunden aus Abb. 18, da der Vermögensanteil der vermögensärmeren Hälfte zwar von 1993 bis 2008 sinkt, dieser Trend jedoch ab dem Beobachtungsjahr 2008 zum Erliegen kommt. Auch die Autoren kommen zu dem Ergebnis, dass die grundsätzlichen Ungleichheitstrends auf Basis der EVS eher robust gegenüber den vorgenommenen Hinzuschätzungen sind (Albers et al. (2020), Abbildung 11, S. 37). Mit Blick auf den historischen Vergleich seit dem Jahr 1895 zeigt sich, dass sich der heutige Top-1-Prozent-Vermögensanteil nahezu halbiert hat und sich seit den 1975er Jahren zwischen 20 Prozent und 25 Prozent bewegt.

Einen innovativen Weg gehen Schröder et al. (2020) in einem groß angelegten Forschungsprojekt, um die Datenlücke im Bereich sehr hoher Vermögen zu verkleinern. Die SOEP-Daten wurden um eine (umfangreiche) Hochvermögendenstichprobe ergänzt, die auf Adressinformationen von Unternehmensbeteiligungen zurückgeht. Im Unterschied zu den reinen Hinzuschätzungen hat diese Vorgehensweise den Vorteil, dass die Daten auch detaillierte Analysen zu den Charakteristika der Hochvermögenden erlaubt (vgl. Kapitel C.I). Der Top-1-Prozent-Vermögensanteil unter Berücksichtigung des Oversampling der Hochvermögenden liegt mit 29 Prozent erkennbar oberhalb des Werts auf Basis der Rohdaten. Durch ergänzende Hinzuschätzung auf Basis des manager-magazin steigt der Anteil auf 35 Prozent. Auch wenn es sich rein numerisch um einen neuen Höchstwert handelt, liegt der Anteil weiterhin im Größenbereich der bisherigen Hinzuschätzungsstudien auf Basis von Reichenlisten. Dies gilt besonders vor dem Hintergrund, dass die personelle Vermögensverteilung *ceteris paribus* höher ausfällt als die Vermögensungleichheit auf Haushaltsebene, auf die die HFCS-Hinzuschätzungen

26 <https://www.handelsblatt.com/politik/deutschland/vermoegen-studie-zeigt-die-reichsten-50-prozent-werden-immer-reicher-arme-bleiben-arm/25637446.html?ticket=ST-3874236-XDM613emIt0Tk0vbyCzU-ap1> (12.03.2021). Mit Blick auf die Hinzuschätzung der Betriebsvermögen wird auch hier darauf verwiesen, dass „das Land damit auch deutlich ungleicher als angenommen“ sei.

zurückgreifen. Gleichwohl suggerierte die mediale Berichterstattung, dass die Ungleichheit noch einmal deutlich höher ausfalle, als es bisherige Erkenntnisse zur Vermögensungleichheit nahelegten.²⁷

Ein Blick auf die Gesamtheit der hinzuschätzenden Studien zeigt: Wenn Befragungsdaten einzig um Informationen Hochvermögender ergänzt werden (und mit Blick auf die tendenzielle Überschätzung der Vermögen in Reichenlisten der Top-1-Prozent-Anteil maximal möglich erfasst wird), dann liegen die Anteile unabhängig vom Erhebungsjahr (2010 bis 2017/2019) und unabhängig vom zugrundeliegenden Datensatz (HFCS, SOEP) immer im Bereich von rund zwei Drittel für die oberen 10 Prozent und einem Drittel für das vermögensreichste Prozent. Zwei Aspekte gilt es somit zu betonen:

- Keine der zum aktuellen Zeitpunkt vorliegenden Studien bietet empirische Evidenz dafür, dass sich die Vermögensungleichheit seit der Finanzkrise erhöht hat.
- Bei den Befunden handelt es sich um eine obere Grenze der Vermögensungleichheit, da der obere Vermögensrand großzügig hinzugeschätzt wird und mögliche Untererfassungen im unteren und mittleren Bereich der Vermögensverteilung unberücksichtigt bleiben.

Auch die vorliegende Studie zeigt, dass eine Hinzuschätzung der Betriebsvermögen zwar in einer höheren Vermögensungleichheit resultiert, die Berücksichtigung der Untererfassung der weiteren Vermögenskomponenten den Anstieg der Ungleichheit jedoch zumindest teilweise kompensieren kann (vgl. Tab. 13). Grundsätzlich gilt jedoch, dass Hinzuschätzungen allesamt mit großen Unsicherheiten und Annahmen einhergehen, da unsystematische Untererfassungen nicht berücksichtigt werden können (beispielsweise heterogene Entwicklungen von Immobilienpreisen und selektiv fehlende Antworten). Weiterentwicklungen wie die bessere Integration Hochvermögender in Befragungen sind daher sehr wichtig für die Vermögensverteilungsforschung. Da jedoch auch nach Berücksichtigung Hochvermögender viele Geldvermögen in den Befragungsdaten substantiell untererfasst bleiben, sind weitere Strategien zur besseren Abbildung von Vermögen in Befragungsdaten wünschenswert. Dass nicht- oder untererfasste Vermögenskomponenten auch für den unteren Vermögensbereich einen großen Einfluss haben können, zeigt beispielsweise die neue Erfassung der PKWs und Studienkredite im SOEP 2017: Bei zusätzlicher Berücksichtigung dieser Vermögenskomponenten reduziert sich der Gini-Koeffizient der individuellen Nettovermögen von 0,779 auf 0,759 (Grabka/Halbermeier, 2019).

