



**IMPULSE**  
für die Wirtschaftspolitik

# Eigenkapitalentwicklung im Zeichen der Coronakrise

ifo-Studie im Auftrag der IHK für München und Oberbayern



**ifo** INSTITUT  
Leibniz-Institut für Wirtschaftsforschung  
an der Universität München e.V.

## Auf einen Blick

### Ausgangslage

Die COVID-19 Pandemie und die Reaktionen der Regierungen weltweit zu deren Eindämmung (insb. der sogenannte „Lockdown“ der Wirtschaft über Wochen bzw. Monate hinweg) hat die Weltwirtschaft in eine tiefe Krise gestürzt. Für die deutsche Wirtschaft berechnete das Statistische Bundesamt für 2020 ein Schrumpfen um 5%. Während viele Kosten der Unternehmen sich kaum geändert haben (wie z.B. Personal, Mieten, Zinszahlungen), sind die Erträge bis zu 100% eingebrochen und haben Unternehmen sowohl vor Liquiditäts- als auch Solvenz-Probleme gestellt (vgl. Acharya und Steffen, 2020; Haddad et al., 2020). Wie hat sich die Eigenkapitalsituation von Unternehmen während Corona verändert? Mit welchen Entwicklungen ist in den kommenden sechs Monaten zu rechnen? Welche Konsequenzen hat COVID-19 für die bilanzielle Tragfähigkeit dieser Unternehmen? Wie sind / sollten staatliche Rettungsmaßnahmen in Deutschland ausgestattet (sein)?

### Hauptergebnisse der Studie

Die Ergebnisse der Studie basieren auf einer Reihe von ifo Sonderbefragungen im Jahr 2020. Die Ergebnisse zeigen eine im Durchschnitt sinkende Eigenkapitalausstattung über alle Sektoren, in den meisten Fällen ist diese aber moderat: nur 6 % der Firmen berichteten über starke Eigenkapitalrückgänge. Die Eigenkapitalquote sank bei insgesamt 30% der Firmen, 61% berichteten dagegen keine Veränderung, 9% einen Eigenkapitalanstieg. Fälle von Eigenkapitalabfall spiegeln sich allerdings auch in Einbrüchen der Geschäftslage und dem Auftragsbestand. Insgesamt ist das Eigenkapital mit Stand November 2020 nicht die vordergründige Sorge der befragten Firmen, Kreditmärkte funktionieren auch nach wie vor. Allerdings zeigen sich deutliche Heterogenitäten über Sektoren und Firmengröße. Besonders betroffene Sektoren, wie das Gastgewerbe, die Reisebranche, oder der Kunst und Unterhaltungssektor berichten auch deutlich höhere Einbrüche im Eigenkapital. Diese Sektoren verzeichnen darüber hinaus stabile Vorkrisentrends, während andere stark betroffene Sektoren (bspw. Metallerzeugung und –verarbeitung) bereits vor der Coronakrise negative Entwicklungen zeigten. Es wird ebenfalls sichtbar, dass KMUs nicht nur mehr Probleme mit ihren Eigenkapitalsituationen berichten als Großunternehmen, sondern ebenfalls höhere Insolvenzrisiken. Diese Tendenz ist besonders bei den kleinsten 25% der KMUs sichtbar.

### Politische Handlungsfelder

Die Studie zeigt, dass Maßnahmen zur Stärkung der Eigenkapitalsituationen insbesondere für kleine Firmen notwendig sind. Ausweitungen bestehender, oft auf Großunternehmen zugeschnittene, Programme auf Unternehmen mit wenigen Beschäftigten sind daher auf Basis der momentanen Datenlage wünschenswert. Des Weiteren sind Maßnahmen zu begrüßen, die vor allem Firmen mit robusten Vorkrisentrends unterstützen. Dies verhindert das künstliche Überleben unprofitabler Firmen mit den einhergehenden Verzerrungseffekten. Ein valides Instrument ist eine temporäre Ausweitung des steuerlichen Verlustrücktrages auf mindestens drei Jahre. Allerdings wird auf potenzielle Steuervermeidungsmöglichkeiten und langfristige Risiken hingewiesen, sollten diese Maßnahmen nicht temporär bleiben. Als konjunkturelle Maßnahme ist eine solche Ausweitung allerdings sinnvoll, denn sie unterstützt Unternehmen mit stabilen Vorkrisentrends, die Steuern in

Deutschland zahlen und daher Wachstums- sowie fiskalisches Potential für die Nachkrisenzeit bieten. Darüber hinaus sollten momentan drohende Insolvenzen vor dem Hintergrund einer seit 2009 stetig fallenden Zahl von Insolvenzen und einer steigenden Anzahl von Neugründungen kleiner Firmen im Coronajahr nicht überbewertet werden. Allerdings zeigen die hier berichteten Daten insbesondere Risiken bei kleinen Firmen. Es sind daher Maßnahmen zu empfehlen, die insbesondere kleine Firmen, die vor der Coronakrise profitabel gewirtschaftet haben, temporär unterstützen.

# Inhaltsverzeichnis

<b>Abbildungsverzeichnis.....</b>	<b>I</b>
<b>1 Ausgangslage .....</b>	<b>1</b>
1.1 Welche Bedeutung hat Eigenkapital für die Zukunftsfähigkeit von Unternehmen? .....	1
1.2 Die Eigenkapitalquote deutscher Unternehmen – Pre-COVID Trends.....	1
1.3 Die Eigenkapitalsituation von Unternehmen während Corona .....	4
1.4 Die Reaktion der Bundesregierung auf die Krise .....	18
<b>2 Mögliche Auswirkungen von COVID-19 .....</b>	<b>21</b>
2.1 Die Bilanzen deutscher Unternehmen .....	21
2.2 Vertrauensverlust in der Wirtschaft durch Überschuldung? .....	22
<b>3 Handlungsempfehlungen an die Politik .....</b>	<b>26</b>
<b>Literaturverzeichnis .....</b>	<b>33</b>

## Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Eigenkapitalquote 2019 - nach Wirtschaftsbereich.....	3
Abbildung 2: Eigenkapitalquote 2019 nach Unternehmensgröße und Wirtschaftsbereich.....	3
Abbildung 3; Eigenkapitalquote: Veränderung durch die Corona-Krise? September 2020.....	5
Abbildung 4: Veränderung der Eigenkapitalquoten über Sektoren, September 2020.....	6
Abbildung 5: Veränderung der Eigenkapitalquote Deutschland / Bayern, September 2020.....	7
Abbildung 6: Geschäftslage nach Eigenkapitalentwicklung (-3: negativ bis 3: positiv).....	8
Abbildung 7: Auftragsbestand nach Eigenkapitalentwicklung (-3: negativ bis 3: positiv).....	8
Abbildung 8: Vergleich Eigenkapitalnutzung Dezember 2019 / Oktober 2020 - Deutschland.....	10
Abbildung 9: Vergleich Eigenkapitalnutzung Dezember 2019 / Oktober 2020 - Bayern.....	10
Abbildung 10: Vergleich Eigenkapitalnutzung, nach Sektoren: KMUs.....	11
Abbildung 11: Vergleich Eigenkapitalnutzung nach Sektoren: Großunternehmen.....	12
Abbildung 12: Gründe für Kreditlinienbeanspruchung, Oktober 2020.....	13
Abbildung 13: Gründe für Kreditlinienreduzierung, Oktober 2020.....	14
Abbildung 14: Problembereiche der Corona-Krise, November 2020.....	14
Abbildung 16: Existenzgefährdung nach Sektoren, November / Juni.....	15
Abbildung 17: Existenzgefährdung nach Sektoren, KMUs/Großunternehmen, November.....	16
Abbildung 15: Corona Effekt auf Geschäftslage.....	17
Abbildung 18: Problembereiche durch die Corona-Krise nach Unternehmensgröße.....	23
Abbildung 19: Finanzierungsprobleme nach Sektoren und Unternehmensgröße.....	24
Abbildung 20: Existenzprobleme nach Sektoren und Unternehmensgröße.....	24
Abbildung 21: Geschäftslage ausgewählter Wirtschaftsbereiche.....	30

# 1 Ausgangslage

## 1.1 Welche Bedeutung hat Eigenkapital für die Zukunftsfähigkeit von Unternehmen?

Eigenkapital, also die Differenz von Vermögen und Schulden, steht in einem Unternehmen im Gegensatz zu Fremdkapital. Ein relativ niedriges Eigenkapital und damit eine hohe Verschuldung führt entweder zu direkten Kosten (Tilgung) oder zu indirekten Kosten (in dem Erträge an die Fremdkapitalgeber gehen). Eigenkapital kann in Krisen eingesetzt werden, um temporäre Liquiditätsengpässe zu überwinden. Daher hat eine hohe Eigenkapitalquote auch eine Signalwirkung: Sie erhöht die Kreditwürdigkeit bei Banken und geht in die Bonitätsbeurteilung für potenzielle Geldgeber ein. Eine niedrige Eigenkapitalquote schwächt dagegen die Bonität und erhöht das Insolvenzrisiko. So verteuert eine sinkende Eigenkapitalquote daher mittelfristig auch Fremdkapital durch Risikoerhöpfung. Bei bestehenden Informationsasymmetrien, wenn also ein Kapitalgeber, ob Bank oder Investor, Risiken auf Seite der Firmen relativ schlecht einschätzen kann, spielt das Eigenkapital eine besonders wichtigere Rolle für Finanzierungsentscheidungen von Firmen. Dies betrifft insbesondere das Ausgleichen unerwarteter Defizite, aber auch Investitionen in Forschung und Entwicklung sowie in unternehmensinterne Optimierungen (vgl. Gatchev, Spindt und Tarhan, 2009).

Vor diesem Hintergrund sind zwei Problemfelder bei der Eigenkapitalentwicklung im Zuge der Corona-Krise zu betrachten: Erstens die kurzfristige Finanzierungssituation und damit verbundene Insolvenzrisiken, zweitens der Einfluss der Eigenkapitalsituation auf mittel- und langfristige Investitionsentscheidungen bei potenziell schlechter bewerteter Bonität. Die folgenden Kapitel beschreiben die Entwicklung der Eigenkapitalsituation deutscher Unternehmen in der Corona-Krise aus diesen zwei Blickwinkeln.

## 1.2 Die Eigenkapitalquote deutscher Unternehmen – Pre-COVID Trends

Im Jahr 2018 betrug die aggregierte Eigenmittelquote der nichtfinanziellen Unternehmen in Deutschland 31% und war damit ca. elf Prozentpunkte höher als noch 1997. Im europäischen Vergleich galten deutsche nichtfinanzielle Unternehmen lange Zeit als unterkapitalisiert, konnten allerdings seit 2000 ihre Eigenkapitalquote überproportional steigern (vgl. Bundesbank 2019).<sup>1</sup> Während der Rückstand auf vergleichsweise hoch kapitalisierte Unternehmen in Frankreich, Spanien,

<sup>1</sup> Ein Faktor, der zu einer Verlangsamung dieses Trends beiträgt, ist die Zunahme der erforderlichen Pensionsrückstellungen. Durch das anhaltende Niedrigzinsumfeld im Zusammenhang mit dem durch das Handelsgesetzbuch vorgegebenem Rechnungszins erhöht sich der Barwert bestehender Pensionsverpflichtungen und vermindert so den Spielraum für eine weitere Erhöhung der Eigenmittelquote.

Belgien und Dänemark im Jahr 2000 noch zwischen zehn und 19 Prozentpunkten lag, hat sich dieser Rückstand auf ca. fünf Prozentpunkte in 2018 verringert.

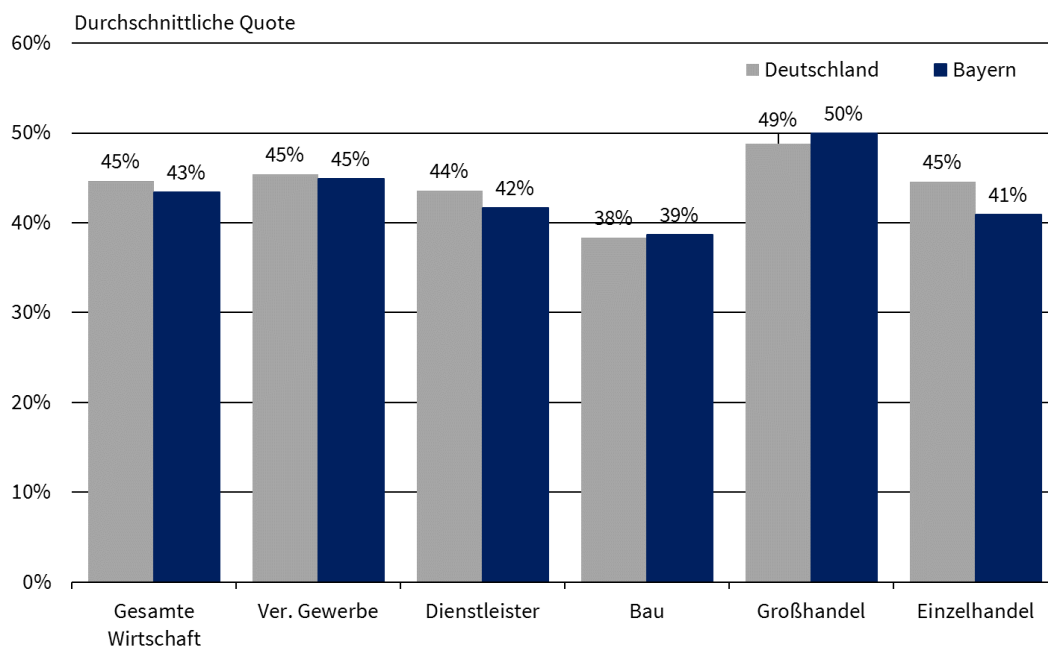
Rückblickend betrachtet betrug die Eigenmittelquote nichtfinanzieller Unternehmen in Deutschland 2008 bereits 25% und war damit fünf Prozentpunkte höher als noch 1997. Dieses zusätzliche finanzielle Polster gilt zusammen mit anderen Maßnahmen als Grundvoraussetzung für das Bestehen der wirtschaftlichen Härte-tests im Rahmen der Finanzkrise 2008/2009. Im weiteren Verlauf zeigen Untersuchungsergebnisse der Deutschen Bundesbank einen Trend zur Stärkung der Eigenkapitalbasis bei nichtfinanziellen Unternehmen in den Jahren von 2010 bis 2015. Dieser Trend ging mit einem Rückgang in der Bedeutung von Handelskrediten sowie einer niedrigeren Bankverschuldungsquote einher.

Parallel nimmt die Relevanz von Verbindlichkeiten gegenüber verbundenen Unternehmen, sogenannten Verflechtungsverbindlichkeiten, weiter zu. Dabei kommt es oftmals zu dem Einsatz konzerneigener Finanzierungsgesellschaften, welche an den internationalen Finanzmärkten Konsortialkredite aufnehmen oder Wertpapiere emittieren (vgl. Bundesbank 2018).

Um diese Beobachtungen zu unterfüttern wurden im September die an den ifo Konjunkturumfragen teilnehmenden Firmen unter anderem nach ihrer Eigenkapitalquote am Ende des Jahres 2019 befragt. Den Firmenangaben zufolge lag die Eigenkapitalquote Ende 2019 im Schnitt bei 45% (vgl. Abbildung 1).<sup>1</sup> Im Bau liegt die Quote ein Stück weit unter dem Durchschnitt (38%), im Großhandel darüber (49%) (vgl. Abbildung 2).

