

## Ertragslage und Finanzierungsverhältnisse deutscher Unternehmen im Jahr 2019

*Die Ertragslage der nichtfinanziellen Unternehmen war am Vorabend der Coronavirus-Pandemie trotz der spürbaren konjunkturellen Abkühlung der deutschen Wirtschaft im Jahr 2019 unverändert gut. Der Umsatz expandierte deutlich, wenngleich angesichts der gedämpften globalen Exportnachfrage und wohl auch aufgrund von Preiseffekten etwas weniger kräftig als in den beiden Vorjahren. Dementsprechend konnte das exportorientierte Verarbeitende Gewerbe seinen Umsatz kaum steigern, während das Umsatzplus in binnenwirtschaftlich orientierten Branchen weiterhin überdurchschnittlich ausfiel. Auf der Kostenseite kamen gestiegene Personalkosten und zusätzliche zinsbedingte Pensionsrückstellungen hinzu, während Preisrückgänge für Vorleistungsgüter und Industrierohstoffe entlasteten. Unter dem Strich lag die durchschnittliche Vor-Steuer-Umsatzrendite der deutschen Unternehmen im Jahr 2019 praktisch unverändert bei 4,3 %.*

*Der Innenfinanzierungsspielraum der Unternehmen vergrößerte sich im Berichtszeitraum weiter. Hierzu trugen unter anderem höhere Gewinnthesaurierungen bei. Auf zusätzliche Fremdmittel griffen die Unternehmen indes im Jahr 2019 deutlich weniger zurück als im Jahr zuvor. Insbesondere die Handelsverbindlichkeiten gingen zurück. Der Anstieg von Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten setzte sich gleichwohl fort.*

*Die bislang vorliegenden Jahresabschlüsse geben Hinweise auf die Liquidität und Stabilität des Unternehmenssektors vor der Krise. Insgesamt waren die nichtfinanziellen Unternehmen hinsichtlich ihrer Finanzierungsverhältnisse und Kapitalstruktur im Jahr 2019 sehr solide aufgestellt. Sowohl die Liquiditäts- als auch die Stabilitätskennzahlen des Unternehmenssektors als Ganzem lagen auf verhältnismäßig hohem Niveau und übertrafen die Werte in Jahren unmittelbar vor früheren Rezessionen oder Krisen. Trotz größerer sektoraler Unterschiede und abgesehen von teils schwächeren Positionen in einzelnen Wirtschaftszweigen hat dieser Befund grundsätzlich auch über die Branchen hinweg Bestand.*

*Die Coronavirus-Pandemie und die zu ihrer Eindämmung getroffenen Maßnahmen werden die Umsatzrendite der Unternehmen im Jahr 2020 angesichts teilweise erheblicher Umsatzausfälle in Mitleidenschaft ziehen. Zudem stellten sowohl die Tiefe als auch die Geschwindigkeit des pandemiebedingten Wirtschaftseinbruchs die Unternehmen vor beispiellose Herausforderungen bei der Liquiditätssicherung. Aufgrund der guten finanziellen Konstitution des deutschen Unternehmenssektors zu Beginn der Krise und der staatlichen finanziellen Hilfsmaßnahmen im laufenden Jahr – sowie teilweise infolge der vorübergehenden Aussetzung der Insolvenzantragspflicht – verschärfte sich das Insolvenzgeschehen im Unternehmenssektor im Jahr 2020 bislang nicht.*

## ■ Grundtendenzen

*Spürbare  
konjunkturelle  
Abkühlung und  
robuste Binnen-  
wirtschaft auf  
der Nachfrage-  
seite ...*

Im Jahr 2019 war die deutsche Wirtschaft von der spürbaren konjunkturellen Abkühlung gekennzeichnet. Das reale Bruttoinlandsprodukt stieg mit einem Plus von 0,6 % lediglich verhalten an. Das Wirtschaftswachstum lag im Berichtsjahr deutlich unterhalb der Zuwachsrate des Produktionspotenzials, sodass sich der Auslastungsgrad der deutschen Wirtschaft verminderte und die gesamtwirtschaftlichen Kapazitäten nach der zuvor hohen Auslastung in etwa durchschnittlich beansprucht wurden. Ausschlaggebend für die Schwächephase der deutschen Wirtschaft im Jahr 2019 waren widrige globale Rahmenbedingungen. Die Abkühlung der Weltwirtschaft dämpfte die Nachfrage nach den für die deutsche Exportbilanz bedeutenden Investitions- und Vorleistungsgütern. Unter dem Strich expandierten die deutschen Exporte nur geringfügig. Binnenwirtschaftlich stiegen trotz der konjunkturellen Abkühlung die privaten Konsumausgaben spürbar und mit unverändertem Tempo an. Auftrieb kam zudem von den Wohnungsbauinvestitionen und der expansiv ausgerichteten Fiskalpolitik. Von den Ausrüstungsinvestitionen kamen angesichts der verschlechterten Auftragslage und den wenig günstigen Geschäftserwartungen indes kaum Nachfrageimpulse.