27 „Reiche besitzen mehr als gedacht“, <https://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/arm-und-reich/hohe-vermoegen-reiche-besitzen-mehr-als-gedacht-16862075.html>; „Die oberen zehn Prozent in Deutschland besitzen deutlich mehr als bisher gedacht“, <https://www.handelsblatt.com/politik/deutschland/vermoegensverteilung-studie-reichste-zehn-prozent-besitzen-gut-zwei-drittel-des-vermoegens/26006588.html> (Titel und Untertitel beispielhafter Berichterstattung vom 15.07.2020).

G. Fazit

Unter den Vermögenskomponenten der privaten Haushalte nimmt das Betriebsvermögen eine besondere Rolle ein, da es sich um produktives Kapital handelt, welches eine wesentliche Grundlage für die Einkommenserzielung in einer Volkswirtschaft darstellt. Da nur ein kleiner Prozentsatz der Bevölkerung Anteile an nicht-börsennotierten Unternehmen hält, gehen Betriebsvermögen tendenziell mit einer vergleichsweise hohen Vermögensungleichheit einher. Diese ist in der deutschen Wirtschaftsstruktur jedoch Voraussetzung für regional verankerte und langfristig agierende Familienunternehmen, von deren wirtschaftlicher Leistungsfähigkeit neben den Eigentümern auch die Gesellschaft profitiert.

Vor diesem Hintergrund ist bei der Debatte über die hiesige Vermögenskonzentration die Rolle des Betriebsvermögens einzuordnen. Im Gegensatz zu anderen Vermögensgegenständen ist Betriebsvermögen in der Regel nicht liquide. Investitionen in Unternehmenskapital, das Eingehen unternehmerischer Risiken und die damit einhergehende Konzentration von Vermögen in einer oder wenigen Händen ist Voraussetzung dafür, dass Arbeitsplätze entstehen können. Die gute wirtschaftliche Entwicklung und die Niedrigzinspolitik der Europäischen Zentralbank haben dazu beigetragen, dass sich die Werte der Betriebsvermögen weiter erhöht haben. Denn für die Unternehmensbewertung sind beide Entwicklungen relevant: Eine höhere (erwartete) Rendite erhöht die Werthaltigkeit eines Vermögensgegenstands. Niedrige Zinsen machen verzinste Geldanlagen im Vergleich zu Eigenkapitalanlagen in Unternehmen unattraktiver. Ein sinkender Zinssatz erhöht damit *ceteris paribus* den Wert des Betriebsvermögens, auch wenn sich an der realen Geschäftstätigkeit der Unternehmen wenig verändert.

Aufgrund der zahlreichen Einflussfaktoren und der Heterogenität des Unternehmenssektors geht die Bewertung von eigentümergeführten Betriebsvermögen mit zahlreichen Unsicherheiten einher. Befragungsdaten bieten eine erste Möglichkeit, Erkenntnis über die Höhe und Verteilung von Betriebsvermögen in Deutschland zu erhalten. Allerdings deutet ein Abgleich mit Unternehmensdaten darauf hin, dass insbesondere Betriebsvermögen mittlerer und großer Unternehmen in Befragungsdaten unzureichend abgebildet sind, und auch die Entwicklung der Betriebsvermögen kleiner Unternehmen lässt sich nur schwer in Einklang mit der wirtschaftlichen Entwicklung der letzten Jahre bringen. Mit Hilfe von Gewinnkennziffern der Unternehmensdatenbank wurde daher in der vorliegenden Studie alternative Bandbreiten für die Höhe und Entwicklung der Betriebsvermögen ermittelt, die dann in einem zweiten Schritt in die Befragungsdaten der Deutschen Bundesbank integriert wurden.

