



Risiken für den Unternehmenssektor in der COVID-19-Krise – Beurteilung und Politikreaktionen

5. Mai 2020

In diesem Themenpapier werden die finanziellen Risiken untersucht, denen sich Nichtfinanzunternehmen durch die Maßnahmen gegenübersehen, die in den meisten Volkswirtschaften zur Eindämmung der COVID-19-Pandemie ergriffen wurden. Auf der Basis empirischer Simulationen wird evaluiert, inwieweit Unternehmen Gefahr laufen, in eine Liquiditätskrise zu geraten. Zudem wird erörtert, welche unmittelbaren Schritte die staatlichen Stellen ergreifen können, um Gefahr und Ausmaß einer solchen Krise zu reduzieren und damit sicherzustellen, dass sie nicht in eine Solvenzkrise mündet.



Einleitung

Die durch den COVID-19-Ausbruch verursachte Gesundheitskrise hat die Staaten dazu veranlasst, beispiellose Maßnahmen zu ergreifen, um die Ausbreitung des Virus einzudämmen. Behördlich verfügte Unternehmensschließungen, Quarantänen sowie Mobilitäts- und Kontaktbeschränkungen haben große Teile der Wirtschaft nahezu zum Erliegen gebracht (OECD, 2020a). In vielen Sektoren sind die Umsätze eingebrochen. Die finanziellen Verpflichtungen gegenüber Zulieferern, Angestellten, Kreditgebern und Investoren müssen jedoch weiter erfüllt werden, was die Liquiditätspolster der Firmen schmelzen lässt. Durch die drastisch verschlechterten Ertragsaussichten haben sich die projizierten Zinslast- und Ertragsquoten der Unternehmen deutlich verringert (OECD, 2020b). Weil sehr viele Unternehmen gleichzeitig von diesen Problemen betroffen sind, ist dies eine besonders große Herausforderung. Die Hersteller von Vorleistungsgütern oder -dienstleistungen haben ebenfalls Umsatzrückgänge verzeichnet, auch wenn sie selbst wegen der Lockdown-Maßnahmen nicht schließen mussten. Da sich viele Unternehmen entlang der Lieferketten Liquiditätsengpässen gegenübersehen, könnten die Ausfälle bei Lieferantenkrediten zunehmen, was die Cashflow-Probleme zusätzlich erhöhen würde.

Die Liquiditätskrise kann zu einer globalen Solvenzkrise im Unternehmenssektor führen. Wenn Unternehmen über einen längeren Zeitraum sehr viel geringere oder keine Einnahmen erzielen und weniger Möglichkeiten haben, diese Einnahmелücken wieder aufzufüllen, ist ihre langfristige Überlebensfähigkeit beeinträchtigt. Freiwillige Unternehmensschließungen und Insolvenzen können folgen. Human- und Organisationskapital würde geschwächt und könnte im Fall der Zahlungsunfähigkeit von Unternehmen, die vor der Corona-Krise rentabel waren und solide Bilanzen aufwiesen, verloren gehen. Wenn stark integrierte Unternehmen aus dem Markt ausscheiden müssen, führt dies zudem zu Störungen in globalen Wertschöpfungsketten. Die hohe Unsicherheit bezüglich des künftigen Verlaufs der wirtschaftlichen Entwicklung dürfte die Investitions- und Konsumnachfrage der Unternehmen dämpfen. Eine Solvenzkrise im Unternehmenssektor könnte daher langfristig gravierende negative Auswirkungen auf die Volkswirtschaften haben, da sie Beschäftigung, Produktivität, Wachstum und Lebensqualität reduzieren würde.

Das Risiko einer Finanzkrise ist hoch. Wenn die Politik hier nicht schlagkräftig reagiert, könnten zahlreiche Unternehmensinsolvenzen die Finanzlage von Banken und institutionellen Anlegern schwächen. Dies könnte Märkte für Fremd- und Eigenfinanzierung verschließen und eine sich selbst verstärkende Abwärts Spirale im Unternehmenssektor auslösen, die wiederum die Wahrscheinlichkeit einer Krise deutlich erhöhen würde. Überdies könnten Unternehmensinsolvenzen in großem Maßstab in Kombination mit staatlichen Rettungsaktionen für systemrelevante Unternehmen den Wettbewerb reduzieren, was Auswirkungen auf das künftige Produktivitätswachstum haben dürfte.

Die zuständigen staatlichen Stellen haben diese Risiken erkannt und entsprechend zahlreiche Krisenmaßnahmen verabschiedet, um die Liquidität der Unternehmen zu sichern. Zusätzlich zu den geldpolitischen Maßnahmen der Zentralbanken reagierte die Fiskalpolitik ihrerseits mit direkten und indirekten Erleichterungen bei den Lohnkosten (u. a. mit Erweiterungen des Versicherungsschutzes und Erhöhungen der Lohnersatzquoten beim Arbeitslosengeld, Kurzarbeitsregelungen sowie Leistungen bei vorübergehender Arbeitslosigkeit), Steuerstundungen, Schuldenmoratorien und Ausweitungen der staatlichen Kreditgarantien.

In diesem Themenpapier werden die Risiken einer weitreichenden Liquiditätskrise anhand einer sektorübergreifenden Stichprobe von nahezu einer Million europäischer Unternehmen evaluiert und die Vor- und Nachteile verschiedener öffentlicher Unterstützungsmaßnahmen diskutiert. Die Analyse erstreckt sich auf alle Sektoren des Verarbeitenden Gewerbes und der nichtfinanziellen Dienstleistungen.¹ Sie befasst sich

¹ Konkret sind alle Wirtschaftszweige berücksichtigt außer (NACE Rev.2): Landwirtschaft (A), Bergbau (B), Erbringung von Finanz- und Versicherungsdienstleistungen (K), öffentliche Verwaltung (O), Erziehung und Unterricht (P), Gesundheitswesen (Q), Private Haushalte und Organisationen (T und U).



mit den Erstrundeneffekten der kriseninduzierten Eindämmungsmaßnahmen. Unberücksichtigt bleiben zum einen mögliche Kaskadeneffekte über Lieferketten, finanzielle Verflechtungen zwischen Unternehmen und finanzielle Schiefagen im Bankensystem – abgesehen von den Effekten, die wegen der Größenordnung des Schocks in den einzelnen Wirtschaftszweigen implizit berücksichtigt sind – und zum anderen die strukturellen Anpassungen, die in einer zweiten Reaktionsphase auf die Krise erforderlich sein werden.²

Im vorliegenden Themenpapier wird die Gefahr von Unternehmensinsolvenzen der Einfachheit halber anhand von Annahmen hinsichtlich der Entwicklung der Umsätze und der Kostenelastizität im Verhältnis zu den Umsätzen beleuchtet.³ Der Vergleich des Prozentsatzes der Unternehmen, die in einem Szenario ohne und in einem Szenario mit Politikaktionen in Liquiditätsschwierigkeiten geraten würden, macht deutlich, wie wichtig Maßnahmen zur Vermeidung massiver unnötiger Insolvenzen sind. Die wichtigsten Ergebnisse der Analyse sind in Kasten 1 zusammengefasst.