*... sowie  
Be- und Entlas-  
tungen auf der  
Kostenseite führ-  
ten per saldo zu  
unveränderter  
Brutto-Umsatz-  
rendite im Jahr  
2019*

Die Vor-Steuer-Umsatzrendite der Unternehmen betrug im Jahr 2019 praktisch unverändert 4,3 %.<sup>1)</sup> Auf der einen Seite dämpften die gestiegenen Kosten für den Faktor Arbeit, welche auf das robuste Lohnwachstum und die Rückkehr zur paritätischen Finanzierung in der gesetzlichen Krankenversicherung zurückzuführen waren, die Gewinnmargen der Unternehmen. Auf der anderen Seite kam es bei den Vorleistungsgütern und Industrierohstoffen zu preislichen Entlastungen und bei den Pensionsrückstellungen zu etwas geringerem Anpassungsbedarf, welcher vermutlich aus einem Wertzuwachs der zur Verrechnung gehaltenen Vermögensgegenstände resultierte. Die Ertragsseite profitierte zudem von einem deutlichen Anstieg der Beteiligungserträge. Die konjunk-

turelle Zweiteilung im Berichtsjahr spiegelt sich auch in der nach Wirtschaftsbereichen heterogenen Profitabilität der Unternehmen wider. Während die Brutto-Umsatzrendite des exportorientierten Verarbeitenden Gewerbes stärker in Mitleidenschaft gezogen wurde, konnten stärker binnenwirtschaftlich orientierte Branchen ihre Profitabilität sogar steigern. Vereinzelt – im Baugewerbe und Gastgewerbe – erzielten diese neue Höchstwerte.

Die Zahl der Unternehmensinsolvenzen verminderte sich im Jahr 2019 angesichts der soliden Eigenkapitalausstattung der Unternehmen sowie der günstigen Finanzierungs- und Umschuldungskonditionen zum zehnten Mal in Folge und lag auf dem niedrigsten Stand seit Einführung der Insolvenzordnung im Jahr 1999.<sup>2)</sup> Das Ausmaß des Rückgangs war im Jahr 2019 indes weniger ausgeprägt als in den Vorjahren. In einigen Wirtschaftszweigen wie dem Verarbeitenden Gewerbe, der Energieversorgung und im Dienstleistungsbereich Verkehr und Lagerei kam es zu einer leichten Zunahme der Insolvenzhäufigkeit.

*Unternehmens-  
insolvenzen auf  
niedrigstem  
Stand seit  
Einführung  
der Insolvenz-  
ordnung im  
Jahr 1999*

## ■ Liquiditäts- und Stabilitätskennzahlen

Die Coronavirus-Pandemie und die erforderlichen Eindämmungsmaßnahmen führten im laufenden Jahr in Anbetracht der erheblichen Umsatzausfälle zu einem hohen kurz- und mittelfristigen Finanzierungsbedarf bei den Unternehmen. Die jüngsten, für das Jahr 2019 vorliegenden Jahresabschlüsse können zur Beurteilung der Liquidität und Stabilität des Unternehmenssektors insgesamt und einzelner Sektoren zu Beginn der Krise herangezogen werden. Als

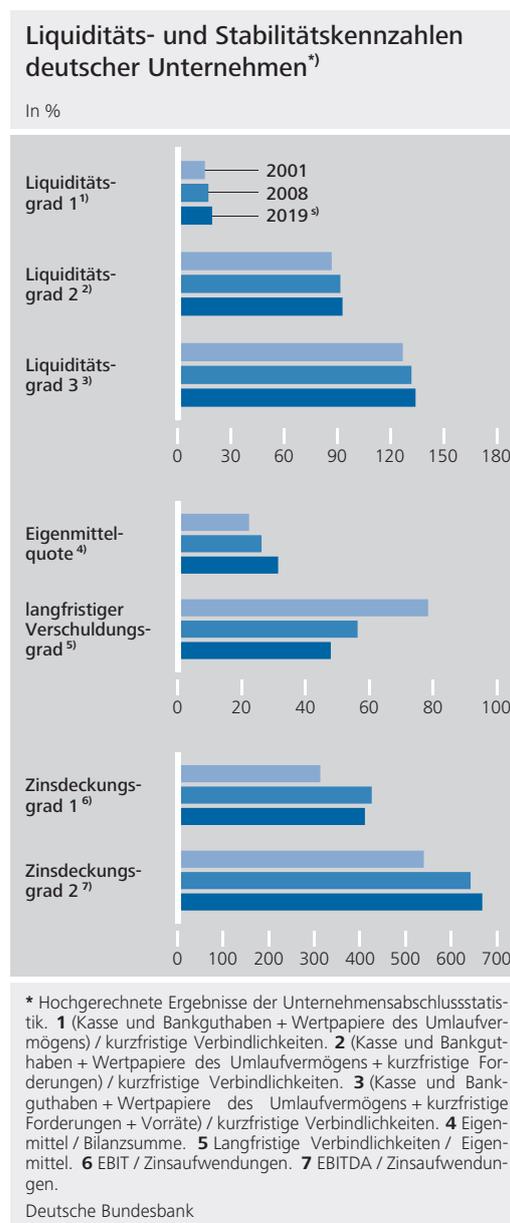
*Solide Finanzie-  
rungsverhält-  
nisse und Kapi-  
talstruktur des  
Unternehmens-  
sektors am  
Vorabend der  
Coronavirus-  
Pandemie ...*

<sup>1</sup> Die Untersuchung für das Jahr 2019 basiert auf rd. 22 000 Jahresabschlüssen, die anhand von fortgeschriebenen aggregierten Umsatzangaben aus dem Unternehmensregister schätzungsweise hochgerechnet wurden. Zur Darstellung des Verfahrens vgl.: Deutsche Bundesbank (2011).  
<sup>2</sup> Einen deutlichen Anstieg der Unternehmensinsolvenzen insgesamt gab es zuletzt in der Finanz- und Wirtschaftskrise der Jahre 2008/2009. Selbst dieser fiel jedoch mit einem Plus von rd. einem Zehntel in Anbetracht des massiven Konjunktüreintruchs moderat aus.