Das Betriebsvermögen eigentümergeführter Unternehmen belief sich demnach im Jahr 2017 auf schätzungsweise 2,4 bis 3,1 Billionen Euro. Zudem deutet die Berechnung auf einen deutlichen Anstieg der Betriebsvermögen im Zeitraum zwischen 2011 und 2017 hin. Zwar

Das Betriebsvermögen spielt in der Debatte um die Vermögenskonzentration eine wichtige Rolle

unterliegen auch diese Schätzwerte Annahmen und Unsicherheiten, allerdings zeigt sich gleichwohl eindrucklich, dass die nach ökonomischen Grundsätzen ermittelten Werte die in den Befragungsdaten abgebildeten Betriebsvermögen deutlich übertreffen. Da Betriebsvermögen stärker im oberen Bereich der Vermögensverteilung verortet sind, impliziert die Berücksichtigung der höheren Betriebsvermögen in den Befragungsdaten erwartungsgemäß eine höhere Vermögensungleichheit. Wenn jedoch ebenso berücksichtigt wird, dass auch andere Vermögenskomponenten wie beispielsweise Sicht- und Spareinlagen substantiell in den Befragungsdaten untererfasst sind, wird der Anstieg durch ein analoges Uprating der weiteren Vermögenskomponenten teilweise kompensiert. Im Einklang mit anderen Hinzuschätzungsstudien ergibt sich auch im Szenario starker Hinzuschätzung der Betriebsvermögen kein Anstieg der Vermögensungleichheit im betrachteten Zeitraum zwischen 2011 und 2017. Weiterhin gilt: Je höher die angenommenen Referenzwerte (und damit die vorherige Untererfassung in den Ursprungsdaten) für Betriebsvermögen ausfallen, desto größer wird die Bedeutung von Betriebsvermögen in den Portfolios der jeweiligen Top-1- oder Top-0,1-Prozent der Vermögensverteilung.

Aus volkswirtschaftlicher Sicht ist ein steigender Wert des Betriebsvermögens eine gute Nachricht, wenn dieser auf eine bessere Ertragslage der Unternehmen zurückzuführen ist. Denn dadurch erhöht sich der unternehmerische Spielraum für Investitionen und Arbeitsplatzaufbau. Auch Mitarbeiter partizipieren so an einem steigenden Wert des Betriebsvermögens. Da relativ wenige Haushalte über Betriebsvermögen verfügen, steigt durch Wertsteigerungen beim Betriebsvermögen gleichzeitig auch die gemessene Vermögensungleichheit. Aufgrund der Bedeutung für Arbeitsplätze und Steueraufkommen sollte aber insbesondere der Einfluss unternehmerischer Vermögen auf die Vermögensverteilung gesondert eingeordnet werden. Auch die häufig im Kontext der Verteilungsdebatte geäußerte Idee einer Vermögensteuer sollte in diesem Zusammenhang wohl bedacht sein. Wie die Hochvermögenden-Befragung des SOEP zeigt auch die vorliegende Analyse, dass es sich bei hohen Vermögen weniger um liquide Finanzanlagen, sondern vor allem um produktive Betriebsvermögen handelt. Gegen eine Vermögensteuer spricht damit neben hohen Bürokratiekosten und unsicheren Bewertungen auch die zusätzliche Belastung unternehmerischer Tätigkeit. Eine 1-prozentige Vermögensteuer entspricht ohne Berücksichtigung möglicher Freibeträge derzeit einer Ertragssteuerbelastung von rund 10 Prozent. Fallen Gewinne niedrig aus, wirkt die Vermögensteuer als Substanzsteuer und mindert produktives Kapital mit negativen Auswirkungen auf Beschäftigung und Steuereinnahmen. Dies gilt insbesondere vor dem Hintergrund der unsicheren Geschäftslage vieler Unternehmen in Zeiten der Corona-Pandemie – denn bei der Vermögensteuer bleibt die aktuelle Geschäftssituation unberücksichtigt.

H. Anhang

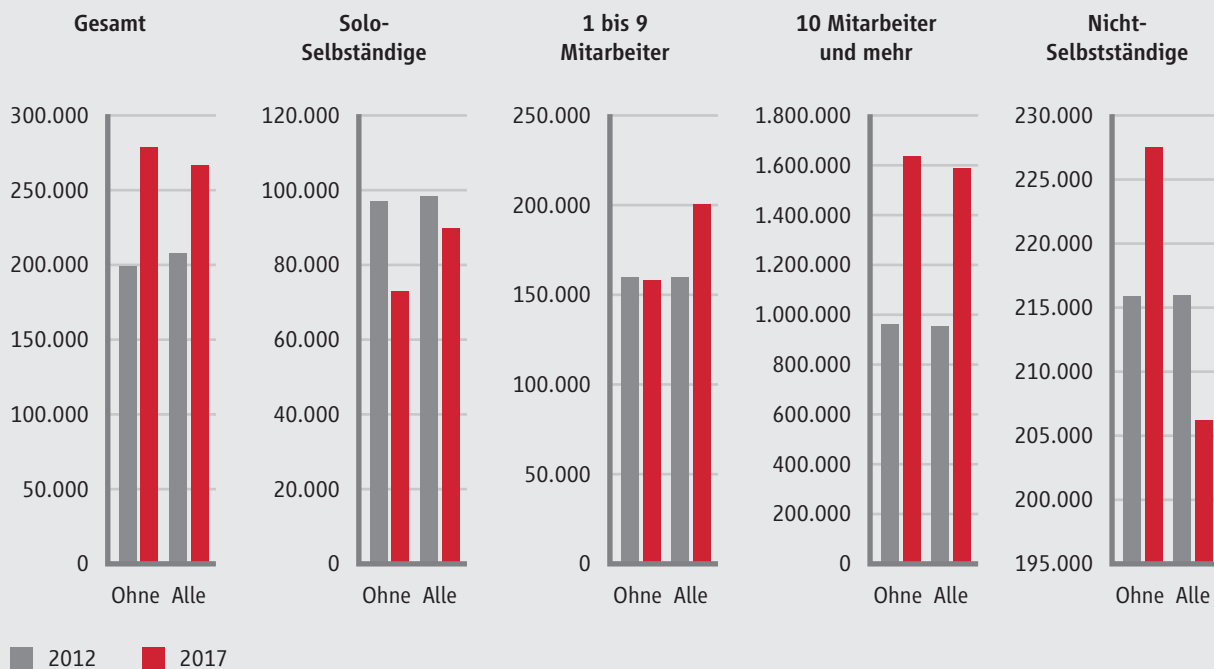
Übersichtskasten A-1: Befragungsdaten mit Informationen zur Vermögensverteilung