Kasten 1 Vier Hauptergebnisse stechen hervor:

- Ohne staatliche Hilfsmaßnahmen würden 20 % der Unternehmen in der verwendeten Stichprobe nach einem Monat, 30 % nach zwei Monaten und 38 % nach drei Monaten in Liquiditätsnot geraten. Würden die Eindämmungsmaßnahmen sieben Monate andauern, würden über 50 % der Unternehmen Liquiditätsengpässe aufweisen. Ausschlaggebend für dieses Ergebnis sind hauptsächlich die Folgen der Eindämmungsmaßnahmen in den am stärksten betroffenen Sektoren.
- Die Unternehmen, in denen die Gefahr von Liquiditätsengpässen groß ist, sind meistens ansonsten rentabel und überlebensfähig. Allerdings verfügt ein beträchtlicher Teil dieser Unternehmen nicht über hinreichend Sicherheiten, um einen Liquiditätsmangel mit zusätzlichen Schulden überbrücken zu können und/oder ist zu stark fremdfinanziert, um die Krise durch die Aufnahme weiterer Bankkredite bewältigen zu können.
- Unter den zahlreichen z. T. komplementären Maßnahmen, die von OECD-Ländern eingeführt wurden, scheinen direkte und indirekte Erleichterungen bei den Lohnzahlungen angesichts des hohen Anteils der Lohnkosten an den Gesamtausgaben der Unternehmen das wirksamste Instrument zur Eindämmung der Liquiditätskrise zu sein.
- Bei Addition verschiedener Maßnahmen (Steuerstundungen, Schuldenmoratorien und Lohnsubventionen in Höhe von 80 % der Lohnkosten) ergibt die Simulation, dass der Prozentsatz der Unternehmen, denen Illiquidität droht, im Szenario mit Politikinterventionen im Vergleich zum Szenario ohne Maßnahmen nach zwei Monaten von 30 % auf 10 % sinken würde.

Für einen Großteil der Unternehmen besteht ein erhebliches Risiko von Liquiditätsengpässen

Maßnahmen der sozialen Distanzierung und Mobilitätsbeschränkungen stellen für Dienstleistungstätigkeiten, die einen direkten Kontakt zwischen Kunden und Anbietern voraussetzen oder bei denen es zu Menschenansammlungen an öffentlichen und privaten Orten kommt, wie auch für den Reiseverkehr eine massive Beeinträchtigung dar. Das gleiche gilt für nicht systemrelevante Aktivitäten des Verarbeitenden

² Eine detailliertere Fassung dieses Themenpapiers findet sich im [Tackling Coronavirus Hub](#) (auf Englisch).

³ Diese Methode deckt sich weitgehend mit der Herangehensweise, die Schivardi und Romano (2020) für Italien gewählt haben. Sie basiert auf einer Reihe von Annahmen, die im weiteren Verlauf dieses Themenpapiers eingehender beschrieben werden. Sie entspricht vom Prinzip her auch den Arbeiten von De Vito und Gomez (2020).



Gewerbes und der Bauwirtschaft, bei denen die Arbeitskräfte physisch eng miteinander in Kontakt kommen. Aktivitäten, die auf Distanz oder automatisiert durchgeführt werden können, sind vergleichsweise weniger betroffen – sofern die Versorgungskette nicht unterbrochen ist und die Verbrauchernachfrage zumindest z. T. aufrechterhalten werden kann. Folglich kann davon ausgegangen werden, dass der Rückgang der Wirtschaftstätigkeit in den einzelnen Sektoren unterschiedlich ausfällt, auf Länderebene aber ähnlich sein dürfte.

Wie auch in OECD (2020a) und in Kapitel 2, Themenpapier 1, dargelegt, wird für bestimmte stark von den Beschränkungen betroffene Wirtschaftszweige ein Produktionsrückgang wie folgt unterstellt: 100 % in den Bereichen Herstellung von Kraftwagen und Kraftwagenteilen und sonstiger Fahrzeugbau (ISIC 29-30), Grundstücks- und Wohnungswesen (L), Kunst, Unterhaltung und Erholung (R) sowie Erbringung von sonstigen Dienstleistungen (S), 75 % in den Bereichen Handel sowie Instandhaltung und Reparatur von Kraftfahrzeugen (G), Luftfahrt (H) und Gastgewerbe/Beherbergung und Gastronomie (I) und 50 % in den Bereichen Bau (F) und freiberufliche Dienstleistungen (M).⁴ Für die übrigen Nichtfinanzsektoren wird konservativ von einem Einnahmenschock von 15 % ausgegangen, Sensitivitätsanalysen ergeben allerdings einen stärkeren Rückgang (z. B. einen Schock von 30 %).

Hinsichtlich der Dauer des Schocks werden drei alternative Szenarien untersucht.

- Ein Szenario mit „längerem Lockdown“, in dem die Entwicklung der Liquiditätspositionen der Unternehmen Monat für Monat ab Beginn der Eindämmungsmaßnahmen projiziert wird; zur Gesamtdauer der Maßnahmen wird dabei keine Annahme getroffen, weshalb auch die Erholung nicht modelliert wird.
- Ein „Single-Hit-Szenario“, in dem von einem drastischen Einbruch der Wirtschaftstätigkeit über zwei Monate ausgegangen wird, dem eine viermonatige allmähliche Erholung folgt, und in dem die Wirtschaftstätigkeit ab dem siebten Monat nach Ausbruch der Pandemie wieder Vorkrisenniveau erreicht.
- Ein „Double-Hit-Szenario“, das sich in den ersten sieben Monaten mit dem „Single-Hit-Szenario“ deckt, in dem ab dem achten Monat aber eine zweite Infektionswelle modelliert wird.

Das Single-Hit- und das Double-Hit-Szenario bieten den Vorteil, die erwartete Entwicklung der Pandemie und die daraus folgenden Lockdown-Maßnahmen genauer abzubilden. Demgegenüber bietet das stilisierte Szenario mit längerem Lockdown auf einfache Weise einen klaren Überblick über die Widerstandsfähigkeit der Unternehmen, da es auf einer kleineren Zahl von Annahmen bezüglich des Entwicklungspfades der Erholung basiert. Aus diesem Grund wird es im vorliegenden Themenpapier als Basisszenario zugrunde gelegt.

In einer vereinfachten Berechnung lässt sich für jedes Szenario der Prozentsatz der Unternehmen berechnen, die nach der Einführung von Eindämmungsmaßnahmen Monat für Monat in Liquiditätsschwierigkeiten geraten. Der durch Maßnahmen der sozialen Distanzierung erlittene wirtschaftliche Schock wird als Veränderung des Cashflows aus der laufenden Geschäftstätigkeit der Unternehmen modelliert. Diese resultiert aus dem Umsatzeinbruch und der begrenzten Fähigkeit der Unternehmen zur vollständigen Anpassung ihrer Betriebsausgaben. Im nächsten Schritt wird die jedem Unternehmen zur Verfügung stehende Liquidität als Summe der zu Beginn jeden Monats vorhandenen Liquiditätspuffer und des um den Schock korrigierten Cashflows berechnet (Kasten 2).

⁴ Die Annahmen zum Rückgang der Einnahmen in den am stärksten getroffenen Sektoren basieren auf qualitativen Informationen aus dem OECD COVID-19 Policy Tracker.