Vergleichsmaßstab bieten sich Jahre an, die unmittelbar vor früheren Rezessionen oder Krisen liegen. Im Vergleich zu den Jahren vor den Wirtschaftseinbrüchen der Jahre 2002/2003 und 2009 waren die nichtfinanziellen Unternehmen insgesamt hinsichtlich ihrer Finanzierungsverhältnisse und Kapitalstruktur solider aufgestellt. Der Unternehmenssektor insgesamt wies eine deutlich bessere Liquiditätsausstattung auf. Im Jahr 2019 standen den kurzfristigen Verpflichtungen im Aggregat je nach Indikator praktisch genauso viele beziehungsweise mehr kurzfristig verfügbare Mittel gegenüber. Ein ähnliches Bild ergibt sich mit Blick auf die Stabilitätskennzahlen des Unternehmenssektors. Die langfristigen Verpflichtungen relativ zu den Eigenmitteln waren geringer, und die Eigenkapitalbasis war stärker. Auch der aggregierte Zinsdeckungsgrad verbesserte sein ohnehin hohes Niveau im Zeitverlauf, wozu neben dem niedrigeren Verschuldungsgrad und der höheren Profitabilität der Unternehmen auch das anhaltende Niedrigzinsumfeld beigetragen haben dürfte.<sup>3)</sup>

Auf sektoraler Ebene zeigen sich gleichwohl Unterschiede bei der Liquiditätsausstattung. In etwa der Hälfte der betrachteten Branchen

**3** Die Absenkung des Diskontierungszinssatzes für Altersversorgungsverpflichtungen löst bei Unternehmen mit entsprechenden Zusagen hingegen einen zinsbedingten Anpassungsbedarf bei den Pensionsrückstellungen aus, welcher in der Gewinn- und Verlustrechnung der Unternehmen in der Regel in den Zinsaufwendungen gebucht wird. Dies führt per Definition zu einer Verschlechterung des Zinsdeckungsgrades und schränkt die Vergleichbarkeit mit Jahren vor 2010 ein, in denen eine jährliche Anpassung des Rechnungszinssatzes noch nicht vorgenommen werden musste. **4** Hierbei handelt es sich lediglich um einen statistischen Richtwert. Zudem sind sektorale Besonderheiten und Konzernverflechtungen zu beachten. Eine niedrige Liquiditätsquote deutet nicht zwangsläufig auf eine Gefährdung der Zahlungsfähigkeit hin, da bspw. Liquidität zwischen verbundenen Unternehmen innerhalb des Konzerns weitergegeben werden kann. Die Liquidität zweiten Grades sollte die Zahlungsfähigkeit der Unternehmen besser widerspiegeln als die Liquidität dritten Grades, da die im Letzteren berücksichtigten Vorräte weniger leicht zu liquidieren sind als das übrige kurzfristige Vermögen. **5** Werden zum kurzfristigen Vermögen die Vorräte hinzugezählt (Liquidität dritten Grades), weisen das Baugewerbe, der Kfz-Handel, der Einzelhandel und das Verarbeitende Gewerbe keine auffällig niedrigen Liquiditätsquoten auf. Im Gastgewerbe war demgegenüber im Vergleich zu den übrigen Sektoren das Verhältnis von Kasse und Bankguthaben sowie Wertpapieren des Umlaufvermögens zu den kurzfristigen Verbindlichkeiten (Liquidität ersten Grades) hoch.



unterschritt die in der Praxis häufig verwendete Liquidität zweiten Grades (Quick Ratio), die auf dem Verhältnis von kurzfristig liquidierbarem Vermögen ohne Vorräte zu kurzfristigen Verbindlichkeiten beruht, jeweils im Aggregat den Wert von 100%.<sup>4)</sup> Insbesondere in Branchen mit geschäftsbedingt hohen Vorräten, wie im Baugewerbe, im Kfz-Handel und im Einzelhandel, waren die Liquiditätsquoten erwartungsgemäß relativ niedrig. Auch das stark von den pandemiebedingten Eindämmungsmaßnahmen betroffene Gastgewerbe und das Verarbeitende Gewerbe verzeichneten relativ geringe Fristenkongruenzen.<sup>5)</sup> Bei der Eigenmittelausstattung wiesen das Baugewerbe, das Gastgewerbe und

*... auch über die Wirtschaftszweige hinweg, trotz größerer sektoraler Unterschiede*

### Liquiditäts- und Stabilitätskennzahlen deutscher Unternehmen im Jahr 2019 nach Wirtschaftszweigen<sup>\*)</sup>

in %

#### Liquiditätsgrad<sup>2)</sup>



#### Eigenmittelquote<sup>2)</sup>



\* Hochgerechnete Ergebnisse der Unternehmensabschlussstatistik. Geschätzt. **1** (Kasse und Bankguthaben + Wertpapiere des Umlaufvermögens + kurzfristige Forderungen) / kurzfristige Verbindlichkeiten. **2** Eigenmittel / Bilanzsumme.

Deutsche Bundesbank

der Kfz-Handel niedrige Werte im Vergleich zu den übrigen Wirtschaftszweigen auf. Die Unterschiede beim Grad der Zinsdeckung waren über die Branchen hinweg stärker ausgeprägt. Relativ gering waren die Werte im Verarbeitenden Gewerbe, im Bereich Verkehr und Lagerei, im Energiesektor und im Bereich Information und Kommunikation. Der Zinsdeckungsgrad lag jedoch in nahezu allen Wirtschaftszweigen um ein Vielfaches über dem Wert, ab dem die laufenden Zinszahlungen aus dem operativen Geschäft bedient werden können.<sup>6)</sup> Trotz größerer sektoraler Unterschiede und teils niedrigerer Indikatorenwerte in einzelnen Wirtschaftszweigen hat der Befund solider Finanzierungsver-

hältnisse und Kapitalstruktur des Unternehmenssektors somit grundsätzlich auch über die Branchen hinweg Bestand.