Die **Einkommens- und Verbrauchsstichprobe (EVS)** wird in fünfjährigem Abstand durch das Statistische Bundesamt als Quotenstichprobe des Mikrozensus durchgeführt. 1993 erfolgte die erste Befragung für Gesamtdeutschland. Insgesamt werden im Rahmen der EVS rund 60.000 Haushalte erfasst. Neben dem Einkommen, der Ausstattung mit Gebrauchsgütern und Konsumausgaben werden die privaten Haushalte in der EVS seit 1978 auch detailliert zu ihren Vermögen und ihren Schulden befragt. Geldvermögen werden in der EVS sehr detailliert abgefragt (beispielsweise wird das Wertpapiervermögen in neun potenzielle Bestandteile aufgeteilt), Informationen zum Betriebsvermögen sind nicht in der EVS enthalten. Vermögensinformationen liegen ausschließlich auf Haushaltsebene vor. Aus Datenschutzgründen werden Haushalte mit einem monatlichen Haushaltsnettoeinkommen von mehr als 18.000 Euro nicht berücksichtigt (sogenannte Abschneidegrenze). Aufgrund der Abschneidegrenze und der Ausgestaltung als Quotenstichprobe des Mikrozensus sind in der EVS die Ränder der Verteilung eher unterrepräsentiert.

Das **Sozio-oekonomische Panel (SOEP)** ist eine repräsentative Wiederholungsbefragung, die bereits seit 1984 jährlich Daten bezüglich Einkommen, Erwerbstätigkeit, Bildung sowie auch subjektiven Einschätzungen erhebt. Im Auftrag des Deutschen Instituts für Wirtschaftsforschung (DIW) Berlin werden zurzeit in Deutschland mehr als 35.000 Personen in knapp 15.000 Haushalten befragt. Seit 2002 werden im SOEP im fünfjährigen Turnus auch Informationen zu Vermögen und Schulden erfasst. Geldvermögen werden im SOEP durch drei Fragen (Bausparguthaben, Geldanlagen, private Altersvorsorge) abgefragt. In der Datenwelle 2019 wurde das SOEP zudem um eine spezielle Hochvermögendenstichprobe ergänzt (Schröder et al. 2020). Als einziger Befragungsdatensatz erlaubt das SOEP eine Analyse der personellen Vermögensverteilung in Deutschland und somit auch die Vermögensverteilung innerhalb von Haushalten. Das SOEP zeichnet sich durch eine umfangreiche Daten- und Methodendokumentation aus sowie dem Bemühen, durch regelmäßige Stichprobenergänzungen auch spezifische Teilgruppen wie beispielsweise Personen mit Migrationshintergrund oder bestimmte Familienformen repräsentativ abzubilden.

In der Befragung **Private Haushalte und Ihre Finanzen (PHF)** erhebt die Deutsche Bundesbank seit 2010/11 im circa dreijährigen Turnus detaillierte Informationen über die Vermögen und Schulden der privaten Haushalte. In der aktuell verfügbaren Welle 2017 wurden knapp 5.000 Haushalte befragt. Das Geldvermögen wird sehr differenziert abgefragt (beispielsweise werden bei den Investmentfonds sechs unterschiedliche Fonds-Arten separat erfasst). Ebenso werden die Höhe und verschiedene Charakteristika des Betriebsvermögens abgefragt. Vermögensinformationen liegen nur auf Haushaltsebene vor. Durch ein sogenanntes Oversampling reicher Gemeinden oder Straßenabschnitte in Städten werden vermögende Haushalte überrepräsentiert. Durch Berücksichtigung der höheren Ziehungswahrscheinlichkeit bei der Gewichtung wird wiederum die Repräsentativität der Ergebnisse für die privaten Haushalte Deutschlands erreicht. Die PHF-Befragung geht als deutscher Teil in den Household Finance and Consumption Survey (HFCS) der Europäischen Zentralbank ein, der auch internationale Vergleiche für die Länder der Eurozone erlaubt.