Kasten 2 Methode zur Evaluierung der Liquiditätsposition der Unternehmen in der COVID-19-Krise

Bei diesem Ansatz werden Jahresabschlüsse nichtfinanzieller Unternehmen aus der Orbis-Datenbank der Consultingfirma Bureau Van Dijk zugrunde gelegt, die Bilanzdaten zu börsennotierten und nicht börsennotierten Unternehmen weltweit sammelt. Nach Anwendung von Standardverfahren zur Datenbereinigung und Ausklammerung kleiner Unternehmen (d. h. mit weniger als drei Beschäftigten), um Bedenken im Hinblick auf die Datenqualität auszuräumen, besteht die endgültige Stichprobe aus 890 969 Einzelunternehmen, die im Verarbeitenden Gewerbe und im Sektor der nichtfinanziellen Dienstleistungen tätig sind.

Orbis ist die umfangreichste Datenquelle unternehmensinterner Informationen aus der ganzen Welt, die für die Wirtschafts- und Finanzforschung zugänglich ist. Der Grad der Erfassung der Unternehmen ist in den einzelnen Ländern allerdings sehr unterschiedlich. Um der beschränkten Datenverfügbarkeit Rechnung zu tragen, konzentriert sich das Themenpapier auf 14 europäische Länder, in denen vergleichsweise viele Unternehmen erfasst sind. Umfassende Ländervergleiche werden bewusst vermieden ebenso wie die Angabe absoluter Zahlen zur Gesamthöhe der Liquiditätsengpässe.⁵ Bei den in der Orbis-Datenbank erfassten Unternehmen handelt es sich zudem um Unternehmen, die im Vergleich zur Unternehmenspopulation insgesamt im Durchschnitt überproportional groß, alt und produktiv sind, selbst innerhalb der einzelnen Unternehmensgrößenklassen. Daher dürfte die Analyse für die potenziellen Liquiditätsengpässe nichtfinanzieller Unternehmen einen Wert ergeben, der sich eher am unteren Rand der Bandbreite möglicher Werte bewegt.

In der Studie wird davon ausgegangen, dass die letzten verfügbaren Daten für jedes Unternehmen (Ende 2018) in Bezug auf durchschnittliche Einnahmen, Betriebsausgaben, Schuldenzahlungen und Steuern die finanzielle Situation in Normalzeiten widerspiegeln. Der durch Maßnahmen der sozialen Distanzierung erlittene wirtschaftliche Schock wird als Veränderung des Cashflows aus der laufenden Geschäftstätigkeit der Unternehmen modelliert. Um die Anpassungsfähigkeit der Unternehmen widerzuspiegeln, werden die Elastizitäten der Vorleistungskosten und der Lohnkosten im Verhältnis zum Umsatz geschätzt, indem zur Vereinfachung davon ausgegangen wird, dass diese in den einzelnen Ländern und Sektoren identisch und konstant sind. Für jeden Monat wird der um den Schock korrigierte Cashflow der Unternehmen (unter der Annahme von null Investitionsausgaben) wie folgt bestimmt:

$$\begin{aligned} \text{StockAdjustedCashFlow}_{it} & & (1) \\ &= (1 - s_{st}) * \text{Revenues}_i - (1 - c * s_{st}) * \text{Intermediates}_i \\ &\quad - (1 - w * s_{st}) \text{WageBill}_i - \text{Taxes}_i - \text{DebtPayments}_i \end{aligned}$$

wobei sich s_{st} , c , w jeweils auf die Größe des Schocks im Sektor s im Monat t , die Elastizität der Vorleistungskosten im Verhältnis zum Umsatz und die Elastizität der Lohnsumme im Verhältnis zum Umsatz beziehen. Umsatz, Vorleistungskosten, Lohnkosten, Steuern und Schuldenzahlungen sind Jahreswerte, die durch 12 geteilt werden, um die Monatsdurchschnittswerte zu erhalten.

Die Elastizitäten von Vorleistungen und Lohnkosten im Verhältnis zum Umsatz werden anhand einer auf Jahresdaten basierenden Panelregressionsanalyse geschätzt. Für die Vorleistungskosten liegt die Elastizität nahe bei 1, für die Lohnkosten Schätzungen zufolge bei etwa 0,4. Wie erwartet, ergeben diese Berechnungen, dass die Unternehmen den Vorleistungskonsum leichter anpassen können als den Arbeitseinsatz. Um der Tatsache Rechnung zu tragen, dass die Anpassungsfähigkeit bei Betrachtung von Monatsdaten geringer ist als unter Zugrundelegung von Jahresdaten, werden nach

⁵ Die Stichprobenländer sind: Belgien, Dänemark, Deutschland, Finnland, Frankreich, Irland, Italien, Polen, Portugal, Rumänien, Schweden, Spanien, Ungarn und das Vereinigte Königreich.



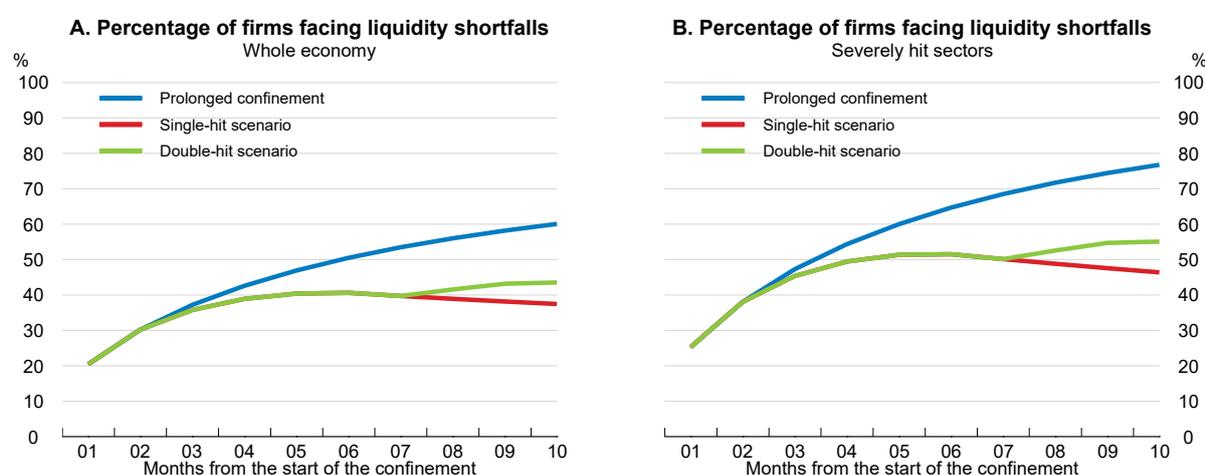
dem Modell von Schivardi und Romano (2020) beide Elastizitäten konservativ auf 0,8 bzw. 0,2 reduziert.

Im nächsten Schritt wird die jedem Unternehmen zur Verfügung stehende Liquidität Monat für Monat als Summe der zu Beginn des Zeitraums vorhandenen Liquiditätspuffer und des um den Schock korrigierten Cashflows berechnet, unter Annahme von null Investitionsausgaben:

$$Liquidity_{it} = Liquidity_{i,(t-1)} + StockAdjustedCashFlow_{it} \quad (2)$$

wobei sich $Liquidity_{i,(t-1)}$ auf die Liquidität bezieht, die aus dem Vormonat verbleibt und den Kassenbeständen des betreffenden Unternehmens in der ersten Phase entspricht.