<sup>1</sup> Aufgeführt sind die Werte für Deutschland insgesamt. Die Unterschiede zwischen Deutschland und Bayern sind minimal.

Abbildung 1: Eigenkapitalquote 2019 - nach Wirtschaftsbereich

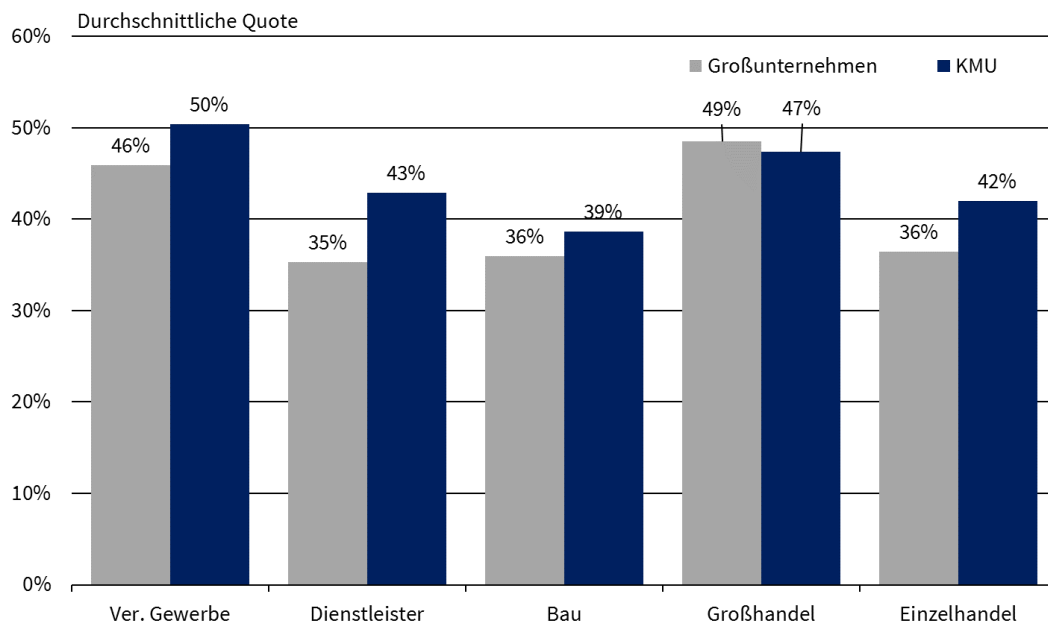


"Frage: Wie hoch war die Eigenkapitalquote Ihres Unternehmens Ende 2019?"

Quelle: ifo Konjunkturumfragen.

© ifo Institut

Abbildung 2: Eigenkapitalquote 2019 nach Unternehmensgröße und Wirtschaftsbereich



"Frage: Wie hoch war die Eigenkapitalquote Ihres Unternehmens Ende 2019?"

Quelle: ifo Konjunkturumfragen.

© ifo Institut



Die hohe Eigenkapitalquote erklärt sich vor allem durch einen recht hohen Anteil von Firmen (12%), die einen Eigenkapitalanteil von über 90% angaben. 43% der Firmen verfügen den Ergebnissen zufolge über eine Eigenkapitalquote von mindestens 50%. Dagegen haben 18% der Firmen eine Eigenkapitalquote, die unter 20% liegt. Bei den kleineren und mittleren Unternehmen (KMU) lag die Eigenkapitalquote über dem für Großunternehmen berechneten Wert, lediglich im Großhandel lag der Anteil bei den Großunternehmen leicht höher.

Bricht man die Entwicklung der Eigenmittelquote in den Jahren von 2010 bis 2015 nach Unternehmensgröße sowie Sektoren herunter werden Unterschiede ersichtlich. Während der Median der Eigenmittel von 24,2% auf 29,4% stieg, ist nur ein geringer Anstieg im gewogenen Mittel von 31,9% auf 32,4% erkennbar. Somit wird deutlich, dass Großunternehmen wenig Eigenkapital erhöht haben und der Anstieg vor allem von kleinen und mittelständischen Unternehmen getrieben wird. Bei der Betrachtung nach Wirtschaftszweigen sticht vor allem das Baugewerbe mit seiner geringen Eigenmittelquote hervor.<sup>1</sup>

## 1.3 Die Eigenkapitalsituation von Unternehmen während Corona

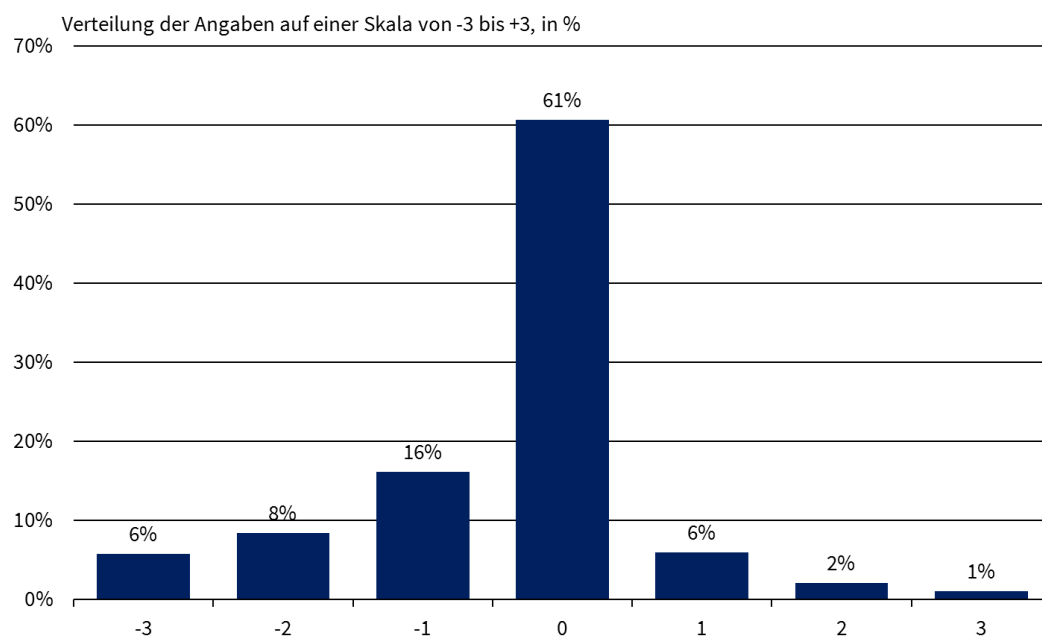
### **Eigenkapitalentwicklung**

Seit Beginn der Corona-Krise hat das ifo Institut verschiedene Fragen zu den Auswirkungen der Pandemie in das Fragenprogramm der Konjunkturumfragen aufgenommen. So werden die teilnehmenden Unternehmen unter anderem regelmäßig zum Ausmaß ihrer Betroffenheit sowie zu verschiedenen Reaktionen auf die Krise (Kurzarbeit, Inanspruchnahme von Liquiditätshilfen, etc.) befragt. Die Ergebnisse können für verschiedene Wirtschaftsbereiche ausgewiesen werden (vgl. Sauer und Wohlrabe 2020a) und sind auch für Bayern verfügbar. Im September 2020 wurden die Firmen nicht nur nach ihrer Eigenkapitalquote am Ende des Jahres 2019, sondern auch nach der Veränderung dieser Quote während der Krise befragt.

Die Mehrheit der Firmen (61%) gab in der im September durchgeführten Umfrage an, dass sich ihre Eigenkapitalquote durch die Corona-Krise nicht verändert hat. Auf einer siebenstufigen Skala von Abnahme -3 bis Zunahme +3 berichteten 30% der befragten Unternehmen von einem Rückgang der Quote (vgl. Abbildung 3). Bei 9% der Firmen hat sich die Eigenkapitalquote im Zuge der Corona-Krise sogar erhöht.

<sup>1</sup> Bauunternehmen werden nur zu einem geringen Teil aus Kapitalgesellschaften geführt und halten daher grundsätzlich haftungsbedingt weniger Eigenmittel vor. Nichtsdestotrotz signalisiert die Entwicklung der Eigenmittelquote von 2010 an auch für das Baugewerbe eine Verbesserung.

Abbildung 3; Eigenkapitalquote: Veränderung durch die Corona-Krise? September 2020



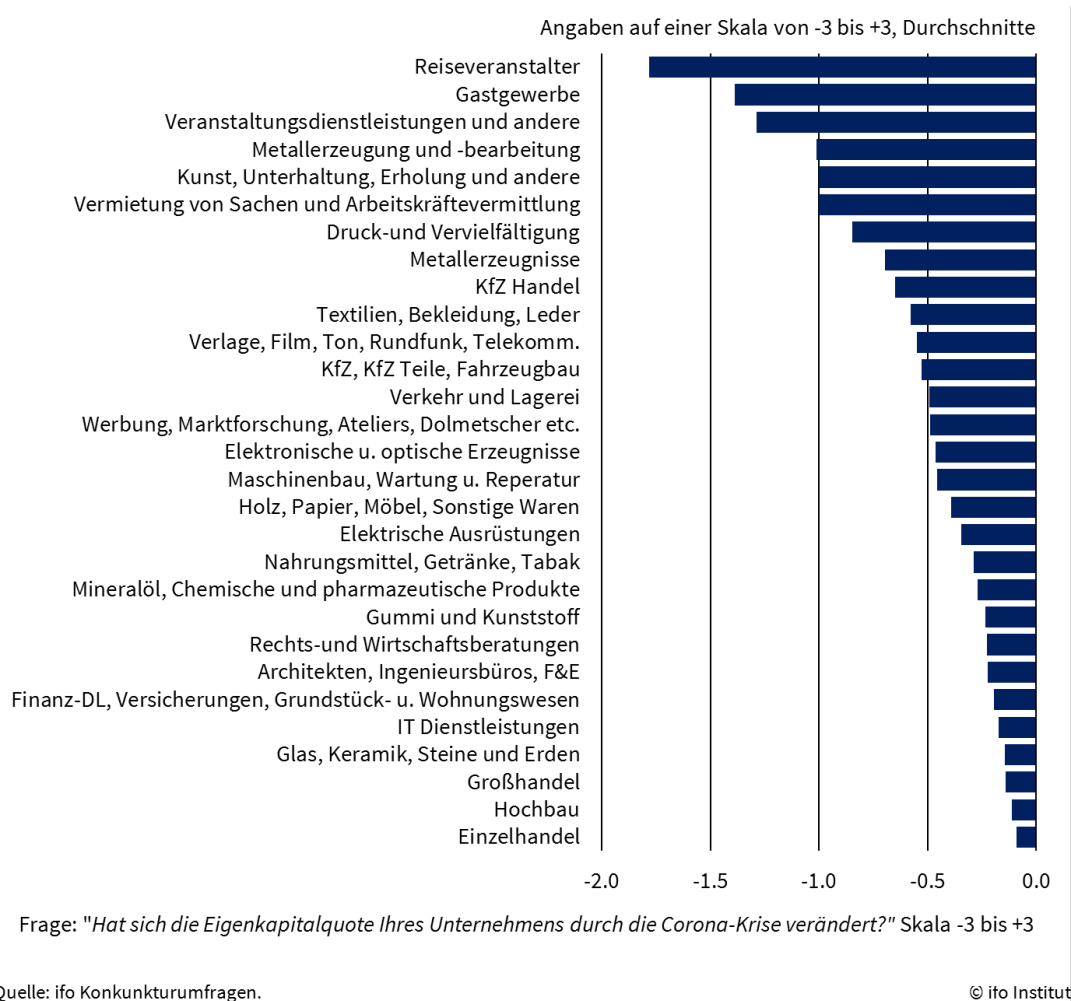
Frage: "Hat sich die Eigenkapitalquote Ihres Unternehmens durch die Corona-Krise verändert?" Skala -3 bis +3

Quelle: ifo Konjunkturumfragen..

© ifo Institut

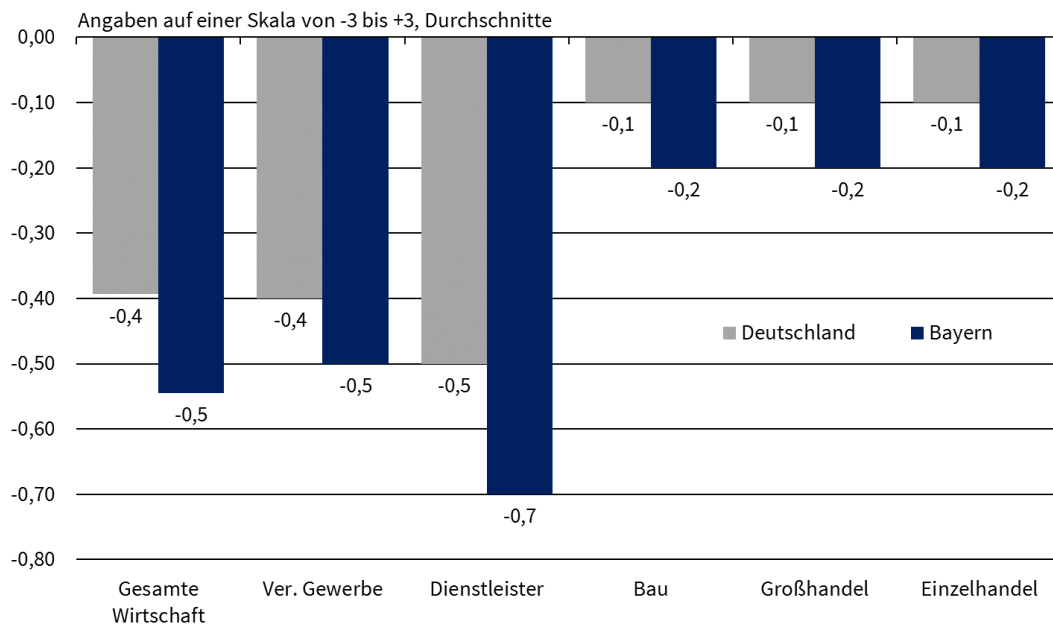
Im Mittel berechnet sich ein Wert von -0,4 (Bayern -0,5). Im Branchenvergleich zeigen sich Unterschiede. Eine vergleichsweise hohe Reduzierung der Eigenkapitalquote (Stand September) ergab sich für stark von der Krise in Mitleidenschaft gezogenen Branchen wie Reisebüros (-1,8), die Gastronomie (-1,5) oder die Firmen im Bereich Metallerzeugung und -bearbeitung (-1,0). Die Groß- und Einzelhändler haben ihre Eigenkapitalquoten dagegen kaum reduziert (-0,1). Festzuhalten ist, dass trotz dieser starken sektoralen Heterogenität und dem großen Anteil an nicht betroffenen Firmen die Veränderung des Eigenkapitals im Durchschnitt für alle Sektoren negativ war (vgl. Abbildung 4).