Abb. A-1: Entwicklung der Betriebsvermögen: Einfluss unterschiedlicher Stichproben



Anmerkung: Mittelwert der Betriebsvermögen derjenigen, die über positives Betriebsvermögen verfügen, in Euro; „Ohne“: bevölkerungsrepräsentatives Hochrechnungsgewicht ohne erstmalig Befragte; „Alle“: bevölkerungsrepräsentatives Hochrechnungsgewicht alle Befragte (inklusive Ergänzungsstichproben der jeweiligen Jahre).
 Quellen: SOEPv35, eigene Berechnungen.

Tabellenverzeichnis

Tab. 1:	Unternehmenserfassung nach Wirtschaftsbereichen	29
Tab. 2:	Entwicklung des Kapitalisierungsfaktors.....	46
Tab. 3:	Ermittlung des Kapitalisierungsfaktors bei Fungibilitätsbeschränkungen	47
Tab. 4:	Unternehmenssample nach Beschäftigtengrößenklassen	49
Tab. 5:	Anzahl der eigentümergeführten Familienunternehmen im MUP nach Anzahl der Mitarbeiter für das Jahr 2017	50
Tab. 6:	Wertermittlung des Betriebsvermögens in Billionen Euro	50
Tab. 7:	Bandbreiten für das eigentümergeführte Betriebsvermögen in Deutschland	51
Tab. 8:	Vermögenserfassung: Mikrodaten versus sektorale Vermögensbilanz.....	55
Tab. 9:	Hinzuschätzung des Betriebsvermögens und Uprating der Vermögenskomponenten	57
Tab. 10:	Veränderung der Nettovermögen durch Hinzuschätzung.....	60
Tab. 11:	Ungleichheitseinfluss der verschiedenen Vermögenskomponenten	62
Tab. 12:	Beispielhafte Wirkung einer Vermögensteuer	65
Tab. 13:	Vermögensstudien im Vergleich.....	71

Abbildungsverzeichnis

Abb. 1:	Sparmotive der Haushalte	7
Abb. 2:	Bankeinlagen nach Vertragsform	9
Abb. 3:	Entwicklung der Aktien- und Anleihemärkte.....	11
Abb. 4:	Entwicklung der Marktkapitalisierung	15
Abb. 5:	Vermögensportfolio inklusive Hochvermögendenbefragung.....	21
Abb. 6:	Anteile verschiedener Unternehmensmerkmale	23
Abb. 7:	Aggregierte Betriebsvermögen nach Unternehmensgröße	24
Abb. 8:	Unternehmenswerte nach verschiedenen Unternehmenscharakteristika	25
Abb. 9:	Unternehmenserfassung: PHF versus Unternehmensregister.....	27
Abb. 10:	Unternehmenserfassung nach Rechtsformen	28
Abb. 11:	Portfoliostruktur PHF 2017.....	30
Abb. 12:	Entwicklung der aggregierten Betriebsvermögen	32
Abb. 13:	Entwicklung der Betriebsvermögen nach Unternehmensgröße	33
Abb. 14:	Durchschnittliche Eigenkapitalkosten in Prozent	40
Abb. 15:	Portfoliostruktur inklusive Hinzuschätzung und Uprating.....	58
Abb. 16:	Einfluss der Hinzuschätzung auf die Höhe der Ungleichheit und Top-Vermögensanteile	61
Abb. 17:	Einfluss der Hinzuschätzung auf die Entwicklung der Ungleichheit	63
Abb. 18:	Entwicklung der Nettovermögensungleichheit in Deutschland	69
Abb. A-1:	Entwicklung der Betriebsvermögen: Einfluss unterschiedlicher Stichproben	78

Abkürzungsverzeichnis

AG	Aktiengesellschaft
CAPM	Capital Asset Pricing Model
DCF	Discounted-Cash-Flow
EVS	Einkommens- und Verbrauchsstichprobe
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
HFCS	Household Finance and Consumption Survey
MUP	Mannheimer Unternehmenspanel
PHF	Private Haushalte und Ihre Finanzen
SOEP	Sozio-oekonomisches Panel
VGR	Volkswirtschaftliche Gesamtrechnung
TS	Top-Shareholder