Figure 1 Liquidity shortfalls without government interventions: Whole economy and severely hit sectors



Note: Panel A shows the percentage of firms facing liquidity shortfalls over the whole sample, while Panel B focuses exclusively on the most severely hit sectors. Both panels consider three alternative scenarios: prolonged confinement (blue line), single-hit (red line), and double-hit (green line) scenario. The prolonged confinement scenario envisages a sharp drop in activities in each month considered, being agnostic on the length of the confinement and on the transition to normality. The single-hit scenario foresees a sharp drop in activity lasting two months, followed by a four-month progressive transition towards normality, and a return to pre-crisis activity levels from the seventh month after the start of the epidemic. The double-hit scenario overlaps with the single-hit scenario for the first seven months, but then models a second outbreak from the eighth month onwards. The decline in output is assumed to be: between 50 and 100% in the most severely hit sectors -- manufacturing of transport equipment (ISIC V29-30), real estate services (VL), arts, entertainment and recreation (VR), other service activities (VS), wholesale and retail trade (VG), air transport (V51), accommodation and food services (VI), construction (VF) and professional service activities (VM); 15% in the other sectors.

Source: OECD calculations based on Orbis® data.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934140601>

Die Hauptergebnisse (Figure 1, Teil A) zeigen, dass ohne staatliche Hilfsmaßnahmen 20 % der Unternehmen in der Stichprobe nach einem Monat, 30 % nach zwei Monaten und etwa 35-38 % (je nach Szenario) nach drei Monaten in Liquiditätsnot geraten. Würde der Lockdown sieben Monate andauern, befänden sich über 50 % der Unternehmen im Szenario mit längerem Lockdown in Liquiditätsnot. Geht man hingegen davon aus, dass die Wirtschaftstätigkeit nach zweimonatigem Lockdown allmählich wieder Fahrt aufnimmt, wie im Single-Hit- und im Double-Hit-Szenario unterstellt, liegt der Prozentsatz der Unternehmen mit Liquiditätsproblemen nach sieben Monaten bei 40 %. Im Fall einer zweiten Lockdown-Phase



(Double-Hit-Szenario) steigt dieser Anteil nach 10 Monaten auf 45 %.⁶ Bei vorrangiger Betrachtung der am stärksten in Mitleidenschaft gezogenen Sektoren (Figure 1, Teil B) ist der Prozentsatz der Unternehmen, die in Liquiditätsnot geraten, deutlich höher. Im Szenario mit längerem Lockdown (Single-Hit oder Double-Hit) würde der Prozentsatz illiquider Unternehmen in diesen Sektoren nach sieben Monaten beispielsweise auf 70 % (50 %) steigen.

Es gilt nochmals zu betonen, dass es sich bei diesen Schätzungen angesichts der zugunsten gesünderer Unternehmen verzerrten Stichprobe und der konservativen Annahmen bezüglich der Elastizitäten wahrscheinlich um Untergrenzen handelt. Um die Entscheidung der meisten Regierungen widerzuspiegeln, den Unternehmen in der ersten Phase der Krise generell Unterstützung anzubieten, sind in diesen Simulationen allerdings auch Firmen einbezogen, die selbst ohne die COVID-19-Pandemie in Liquiditätsschwierigkeiten geraten wären. Nach einem Monat liegt der Prozentsatz dieser Unternehmen zwischen 1,5 % und 6,5 %, je nach ihrem Cashflow in Normalzeiten. Selbst unter Berücksichtigung der oberen Schätzung von 6,5 % würde die COVID-19-Krise nach einem Monat also einen nahezu dreifachen Anstieg des Anteils der Unternehmen mit Liquiditätsengpässen nach sich ziehen.

Insgesamt legen die Ergebnisse den Schluss nahe, dass zahlreiche an sich rentable Unternehmen durch die COVID-19-Krise in Liquiditätsengpässe geraten könnten, die eine Insolvenz auslösen könnten. Daher könnte dieser Schock starke und dauerhafte negative Auswirkungen haben.

Unternehmen mit Liquiditätsengpässen sind häufig solvent, haben aber aufgrund geringer Sicherheiten u. U. nur begrenzt Zugang zu zusätzlichen Krediten

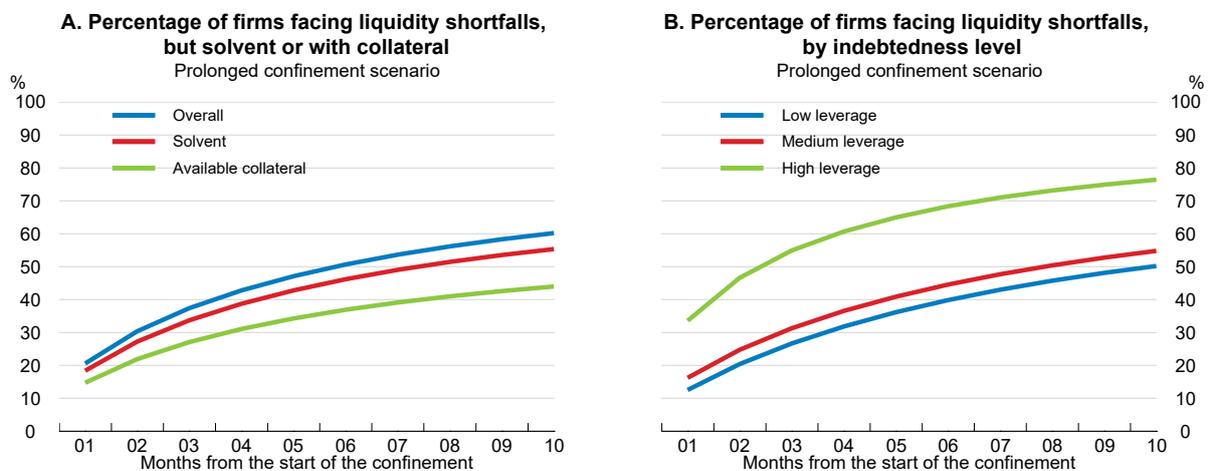
Unternehmen können in Liquiditätsengpässe geraten, wenn ihre Vermögenswerte nicht liquide genug sind, um ihre laufenden Ausgaben zu decken. Sie können dann aber immer noch solvent sein, sofern der Wert ihrer Forderungen den Wert ihrer Verbindlichkeiten übersteigt bzw. sofern sie Sicherheiten leisten können, um zusätzliche Bankfinanzierung zu erhalten (Figure 2, Teil A).⁷ Bei Zugrundelegung ihres Reinvermögens stünde nur ein relativ geringer Anteil (etwa 10 %) der Unternehmen, bei denen Liquiditätsengpässe erwartet werden, am Rande der Insolvenz. Allerdings können auch solvente Unternehmen Schwierigkeiten haben, sich neue Finanzierungsmittel bei Banken zu beschaffen: Etwa 28 % der Unternehmen, die während des Lockdowns in Liquiditätsnot geraten, würde es an Sicherheiten fehlen, um zusätzliche Schulden aufzunehmen. Darüber hinaus können Wertverluste, zu denen es während des Lockdowns kommt, den Wert der potenziellen Sicherheiten der Unternehmen verringern und damit ihre Finanzierungsmöglichkeiten weiter schmälern. Zudem könnte auch die marktbasierende Finanzierung durch Nichtbanken, die in den vergangenen zwanzig Jahren stark expandiert hat, schwieriger werden: In Phasen akuter Finanzmarktspannungen steigt der Kurs handelbarer Schuldtitel, womit auch die Finanzierungskosten der Unternehmen zunehmen (OECD, 2020c). Bei hoch verschuldeten Unternehmen ist die Wahrscheinlichkeit größer, dass sie in Liquiditätsengpässe geraten. Zusammen mit der hohen Unsicherheit, die bezüglich der Umsätze und anderen Zahlungseingänge in der nahen Zukunft besteht, erschwert dies die Aufnahme neuer Kredite (Figure 2, Teil B).