Abbildung 4: Veränderung der Eigenkapitalquoten über Sektoren, September 2020



Wie aus Abbildung 5 ersichtlich, liegt der Rückgang in Bayern bei den Dienstleistern insgesamt mit -0,7 über dem Wert für Deutschland (-0,5). Betrachtet man die Durchschnitte aufgeteilt nach Großunternehmen (-0,4) und kleineren und mittleren Unternehmen (-0,5), so lässt sich nur ein minimaler Unterschied feststellen.

Abbildung 5: Veränderung der Eigenkapitalquote Deutschland / Bayern, September 2020



Frage: "Hat sich die Eigenkapitalquote Ihres Unternehmens durch die Corona-Krise verändert?" Skala von -3 bis +3

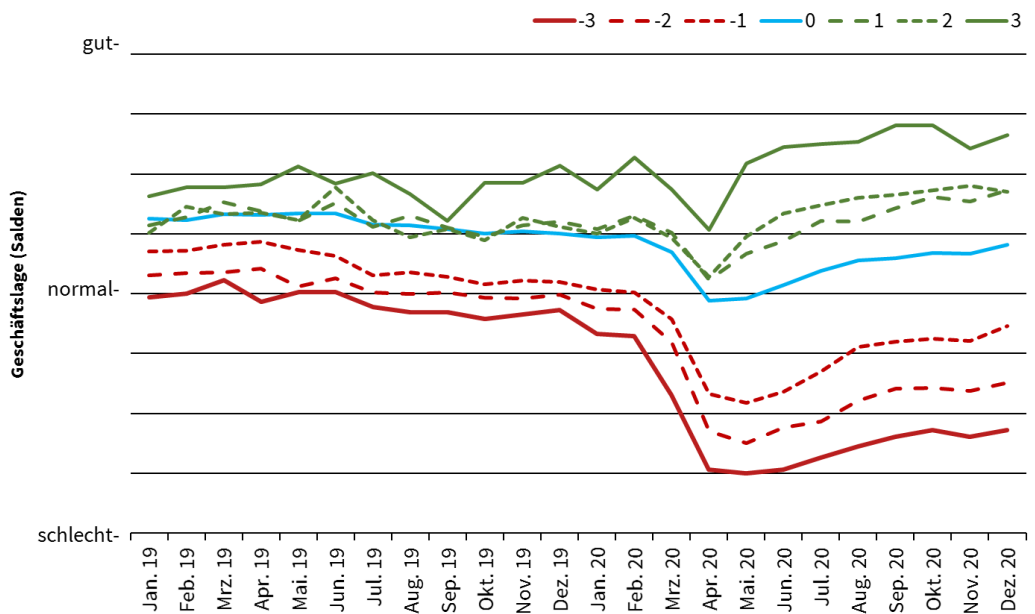
Quelle: ifo Konjunkturumfragen.

© ifo Institut

### Geschäftslage und Auftragsbestand

Schlüsselt man die ifo Befragungen zur Geschäftslage und zum Auftragsbestand nach den Antworten zur Eigenkapitalentwicklung auf, so zeigt sich, dass die berichtete Eigenkapitalentwicklung stark mit realwirtschaftlichen Entwicklungen korreliert. Unternehmen, die keine Veränderung der Eigenkapitalquote berichten (vgl. Abbildung 6, blaue Linie), meldeten moderate Einbrüche in der Geschäftslage. Unternehmen mit einer positiven Eigenkapitalentwicklung (grüne Linien) zeigen bereits wenige Monate nach dem ersten Lockdown eine positive Entwicklung der Geschäftslage über das vorherige Level hinaus. Unternehmen schließlich, die negative Eigenkapitalentwicklungen berichten (rote Linien), zeigen nicht nur starke Einbrüche, sondern eine nur sehr langsame Erholung der Geschäftslage. Dieses Bild wird durch die Entwicklung des Auftragsbestandes bestätigt (vgl. Abbildung 7). Beide Abbildungen zeigen ein kontinuierliches Bild über alle Kategorien der Eigenkapitalentwicklung (von -3 bis +3). Diese Daten unterstützen die Interpretation, dass, trotz der im Aggregat moderaten Eigenkapitalrückgänge, potenzielle Risiken für spezifische Firmen und Branchen zu verzeichnen sind.

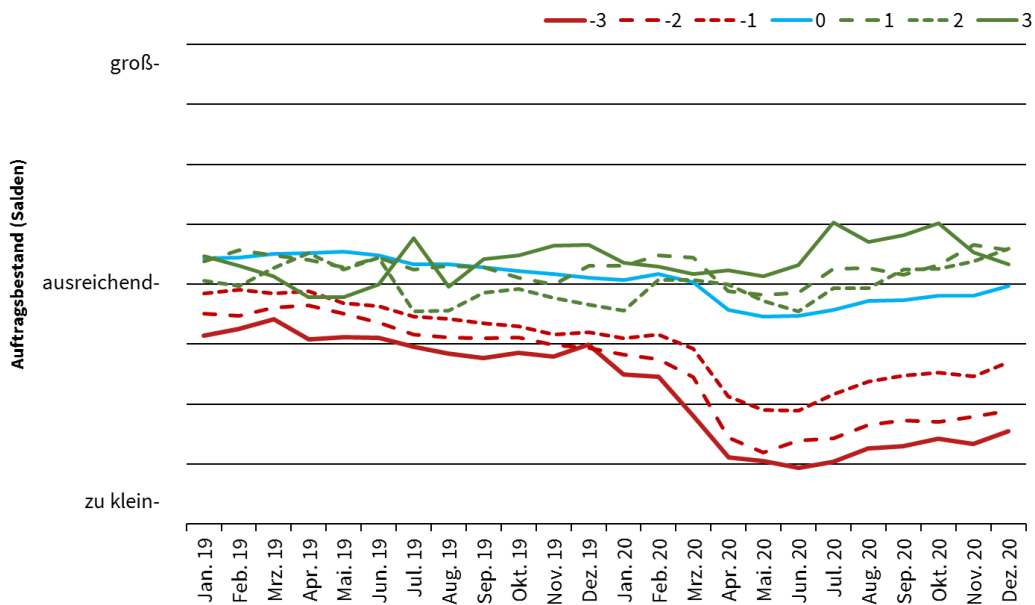
Abbildung 6: Geschäftslage nach Eigenkapitalentwicklung (-3: negativ bis 3: positiv)



Quelle: ifo Konjunkturumfragen.

© ifo Institut

Abbildung 7: Auftragsbestand nach Eigenkapitalentwicklung (-3: negativ bis 3: positiv)



Quelle: ifo Konjunkturumfragen.

© ifo Institut

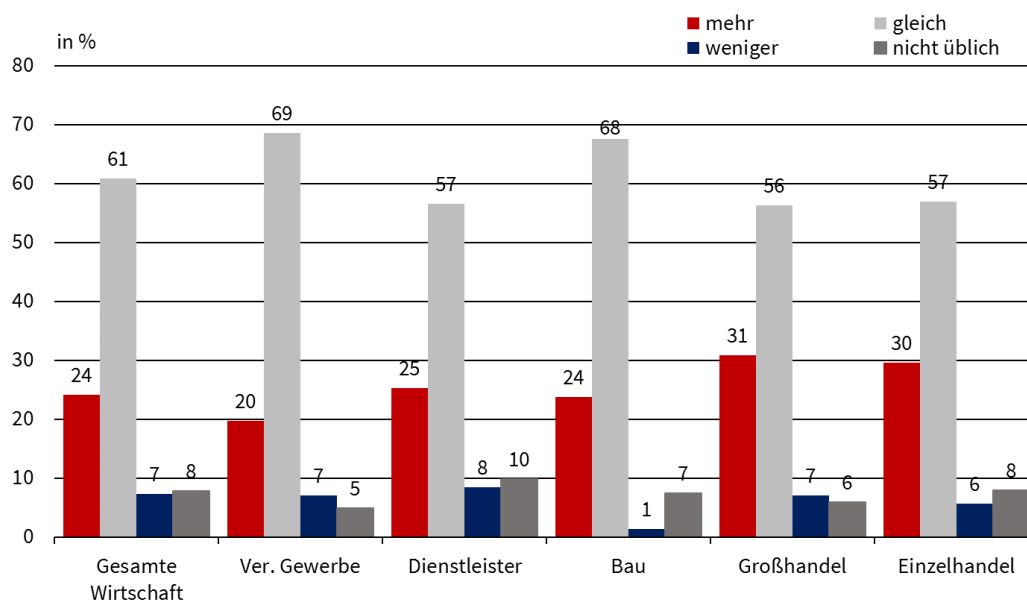
**Kreditlinien und alternative Finanzierungsoptionen:**

Hinter den im Aggregat geringen Änderungen der Eigenkapitalquoten steht keine drastische Zunahme von Krediten. Um dies zu zeigen, wurden Firmen auch nach der Ausschöpfung ihrer Kreditlinien befragt. Diese Kreditlinien - ausgedrückt in Prozent der Bilanzsumme – haben sich zwischen März (19%) und Juni (20%) nur minimal verändert und zwischen den Wirtschaftsbereichen berechnen sich kaum Abweichungen. Auch der Ausschöpfungsgrad dieser Kreditlinien hat sich im gleichen Zeitraum wenig verändert: Im März lag der Wert über alle Firmen hinweg bei 29%, im Juni bei 28%. Für den Bau lag der Ausschöpfungsgrad ein gutes Stück unter dem Gesamtwert (20% versus 21%), im Handel darüber (35% versus 31%).

Zuletzt konnten die befragten Firmen im September folgende Frage beantworten: „Wie hoch waren die „Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente“ Ihres Unternehmens in % der Bilanzsumme“. Diese lagen im Ergebnis sowohl im März als auch im Juni bei 22%, wobei die Werte im Verarbeitenden Gewerbe niedriger liegen (16 bzw. 17%) und im Bau höher (26%).

Im Oktober wurden den an der ifo Konjunkturumfrage teilnehmenden Firmen weitere Sonderfragen zur Unterstützung der Analyse für die vorliegende Studie gestellt. Bei der Frage nach den Veränderungen bei verschiedenen Finanzierungsoptionen sticht das Eigenkapital hervor: Verglichen mit Dezember 2019, nutzen 24% der Unternehmen aktuell mehr Eigenkapital als Finanzierungsoption (Abbildung 8). Die anderen Optionen Kreditlinien (11%), Bankkredite (13%), Anleihen (0,3%) spielen eine weniger bedeutende bzw. keine Rolle. In Bayern liegt der Anteil der Firmen, die das Eigenkapital vermehrt zur Finanzierung einsetzen, mit 27% etwas höher (vgl. Abbildung 8). Vor allem im Verarbeitenden Gewerbe gaben dies deutlich mehr Firmen an (Deutschland 20%; Bayern 29%). Im Großhandel gaben sowohl in Deutschland (31%) als auch in Bayern (35%) überdurchschnittlich viele Firmen an, vermehrt Eigenkapital im Vergleich zu Dezember 2019 einzusetzen.

Abbildung 8: Vergleich Eigenkapitalnutzung Dezember 2019 / Oktober 2020 - Deutschland

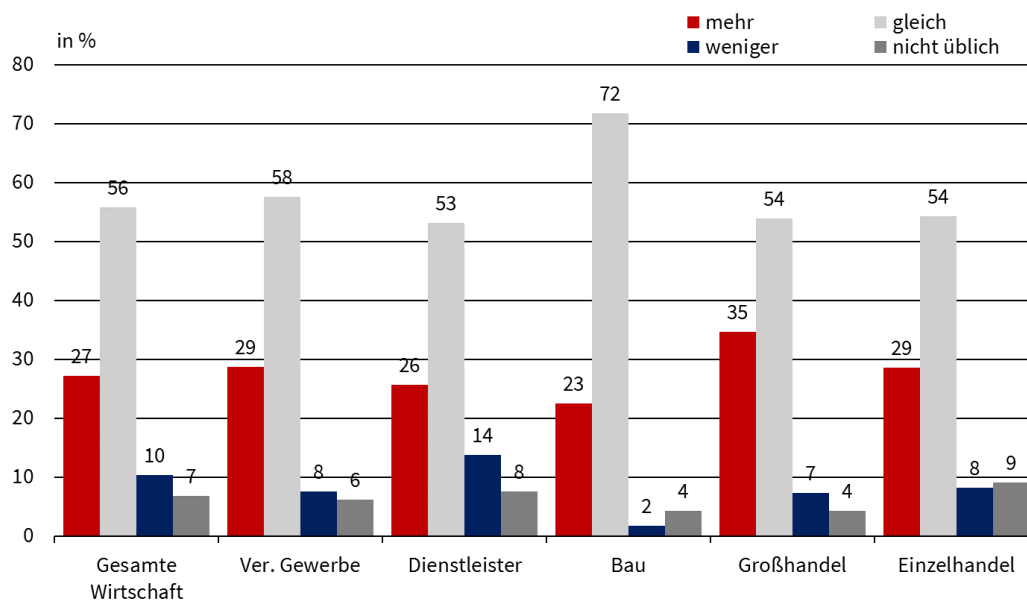


Frage: "Verglichen mit Dezember 2019, nutzt Ihr Unternehmen aktuell mehr oder weniger dieser Finanzierungsoptionen?" - Eigenkapital

Quelle: ifo Konjunkturumfragen.

© ifo Institut

Abbildung 9: Vergleich Eigenkapitalnutzung Dezember 2019 / Oktober 2020 - Bayern



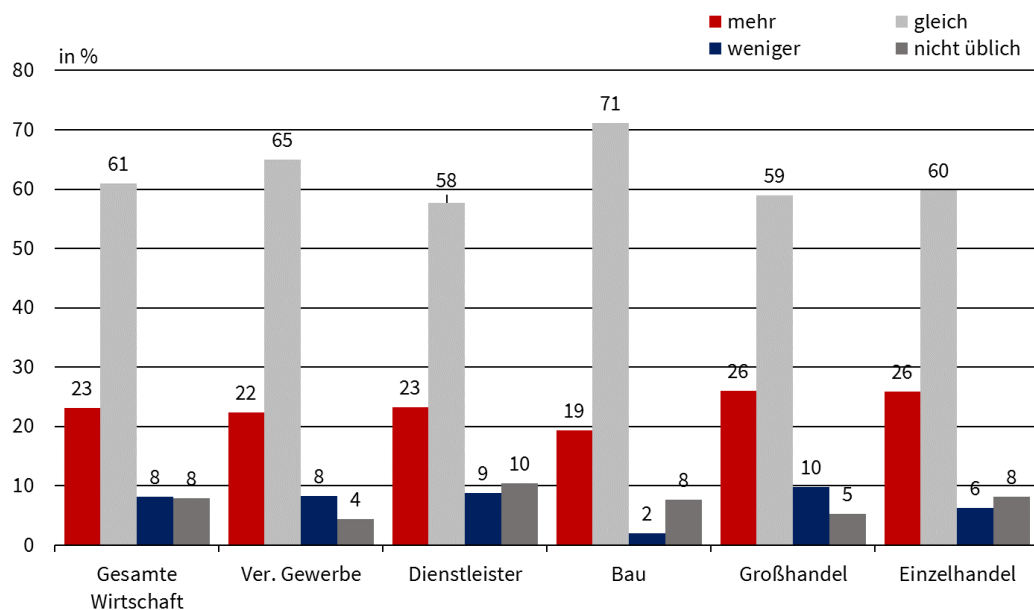
Frage: "Verglichen mit Dezember 2019, nutzt Ihr Unternehmen aktuell mehr oder weniger dieser Finanzierungsoptionen?" - Eigenkapital

Quelle: ifo Konjunkturumfragen.