## Umsatz und Ertrag

Der Umsatzanstieg bei den nichtfinanziellen Unternehmen blieb im Jahr 2019 hinter der kräftigen Zunahme der beiden Vorjahre zurück, fiel jedoch mit knapp 3% noch recht umfangreich aus. Das Mengenwachstum dürfte für die Erlössteigerungen dabei von größerer Bedeutung gewesen sein als Preiseffekte, da die Absatzpreise für Waren und Dienstleistungen weniger als halb so stark wie die Umsätze anstiegen. Beispielsweise verteuerten sich gewerbliche Erzeugnisse im Inlandsabsatz um 1,1%. Auch die Preise für Warenausfuhren lagen lediglich um 0,5% höher als im Vorjahr. Die Zinserträge legten nach dem niedrigen Vorjahresergebnis wieder stärker zu. Die Beteiligungserträge stiegen aufgrund hoher Ausschüttungen von beteiligten Unternehmen im Handel und bei den Informations- und Kommunikationsdienstleistern deutlich an.

*Umsatzwachstum auch aufgrund von Preiseffekten gebremst*

Die anhaltende Schwäche der Industrie zeigte sich im Jahr 2019 auch in einem insgesamt nur sehr verhaltenen Umsatzwachstum des Verarbeitenden Gewerbes. In den meisten Bereichen des Verarbeitenden Gewerbes waren die Umsätze sogar rückläufig. Eine Ausnahme stellten die Fahrzeugbauer dar. Diese verbuchten wieder ein kräftigeres Umsatzwachstum, nachdem die Umsätze im Vorjahr bedingt durch angebotsseitige Schwierigkeiten im Zuge der Einführung des neuen Abgastestverfahrens nur moderat expandiert hatten. In den binnenwirtschaftlich orientierten Branchen setzte sich im Jahr 2019 die positive Umsatzentwicklung fort. Besonders stark stiegen die Umsätze im Baugewerbe angesichts der weiterhin florierenden Branchenkonjunktur.

*Anhaltende Umsatzschwäche im Verarbeitenden Gewerbe, hohes Umsatzwachstum in binnenwirtschaftlich orientierten Branchen*

<sup>6</sup> Der Zinsdeckungsgrad sollte deutlich über 100% liegen, da neben Zinszahlungen auch andere Verpflichtungen bedient werden müssen.

## Aktualisierte Einschätzung der Entwicklung von Zombie-Unternehmen in Deutschland

Der für Marktwirtschaften zentrale Prozess von Markteintritten und -austritten von Unternehmen könnte durch das seit einigen Jahren anhaltende Niedrigzinsumfeld im Euroraum an Funktionsfähigkeit eingebüßt haben. Ein wesentlicher Wirkungskanal besteht darin, dass es im Interesse unterkapitalisierter Kreditgeber sein könnte, ineffiziente oder sogar insolvente Unternehmensschuldner (sog. Zombie-Unternehmen) weiter zu finanzieren.<sup>1)</sup> Denn zum einen mindern niedrige Zinsen tendenziell die Opportunitätskosten für Gläubiger, die sich aus der Anschlussfinanzierung finanzschwacher Unternehmen oder einem Zahlungsaufschub ergeben. Zum anderen wären so Forderungsabschreibungen, Verlustrealisierungen oder Rückstellungsbildungen vorübergehend vermeidbar. Jedoch würden infolgedessen volkswirtschaftliche Ressourcen in weniger produktiven Verwendungen verbleiben, und die Wettbewerbsintensität könnte sinken.<sup>2)</sup>

Auf Basis von Einzeldaten nichtfinanzieller Unternehmen in der Jahresabschlussstatistik der Bundesbank wird eine aktualisierte Einschätzung zur Bedeutung von Zombie-Unternehmen in Deutschland im Niedrigzinsumfeld vorgenommen.<sup>3)</sup> Die Erweiterung des Untersuchungszeitraums bis zum Jahr 2018 trägt zum einen der Möglichkeit Rechnung, dass sich das anhaltende Niedrigzinsumfeld im Euroraum mit zeitlicher Verzögerung in einem zahlenmäßigen Anstieg von Zombie-Unternehmen niederschlägt.<sup>4)</sup> Zum anderen dienen die Rechnungen dazu, eine möglichst aktuelle Einschätzung des Zombie-Anteils vor Ausbruch der Coronavirus-Pandemie zu erhalten.

### Statistische Erfassung von Zombie-Unternehmen

In Anlehnung an die wissenschaftliche Literatur wird in einer ersten Variante ein Unternehmen als Zombie-Unternehmen eingestuft, wenn es in drei aufeinanderfolgenden Jahren seine Zinsaufwendungen nicht durch das Be-

triebsergebnis decken kann. Der Zinsdeckungsgrad – also das Verhältnis von Betriebsergebnis zu Zinsaufwendungen – wäre für ein Zombie-Unternehmen kleiner als eins. In einer alternativen Variante ist ein Zombie-Unternehmen darüber definiert, dass es drei Jahre in Folge einen negativen Cashflow aufweist.

Mit Blick auf die erste Variante sind zwei statistische Aspekte zu berücksichtigen. Erstens fließen bei der Bestimmung des Zinsdeckungsgrades auch Verflechtungen zwischen Unternehmen auf der Ertragsseite ein, indem das Betriebsergebnis aus dem Kerngeschäft um die Einkünfte aus Beteiligungen an anderen Unternehmen ergänzt wird.<sup>5)</sup> Zweitens dürften für die Überlebensfähigkeit eines Unternehmens die Zinsaufwendungen insgesamt – einschließlich jener für zusätzliche diskontierungsbedingte Pensionsrückstellungen – maßgeblich sein. Aus diesem Grund enthält der Zins-

1 Vgl. z. B.: Acharya et al. (2020) oder Schivardi et al. (2017).

2 Empirische Ergebnisse legen nahe, dass das in einigen entwickelten Volkswirtschaften rückläufige Produktivitätswachstum der vergangenen Dekaden mit dem zahlenmäßigen Anstieg von Zombie-Unternehmen zusammenhängt. Vgl.: Adalet McGowan et al. (2018).