⁶ Der Anhang enthält eine zusätzliche Ergebnisreihe, in der ein Produktionsrückgang um 30 % (statt 15 %) in den anderen Branchen des Verarbeitenden Gewerbes und nichtfinanziellen Dienstleistungsbranchen unterstellt wird (Figure 1.A.1, Teil A); diese Schätzung wird dann noch einmal bezogen auf fünf der Länder mit dem höchsten Erfassungsgrad in Orbis® (Frankreich, Italien, Portugal, Spanien und Schweden) durchgeführt (Figure 1.A.1, Teil B).

⁷ Die Sicherheiten werden näherungsweise anhand der Differenz zwischen dem Anlagevermögen und den langfristigen Verbindlichkeiten berechnet.



Figure 2 Liquidity shortfalls without government intervention: solvency, collateral availability and indebtedness



Note: Panel A plots the percentage of firms facing liquidity shortfalls: overall (blue line); but still potentially solvent, i.e., if the value of their assets is larger than the value of the liabilities (red line); having collateral to pledge to obtain additional bank financing, i.e., if the value of their fixed assets is larger than the value of their non-current liabilities (green line). Panel B plots the percentage of firms facing liquidity shortfalls by indebtedness level, i.e.: belonging to the lowest 1/3 of the leverage distribution within each (2-digits Nace Rev.2) sector (blue line); belonging to the middle 1/3 of the leverage distribution within each sector (red line); belonging to the highest 1/3 of the leverage distribution within each sector (green line). Leverage is measured as the ratio between financial debt (short- plus long-term debt) and total assets. The calculations are based on the prolonged confinement scenario. The prolonged confinement scenario envisages a sharp drop in activities in each month considered, being agnostic on the length of the confinement and on the transition to normality. Moreover, the decline in output is assumed to be: between 50 and 100% in the most severely hit sectors (see above the text for details); 15% in the other sectors.

Source: OECD calculations based on Orbis® data.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934140620>

Diese Zahlen beruhen zwar auf verschiedenen Annahmen und müssen mit Vorsicht interpretiert werden, sie unterstreichen aber, wie vorteilhaft rasches und entschlossenes staatliches Handeln ist, um Unternehmen zu retten und mögliche Insolvenzen ansonsten gesunder Unternehmen zu vermeiden. Solches Handeln ist von entscheidender Bedeutung, um zu vermeiden, dass der durch die COVID-19-Krise ausgelöste vorübergehende Schock dauerhafte Schäden im Unternehmenssektor hinterlässt, was schwerwiegende Folgen für die Erholung und die langfristigen Wachstumsaussichten hätte.

Politikmaßnahmen zur Verringerung von Liquiditätsengpässen und Insolvenzrisiken

Die Länder haben bereits eine ganze Reihe von Maßnahmen eingeführt, um die Unternehmen bei der Bewältigung der mit COVID-19 einhergehenden Verwerfungen zu unterstützen (vgl. Kasten 3). Anhand des weiter oben beschriebenen einfachen Rechnungsmodells werden die erwarteten Wirkungen stilisierter Politikmaßnahmen in drei Bereichen veranschaulicht:

- **Steuerstundungen.** Um die Unternehmen während der Pandemie zu unterstützen, haben mehrere Länder Steuerstundungen eingeführt. Die Steuerstundung wird als Aussetzung (hypothetischer) monatlicher Steuerzahlungen modelliert.



- *Finanzielle Unterstützung bei der Schuldentilgung.* Zahlreiche Länder haben zudem rechtliche Regelungen eingeführt, die es Unternehmen vorübergehend erlauben, ihren Schuldendienst aufzuschieben, oder gewähren staatliche Garantien, um den Zugang zu kurzfristigen Finanzierungsmöglichkeiten zu erleichtern. Der potenzielle Effekt solcher Maßnahmen wird als Stundung kurzfristiger Verbindlichkeiten modelliert.

Kasten 3 Maßnahmen der OECD-Länder zur Unterstützung von Arbeitskräften und Unternehmen in der COVID-19-Krise

Dieser Kasten enthält einige Beispiele für konkrete Maßnahmen, die in OECD-Ländern umgesetzt wurden, um Arbeitskräfte und Unternehmen während der COVID-19-Krise zu unterstützen. Der [OECD COVID-19 Policy Tracker](#) bietet eine detailliertere Übersicht über die in den einzelnen Ländern im Gesundheits- und Wirtschaftsbereich eingeführten Maßnahmen. Eine Zusammenstellung der steuerpolitischen Maßnahmen, die zur Bewältigung der COVID-19-Krise ergriffen wurden, findet sich in der [Tax Policy Database in Response to COVID-19 Pandemic](#) (OECD, 2020d). Zusätzlich haben mehrere OECD-Länder Maßnahmen eingeführt, die speziell auf KMU abzielen (OECD, 2020e).

Viele OECD-Länder haben zeitlich befristete Kurzarbeitsregelungen für Unternehmen eingeführt, deren Tätigkeit durch die Lockdown-Maßnahmen beeinträchtigt ist. Österreich z. B. hat für die Corona-Krise ein spezielles Modell eingerichtet, in dessen Rahmen Beschäftigte aller Branchen (außer des öffentlichen Diensts) eine Kurzarbeitsbeihilfe in Höhe von bis zu 90 % ihres vorherigen Nettoarbeitsentgelts beziehen können. Die Zahl der geleisteten Arbeitsstunden kann dabei vorübergehend bis auf null verringert werden. Allerdings müssen die Arbeitskräfte über den vollen Zeitraum gerechnet, in dem ihr Unternehmen von Kurzarbeit Gebrauch macht, mindestens 10 % der normalen Arbeitszeit ableisten. Die Höchstdauer für die Kurzarbeit beträgt zunächst drei Monate (und kann im Bedarfsfall u. U. auf sechs Monate verlängert werden). Die Höhe der vom Staat für die entfallene Arbeitszeit gezahlten Kurzarbeitsunterstützung variiert mit dem zuvor bezogenen Bruttoarbeitsentgelt. Bei einem Bruttoentgelt bis zu 1 700 EUR übernimmt der Staat 90 % des Nettoentgelts. Bei einem Bruttoentgelt von 5 370 EUR beläuft sich die Beihilfe noch auf 80 % des Nettoentgelts, höhere Gehälter werden hingegen nicht subventioniert.