© ifo Institut

Bei kleinen und mittleren Unternehmen stieg die Eigenkapitalnutzung den Ergebnissen zufolge weniger häufig als bei Großunternehmen (23 vs. 28%, Abbildung 10 und Abbildung 11). Allerdings zeigen sich Unterschiede zwischen den Branchen: Kleine und mittlere Baufirmen (19%) erhöhten den Eigenkapitaleinsatz deutlich seltener als große (33%). Ein ähnliches Bild ergab sich in den Bereichen Groß- und Einzelhandel.

Abbildung 10: Vergleich Eigenkapitalnutzung, nach Sektoren: KMUs

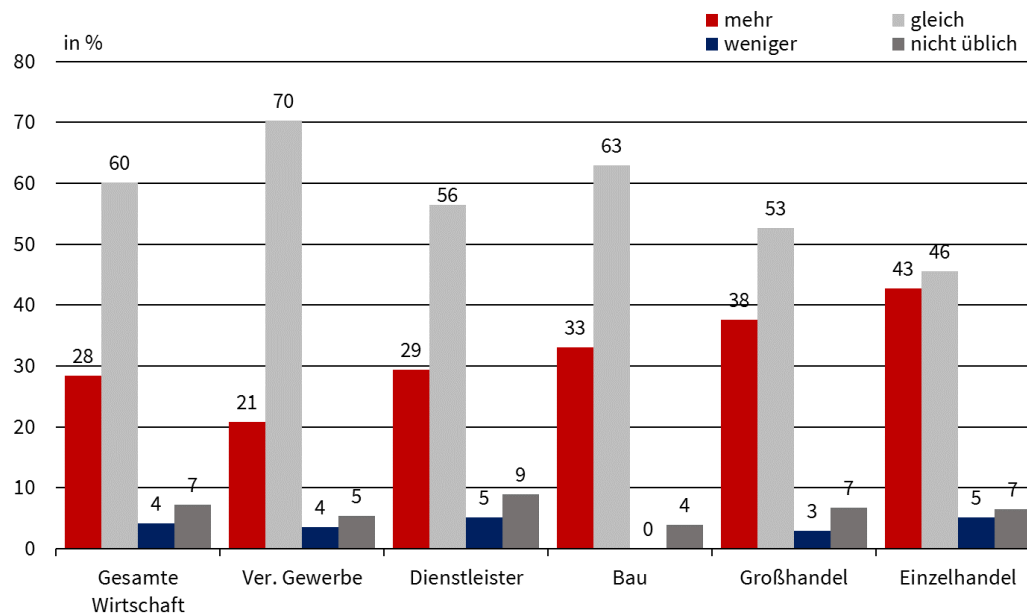


Frage: "Verglichen mit Dezember 2019, nutzt Ihr Unternehmen aktuell mehr oder weniger dieser Finanzierungsoptionen?" - Eigenkapital

Quelle: ifo Konjunkturumfragen.

© ifo Institut



Abbildung 11: Vergleich Eigenkapitalnutzung nach Sektoren: Großunternehmen

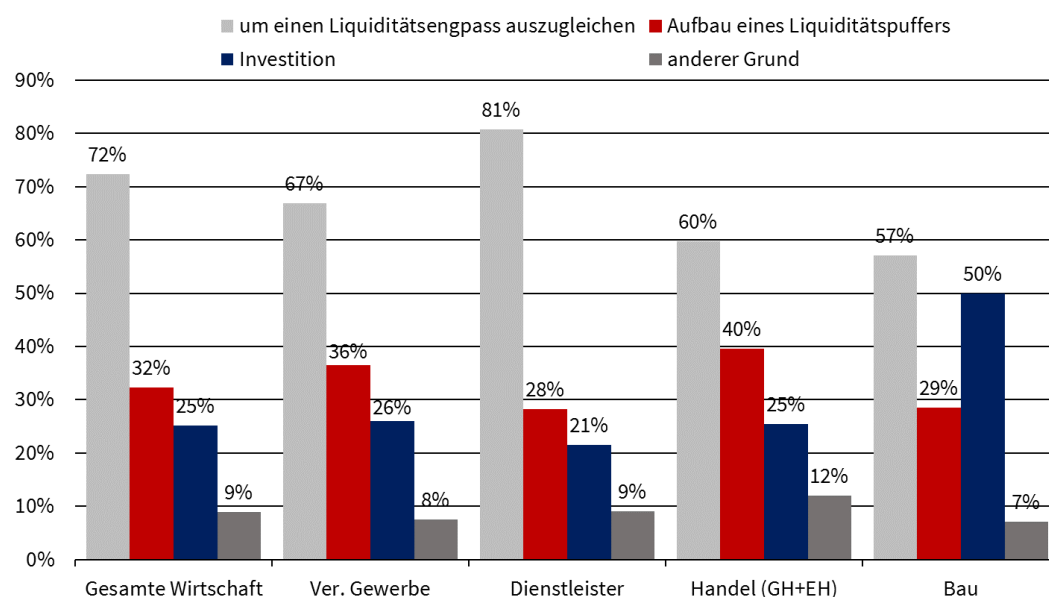
Frage: "Verglichen mit Dezember 2019, nutzt Ihr Unternehmen aktuell mehr oder weniger dieser Finanzierungsoptionen?" - Eigenkapital

Quelle: ifo Konjunkturumfragen.

© ifo Institut

Neben der Frage zu den verschiedenen Finanzierungsoptionen wurden die Firmen auch dazu befragt, aus welchem Grund ihre Kreditlinien stärker beansprucht wurden. Über alle Branchen hinweg war der Ausgleich eines Liquiditätsengpasses die häufigste Antwort. Bei den Dienstleistern war dies allerdings deutlich häufiger als in den anderen Bereichen der Fall (vgl. Abbildung 12). Investitionen stellten für lediglich ein Viertel der Firmen insgesamt ein Grund für die stärkere Inanspruchnahme einer Kreditlinie dar. Bei den Baufirmen liegt der Anteil der Firmen mit 50% jedoch deutlich höher.

Abbildung 12: Gründe für Kreditlinienbeanspruchung, Oktober 2020



Frage: "Aus welchem Grund hat Ihr Unternehmen seine Kreditlinie seit Dezember 2019 stärker beansprucht?"  
(Mehrfachnennung möglich).

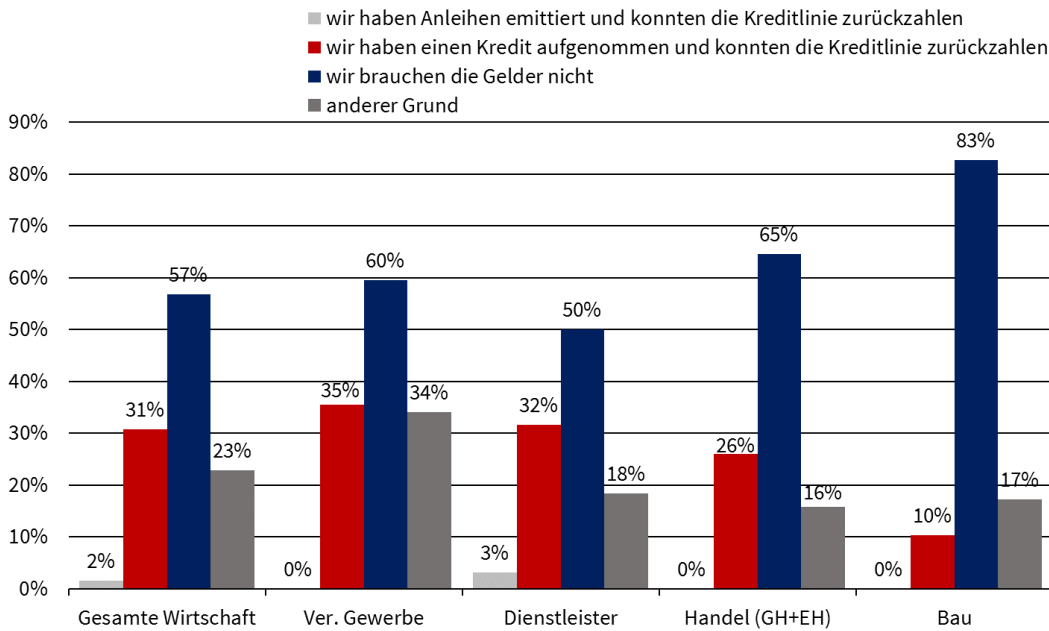
Quelle: ifo Konjunkturumfragen.

© ifo Institut

Die Firmen, die eine Reduzierung der Kreditlinie gemeldet hatten, wurden zudem gefragt: „Wie war es Ihrem Unternehmen möglich die Nutzung Ihrer Kreditlinie seit Dezember 2019 zu reduzieren?“ Eine Mehrheit der Teilnehmenden (57%) gab dabei an, die Gelder nicht zu benötigen (vgl. Abbildung 13). Bei den Baufirmen liegt dieser Anteil mit 83% deutlich höher. Ein knappes Drittel der Firmen hat einen Kredit aufgenommen, um die entsprechende Kreditlinie zurückzuzahlen. Bei den Firmen im Bereich Groß- und Einzelhandel sowie im Bau spielte diese Option eine weniger bedeutende Rolle.

Aus den Umfrageergebnissen vom November ist sichtbar, dass Unternehmen ihre Finanzierungssituation nicht als Hauptproblem sehen. Nach durch die Corona-Krise verursachten Problemen befragt, dominieren staatlichen Auflagen und der inländische Absatzmarkt als primäre Problemfelder (vgl. Abbildung 14).

Abbildung 13: Gründe für Kreditlinienreduzierung, Oktober 2020

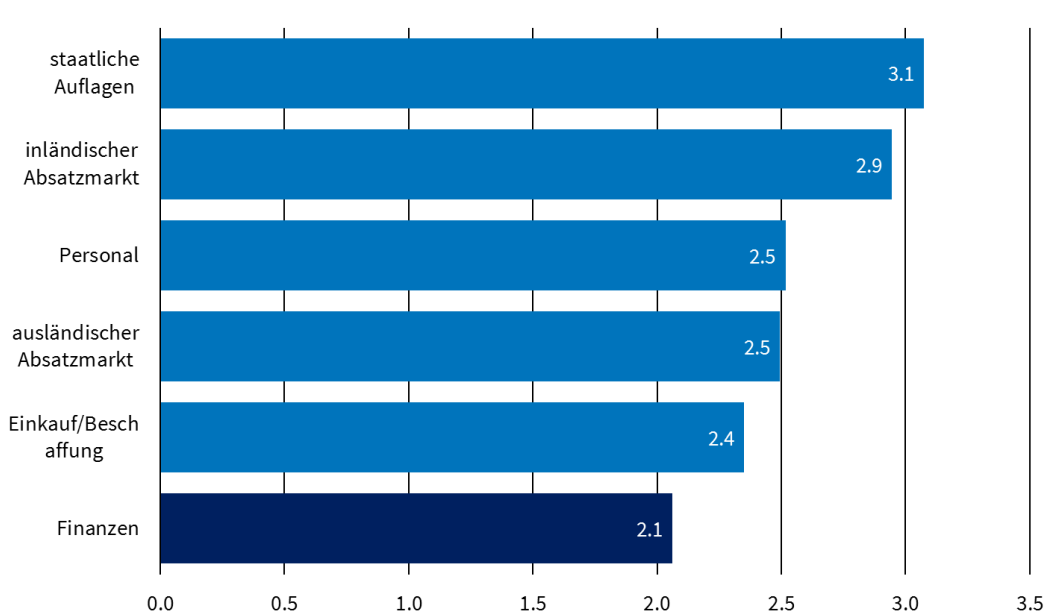


Frage: "Wie war es Ihrem Unternehmen möglich die Nutzung Ihrer Kreditlinie seit Dezember 2019 zu reduzieren"

Quelle: ifo Konjunkturumfragen.

© ifo Institut

Abbildung 14: Problembereiche der Corona-Krise, November 2020



Frage: "In welchen Bereichen stellt die Corona-Krise Ihr Unternehmen von besondere Probleme?  
Bitte bewerten Sie den Grad der Beeinträchtigung (1=keine Beeinträchtigung bis 5=starke Beeinträchtigung)"

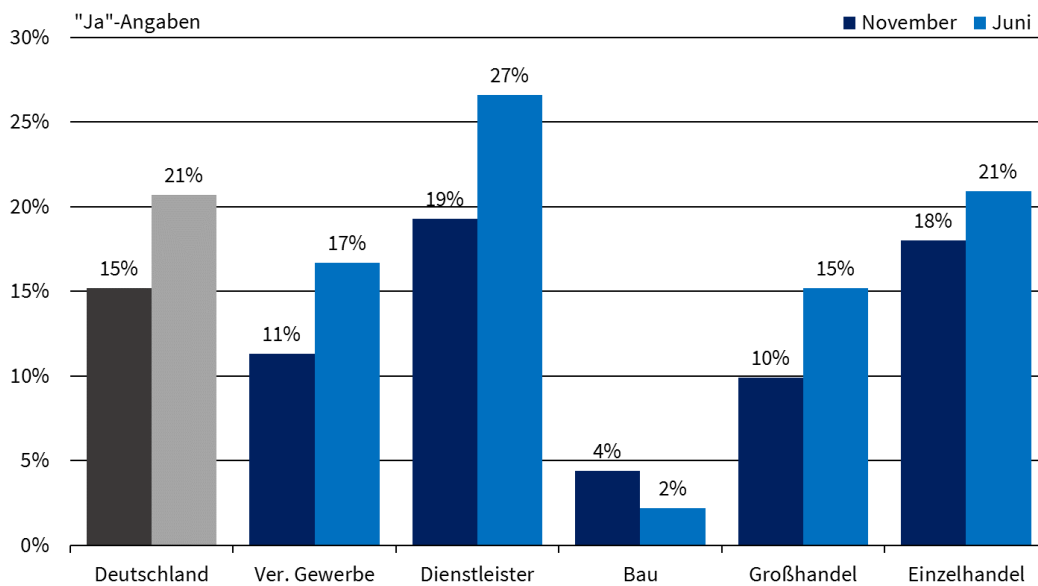
Quelle: ifo Konjunkturumfragen.

© ifo Institut

### Wie sehr fühlen sich die Firmen in Ihrer Existenz bedroht?

Während im Juni gut jede fünfte Firma in der ifo Konjunkturumfrage angab, dass sich die Corona-bedingten Einschränkungen existenzbedrohend auswirken, lag dieser Anteil im November mit 15% ein gutes Stück weit niedriger (vgl. Abbildung 15). Dieser Rückgang ist über fast alle Sektoren sichtbar (-6% Verarbeitendes Gewerbe, -8% Dienstleister, -5% Großhandel, -3% Einzelhandel) mit Ausnahme des Bausektors, welcher allerdings auf einem ausgesprochen niedrigen Level der berichteten Existenzbedrohungen verbleibt (von 2% im Juni auf 4% im November 2020). Allerdings zeigt sich hier ein deutlicher Unterschied zwischen KMUs und Großunternehmen (vgl. Abbildung 16). Während nur 10% der Großunternehmen die aktuellen Beeinträchtigungen als existenzbedrohend einstufen, sind es unter den KMUs 18%, darunter im Dienstleistungsbereich 24% und im Einzelhandel 20%. Auf die besondere Betroffenheit besonders kleiner Firmen wird weiter unten im Bericht genauer eingegangen. Zu bemerken ist an dieser Stelle, dass die Befragung vor dem Beschluss für einen erneuten Lockdown ab Dezember 2020 durchgeführt wurde.