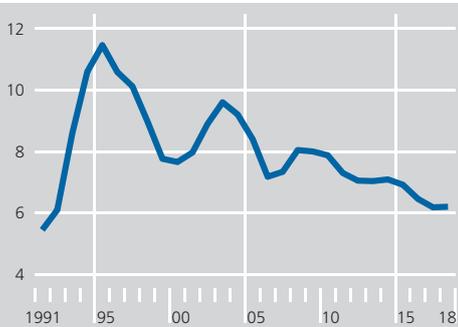
3 Für Analysen mit dem Berichtsjahr 2015 vgl.: Deutsche Bundesbank (2017). Für die Beschreibung des verwendeten JANIS-Datensatzes vgl.: Becker et al. (2020).

4 Um den kausalen Effekt der Geldpolitik auf das Auftreten von Zombie-Unternehmen über den Zinskanal zu isolieren, wäre ein kontrafaktisches Szenario erforderlich, in dem die Anreize und das Verhalten der Banken sowie der Markteintritt und -austritt von (Zombie-) Unternehmen modelliert werden. Da der verwendete Datensatz u. a. keine Informationen zum Markteintritt oder -austritt enthält, ist die Modellierung eines solchen kontrafaktischen Szenarios hier nicht möglich.

5 Im Datensatz können die ausgewiesenen Zinsaufwendungen auch Zinsen für Kredite enthalten, die eine Muttergesellschaft für ihre Tochterunternehmen aufgenommen hat. Aufgrund solcher Verbundstrukturen fällt der Zinsdeckungsgrad der Muttergesellschaft für sich genommen statistisch niedriger aus, wodurch die Wahrscheinlichkeit steigt, sie zu Unrecht als Zombie-Unternehmen zu klassifizieren. Die Berücksichtigung des Beteiligungsergebnisses bei der Bestimmung des Zinsdeckungsgrades wirkt einer solchen Verzerrung entgegen.

### Zombie-Unternehmen in Deutschland<sup>6)</sup>

Anteil an nichtfinanziellen Unternehmen insgesamt in %



Quelle: Janis/Ustan, Deutsche Bundesbank. \* Zombie-Unternehmen definiert als Unternehmen mit Zinsdeckungsgrad (Verhältnis von Betriebs- und Beteiligungsergebnis zu Zinsen und ähnlichen Aufwendungen) im Berichtsjahr und den beiden vorangegangenen Jahren kleiner eins.

Deutsche Bundesbank

aufwand auch die Aufwendungen für zusätzliche Pensionsrückstellungen.<sup>6)</sup>

### Bedeutung von Zombie-Unternehmen im Niedrigzinsumfeld nicht gestiegen

Bei der Beurteilung der Frage, inwieweit das Niedrigzinsumfeld die Entstehung von Zombie-Unternehmen in Deutschland begünstigt hat, ist die Entwicklung seit dem Jahr 2007 – vor Beginn der Großen Rezession – von besonderem Interesse. Gemäß den Ergebnissen ist der Anteil der Zombie-Unternehmen im Niedrigzinsumfeld gesunken und lag im Jahr 2018, dem jüngsten Jahr mit einem für die Analyse hinreichend großen Datenbestand, auf Basis der ersten Variante bei lediglich 6 ¼ %.<sup>7)</sup> Er war damit im Vergleich zu den Jahren vor dem außerordentlich starken Zinsrückgang merklich geringer.<sup>8)</sup> Die Ergebnisse bestätigen damit frühere Analysen, wonach Zombie-Unternehmen in Deutschland nur einen geringen Anteil an den Unternehmen ausmachen, und ihre zahlenmäßige Bedeutung im Niedrigzinsumfeld nicht zugenommen hat.<sup>9)</sup>

Der Umsatzanteil von Zombie-Unternehmen fiel im Jahr 2018 gemäß den Ergebnissen nur unwesentlich höher aus als im Jahr 2007. Im selben Zeitraum ging der Sachanlagenanteil von Zombie-Unternehmen per saldo merklich zurück. Darüber hinaus investierten Zombie-Unternehmen – gemessen am Brutto-Sach-

anlagenzugang im Verhältnis zur Bilanzsumme – weniger als die übrigen Unternehmen. Das Verhältnis von Jahresergebnis vor Gewinnsteuern zur Gesamtleistung fiel bei Zombie-Unternehmen negativ aus. Ferner verfügten diese Unternehmen über eine geringere und in der Niedrigzinsphase sinkende Eigenmittelquote, sodass ihre Verbindlichkeiten (im Verhältnis zur Bilanzsumme) höher ausfielen als bei den übrigen Unternehmen. Die Ergebnisse deuten darauf hin, dass Zombie-Unternehmen bezüglich ihrer Anzahl sowie ihres Anteils am Umsatz oder an den Sachanlagen keine quantitativ bedeutsame Rolle in Deutschland spielten. Insofern ist weiterhin nicht davon auszugehen, dass von ihnen spürbar dämpfende Effekte auf die gesamtwirtschaftliche Produktivitätsentwicklung oder das Wirtschaftswachstum allgemein ausgingen.