Literaturverzeichnis

- Albers, T. N. H., C. Bartels, M. Schularick (2020), The Distribution of Wealth in Germany, 1895-2018, ECONtribute, University of Bonn.
- Ammermüller, A., A. M. Weber, P. Westerheide (2005), Die Entwicklung und Verteilung des Vermögens privater Haushalte unter besonderer Berücksichtigung des Produktivvermögens, Abschlussbericht zum Forschungsauftrag des Bundesministeriums für Gesundheit und Soziale Sicherung, ZEW, Mannheim.
- Bach, S., M. Beznoska, A. Thiemann (2016), Aufkommens- und Verteilungswirkungen einer Wiedererhebung der Vermögensteuer in Deutschland, Endbericht, Politikberatung kompakt 108, DIW Berlin.
- Bach, S., A. Thiemann, A. Zucco (2015), The Top Tail of the Wealth Distribution in Germany, France, Spain, and Greece, DIW Discussion Papers 1502, Berlin.
- Bach, S., A. Thiemann, A. Zucco (2018), Looking for the missing rich: tracing the top tail of the wealth distribution, DIW Discussion Papers 1717, Berlin.
- Bach, S., A. Thiemann, A. Zucco (2019), Looking for the missing rich: tracing the top tail of the wealth distribution, in: International Tax and Public Finance, 26. Jg., Nr. 6, S. 1234-1258.
- Bach, S. (2020), Vermögensabgabe DIE LINKE. Aufkommen und Verteilungswirkungen, Forschungsprojekt im Auftrag der Fraktion DIE LINKE. im Bundestag und der Rosa-Luxemburg-Stiftung, DIW Berlin.
- Balz, U., H.-G. Bordemann (2007), Ermittlung von Eigenkapitalkosten zur Unternehmensbewertung mittelständischer Unternehmen mithilfe des CAPM, Finanzbetrieb, Heft 12, S.737-743.
- Barthel, C. W. (2003), Unternehmenswert, Der Betrieb, Heft 22, S.1181-1186.
- Beznoska, M., T. Hentze (2016), Die Auswirkungen der ErbSt-Reform auf die Unternehmensnachfolge aus ökonomischer Sicht, in: Der Betrieb, Nr. 42, S. 2433-2437.
- Beznoska, M., T. Hentze, J. Niehues (2017), Vermögensverteilung – Vorurteilen auf der Spur, Vereinigung der Bayerischen Wirtschaft e. V. (Hrsg.).
- BMAS – Bundesministerium für Arbeit und Soziales (Hrsg.) (2015), Analyse der Verteilung von Einkommen und Vermögen in Deutschland, Projektbericht an das BMAS, https://www.armuts-und-reichtumsbericht.de/SharedDocs/Downloads/Service/Studien/analyse-verteilung-einkommen-vermoegen.pdf?__blob=publicationFile&v=3, abgerufen am 21.04.2021.

- BMAS – Bundesministerium für Arbeit und Soziales (2021), Lebenslagen in Deutschland. Entwurf des Sechsten Armuts- und Reichtumsbericht der Bundesregierung, https://www.armuts-und-reichtumsbericht.de/SharedDocs/Downloads/Berichte/entwurf-sechster-armuts-reichtumsbericht.pdf?__blob=publicationFile&v=4, abgerufen am 18.04.2021.
- Bündnis 90/Die Grünen (2021), Deutschland. Alles ist drin. Programmentwurf zur Bundestagswahl 2021, https://cms.gruene.de/uploads/documents/2021_Wahlprogrammentwurf.pdf, abgerufen am 21.04.2021.
- Credit Suisse (2019), Global Wealth Databook 2019, Zürich.
- Creutzmann, A., A. Heuer (2010), Der Risikozuschlag beim vereinfachten Ertragswertverfahren, Der Betrieb, Heft 24, S.1301-1307.
- De Fontenay, Elisabeth, 2017, The Deregulation of Private Capital and the Decline of the Public Company, Hastings Law Journal, Vol. 68, 445-502.
- Demary, M., K.-H. Röhl (2017), Unternehmensfinanzierung – Was sind die Gründe für die rückläufigen Börsengänge?, IW-Trends https://www.iwkoeln.de/fileadmin/publikationen/2017/363282/IW-Trends_2017-03-05_Demary_Roehl.pdf, abgerufen am 15.04.2021.
- Deutsche Börse (2021), Gelistete Unternehmen im Prime Standard, General Standard und Scale, <https://www.deutsche-boerse-cash-market.com/dbcm-de/instrumente-statistiken/statistiken/gelistete-unternehmen>, abgerufen am 15.04.2021.
- Deutsche Bundesbank (2019a), Vermögen und Finanzen privater Haushalte in Deutschland. Ergebnisse der Vermögensbefragung 2017, in: Monatsberichte, S. 13-44.
- Deutsche Bundesbank (2019b), Ergebnisse der gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung für Deutschland – 2013 bis 2018, Statistische Sonderveröffentlichung 4.
- Deutsche Bundesbank (2020), Jahresabschlussstatistik (Hochgerechnete Angaben) Dezember 2020, Frankfurt am Main.
- Deutsche Bundesbank (2021a), Zeitreihendatenbank / Gesamtwirtschaftliche Rechenwerke / Finanzierungsrechnung nach ESVG 2010 / Bestände / Private Haushalte und POoE / Private Haushalte / Geldvermögen, https://www.bundesbank.de/dynamic/action/de/statistiken/zeitreihen-datenbanken/zeitreihen-datenbank/723444/723444?treeAnchor=GESAMT&statisticType=BBK_ITS, abgerufen am 15.04.2021.
- Deutsche Bundesbank (2021b), Zeitreihendatenbank / Geld- und Kapitalmärkte / Wertpapieremissionen / Indices, https://www.bundesbank.de/dynamic/action/de/statistiken/zeitreihen-datenbanken/zeitreihen-datenbank/723444/723444?treeAnchor=GELD&statisticType=BBK_ITS, abgerufen am 15.04.2021.