Abbildung 15: Existenzgefährdung nach Sektoren, November / Juni

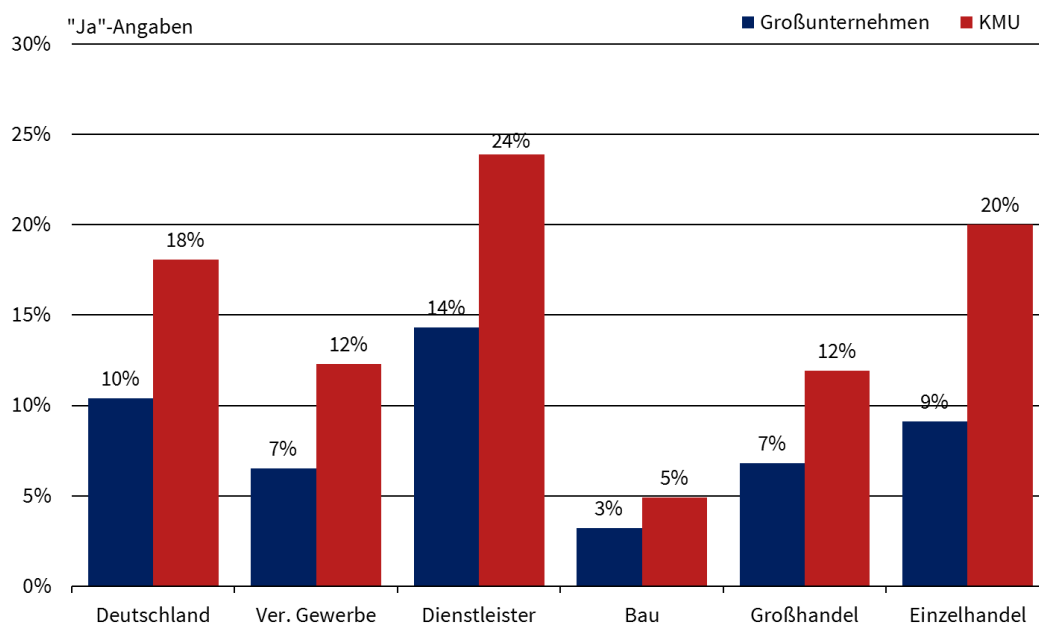


Frage: "Sind diese Beeinträchtigungen [durch die Corona-Krise] für Sie existenzbedrohend?"

Quelle: ifo Konjunkturumfragen.

© ifo Institut

Abbildung 16: Existenzgefährdung nach Sektoren, KMUs/Großunternehmen, November



Frage: "Sind diese Beeinträchtigungen [der Corona-Krise] für Sie existenzbedrohend?"

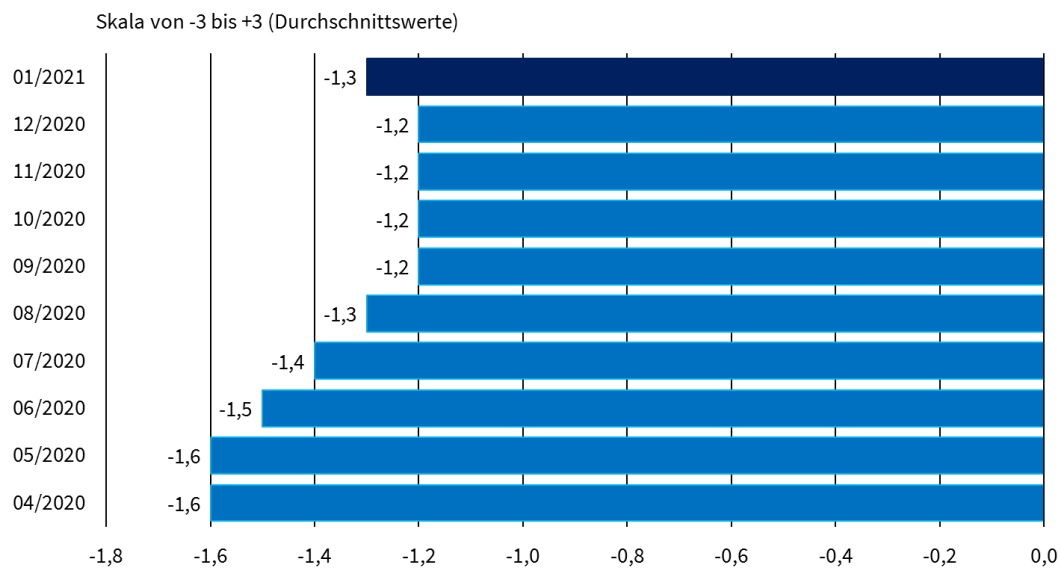
Quelle: ifo Konjunkturumfragen.

© ifo Institut

### Einschätzungen und Erwartungen am aktuellen Befragungsrand

Zwischen April bis Dezember 2020 zeigt sich ein kontinuierlich abnehmender negativer Effekt der Corona-Pandemie auf die Geschäftslage der berichtenden Unternehmen, was auch die Erholung über die Sommermonate, die im Wesentlichen auflagenfrei und von guten Inzidenzen begleitet waren, zurückzuführen ist. (vgl. Abbildung 17). Die aktuellen Befragungsergebnisse vom Januar 2021 zeigen erwartungsgemäß über alle Branchen hinweg einen leichten Anstieg des negativen Effekts auf die aktuelle Geschäftslage (von -1,2 auf -1,3). Es erstaunt wenig, dass sich die Befragten im Einzelhandel deutlich negativer äußerten: Hier stieg der Effekt der Corona-Pandemie auf die derzeitige Geschäftslage von durchschnittlich -0,3 im Dezember 2020 auf -1,4 im Januar 2021.

Abbildung 17: Corona Effekt auf Geschäftslage



Frage: "Können Sie einen Effekt der Corona-Pandemie auf Ihre derzeitige Geschäftslage feststellen?  
Ist er negativ oder positiv?"

Quelle: ifo Konjunkturumfragen.

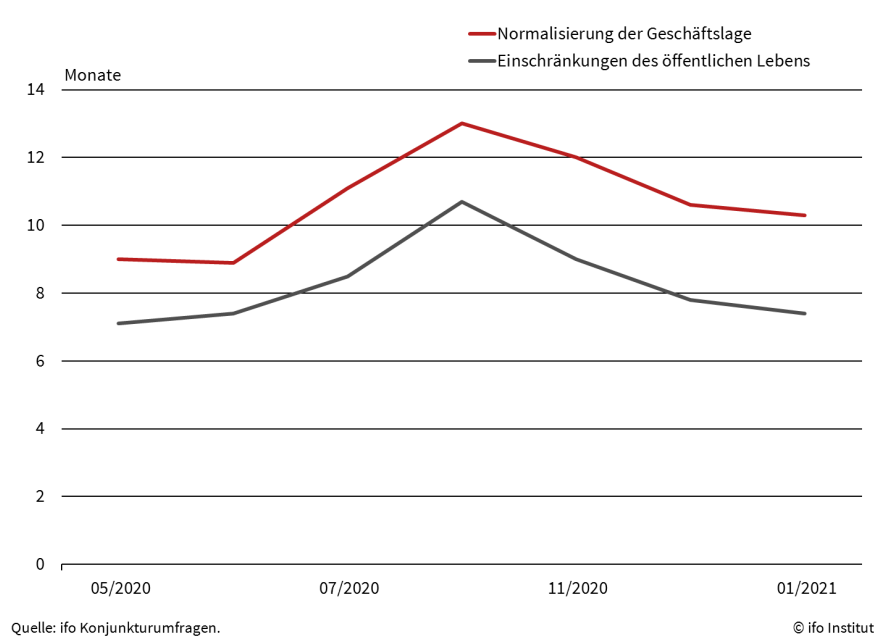
© ifo Institut

Die deutschen Unternehmen rechnen im Durchschnitt noch mit monatelangen Einschränkungen des öffentlichen Lebens und ihrer eigenen Geschäfte. Das geht aus der aktuellen Konjunkturumfrage für Januar 2021 hervor. Demnach erwarten die Firmen noch 7,4 Monate lang Einschränkungen des öffentlichen Lebens. Mit einer Normalisierung ihrer eigenen Geschäfte rechnen sie erst in 10,3 Monaten (vgl. Abbildung 18). Die einzelnen Branchen unterscheiden sich nur geringfügig in ihren Einschätzungen. Die Industriefirmen rechnen mit Einschränkungen des öffentlichen Lebens von weiteren 7,4 Monaten, die Dienstleister mit 7,5 Monaten, der Handel mit 7,2 Monaten und der Bau mit 7,3 Monaten. Eine Normalisierung ihrer eigenen Geschäfte erwartet die Industrie in 10,2 Monaten. Die Dienstleister rechnen damit, dass es noch 10,6 dauert, der Handel 9,3 und der Bau 10,4 Monate (vgl. Freuding und Wohlrabe 2021).

Zusammenfassend zeigen die unterschiedlichen Befragungsrunden, dass Firmen mit Stand November 2020 im Aggregat keine drastischen Finanzierungsprobleme aufweisen. Auch wenn die Eigenkapitalquote im Durchschnitt über alle Sektoren rückläufig war, meldet ein Großteil der Firmen (im September) keine Veränderung. Firmen, die negative Veränderungen melden, zeigen jedoch auch starke Einbrüche in der Geschäftslage und im Auftragsbestand. Das verfügbare Eigenkapital wird von 23% der Firmen mehr genutzt als im Vorjahr, auch hier zeigt sich jedoch bei der Mehrzahl der Firmen keine Veränderung. Kreditlinien werden genutzt, um Liquiditätsengpässe auszugleichen, und Umschuldungen sind nach wie vor möglich, auch wenn Firmen mehr Kredite

nachfragen und Banken restriktiver agieren (Sauer und Wohlrabe, 2020b). Firmen in Bayern zeigen insgesamt einen geringeren Rücklauf im Eigenkapital und nutzen verfügbares Eigenkapital in etwas höherem Maße. Insgesamt aber folgen sie nationalen Trends. Am aktuellen Rand war bis zum November 2020 eine Entspannung zu beobachten. Risiken sind jedoch für besonders betroffene Sektoren und insbesondere KMUs zu verzeichnen. Hier wird auch eine anhaltend hohe Existenzbedrohung berichtet.

Abbildung 18 : Durchschnittliche erwartete Dauer der öffentlichen Einschränkungen und Normalisierung der Geschäftslage für die Gesamtwirtschaft



## 1.4 Die Reaktion der Bundesregierung auf die Krise

Die Bundesregierung hat schnell Maßnahmen zur Unterstützung der deutschen Wirtschaft gegen die Folgen von COVID-19 eingeleitet und seitdem verschiedene Programme auf den Weg gebracht. Dazu gehören das KfW-Sonderprogramm, die Corona-Soforthilfen und Überbrückungshilfen, steuerliche Hilfsmaßnahmen, ein Wirtschaftsstabilisierungsfond, Bürgschaftsprogramme sowie ein Unterstützungspaket für Start-ups. Interessanterweise und im Vergleich zu dem Programmfumfang ist die Nachfrage nach den Bundesprogrammen niedrig, so dass bis zum Januar 2021 erst rund 77 Mrd. Euro<sup>1</sup> abgerufen worden sind. Einige Programme scheinen unter den oben genannten Risiken nicht die am stärksten betroffenen Zielgruppen zu erreichen. So konzentriert sich bei-

<sup>1</sup> Stand 19.01.2020, Quelle <https://www.dashboard-deutschland.de/#/themen/konjunkturprogramm/konjunkturprogramm>

spielsweise der Wirtschaftsstabilisierungsfond ausschließlich auf Großunternehmen. Nach den oben analysierten Daten häufen sich Corona Risiken allerdings primär in kleineren Unternehmen.

Die direkten Zuschüsse, beispielweise in Form der Corona-Soforthilfen, Überbrückungshilfen oder den November- und Dezemberhilfen, betragen bisher insgesamt 18,2 Mrd. Euro. Neben den direkten Zuschüssen unterstützt die Bundesregierung kleine und mittelgroße Unternehmen in den folgenden drei Bereichen:

**1)** Die KfW hat eine Reihe von Sondermaßnahmen getroffen, die bis zu 100% durch eine Garantie des Bundes abgesichert sind.<sup>1</sup> Der KfW-Unternehmerkredit (bis zu 90% Risikoübernahme) für kleine und mittlere Unternehmen stellt mit 16,5 Mrd. Euro Zusagevolumen dabei den größten Anteil mit einem durchschnittlichen Kreditvolumen von 230.000 Euro. Der unbürokratische KfW-Schnellkredit mit einem Zusagevolumen von 5,9 Mrd. Euro verlangt keine Risikoprüfung und ist zu 100% durch den Bund abgesichert. Allerdings wird hier ein Effektivzinssatz von 3,04% fällig, es dürfen während der Kreditlaufzeit keine Gewinne und Dividenden ausgeschüttet werden und der Kredit muss innerhalb von zehn Jahren zurückgezahlt werden (bis zu 2 Jahre keine Tilgung). Darüber hinaus hat die KfW die Bedingungen für Gründerkredite erleichtert. Die Beteiligung der KfW an Konsortialfinanzierungen richtet sich hingegen nur an Großunternehmen. Insgesamt machen die KfW-Kredite mit rund 46 Mrd. Euro mehr als die Hälfte des bisherigen staatlichen Programmumfangs aus.

**2)** Die Bundesregierung stellt Bürgschaften für einen besseren Kreditzugang bereit. Diese werden bei großen Krediten direkt vom Land und/oder Bund gewährt oder bis zu einer Obergrenze von 2,5 Mio. Euro direkt von privaten Bürgschaftsbanken bereitgestellt. In Summe wurden bisher Bürgschaften in Höhe von nur rund 4,3 Mrd. Euro in Anspruch genommen, wovon Großbürgschaften einen Anteil von 2,8 Mrd. Euro ausmachen.

**3)** Hinsichtlich der Stärkung des Eigenkapitals unterstützt die Bundesregierung vor allem im Rahmen des Wirtschaftsstabilisierungsfonds (WSF) und stellt dort 100 Mrd. für Rekapitalisierungen bereit. Jedoch richtet sich der WSF explizit nur an Großunternehmen.<sup>2</sup> So haben die bisher genehmigten Anträge in Höhe von EUR 7,8 Mrd. Euro bisher lediglich sieben Unternehmen erreicht.<sup>3</sup> Kleine und mittlere Unternehmen erhalten indirekt höhere Rekapitalisierungsunterstützungen über

<sup>1</sup> Übersicht der KfW-Sondermaßnahmen: <https://www.kfw.de/inlandsfoerderung/Unternehmen/KfW-Corona-Hilfe/>

<sup>2</sup> Der WSF richtet sich an Unternehmen, die mindestens zwei der folgenden drei Bedingungen erfüllen: eine Bilanzsumme von mehr als 43 Mio. Euro, Umsatzerlöse in Höhe von mindestens EUR 50 Mio. und mehr als 249 Arbeitnehmerinnen und Arbeitnehmer aufweisen.