Die Schuldentilgung ist ein weiterer Bereich, in dem Fördermaßnahmen eingeführt wurden. Das Business Credit Availability Program (BCAP) in Kanada beispielsweise unterstützt Unternehmen in allen Sektoren auf unterschiedliche Art und Weise bei der Mittelbeschaffung während der COVID-19-Krise. Kleine Unternehmen mit einer maximalen Lohnsumme von insgesamt 1,5 Mio. CAD im Jahr 2019 können zinslose Darlehen in Höhe von bis zu 40 000 CAD erhalten, um ihre Betriebskosten zu decken (z. B. Strom-, Gas- und Wasserkosten, Lohnkosten, Mieten und Schuldendienst). Diese Darlehen werden zu 100 % vom Staat garantiert. Ein Viertel des Darlehensbetrags braucht nicht zurückgezahlt zu werden, wenn der Rest bis Ende 2022 getilgt wird. Andernfalls wird das Darlehen automatisch in ein Darlehen mit einer Laufzeit von drei Jahren und einem Zinssatz von 5 % umgewandelt. Größere Unternehmen können zusätzliche Bankfinanzierung bis zu einem Gesamtdarlehensbetrag von 6,25 Mio. CAD nutzen. Bis zu 80 % davon werden durch den Staat garantiert. Diese Darlehen dienen nur zur Deckung der Betriebskosten und können nicht verwendet werden, um Dividendenausschüttungen, Aktienrückkäufe und andere Zahlungen an Aktionäre, höhere Vergütungen für Führungskräfte oder die Refinanzierung bzw. Rückzahlung bereits existierender Schulden zu finanzieren.

Außer über garantierte Darlehen subventionieren einige OECD-Länder die Betriebskosten der Unternehmen auch unmittelbar. Norwegen beispielsweise zahlt eine Entschädigung an inländische Unternehmen, die wegen der COVID-19-Krise erhebliche Umsatzeinbußen erlitten haben. Alle steuerpflichtigen ins Handelsregister eingetragenen Unternehmen der meisten Sektoren (außer Öl- und Gassektor,



Finanzbranche und Versorgungsbetriebe) haben Anspruch auf diese Zahlung, vorausgesetzt, dass sie sich nicht bereits vor der Krise in einer finanziellen Notlage befanden.

Eine weitere Möglichkeit, um kurzfristigen Liquiditätsengpässen vorzubeugen, sind befristete Senkungen der Steuersätze oder Stundungen von Steuern oder Sozialabgaben. Korea hat eine bis Ende 2020 befristete Sondersteuerermäßigung für in COVID-19-Krisengebieten ansässige KMU eingeführt. Kleinunternehmen, d. h. Unternehmen mit jährlichen Einnahmen von weniger als 80 Mio. KRW, zahlen außerdem bis Ende 2020 weniger Mehrwertsteuer. Des Weiteren können sie die Entrichtung von Steuern um bis zu ein Jahr und von Sozialversicherungsbeiträgen um bis zu drei Monate aufschieben.

Mehrere OECD-Länder ergänzen Subventionen, Kreditgarantien und steuerbezogene Maßnahmen mit „weichen“ Instrumenten, um die Rückzahlung sicherzustellen und den Cashflow aus der laufenden Geschäftstätigkeit zu sichern. In Frankreich z. B. wurde von staatlicher Seite ein kostenfreies, schnelles und reaktives Mediationsangebot geschaffen, um in Kreditstreitigkeiten zwischen privaten Parteien zu vermitteln. Französische KMU können die Kreditmediation auch im Fall von Schwierigkeiten mit einem oder mehreren Finanzinstituten einschalten. Außerdem hat das Wirtschafts- und Finanzministerium eine Krisenstelle für Kredite zwischen Unternehmen eingerichtet, um die Nutzung von Handelskrediten zu überwachen.

- *Befristete Erleichterungen bei den Lohnzahlungen.* Eine sehr wichtige Maßnahme, um weitreichende Liquiditätsengpässe zu vermeiden, sind Erleichterungen bei den finanziellen Verpflichtungen der Unternehmen gegenüber ihren Beschäftigten. In vielen Ländern wurden Maßnahmen wie Kurzarbeit, Lohnsubventionen, vorübergehende Freistellungen und Beurlaubungen aus gesundheitlichen Gründen eingeführt, die allerdings von Land zu Land anders kombiniert wurden. All diese Maßnahmen verringern die Lohnkosten der Unternehmen. Sie werden auf zwei verschiedene Arten modelliert: zum einen anhand einer bedingungslosen Verringerung der Lohnsumme in allen Branchen um 80 %⁸ und zum anderen anhand einer an den branchenspezifischen Umfang des Schocks angepassten Unterstützung, die durch eine Erhöhung der Elastizität der Lohnkosten im Verhältnis zum Umsatz um 0,8 dargestellt wird.⁹

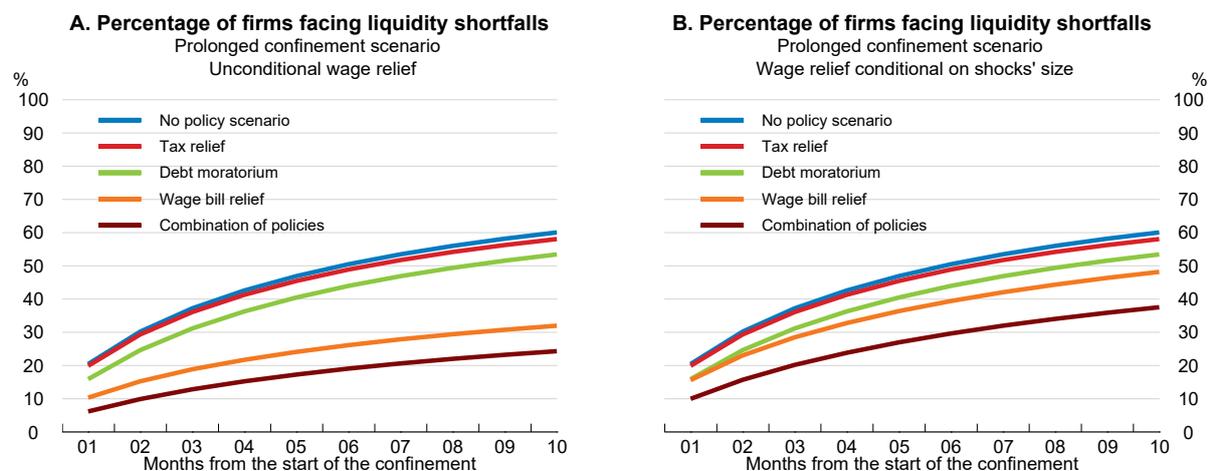
Die Abbildungen 3 und 4 veranschaulichen, in welchem Umfang die jeweiligen Maßnahmen das Risiko einer Liquiditätskrise im Vergleich zum Szenario ohne politische Intervention verringert. In Abbildung 3 werden zwei verschiedene Optionen für befristete Erleichterungen bei den Lohnzahlungen im Szenario mit „längerem Lockdown“ betrachtet. In Abbildung 4 wird weiter zwischen dem Single-Hit- und dem Double-Hit-Szenario unterschieden, wobei eine bedingungslose Verringerung der Lohnkosten in allen Sektoren um 80 % unterstellt wird. Steuerstundungen haben den geringsten Effekt auf die Liquiditätslage der Unternehmen, gefolgt von Schuldenmoratorien. Erleichterungen bei den Lohnkosten scheinen die größte Wirkung zu haben (auch wenn sie potenziell kostspielig sind), was mit der Tatsache im Einklang steht, dass die Löhne und Gehälter häufig einen maßgeblichen Teil der Betriebskosten darstellen. Alle drei Arten von Interventionen zusammengenommen, würden die staatlichen Maßnahmen den Anteil der Unternehmen, denen die Liquidität ausgeht, beispielsweise nach zwei Monaten von 30 % auf 10 % verringern.