- 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.
- Deutscher Bundestag (2019), Wiederbelebung der Vermögensteuer durch geplante Grundsteuerreform? Wissenschaftliche Dienste, WD 4 - 3000 - 029/19, Berlin.
- EY / ifo Institut (2017), „Ökonomische Bewertung verschiedener Vermögensteuerkonzepte“ (Projekt-Nummer 012/17), Kurzexpertise für das Bundesministerium für Wirtschaft und Energie (BMW), Referat I C 4.
- Fratzcher, M. (2016), Verteilungskampf: Warum Deutschland immer ungleicher wird, Hanser Verlag München.
- Frick, J. R., M. M. Grabka, J. Marcus (2010), Editing und Multiple Imputation der Vermögensinformation 2002 und 2007 im SOEP, Data Documentation 51, DIW Berlin.
- Grabka, M. M., C. Halbmeier (2019), Vermögensungleichheit in Deutschland bleibt trotz deutlich steigender Nettovermögen anhaltend hoch, in: DIW Wochenbericht, Nr. 40, S. 735-745.
- Hentze, T. (2015), Unternehmensbewertung als Grundlage für die Besteuerung von Erbschaften und Schenkungen, IW Policy Paper, Nr. 9, Köln.
- Hentze, T. (2016), Eine ökonomische Analyse der anstehenden Reform der Erbschaftsteuer, in: Zeitschrift für Wirtschaftspolitik, Nr. 1.
- Hentze, T. (2019), The challenge of moving to a Common Consolidated Corporate Tax Base in the EU, IW Policy Paper, Nr. 2, https://www.iwkoeln.de/fileadmin/user_upload/Studien/Report/PDF/2019/IW-Report_2019_Common_Corporate_Tax_Base.pdf, abgerufen am 01.04.2021.
- Hull, J. (2011), Risikomanagement: Banken, Versicherungen und andere Finanzinstitutionen, Pearson, München.
- Institut der Wirtschaftsprüfer (IDW) (2007), Entwurf einer Neufassung des IDW Standards: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW ES 1 i.d.F. 2007).
- International Monetary Fund (IMF) (2019), Germany – Selected Issues, IMF Country Report No. 19/214, July 2019.
- International Monetary Fund (IMF) (2021), Fiscal Monitor – A Fair Shot, April, Washington.
- Keller, M., B. Hohmann (2004), Besonderheiten bei der Bewertung von KMU; in: Richter, Frank; Timmreck, Christian (Hrsg.): Unternehmensbewertung, S.189-216.

- KfW (2020), KfW-Mittelstandspanel 2020, Jährliche Analyse zur Struktur und Entwicklung des Mittelstands in Deutschland, Frankfurt am Main.
- KPMG (2014), Kapitalkostenstudie 2014 – Risikoberücksichtigung, Risikoäquivalenz, Risikoteilung, Hamburg.
- KPMG (2020), Cost of Capital Study 2020, Global economy – search for orientation? Hamburg und München.
- Lintner, J. (1965), Securities Prices, Risk, and Maximal Gains from Diversification, The Journal of Finance, Volume 20, Issue 4, 587-615, <https://doi.org/10.2307/2977249>.
- PIB - Presse- und Informationsamt der Bundesregierung, Berlin (2017), Einstellungen zum Sozialstaat und zur sozialen Ungleichheit, GESIS Datenarchiv, ZA6636 Datenfile Version 1.0.0, Köln.
- Pratt, S. P., R. F. Reilly, R. P. Schweihs (2000), Valuing a Business, Library Investment & Finance, S. 391-423.
- Raub, B., B. Johnson B., J. Newcomb (2010), A Comparison of Wealth Estimates for America's Wealthiest descendants using Tax data and Data from the Forbes 400\.
- In: National Tax Association Proceedings, 103rd Annual Conference on Taxation, S. 128-135.
- Reiche sind noch reicher als gedacht, in: FAZ-Berichterstattung, vom 15.07.2014, <https://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/wirtschaftspolitik/studie-reiche-sind-noch-reicher-als-gedacht-13046648.html>, abgerufen am 21.04.2021.
- Röhl, K.-H. (2017), Europäische Mittelstandspolitik – Eine kritische Bestandsaufnahme, IW-Analyse, Nr. 116, Köln.
- Römhild, M. (2009), Die Erfassung fehlender Fungibilität in der Unternehmensbewertung, Universität Hohenheim, Discussion Paper 2009-02.
- Schröder, C., C. Bartels, K. Göbler, M. M. Grabka, J. König, R. Siegers, S. Zinn (2020), Verbesserung der Forschungsdateninfrastruktur im Bereich Hochvermögender mit dem Sozio-oekonomischen Panel (SOEP), SOEPpapers on Multidisciplinary Panel Data Research, 1084.
- Sharpe, W. (1964), Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk, The Journal of Finance, Volume 19, Issue 3, 45-442, <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1964.tb02865.x>
- SOEP – Sozio-oekonomisches Panel (2020), Daten für die Jahre 1984-2018, Version 35, SOEP, 2018, Berlin.
- SPD (2021), Das Zukunftsprogramm, https://www.spd.de/fileadmin/Dokumente/Beschluesse/20210301_SPD_Zukunftsprogramm.pdf, abgerufen am 21.04.2021.