<sup>3</sup> Stand 18.01.2020, Quelle <https://www.deutsche-finanzagentur.de/de/wirtschafts-stabilisierung/>



den Ausbau der Beteiligungsangebote der Mittelständischen Beteiligungsgesellschaften (MBGen).<sup>1</sup> Die MBGen steigen dabei meist in Form von eigenkapitalähnlichen stillen Beteiligungen (mezzanines Kapital) bei den Unternehmen ein und erhöhen somit die Eigenkapitalquote.<sup>2</sup> Um diese Beteiligungen zu erleichtern, hat der Bund die Rückgarantien erweitert und die Regelobergrenze für stille Beteiligungen von 1 Mio. Euro auf 2,5 Mio. Euro erhöht. Da die Beteiligungen über die MBGen stattfinden, gibt es keinen Anhaltspunkt, in welchem Umfang dieses Angebot bereits genutzt wurde. Darüber hinaus bietet die KfW zusammen mit den Landesförderinstituten auch zusätzliche Eigenkapital- und eigenkapitalähnliche Finanzierungen für Start-ups und kleinen Mittelständlern an.<sup>3</sup> Säule 1 des Maßnahmenpakets stellt privaten Wagniskapitalfonds Mittel zur Beteiligung an Start-ups zur Verfügung. Säule 2 richtet sich an Unternehmen, die keinen Zugang über Venture-Capital-Fonds haben. Diese Mittel werden über Landesförderungsinstitute an die Unternehmen weitergegeben. In Säule 1 wurden bis Dezember 2020 860 Mio. Euro bewilligt, wovon rund 350 Start-ups profitiert haben, während in Säule 2 Globaldarlehensverträge mit den Förderbanken in Höhe von EUR 556 Mio. geschlossen wurden.<sup>4</sup>

Wenngleich es viele Maßnahmen der Bundesregierung zur Unterstützung der Unternehmen gibt, zielen die meisten auf eine vereinfachte Form der Fremdkapitalfinanzierung ab. Im Vergleich dazu ist das Fördervolumen zur Stärkung des Eigenkapitals von kleinen und mittleren Unternehmen recht gering.

<sup>1</sup> Quelle <https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Pressemitteilungen/Finanzpolitik/2020/11/2020-11-26-PM-bund-staerkt-die-rekapitalisierung-waehrend-der-corona-krise.html>

<sup>2</sup> Quelle [https://www.vdb-info.de/media/file/21651.Flyer\\_MBGen.pdf](https://www.vdb-info.de/media/file/21651.Flyer_MBGen.pdf)

<sup>3</sup> Quelle <https://www.kfw.de/inlandsfoerderung/Unternehmen/KfW-Corona-Hilfe/Start-ups.html>

<sup>4</sup> Quelle [https://www.kfw.de/KfW-Konzern/Newsroom/Aktuelles/Pressemitteilungen-Details\\_620160.html](https://www.kfw.de/KfW-Konzern/Newsroom/Aktuelles/Pressemitteilungen-Details_620160.html)

## 2 Mögliche Auswirkungen von COVID-19

### 2.1 Veränderung der Bilanzen deutscher Unternehmen

Während empirisch fundierte Analysen aufgrund der schlechten Datenverfügbarkeit in Deutschland noch kaum möglich sind, lassen Erkenntnisse z.B. aus den USA Prognosen für den deutschen Unternehmenssektor zu. So ist ein Anstieg der Ausfallwahrscheinlichkeit von Unternehmen zu erwarten, wobei dieser Anstieg sehr asymmetrisch sein kann.

Finanzstarke Unternehmen mit einem guten (investment-grade) Rating werden wahrscheinlich nur temporär Liquiditätsprobleme bekommen haben (gerade Anfang März 2020 zu Beginn der Pandemie, bevor die Notenbanken massiv in die Kapitalmärkte eingegriffen haben) aber nicht unbedingt ein höheres Ausfallrisiko haben.

Die Ausfallwahrscheinlichkeit (pre-COVID) riskanterer Unternehmen (gekennzeichnet z.B. durch ein schlechtes (non-investment-grade) Rating oder einen hohen Verschuldungsgrad) wird unter Umständen signifikant ansteigen. Der Grund hierfür liegt zum einen in einem Einbrechen der Einnahmen und damit negativem operativen und bilanziellen Ergebnis, was das Eigenkapital reduziert. Darüber hinaus haben die Unternehmen ein höheres Refinanzierungsrisiko, welches die Kosten für Überbrückungskredite nach oben treibt.<sup>1</sup>

Neben einem Rückgang des Eigenkapitals wird die Verschuldung der Unternehmen ansteigen je länger realwirtschaftliche Einschränkungen andauern. In den USA ist der Verschuldungsgrad (gemessen hier als Summe von lang- und kurzfristigem Fremdkapital als Prozent der Bilanzsumme) im Durchschnitt um sieben Prozent angestiegen (vgl. Acharya und Steffen 2020), insbesondere aber der der riskanteren Unternehmen. Dieses war am Anfang der Krise die Konsequenz des Abrufens bestehender Kreditlinien, später haben die Unternehmen die Kreditlinien entweder durch neue (langfristige) Kredite oder aber Anleiheemissionen refinanziert.<sup>2</sup> Es ist möglich, dass der Verschuldungsgrad noch weiter ansteigt, da die Ankaufprogramme der Notenbanken die Renditen der Anleihen (d.h. die Risikoprämien) substantiell reduziert haben, was das Emissionsvolumen weiter ansteigen lässt.

<sup>1</sup> Das höhere Refinanzierungsrisiko besteht zum einen aufgrund der höheren Ausfallwahrscheinlichkeit als auch durch eine in der Krise gesunkene Risikobereitschaft der Banken (und damit auch eine Folge der Kapitalschwäche einzelner Banken sein kann, vgl. He und Krishnamurthy (2013).

<sup>2</sup> Sauer und Wohlrabe (2020a) zeigen eine verstärkte Nachfrage nach Bankkrediten und Kreditlinien (sowie eine mögliche Angebotsverknappung von Seiten der Banken) anhand einer Umfrage deutscher Unternehmen auf.

## 2.2 Vertrauensverlust in der Wirtschaft durch Überschuldung

Da sich die Corona-Krise in einem Umfeld niedriger Zinsen abspielt, sind Eigenkapitalrückgänge kurzfristig durch externe Schulden auffangbar. Wie die oben berichteten Daten zeigen, werden Bankkreditlinien, so sie denn in Anspruch genommen werden, entsprechend auch primär genutzt, um Liquiditätsengpässe zu überbrücken. Dass Unternehmen, welche ihre Kreditlinien nicht nutzen, bei Neuverschuldung primär andere Kredite als Quelle angeben, zeigt ebenfalls, dass der Kreditmarkt weiterhin funktioniert und Umschuldungen ermöglicht. Die Zinsen für Unternehmenskredite durch Banken als auch Kapitalmarktkredite blieben über das Jahr 2020 auf sehr günstigem Niveau. Es ist daher unwahrscheinlich, dass Unternehmen selbst bei sinkendem Eigenkapital in der Breite in existenzbedrohende Finanzierungsschwierigkeiten kommen. Dieses erste potenzielle Problemfeld sinkender Eigenkapitalquoten, potenzielle Insolvenzrisiken durch Liquiditätsengpässe, ist daher auffangbar.

Das zweite Problemfeld einer sinkenden Eigenkapitalquote ist ihr Einfluss auf mittel- und langfristige Investitionsentscheidungen bei potenziell schlechter bewerteter Bonität. Wie oben beschrieben, beziehen sowohl Banken als auch private Investoren die Eigenkapitalquote in ihre Risikobewertungen ein. Eine sinkende Eigenkapitalquote erhöht daher mittelfristig die firmenspezifischen Zinsen und verteuert Fremdkapital. Da Eigenkapital auch Investitionen in Forschung und Entwicklung, sowie firmeninterner Optimierungsprozesse verstärkt (vgl. Gatchev, Spindt und Tarhan 2009), sind volkswirtschaftlich wertvolle Bereiche bedroht. So würde eine Verteuerung der Schuldaufnahme durch Vertrauensverlust seitens Banken und Investoren zu einer geringen Investitionsaktivität auf Firmenseite führen. Es ist möglich, dass deutsche Unternehmen den Aufholprozess in der Eigenkapitalentwicklung über die letzten Jahre in der Corona-Krise wieder verlieren. Um die potenziellen Risiken durch solche Entwicklungen einzuschätzen, werden im Folgenden besonders kleine Firmen innerhalb der KMUs, die höhere Existenzbedrohungen berichteten, genauer betrachtet.

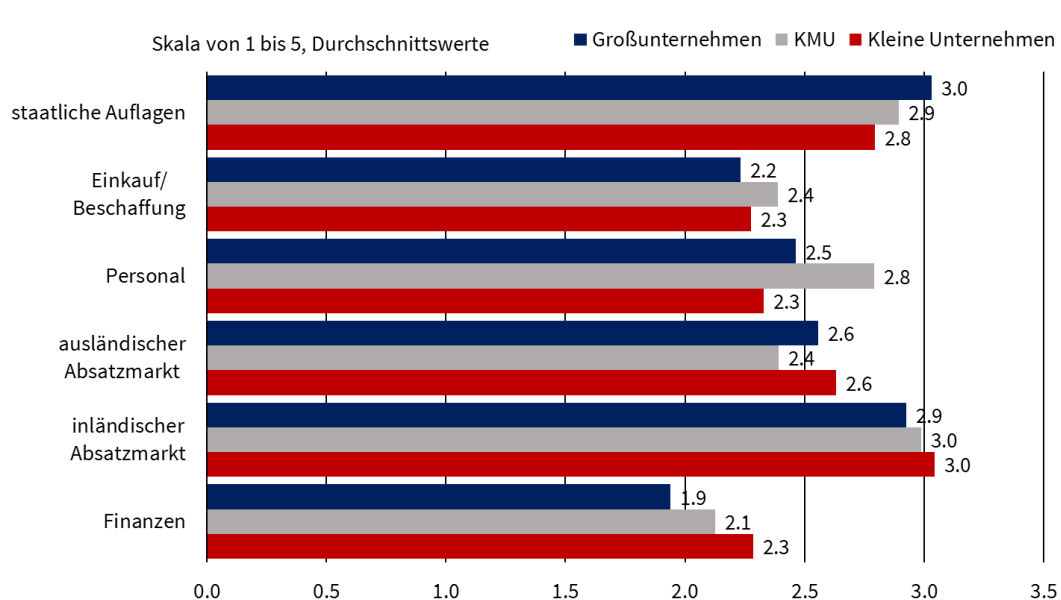
### Die Situation kleiner Unternehmen

Während die hier beschriebenen Aggregate kein dramatisches Bild zeichnen, ist ein negativer Trend bei kleinen Unternehmen sichtbar. Um ein detaillierteres Bild zu zeichnen, wird hier eine weitere Abstufung innerhalb der KMUs nach kleinen Unternehmen betrachtet (vgl. Abbildung 19)<sup>1</sup>. Hier zeigen sich moderate Abweichungen in der Problemrelevanz verschiedener Felder. Während staatliche Auflagen kleine Unternehmen vor weniger Probleme stellen als große, sind Absatzmarkt und vor allem die Finanzierungssituation hier relevanter. Im Verhältnis zu den anderen Problemfeldern ist die Finanzierungssituation hier als ebenso wichtig eingeordnet wie Personal und Einkauf/Beschaffung.

<sup>1</sup> Kleine Unternehmen sind in den Aufteilungen wie folgt über verschiedene Sektoren definiert: Verarbeitendes Gewerbe: 1-99 Beschäftigte; Bau: 1-49 Beschäftigte; Dienstleister und Handel: <1 Mio. Euro Jahresumsatz. Diese Aufteilungen folgen den KMU Definitionen des ifo Instituts und setzt die Grenze für „kleine“ Unternehmen bei 20, bzw. 25% der KMU Abgrenzung.

Diese relativ höhere Problembewertung der Finanzierungssituation von kleinen Unternehmen ist über alle Sektoren, mit Ausnahme des Bausektors, sichtbar (vgl. Abbildung 20). Insbesondere der Groß- und Einzelhandel berichtet bei der Finanzierungssituation Probleme. Vor dem Hintergrund der oben beschriebenen moderaten Entwicklung am Kreditmarkt scheint dies kurzfristig auffangbar, allerdings zeigen sich für kleine Unternehmen deutliche Abweichungen bei Fragen zur Existenzbedrohung durch die Corona bedingten Einschränkungen (vgl. Abbildung 21). Fast ein Viertel der berichtenden kleinen Unternehmen schätzt die Einschränkungen als existenzbedrohend ein (erstes Balkentriplet). Diese Abweichung ist über alle befragten Sektoren sichtbar (weitere Triplets) mit den bereits mehrfach beschrieben niedrigeren Levelwirkungen im Baugewerbe. Wieder stehen die Dienstleister heraus: 28% der befragten kleinen Dienstleistungsunternehmen berichten von Existenzbedrohungen.

Abbildung 19: Problembereiche durch die Corona-Krise nach Unternehmensgröße

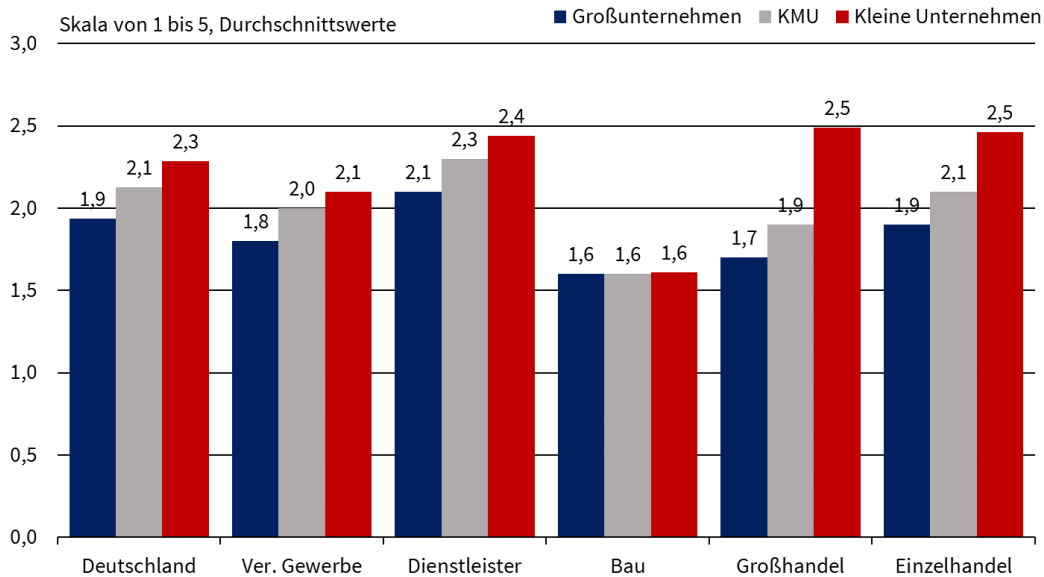


Frage: "In welchen Bereichen stellt die Corona-Krise Ihr Unternehmen vor besondere Probleme?  
Bitte bewerten Sie den Grad der Beeinträchtigung (1=keine Beeinträchtigung bis 5=starke Beeinträchtigung)"

Quelle: ifo Konjunkturumfragen.