⁸ Laut dem OECD COVID-19 Policy Tracker schwankt der Umfang der Beschäftigungsstützung im Ländervergleich zwischen 60 % und 100 % des Bruttolohns; in der überwiegenden Mehrheit der Länder liegt er bei 70-90 %. Dies ist beispielsweise in Kanada, Dänemark, Frankreich, den Niederlanden, Norwegen, Schweden und Japan der Fall.

⁹ In manchen Ländern werden nur Unternehmen unterstützt, deren Tätigkeit einen deutlichen Schock erlitten hat. Die Elastizität bedeutet, dass die Unterstützung je nach Umfang des branchenspezifischen Schocks zwischen 40 % und 80 % variiert.



Figure 3 The impact of policies on liquidity shortfalls

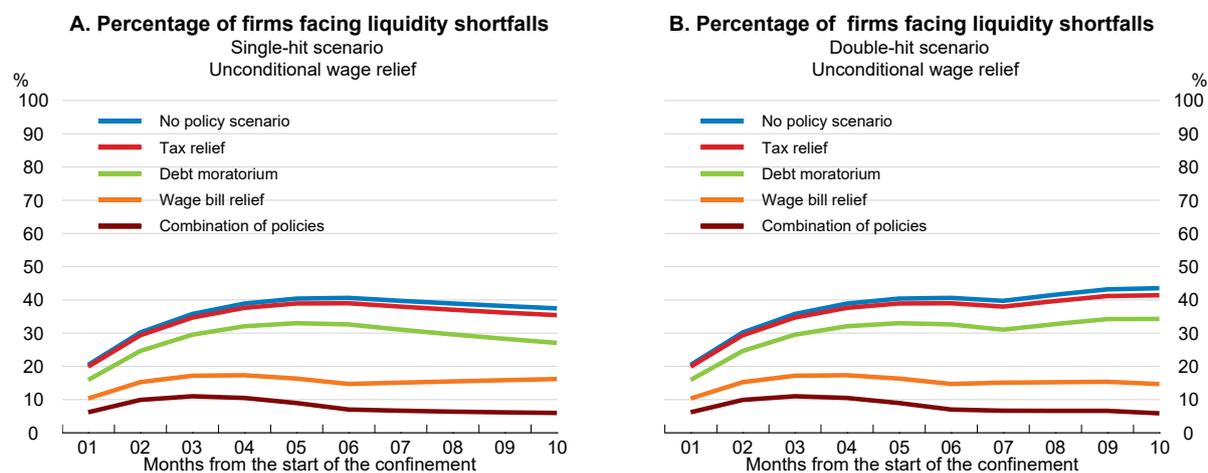


Note: The figure shows the percentage of firms facing liquidity shortfalls: in absence of policy intervention (blue line); in case of deferral of tax (red line); in case of a moratorium on short-term debt (green line); in case of temporary support to wage payments (orange line); a combination of all the previous measures (brown line). Short-term debt is defined as the amount of financial liabilities that are due within the year. The temporary support to wage payments (orange line) is assumed to be: in Panel A, an unconditional reduction of the wage bill by 80% in all sectors; in Panel B, a support adjusted to the sectoral size of the shock and modelled through an increase to 0.8 of the elasticity of wage bill to sales. The calculations are based on the prolonged confinement scenario. The prolonged confinement scenario envisages a sharp drop in activities in each month considered, being agnostic on the length of the confinement and on the transition to normality. Moreover, the decline in output is assumed to be: between 50 and 100% in the most severely hit sectors (see above the text for details); 15% in the other sectors.

Source: OECD calculations based on Orbis® data.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934140639>

Figure 4 Liquidity shortfalls: The impact of policies



Note: The figure shows the percentage of firms facing liquidity shortfalls: in absence of policy intervention (blue line); in case of deferral of tax (red line); in case of a moratorium on short-term debt (green line); in case of temporary support to wage payments, assuming an unconditional reduction of the wage bill by 80% in all sectors (orange line); a combination of all the previous measures (brown line). Short-term debt is defined as the amount of financial liabilities that are due within the year. Panel A assumes a single-hit scenario, whereas Panel B a double-hit scenario. The single-hit scenario foresees a sharp drop in activity lasting two months, followed by a four-month progressive transition towards normality, and a return to pre-crisis activity levels from the seventh month after the start of the epidemic. The double-hit scenario overlaps with the single-hit scenario for the first seven months, but then models a second outbreak from the eighth month onwards. The decline in output is assumed to be: between 50 and 100% in the most severely hit sectors (see above the text for details); 15% in the other sectors.

Source: OECD calculations based on Orbis® data.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934140658>



Diese Ergebnisse zeigen, wie wichtig massive staatliche Eingriffe sind. Unterstützung bei den Lohnkosten ist dabei unter den vielfältigen Maßnahmen, mit denen die Liquiditätskrise abgeschwächt werden soll, die entscheidendste. Allerdings bestehen mehrere Herausforderungen in Bezug auf die Gestaltung solcher Maßnahmen, die es noch zu lösen gilt. Dies betrifft insbesondere folgende Aspekte:

- *Länderspezifische Aspekte.* Die institutionellen Rahmenbedingungen in den einzelnen Ländern können sich auf Umfang und Effizienz der Politikreaktion auswirken. Arbeitsmarktpolitische Maßnahmen, deren Bedeutung in diesem Themenpapier besonders hervorgehoben wurde, können in Ländern, die bereits über ein gut entwickeltes System der Arbeitsmarktförderung verfügen, wahrscheinlich relativ rasch mit weniger verzerrenden Wirkungen umgesetzt werden.
- *Konditionalität.* Einige Länder machen Lohnsubventionen von einer tatsächlichen Reduzierung der Personalausgaben abhängig oder knüpfen Krediterleichterungen oder andere Formen der Unterstützung an die Bedingung, dass sie nur zur Deckung der Fixkosten oder zur Wiedereinstellung freigesetzter Arbeitskräfte nach der Krise genutzt werden. Bei der Gestaltung von Transferzahlungen und subventionierten Darlehen an Unternehmen sollte sichergestellt werden, dass die Unternehmen soweit möglich Arbeitsplätze erhalten und keine Mittel für persönliche Interessen abzugeben (z. B. zur Erhöhung der Vorstandsvergütung oder für Dividendenausschüttungen).
- *Kurzfristige versus mittelfristige Maßnahmen.* Die kurzfristig ergriffenen Maßnahmen waren in Anbetracht der Dringlichkeit der Politikreaktion während der sogenannten „ersten Phase“ der Krise vielfach nicht sonderlich zielgerichtet. Kurzfristige allgemeine Maßnahmen müssen in der kommenden Zeit möglicherweise optimiert und gezielter ausgerichtet werden, um sicherzustellen, dass öffentliche Förderung nicht zu einer Fehlallokation von Ressourcen führt, weil beispielsweise nicht überlebensfähige Unternehmen unterstützt werden. Die Maßnahmen müssen außerdem im Hinblick auf die heterogenen Wirkungen des Schocks optimiert werden, da sich die Unternehmen nicht nur aus Liquiditätsgründen nicht alle in der gleichen Position befinden werden, wenn sich die Wirtschaftstätigkeit mittelfristig wieder etwas erholen wird.
- *Neue Normalität.* Noch ist ungewiss, wie umfangreich die durch die COVID-19-Krise verursachten Verwerfungen in den Volkswirtschaften sein werden. Da die Nachfrage in manchen Sektoren über einen längeren Zeitraum sinken könnte, sollte bei der Gestaltung von Politikmaßnahmen ein Gleichgewicht gefunden werden zwischen der Bewahrung tragfähiger Beschäftigungsverhältnisse aus der Zeit vor der Krise und einer Reallokation von Arbeitsplätzen zugunsten neuer Beschäftigungsverhältnisse. Die Stundung von Steuern und Sozialversicherungsbeiträgen wird die Unternehmensverschuldung, die sich bereits auf Rekordniveau bewegt, noch weiter erhöhen. Daher wird es während der Erholung entscheidend darauf ankommen, das richtige Gleichgewicht zwischen Krediterleichterungen einerseits und Insolvenzen andererseits zu finden.