### Zombie Lending in Deutschland wohl von untergeordneter Bedeutung

Ein weiterer Kanal, über den Zombie-Unternehmen zu einer Fehlallokation von ökonomischen Ressourcen beitragen können, betrifft die Bankkreditvergabe an diese Unternehmen (sog. Zombie Lending).<sup>10)</sup> Die Entwicklung

<sup>6</sup> Nach deutschem Recht müssen Unternehmen, die sich zur Zahlung einer betrieblichen Altersversorgung an gegenwärtige und ehemalige Beschäftigte verpflichtet haben, bei anhaltend niedrigen Zinsen zusätzliche Pensionsrückstellungen bilden. Diese Rückstellungen sind im Datensatz als Zinsaufwand oder Arbeitskosten erfasst. Vgl. hierzu auch: Deutsche Bundesbank (2016).  
<sup>7</sup> Belastbare Ergebnisse für das Jahr 2019 sind aufgrund der zurzeit noch sehr eingeschränkten Datenverfügbarkeit der entsprechenden Einzelabschlüsse nicht verfügbar.

<sup>8</sup> Dabei ist zu beachten, dass der Rückgang des Zinsniveaus in den vergangenen Jahren für sich genommen dazu beigetragen haben dürfte, den Zinsdeckungsgrad der Unternehmen zu stabilisieren.

<sup>9</sup> Bei der Alternativvariante auf Basis des Cashflows ergibt sich ein ähnliches Bild, wobei der Anteil der Zombie-Unternehmen generell niedriger ausfällt als in den übrigen Varianten und lediglich im Zeitraum der Jahre 2007 bis 2011 etwas zunahm.

<sup>10</sup> Prominenz erlangte der Begriff im Zusammenhang mit Entwicklungen in Japan. In den 1990er Jahren kam es dort u. a. aufgrund der regulatorischen Rahmenbedingungen des Bankensektors zu einer fortgesetzten Kreditvergabe an unrentable Unternehmen. Für Analysen zu Zombie Lending im Euroraum vgl. z. B.: Storz et al. (2017).

der Verbindlichkeiten von Zombie-Unternehmen gegenüber Kreditinstituten (gemessen an der Bilanzsumme) ist bemerkenswert. So waren sie vor dem ausgeprägten Rückgang des Zinsniveaus in etwa gleich stark bei Kreditinstituten verschuldet wie Nicht-Zombie-Unternehmen. Demgegenüber verzeichneten Nicht-Zombie-Unternehmen im Jahr 2018 gut sechsmal so hohe Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten. Da Zombie-Unternehmen im Vergleich zu anderen Unternehmen demnach inzwischen eine vergleichsweise geringe Verschuldung gegenüber Kreditinstituten aufweisen, dürfte sich das Ausmaß der Fehlallokation von Ressourcen über diesen Kanal in Grenzen halten.

#### Einflüsse der Coronavirus-Pandemie auf den Anteil der Zombie-Unternehmen

Angesichts des außerordentlichen Wirtschaftseinbruchs im laufenden Jahr ist davon auszugehen, dass sich die Zahl der insolventen Unternehmen in den kommenden Quartalen deutlich erhöhen wird.<sup>11)</sup> Die Ertragslage der nichtfinanziellen Unternehmen in Deutschland dürfte sich im laufenden Jahr pandemiebedingt verschlechtern, und die Verbindlichkeiten der Unternehmen werden sich tendenziell erhöhen. Beide Faktoren üben für sich genommen Abwärtsdruck auf den Zinsdeckungsgrad aus und erhöhen damit die Wahrscheinlichkeit für ein Unternehmen, aus statistischer Sicht den Zombie-Status zu erlangen. Um zu vermeiden, dass sich unrentable Geschäftsmodelle im Markt halten und dass Ressourcen gesamtwirtschaftlich ineffizient eingesetzt werden, sollten Hürden des Marktaustritts von Zombie-Unternehmen vermieden oder abgebaut werden. Das bedeutet auch, dass die aktuellen staatlichen Hilfsmaßnahmen, wie Erleichterungen bei der Inanspruchnahme von Kurzarbeit, Bürgschaften für Unternehmenskredite oder steuerliche Entlastungen, nur so lange wie notwendig aufrechterhalten und im Einklang mit der wirtschaftlichen Erholung zurückgefahren werden sollten.

#### Bilanz- und GuV-Kennzahlen deutscher nichtfinanzieller Unternehmen \*)

in %

Kennzahl	2007	2018
Umsatz <sup>1)</sup>	Anteil	
Zombie-Unternehmen	5,4	5,8
Übrige Unternehmen	94,6	94,2
Sachanlagen <sup>2)</sup>	Median	
Zombie-Unternehmen	10,7	7,7
Übrige Unternehmen	89,3	92,3
Rentabilität <sup>3)</sup>	Median	
Zombie-Unternehmen	- 4,9	- 7,4
Übrige Unternehmen	3,7	4,0
Brutto-Sachanlagenzugang <sup>4)</sup>	Median	
Zombie-Unternehmen	1,3	1,6
Übrige Unternehmen	2,9	2,5
Eigenmittel <sup>4)</sup>	Median	
Zombie-Unternehmen	17,0	13,3
Übrige Unternehmen	25,4	31,2
Verbindlichkeiten insgesamt <sup>4)</sup>	Median	
Zombie-Unternehmen	68,4	71,3
Übrige Unternehmen	61,7	57,0
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten <sup>4)</sup>	Median	
Zombie-Unternehmen	15,3	1,5
Übrige Unternehmen	16,4	9,4

\* Zombie-Unternehmen definiert als Unternehmen mit Zinsdeckungsgrad (Verhältnis von Betriebs- und Beteiligungsergebnis zu Zinsen und ähnlichen Aufwendungen) im Berichtsjahr und den beiden vorangegangenen Jahren kleiner eins. **1** In % des Umsatzes der Unternehmen insgesamt. **2** In % der Sachanlagen einschl. immaterieller Vermögensgegenstände der Unternehmen insgesamt. **3** Verhältnis von Jahresergebnis vor Gewinnsteuern zur Gesamtleistung in %. **4** In % der Bilanzsumme.