© ifo Institut

Abbildung 20: Finanzierungsprobleme nach Sektoren und Unternehmensgröße

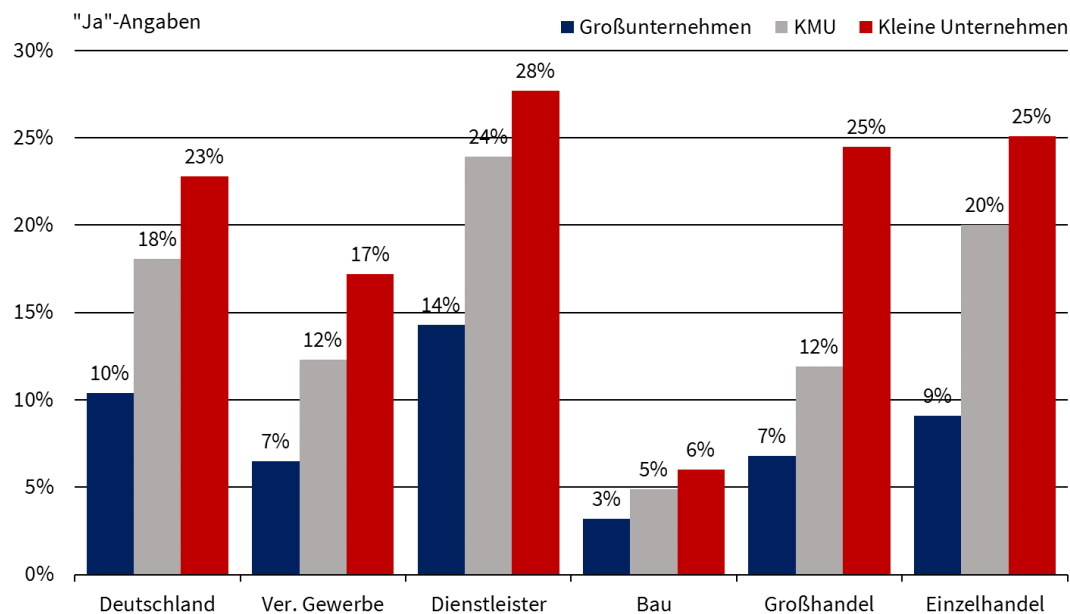


Frage: "In welchen Bereichen stellt die Corona-Krise Ihr Unternehmen vor besondere Probleme? -Finanzen"

Quelle: ifo Konjunkturumfragen.

© ifo Institut

Abbildung 21: Existenzprobleme nach Sektoren und Unternehmensgröße



Frage: "Sind diese Beeinträchtigungen [durch die Corona-Krise] für Sie existenzbedrohend?"

Quelle: ifo Konjunkturumfragen.

© ifo Institut

Diese Daten zeichnen ein klares Bild zur Situation kleiner Unternehmen. Während die Eigenkapitalentwicklung und damit verbundene Risiken in aggregierten Zahlen überschaubar sind, nimmt die Finanzierungssituation für kleine Unternehmen einen höheren Stellenwert ein. Mit Ausnahme des Bausektors werden durch die Corona-Krise verursachte Finanzierungsprobleme als schwerwiegender betrachtet und die Existenzbedrohung ist in allen Sektoren ausgeprägter. Vor dem Hintergrund einer sinkenden Eigenkapitalquote sind daher potenzielle Investitionsrisiken insbesondere für kleine Unternehmen zu erwarten. Da kleine Unternehmen internationale Kreditmärkte in geringerem Ausmaß nutzen (können) als Großfirmen, ist hier eine Finanzierungslücke möglich, sollte der Bankensektor das Vertrauen in die langfristige Stabilität kleiner Firmen verlieren.

### 3 Handlungsempfehlungen an die Politik

Die IHK für München und Oberbayern hat gemeinsam mit anderen Interessensverbänden einen Vorschlag zur Eigenkapitalbasis von KMU vorgelegt. Die vorgelegten Forderungen sind:

- I. Steuerlichen Verlustrücktrag und weitere steuerliche Maßnahmen zur Eigenkapitalstärkung umsetzen.
- II. Regulatorische Vorgaben bei den Eigenkapital-Anforderungen in Bezug auf Unternehmen praxisgerecht ausgestalten.
- III. Nachrangdarlehen wie z.B. das KfW-Programm „ERP-Mezzanine für Innovation“ für den kleinen Mittelstand zugänglich machen. Zugangskriterien zum KfW-Programm „ERP-Kapital für Gründer“ praxisnah gestalten.
- IV. Zukunftsfähige Restrukturierungen auch für kleine Unternehmen ermöglichen.

Bevor auf diese Vorschläge einzeln eingegangen wird, wird im Folgenden kurz die Rolle des Staates in Krisensituationen zusammengefasst.

#### **„Optimale“ staatliche Rettungsmaßnahmen**

Aus volkswirtschaftlicher Sicht stellt sich die Frage, ob der Staat überhaupt unterstützend eingreifen sollte. Das Konzept der „kreativen Zerstörung“ sieht explizit vor, dass in einer Krise nicht (mehr) konkurrenzfähige Unternehmen vom Markt verschwinden und dafür (im Aufschwung) dann neue Unternehmen mit zukunftsfähigen Ideen entstehen. Es ist nicht die Aufgabe des Staates, unternehmerisches Risiko zu versichern. Ausnahmen hiervon greifen zunächst nur bei systemischen Firmen, die in jedem Fall gerettet werden sollten. Dies bedeutet jedoch im Umkehrschluss nicht, dass man in der aktuellen Situation alle nicht-systemrelevanten Firmen guten Gewissens in die Insolvenz gehen lassen sollte. Denn die Coronavirus-Pandemie unterscheidet sich von anderen Rezessionen auch dadurch, dass einige Unternehmen unverschuldet (z.B. aufgrund gesetzlicher Pandemiebekämpfungsmaßnahmen) in eine Schieflage geraten sind. Erschwerend kommt hinzu, dass diese Maßnahmen unterschiedliche Sektoren unterschiedlich stark betreffen, was schwerlich dem einzelnen Unternehmen angelastet werden kann. Diese Aspekte rechtfertigen also grundsätzlich Unterstützungsprogramme.

Sollen nun staatliche Rettungsmaßnahmen eher anhand von Fremdkapital- oder Eigenkapitalbeteiligung durchgeführt werden? Der Unterschied zwischen Eigen- und Fremdkapital ist aufgrund „indirekter“ Kosten einer hohen Verschuldung relevant. D.h., hochverschuldete Firmen werden möglicherweise zu wenig investieren (da der Großteil der Erträge an die Fremdkapitalgeber geht)

gleichzeitig aber das Risiko der Investitionen erhöhen (weil die Eigenkapitalgeber an dem riskanten, aber in der Regel höheren Ertrag des Projektes profitieren).

Temporäre Liquiditätshilfen an Firmen mit geringem Verschuldungsgrad können durch Kredite finanziert werden, sofern der Verschuldungsgrad nicht beträchtlich ansteigt. Diese Firmen können die Kredite aus operativem Gewinn zurückzahlen. Die „indirekten“ Kosten der Verschuldung sind niedrig. Im Regelfall wird es jedoch wahrscheinlich sein, dass Rettungsmaßnahmen für (eigentlich profitable) Unternehmen notwendig werden, bei denen der Verschuldungsgrad zu stark ansteigt. In diesem Fall sind die „indirekten“ Kosten der Verschuldung hoch, so dass Eigenkapital die bessere Alternative wäre.

Hier sind mehrere Faktoren zu berücksichtigen. Zum Beispiel könnten Kredite mit staatlichen Garantien, die über Banken vergeben werden, dazu verwendet werden, um eigene, ausfallbedrohte Kredite an die Banken zurückzuzahlen, um das Risiko auf den Steuerzahler abzuwälzen. Damit werden eigentlich insolvente Unternehmen am Leben erhalten mit potenziellen negativen Konsequenzen für Innovation und Wirtschaftswachstum (vgl. Schmidt et al. 2020). Darüber hinaus stellt sich die Frage, wie Eigenkapital zur Verfügung gestellt werden kann, ohne dass die Alteigentümer verwässert werden (gerade bei eigentümergeführten Unternehmen). Außerdem sollte der Staat nicht operativ in die Unternehmen eingreifen. Mit anderen Worten, das optimale Design und die Zielgenauigkeit staatlicher Interventionen im Laufe der Pandemie ist alles andere als klar. Im Folgenden wird auf spezifische Handlungsempfehlungen eingegangen. Diese sind im Hinblick auf die beschriebenen Eigenkapitalrisiken bei den kleinsten 20-25% der KMUs, gemäß der Datenlage Stand Dezember 2020, zu lesen und stellen keine generelle Einordnung dieser Politikmaßnahmen dar.

### **Volkswirtschaftliche Bewertung der vorgeschlagenen Maßnahmen („Mittelstandslücke“ bei den Eigenkapital-Stärkungsmaßnahmen schließen“)**

#### **Zu I: Steuerlichen Verlustrücktrag und weitere steuerliche Maßnahmen zur Eigenkapitalstärkung umsetzen**

Der steuerliche Verlustrücktrag ermöglicht es Unternehmen, Verluste in einem Jahr mit Gewinnen aus Vorjahren zu verrechnen und so die steuerliche Bemessungsgrundlage für das Vorjahr zu verringern. Eine zeitnahe Rückzahlung kommt den Firmen als direkte Eigenkapitalstärkung zugute. Für die Einkommen- und Körperschaftsteuer wurde die Höchstgrenze für so zu verschiebende Verluste zuletzt von einer auf zehn Millionen erhöht. Die Gewerbesteuer ist bisher ausgenommen (vgl. Lamprecht und Weichenrieder 2020). Aus ökonomischer Sicht hat der steuerliche Verlustrücktrag einige **Vorteile** gegenüber anderen Stützungsmaßnahmen:



1. Der steuerliche Verlustrücktrag kommt nur Firmen zugute, die in der Vergangenheit Gewinne erwirtschaftet und auch in Deutschland versteuert haben. Dies schließt Firmen aus, die bereits in der Vorkrisenzeit Verluste erwirtschafteten und bietet daher eine Lösung für das oben angesprochene Selektionsproblem.
2. Unternehmen, die in vergangenen Jahren ihre Profite in Niedrigsteuerländer verschoben haben, um in Deutschland der Besteuerung zu entgehen, sind daher ebenfalls ausgeschlossen. Dies stärkt auch die fiskalische Tragfähigkeit dieses Instruments, denn nach der Krise ist es wahrscheinlicher, dass diese Firmen ihre Gewinne weiterhin in Deutschland versteuern.
3. Der Verlustrücktrag ist firmenspezifisch, was Streuungsverluste verringert.

Vor diesem Hintergrund ist der steuerliche Verlustrücktrag als zielgenaues Instrument zur kurzfristigen Eigenkapitalstärkung zu betrachten, der eine gewollte antizyklische Wirkung hat (vgl. Fuest und Devereux 2009). Allerdings sind auch einige potenzielle **Nachteile** zu benennen:

1. Die Höhe des Verlustrücktrages bemisst sich nicht nach Liquiditätsbedarf, sondern nach der Höhe des momentanen Verlustes und Gewinne in Vorjahren. Er wird daher auch von Firmen genutzt werden, die kein Eigenkapital benötigen.
2. Die rückblickende Wirkung benachteiligt junge Unternehmen welche in den Vorjahren noch keine Gewinne erwirtschaftet haben.
3. Es ist nicht klar, dass das so gewonnene Eigenkapital im Unternehmen verbleibt und für konjunkturstützende Aktivitäten eingesetzt wird. Die Empfehlungen von Lamprecht und Weichenrieder (2020), zur Begrenzung der Gewinnausschüttung von Kapitalgesellschaften, sind daher wichtig.
4. Schlussendlich stellt ein Verlustrücktrag eine nachträgliche Rückzahlung der impliziten „Gewinnbeteiligung“ des Staates durch Steuern dar. Im Bereich anderer Risikobeteiligungen, beispielsweise in Form von Aktien werden frühere Gewinne nicht mit späteren Verlusten verrechnet (dieser Punkt wird detaillierter in Lamprecht und Weichenrieder 2020 behandelt).

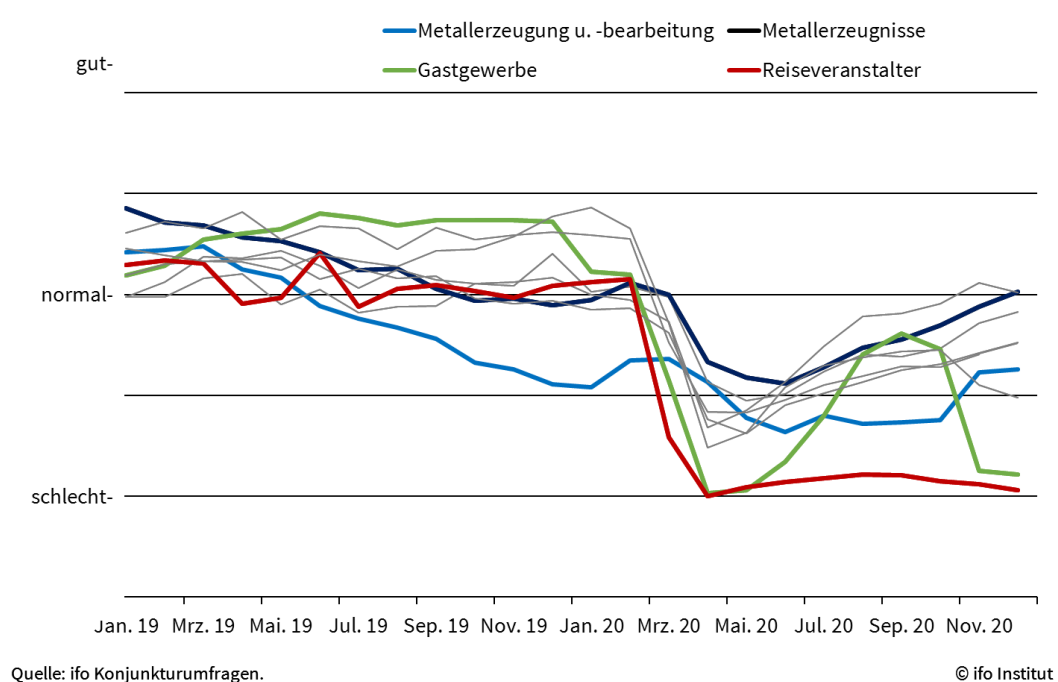
Hinzuzufügen wären fiskalische Effekte, die jedoch während einer Krise explizit gewollt sind, um Risiken aus dem privaten in den öffentlichen Sektor zu verlagern. Kapital kann hierzu beispielsweise aus bestehenden nicht ausgeschöpften Programmen umgewidmet werden. Die anderen aufgeführten potenziellen Nachteile sind in der momentanen Situation zu qualifizieren. Die Gefahr von Mitnahmeeffekten ist nicht größer einzuschätzen als bei anderen Unterstützungsmaßnahmen und muss in Kauf genommen werden, wenn stützende Maßnahmen gewollt sind. Für junge Unternehmen, welche in Vorkrisenjahren noch keine Gewinne generieren konnten, sollten allerdings weitere Stützungsmaßnahmen in Betracht gezogen werden.