Literaturverzeichnis

De Vito, A. und J. P. Gomez (2020), "Estimating the COVID-19 cash crunch: Global evidence and policy", *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol. 39(2), <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2020.106741>.

OECD (2020a), "Evaluating the initial impact of COVID-19 containment measures on economic activity", Tackling Coronavirus Hub, OECD Publishing, Paris, https://read.oecd-ilibrary.org/view/?ref=126126496-evgsi2gmqj&title=Evaluating_the_initial_impact_of_COVID-19_containment_measures_on_economic_activity.

OECD (2020b), "Initial Impact of COVID-19 Pandemic on the Non-Financial Corporate Sector and Corporate Finance", OECD Publishing, Paris, erscheint demnächst.

OECD (2020c), "Global Financial Markets Policy Responses to COVID-19", Tackling Coronavirus Hub, OECD Publishing, Paris, <https://read.oecd-ilibrary.org/view/?ref=127127003-tvl9kqbfy9&title=Global-Financial-Markets-Policy-Responses-to-COVID-19>.

OECD (2020d), "SME Policy Responses", Tackling Coronavirus Hub, OECD Publishing, Paris, https://read.oecd-ilibrary.org/view/?ref=119119680-di6h3qgi4x&title=Covid-19_SME_Policy_Responses.

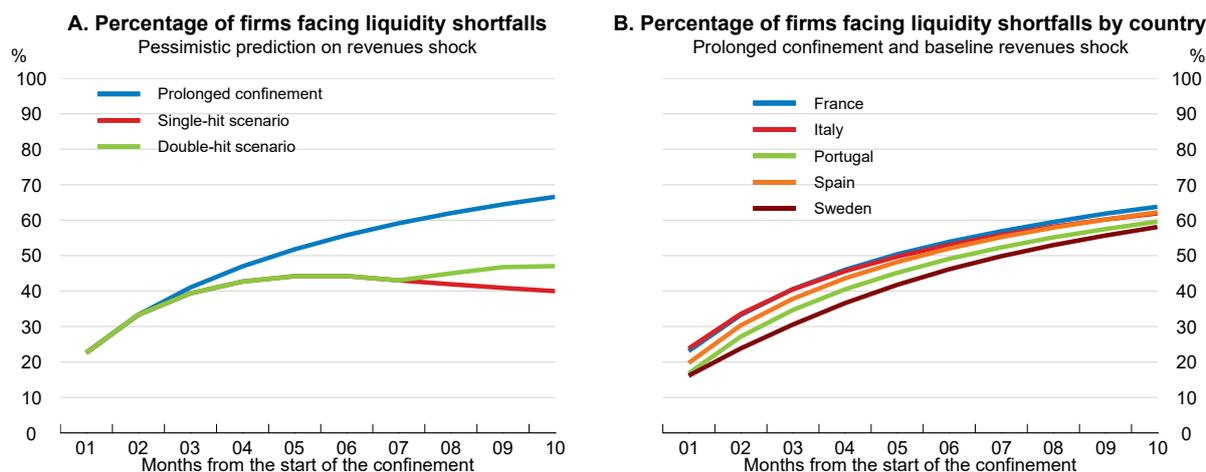
OECD (2020e), "Italian regional SME policy responses", Tackling Coronavirus Hub, OECD Publishing, Paris, <https://read.oecd-ilibrary.org/view/?ref=132132736-237r9rskhm&title=Italian-regional-SME-policy-responses>.

Schivardi, F. und G. Romano (2020), "A Simple Method to Compute Liquidity Shortfalls During the COVID-19 Crisis with an Application to Italy", Mimeo.



Anhang 1.A. Sensitivitätsprüfung und länderspezifische Ergebnisse

Figure 1.A.1. Liquidity shortfall assuming a 30% decline in output for non-severely hit sectors and detail by country of the baseline



Note: Panel A shows the percentage of firms facing liquidity shortfalls over the whole sample, under three alternative scenarios: prolonged confinement (blue line), single-hit (red line), and double-hit (green line) scenario. Panel B shows the percentage of firms facing liquidity shortfalls for six countries among those with the best coverage in Orbis® (France, Italy, Portugal, Spain, and Sweden) and assumes the prolonged confinement scenario. The prolonged confinement scenario envisages a sharp drop in activities in each month considered, being agnostic on the length of the confinement and on the transition to normality. The single-hit scenario foresees a sharp drop in activity lasting two months, followed by a four-month progressive transition towards normality, and a return to pre-crisis activity levels from the seventh month after the start of the epidemic. The double-hit scenario overlaps with the single-hit scenario for the first seven months, but then models a second outbreak from the eighth month onwards. The decline in output is assumed to be: between 50 and 100% in the most severely hit sectors (see above the text for details); 30% in the other sectors in Panel A, while 15% in Panel B.

Source: OECD calculations based on Orbis® data.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934140677>

Dieses Dokument wird unter der Verantwortung des Generalsekretärs der OECD veröffentlicht. Die darin zum Ausdruck gebrachten Meinungen und Argumente spiegeln nicht zwangsläufig die offizielle Einstellung der OECD-Mitgliedstaaten wider.

Dieses Dokument sowie die darin enthaltenen Daten und Karten berühren weder den völkerrechtlichen Status von Territorien noch die Souveränität über Territorien, den Verlauf internationaler Grenzen und Grenzlinien sowie den Namen von Territorien, Städten oder Gebieten.

Originaltitel: Corporate sector vulnerabilities during the COVID-19 outbreak: Assessment and policy responses

Übersetzung durch den Deutschen Übersetzungsdienst der OECD.

Die Verwendung dieser Arbeiten, sei es in digitaler oder gedruckter Form, unterliegt den Nutzungsbedingungen unter: <http://www.oecd.org/termsandconditions>