- Sehr viel reicher als gedacht, SZ.de, Berichterstattung 11.02.2015, <https://www.sueddeutsche.de/wirtschaft/statistik-ueber-vermoegen-sehr-viel-reicher-als-gedacht-1.2345008>, abgerufen am 21.04.2021.
- Superreiche in Deutschland sind noch reicher als gedacht, in: DER SPIEGEL, Bericht vom 11.02.2015, <https://www.spiegel.de/wirtschaft/soziales/deutschland-superreiche-haben-mehr-vermoegen-als-gedacht-a-1017907.html>, abgerufen am 21.04.2021.
- Statistisches Bundesamt (2020), Sektorale und gesamtwirtschaftliche Vermögensbilanzen, 1999-2019, Wiesbaden.
- Statistisches Bundesamt (2021), Unternehmensregister, https://www.destatis.de/DE/Themen/Branchen-Unternehmen/Unternehmen/Unternehmensregister/_inhalt.html, abgerufen am 15.04.2021.
- Stiftung Familienunternehmen (2019), Die volkswirtschaftliche Bedeutung der Familienunternehmen, München.
- Stiftung Familienunternehmen (Hrsg.) (2020a), Die Bedeutung der Familienunternehmen für ländliche Räume. Beitrag für Wohlstand und Zusammenhalt, erstellt vom Institut der deutschen Wirtschaft Köln e.V. (IW Köln) und der IW Consult GmbH, München 2020.
- Stiftung Familienunternehmen (Hrsg.) (2020b), Der Beitrag der Familienunternehmen zum Steueraufkommen in Deutschland – Entwicklung der Steuern von Einkommen und Ertrag, 2. Auflage, erstellt vom ifo Institut, München 2020, www.familienunternehmen.de.
- Stiftung Familienunternehmen (Hrsg.) (2021), Die steuerrechtliche Bewertung von Gesellschaftsanteilen an Familienunternehmen, erstellt von Prof. Dr. Klaus-Dieter Drüen und Fabian Janisch, München 2021, www.familienunternehmen.de.
- Stockhausen, M., J. Niehues (2019), Vermögensverteilung: Bemerkenswerte Stabilität, IW-Kurzbericht 81/2019.
- Studie zeigt: Die reichsten 50 Prozent werden immer reicher, Arme bleiben arm., vom 12.03.2020, <https://www.handelsblatt.com/politik/deutschland/vermoegen-studie-zeigt-die-reichsten-50-prozent-werden-immer-reicher-arme-bleiben-arm/25637446.html?ticket=ST-802295-xD0HCpPgVWEeaWhDkndm-ap5>, abgerufen am 21.04.2021.
- Tagesschau (2020), Mehr als 40 Millionen Arbeitslose in den USA, <https://www.tagesschau.de/wirtschaft/arbeitsmarkt-usa-corona-101.html>, abgerufen am 14.4.21.
- The Economist (2019), Why Germany has no gilet jaunes protesters, vom 09.02.2019, <https://www.economist.com/europe/2019/02/09/why-germany-has-no-gilet-jaunes-protesters>, abgerufen am 21.04.2021.

- Verband der Privaten Bausparkassen (2020), Sparklimaindex, <https://www.bausparkassen.de/daten-fakten/wichtige-kennzahlen-auf-einen-blick/>, abgerufen am 15.04.2021.
- Vermeulen, P. (2014), How fat is the top tail of the wealth distribution?, ECB Working Paper Series No 1692 July 2014.
- Vermeulen, P. (2018), How Fat is the Top Tail of the Wealth Distribution?, in: Review of Income and Wealth 64 (2), S. 357-387.
- Vermögen ungleicher verteilt als gedacht, faz.net, vom 03.09.2015, <https://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/diw-studie-beleuchtet-einfluss-der-reichen-auf-vermoegensballung-13782151.html>, abgerufen am 21.04.2021.
- Westermeier, C., M. M. Grabka (2015), Große statistische Unsicherheit beim Anteil der Top-Vermögenden in Deutschland, DIW Wochenbericht 82. Jg., Nr. 7, S. 123-133.
- Wissenschaftlicher Beirat beim BMF (2013), Besteuerung von Vermögen – Eine finanzwissenschaftliche Analyse, Berlin.



Stiftung Familienunternehmen

Prinzregentenstraße 50
D-80538 München

Telefon + 49 (0) 89 / 12 76 400 02
Telefax + 49 (0) 89 / 12 76 400 09
E-Mail info@familienunternehmen.de

www.familienunternehmen.de

Preis: 19,90 €

ISBN: 978-3-948850-00-5