Mittelfristig entstehen außerdem zwei **Gefahren** aus Erweiterungen des steuerlichen Verlustrücktrages:

1. Der steuerliche Verlustrücktrag eröffnet neue Steuervermeidungsmöglichkeiten. Beispielsweise wurde gezeigt, dass Firmen Verluste früher realisieren, wenn sie diese über Verlustrückträge anrechnen können (vgl. Erickson, Heitzmann und Zhang 2013). Außerdem kann ein Unternehmen, welches in mehreren Ländern tätig ist, durch Profitverschiebung wechselnd Verluste in unterschiedlichen Ländern buchen und so seine Steuerlast verringern, ohne, dass dies von Gesetzesgebern in einem dieser Länder gewollt wird. Für Verlustvorträge sind solche Effekte bereits belegt (vgl. Gamm, Heckemeyer und Koch 2018).
2. Die oben beschriebenen Risiken für die Eigenkapitalsituation kleiner Unternehmen zeigen, dass eine Ausweitung des Verlustrücktrages sinnvoll ist. Eine Verstärkung dieser Erweiterungen über die Coronakrise hinaus birgt jedoch die Gefahr, dass langfristig unternehmerisches Risiko auf den Staat überwältigt werden könnte. Ein Unternehmen, das über mehrere Jahre erfolgreich gewirtschaftet hat, sollte in dieser Zeit selbst Eigenkapital aufbauen, um Ausfällen vorzubauen. Die eingangs beschriebene Entwicklung des Eigenkapitals in Deutschland über die letzten Dekaden zeigt, dass dies auch geschieht (vgl. auch Abbildung 1 und 2). Eine Verstärkung der Ausweitungen des Verlustrücktrages könnte daher die in nicht-Krisen-Zeiten wichtige Signalfunktion des Eigenkapitals für Banken und Investoren unterminieren. Der Forschungsstand zu unternehmerischen Reaktionen auf eine solche Ausweitung lässt bisher keine abschließende Evaluierung dieser Gefahren zu.

Vor dem Hintergrund der oben beschriebenen Daten ist der steuerliche Verlustrücktrag besonders aus zwei Perspektiven zu begrüßen. Erstens wird er primär Sektoren zugutekommen, die unerwartet in Schwierigkeiten gekommen sind. Sektorale Daten aus den ifo Befragungen zeigen hier deutliche Unterschiede. Während das Gastgewerbe und Reiseveranstalter einen stabilen Vorkrisentrend in der Geschäftslage vorweisen, war in Bereichen wie der Herstellung von Metallerzeugnissen bereits über das Jahr 2019 ein negativer Trend sichtbar (vgl. Abbildung 22). Einen relativen Einbruch verzeichnen alle diese Sektoren, der über das Jahr gemittelte Rückgang für Metallerzeugnisse weicht allerdings nicht deutlich vom Trend des Vorjahres ab. In Bereichen, die nicht erst durch die Corona-Krise in Schieflage gerieten, ist die Gefahr daher größer, bei anderen Rettungsmaßnahmen Mitnahmeeffekte zu erzeugen und eigentlich marode Firmen künstlich am Leben zu erhalten. Diese Gefahr wird durch den Verlustrücktrag verringert.

Abbildung 22: Geschäftslage ausgewählter Wirtschaftsbereiche



Zweitens geht der Verlustrücktrag mit einer Deckelung einher, unterstützt also Großunternehmen in Prozent der Bilanzsumme deutlich weniger. Die hier gelieferte Datenanalyse zeigt, dass sich Eigenkapitalrisiken insbesondere bei KMUs und den darunter besonders kleinen Unternehmen häufen. Eigenkapitalmaßnahmen sind daher für solche Firmen besonders sinnvoll. Vor dem Hintergrund von Eigenkapitalrisiken bei kleinen Unternehmen ist eine höhere Deckelung nicht nötig, es ist unwahrscheinlich, dass die hier genutzte Definition kleiner Firmen<sup>1</sup> viele Firmen beinhaltet, die in einem Jahr mehr als zehn Millionen Euro Verluste machen (können). Auch nutzen kleine Unternehmen Möglichkeiten zur internationalen Steuergestaltung weniger als Großunternehmen, was die langfristige fiskalische Tragbarkeit des Verlustrücktrages erhöht. Solche internationalen Steuerplanungsreaktionen sind für Großunternehmen bisher für den Verlustvortrag belegt (Gamm, Heckemeyer und Koch 2018), es ist daher zu empfehlen, Reaktionen laufend zu bewerten. Allerdings hat eine höhere Deckelung eine stärkere konjunkturelle Wirkung und trifft auch unter den großen Firmen solche, die vor der Krise wirtschaftlich waren (vgl. Fuest 2020 sowie Koch und Langenmayr 2020).

Der Vorschlag, den Verlustrücktrag über drei Jahre vor der Corona-Krise anrechenbar zu machen ist ebenfalls positiv zu bewerten und kommt auch kleinen Firmen zugute. So wird ausgeschlossen,

<sup>1</sup> Kleine Unternehmen sind in den oben gezeigten Analysen wie folgt über verschiedene Sektoren definiert: Verarbeitendes Gewerbe: 1-99 Beschäftigte; Bau: 1-49 Beschäftigte; Dienstleister und Handel: <1 Mio. Euro Jahresumsatz. Diese Aufteilungen folgt den KMU Definitionen des ifo Instituts und setzt die Grenze für „kleine“ Unternehmen bei 20, bzw. 25% der KMU Abgrenzung

dass ein besonders (un)günstiges Vorkrisenjahr allein den Verlustrücktrag (un)möglich macht. Ob diese Zeitspanne auf fünf Jahre erhöht werden soll, ist primär eine fiskalische Frage, es ist unwahrscheinlich, dass dadurch ein besseres Targeting entsteht. Insgesamt ist eine Ausweitung des steuerlichen Verlustrücktrages als temporäre konjunkturpolitische Maßnahme zu begrüßen. Internationale Gestaltungsmöglichkeiten sollten beobachtet und möglichst reduziert werden und langfristige Verzerrungen durch eine zeitliche Begrenzung der Sondermaßnahmen ausgeschlossen werden.

## **II. Regulatorische Vorgaben bei den Eigenkapital-Anforderungen in Bezug auf Unternehmen praxismäßig ausgestalten.**

Eine praxismäßige Ausgestaltung von regulatorischen Vorgaben ist ökonomisch grundsätzlich zu begrüßen. Die obige Analyse zeigt, dass kleine Unternehmen besonders deutliche Eigenkapitalrisiken aufweisen. Daher sind bestehende Regelungen für besonders kleine Unternehmen bereits sinnvoll zugeschnitten. Allerdings zeigt die im Durchschnitt über alle Sektoren und Unternehmensgrößen negative Eigenkapitalentwicklung, dass eine Ausdehnung der Zugangsmöglichkeiten sinnvoll ist. Nach den hier aufbereiteten Daten sollte der Fokus dabei wie in Kapitel 2.2 beschrieben weiterhin auf kleinen Unternehmen liegen. Die hier genutzte Definition (Verarbeitendes Gewerbe: 1-99 Beschäftigte; Bau: 1-49 Beschäftigte; Dienstleister und Handel: <1 Mio. Euro Jahresumsatz) kann ein nützlicher Ausgangspunkt für eine Schwellensetzung sein.

## **III. Nachrangdarlehen wie z.B. das KfW-Programm „ERP-Mezzanine für Innovation“ für den kleinen Mittelstand zugänglich machen. Zugangskriterien zum KfW-Programm „ERP-Kapital für Gründer“ praxismäßig gestalten.**

Insbesondere kleine Firmen unter den KMUs berichten in den hier beschriebenen Umfragen Eigenkapitalrisiken und Bedrohung durch Insolvenzen. Ausweitung auf kleine Unternehmen sollte daher gründlich geprüft werden. Hierbei ist jedoch zu beachten, dass ein Großteil der (kleinen) Unternehmen keine Beschäftigte hat. Auch ist ein Mechanismus wie beim steuerlichen Verlustrücktrag wünschenswert, der kleinen Unternehmen nach Vorkrisentrends beurteilt. Die Finanzhilfen der Bundesregierung (Säule I und II) in der Corona-Krise, die über die KfW und die Landesförderinstitute organisiert werden, sind insbesondere für kleine und kleinste Unternehmen sinnvoll gestaltet. Selbst bei finanziellen Schwierigkeiten vor dem 31.12.2019 haben sie Anspruch auf Unterstützung, sofern sie sich nicht in einem Insolvenzverfahren befinden und keine Rettungs- oder Umstrukturierungshilfen erhalten haben. Auch für Unternehmen mit wenigen Beschäftigten hat der Staat keine Versicherungsfunktion über den allgemeinen Krisenfall hinaus.

## **IV. Zukunftsfähige Restrukturierungen auch für kleine Unternehmen ermöglichen.**

Die Restrukturierungsrichtlinie wurde Ende 2020 in nationales Recht umgesetzt. Auf Sanierungsmediation wurde verzichtet. Hier ist allerdings anzumerken, dass drohende Insolvenzwellen oft überspitzt dargestellt werden. Da Unternehmensinsolvenzen in Deutschland seit 2009 rückläufig sind, sind eher aufholende Insolvenzen zu erwarten. Auch der Bankensektor ist für damit verbundene Ausfälle vorgerüstet (vgl. Bundesbank 2020). Des Weiteren sind positive Trends bei Neugründungen sichtbar.

## Literaturverzeichnis

Acharya, V., und S. Steffen, "The Risk of Being a Fallen Angel and the Corporate Dash for Cash in the Midst of COVID", *Review of Corporate Finance Studies*, im Erscheinen.

Bundesbank (2018), „Tendenzen in den Finanzierungsstrukturen deutscher nichtfinanzieller Unternehmen im Spiegel der Unternehmensabschlussstatistik“, Monatsbericht, Juli 2018.

Bundesbank (2019), „Ertragslage und Finanzierungsverhältnisse deutscher Unternehmen im Jahr 2018“, Monatsbericht, Dezember 2019.

Bundesbank (2020), „Finanzstabilitätsbericht 2020 der Deutschen Bundesbank“, Monatsbericht, Oktober 2020.

Erickson, M. M., Heitzmann, S.M. und Zhang, X. F. (2013), "Tax-motivated loss shifting", *Accounting Review*, 88(5), 1657-1682.

Freuding, J. und K. Wohlrabe, (2021), „Die Dauer der Einschränkungen des öffentlichen Lebens und die Normalisierung der Geschäftslage: Was erwarten die Unternehmen?“ ifo Schnelldienst digital, 2021, 2, Nr. 4

Fuest, C. (2020), „Es ist Zeit für eine Ausweitung des steuerlichen Verlustrücktrags“, *ifo Standpunkt* 202.

Fuest, C. und Devereux, M. (2009), "Is the Corporation Tax an Effective Automatic Stabilizer?" *National Tax Journal*, 62(3), 429-437.

Gamm, M., Heckemeyer, J.H. und Koch, R. (2018), "Profit Shifting and the Marginal Tax Rate: What Determines the Shift-to-Loss Effect?" Working Paper.

Gatchev, V. A., P. A. Spindt, und V. Tarhan (2009), "How do firms finance their investments? The relative importance of equity issuance and debt contracting costs", *Journal of Corporate Finance* 15(2): 179-195.

Haddad, V., A. Moreira, und T. Muir (2020), "When selling becomes viral: Disruptions in debt markets in the Covid-19 crisis and the Fed's response", NBER Working Papers 27168.

He, Z., und A. Krishnamurthy (2013), "Intermediary Asset Pricing", *American Economic Review* 103(2), 732-770.

Koch, R. und Langenmayr, D. (2020), „Der steuerliche Umgang mit Verlusten: Reformoptionen für die Corona-Krise“, *Wirtschaftsdienst*, 100(5), 367-373.

Lamprecht P. und Weichenrieder A.J. (2020), „Der Verlustrücktrag als Mittel der Konjunkturpolitik – Ausweitung des Verlustrücktrags auch auf die Gewerbesteuer erforderlich“, *SAFE White Paper* No. 71.

Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose (2020), *Erholung verliert an Fahrt – Wirtschaft und Politik weiter im Zeichen der Pandemie – Stand: Herbstgutachten der Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose*, 14. Oktober, Kiel.

Sauer S. und K. Wohlrabe (2020a), „Konjunkturumfragen im Fokus: Licht am Ende des Tunnels für die deutsche Wirtschaft“, *ifo Schnelldienst*, 73, Nr. 07, 68-70.

Sauer, S., und K. Wohlrabe (2020b), Kreditverhandlungen und Liquidität von Unternehmen während der Corona-Pandemie. *ifo Schnelldienst digital*, 1, Nr. 10.

Schmidt, D., Y. Schneider, D. Streitz und S. Steffen (2020), “Capital Misallocation and Innovation” Working Paper.

## Impressum

### Verleger und Herausgeber:

IHK für München und Oberbayern  
Dr. Eberhard Sasse  
Dr. Manfred Gößl  
Max-Joseph-Straße 2, 80333 München  
☎ 089 5116-0  
✉ info@muenchen.ihk.de  
🌐 ihk-muenchen.de

### Ansprechpartner:

Claudia Schleich, Abteilungsleiterin Unternehmensförderung, Gründung, Gewerberecht  
☎ 089 5116-0 ✉ claudia.schleich@muenchen.ihk.de

### Verfasser:

ifo Institut – Leibniz-Institut für Wirtschaftsforschung an der Universität München e. V.  
Prof. Andreas Peichl ☎ 089 9224-1225 ✉ peichl@ifo.de  
Stefan Sauer ☎ 089 9224-1302 ✉ sauer@ifo.de  
Stefan Lautenbacher ☎ 089 9224-1265 ✉ lautenbacher@ifo.de  
Sabine Rumscheidt ☎ 089 9224-1263 ✉ rumscheidt@ifo.de

### Zusätzliche Autoren:

Ludwig-Maximilians-Universität München, Center for Economic Studies (CES)  
Dr. Jakob Miethe ☎ 089 2180-5020 ✉ jakob.miethe@econ.lmu.de  
Frankfurt School of Finance & Management  
Prof. Sascha Steffens ☎ 069 154008-794 ✉ s.steffen@fs.de

### Gestaltung Umschlag:

Ideenmühle GmbH, Eckental

### Bildnachweis:

Titel: Adobe Stock © Andrey Popov

### Hinweis zu ifo-Studien:

© Die Inhalte wurden vom ifo Institut erstellt und entsprechen nicht notwendigerweise den Positionierungen der IHK.  
Alle Rechte liegen beim Herausgeber. Ein Nachdruck – auch auszugsweise – ist nur mit ausdrücklicher schriftlicher Genehmigung des Herausgebers gestattet.

Stand: Februar 2021