Deutsche Bundesbank

**Indikatoren aus der Erfolgsrechnung deutscher Unternehmen<sup>\*)</sup>**



\* Hochgerechnete Ergebnisse der Unternehmensabschlussstatistik.  
 Deutsche Bundesbank

Die gesamten Aufwendungen der nichtfinanziellen Unternehmen stiegen im Berichtsjahr mit 3 % genauso stark an wie die gesamten Erträge. Dazu trugen kräftig angestiegene Abschreibungen sowie erhöhte Personalaufwendungen bei. Zu Letzterem dürften neben der Aufstockung der Pensionsverpflichtungen und der Rückkehr zur paritätischen Finanzierung der gesetzlichen Krankenversicherung auch die spürbaren Lohnsteigerungen im Berichtsjahr beigetragen haben. Die Zinsaufwendungen, die im Niedrigzinsumfeld wesentlich von Veränderungen des Rechnungszinssatzes der Pensionsrückstellungen geprägt werden, gingen nach dem sehr starken Anstieg im Vorjahr wieder zurück. Der Materialaufwand legte nur noch halb so stark zu wie in den beiden Vorjahren, auch da sich die Rohstoffpreise im Jahr 2019 ermäßigten.

*Deutlicher Anstieg bei Personalaufwand, Abschreibungen und übrigen Aufwendungen; Entlastungen hingegen bei Materialkosten*

## Mittelaufkommen und Verwendung

Das Mittelaufkommen und die Mittelverwendung der Unternehmen gingen im Jahr 2019 vor dem Hintergrund der konjunkturellen Abkühlung deutlich zurück. Auf der Aufkommenseite stand dahinter ein starker Rückgang der Außenfinanzierung bei spürbar gesteigerter Innenfinanzierung. Für die Entwicklung der Außenfinanzierung war der im Vergleich zum Vorjahr geringere Aufbau von kurzfristigen Verbindlichkeiten ausschlaggebend. Auf der Verwendungsseite nahm insbesondere die Geldvermögensbildung weniger stark zu als im Vorjahr. Die Sachvermögensbildung konnte im Berichtsjahr ebenso wenig zum Vorjahreswert aufschließen. Zwar verzeichneten die über die Ersatzbeschaffungen hinausgehenden Neuinvestitionen und auch der Brutto-Sachanlagenzugang insgesamt einen neuen Höchststand. Dies wurde aber durch eine deutlich schwächere Tendenz zur Vorratsbildung mehr als ausgeglichen.

*Mittelaufkommen und Mittelverwendung recht deutlich zurückgegangen*

Erfolgsrechnung der Unternehmen <sup>1)</sup>					
Position	2017	2018	2019 <sup>5)</sup>	Veränderung gegenüber Vorjahr	
				2018	2019 <sup>5)</sup>
<b>Erträge</b>	Mrd €			in %	
Umsatz	6 257,5	6 563,3	6 755,0	4,9	2,9
Bestandsveränderung an Erzeugnissen <sup>1)</sup>	43,6	54,6	51,3	25,4	- 6,0
<b>Gesamtleistung</b>	<b>6 301,1</b>	<b>6 617,9</b>	<b>6 806,3</b>	<b>5,0</b>	<b>2,8</b>
Zinserträge	20,0	17,4	19,3	- 13,1	11,1
Übrige Erträge <sup>2)</sup>	241,0	247,2	264,0	2,6	6,8
darunter: Erträge aus Beteiligungen	48,0	62,0	68,9	29,1	11,2
<b>Gesamte Erträge</b>	<b>6 562,1</b>	<b>6 882,5</b>	<b>7 089,6</b>	<b>4,9</b>	<b>3,0</b>
<b>Aufwendungen</b>					
Materialaufwand	4 058,0	4 293,1	4 407,3	5,8	2,7
Personalaufwand	1 069,1	1 127,7	1 171,7	5,5	3,9
Abschreibungen	187,3	192,0	203,3	2,5	5,9
auf Sachanlagen <sup>3)</sup>	170,5	177,9	185,8	4,3	4,4
sonstige <sup>4)</sup>	16,7	14,1	17,6	- 15,7	24,7
Zinsaufwendungen	64,2	79,8	72,2	24,3	- 9,5
Betriebssteuern	4,4	4,5	4,3	2,0	- 4,0
Übrige Aufwendungen <sup>5)</sup>	868,1	904,1	939,2	4,2	3,9
<b>Gesamte Aufwendungen vor Gewinnsteuern</b>	<b>6 251,0</b>	<b>6 601,1</b>	<b>6 798,0</b>	<b>5,6</b>	<b>3,0</b>
Jahresergebnis vor Gewinnsteuern	311,1	281,4	291,6	- 9,5	3,6
Steuern vom Einkommen und Ertrag <sup>6)</sup>	61,7	59,8	59,8	- 3,1	0,0
<b>Jahresergebnis</b>	<b>249,4</b>	<b>221,6</b>	<b>231,8</b>	<b>- 11,1</b>	<b>4,6</b>
Nachrichtlich:					
Cashflow (Eigenerwirtschaftete Mittel) <sup>7)</sup>	441,2	445,1	466,5	0,9	4,8
Nettozinsaufwand	44,2	62,4	52,8	41,2	- 15,3
	in % des Umsatzes			in Prozentpunkten	
Rohrertrag <sup>8)</sup>	35,8	35,4	35,5	- 0,4	0,1
Jahresergebnis	4,0	3,4	3,4	- 0,6	0,1
Jahresergebnis vor Gewinnsteuern	5,0	4,3	4,3	- 0,7	0,0
Nettozinsaufwand	0,7	1,0	0,8	0,2	- 0,2

\* Hochgerechnete Ergebnisse; Differenzen in den Angaben durch Runden der Zahlen. **1** Einschl. anderer aktivierter Eigenleistungen. **2** Ohne Erträge aus Gewinnübernahmen (Mutter) sowie aus Verlustabführungen (Tochter). **3** Einschl. Abschreibungen auf immaterielle Vermögensgegenstände. **4** Überwiegend Abschreibungen auf Forderungen, Wertpapiere und Beteiligungen. **5** Ohne Aufwendungen aus Verlustübernahmen (Mutter) sowie aus Gewinnabführungen (Tochter). **6** Bei Personengesellschaften und Einzelunternehmen nur Gewerbesteuer. **7** Jahresergebnis, Abschreibungen, Veränderung der Rückstellungen, des Sonderpostens mit Rücklageanteil und der Rechnungsabgrenzungsposten. **8** Gesamtleistung abzüglich Materialaufwand.

Deutsche Bundesbank

## Bilanzentwicklung

Wachstum der Bilanzsumme und des Forderungsvermögens etwas schwächer als in den Vorjahren

Die Bilanzsumme der nichtfinanziellen Unternehmen weitete sich im Jahr 2019 zwar aus. Im Einklang mit dem etwas gebremsten Umsatzwachstum fiel der Anstieg mit rund 4 % jedoch geringer aus als in den beiden Vorjahren. Auf der Vermögensseite blieb der Anteil des Forderungsvermögens an der Bilanzsumme wie im vorangegangenen Jahr weitgehend unverändert. Im Zuge der fortschreitenden Verflechtung der Unternehmen stiegen die Beteiligungen und die Forderungen gegenüber verbundenen Unternehmen erneut kräftig an. Den höchsten Wert beim Beteiligungserwerb wies die Elektroindus-

trie auf, aber auch die Chemie- und Pharmaziebranche und der Bereich Information und Kommunikation weiteten ihre Beteiligungen merklich aus. Die Forderungen aus Lieferungen und Leistungen gingen gegenüber dem Vorjahr leicht zurück. Die Position Kasse und Bankguthaben verzeichnete erstmals seit dem Jahr 2010 keinen Anstieg. Ausschlaggebend hierfür könnten neben Sondereffekten im Automobil- und Energiesektor auch Verwahrentgelte auf Bankguthaben der Unternehmen sein. Der Bestand an Wertpapieren stieg insbesondere aufgrund von Entwicklungen bei Einzelunternehmen im Großhandel nur schwach an.

## Mittelaufkommen und Mittelverwendung der Unternehmen<sup>\*)</sup>

Mrd €

Position	2017	2018	2019 <sup>s)</sup>	Veränderung gegenüber Vorjahr	
				2018	2019 <sup>s)</sup>
<b>Mittelaufkommen</b>					
Kapitalerhöhung aus Gewinnen sowie Einlagen bei Nichtkapitalgesellschaften <sup>1)</sup>	51,8	51,0	62,3	- 0,8	11,3
Abschreibungen (insgesamt)	187,3	192,0	203,3	4,7	11,4
Zuführung zu Rückstellungen <sup>2)</sup>	5,4	31,5	31,5	26,2	0,0
<b>Innenfinanzierung</b>	<b>244,5</b>	<b>274,5</b>	<b>297,1</b>	<b>30,1</b>	<b>22,6</b>
Kapitalzuführung bei Kapitalgesellschaften <sup>3)</sup>	51,4	14,9	25,0	- 36,5	10,2
Veränderung der Verbindlichkeiten	156,7	155,1	87,8	- 1,6	- 67,3
kurzfristige	103,9	121,6	73,5	17,7	- 48,1
langfristige	52,8	33,5	14,3	- 19,3	- 19,2
<b>Außenfinanzierung</b>	<b>208,1</b>	<b>170,0</b>	<b>112,8</b>	<b>- 38,1</b>	<b>- 57,2</b>
<b>Insgesamt</b>	<b>452,6</b>	<b>444,5</b>	<b>409,9</b>	<b>- 8,1</b>	<b>- 34,5</b>
<b>Mittelverwendung</b>					
Brutto-Sachanlagenzugang	211,9	219,6	233,0	7,7	13,4
Netto-Sachanlagenzugang <sup>4)</sup>	41,3	41,7	47,2	0,3	5,6
Abschreibungen auf Sachanlagen	170,5	177,9	185,8	7,4	7,9
Vorratsveränderung	45,3	60,5	38,9	15,2	- 21,6
<b>Sachvermögensbildung (Bruttoinvestitionen)</b>	<b>257,1</b>	<b>280,0</b>	<b>271,9</b>	<b>22,9</b>	<b>- 8,1</b>
Veränderung von Kasse und Bankguthaben	8,3	25,0	- 0,2	16,7	- 25,2
Veränderung von Forderungen <sup>5)</sup>	99,5	88,7	62,3	- 10,8	- 26,3
kurzfristige	65,9	83,5	43,4	17,6	- 40,1
langfristige	33,6	5,1	18,9	- 28,4	13,8
Erwerb von Wertpapieren	4,4	- 2,1	0,6	- 6,6	2,7
Erwerb von Beteiligungen <sup>6)</sup>	83,1	52,9	75,3	- 30,2	22,4
<b>Geldvermögensbildung</b>	<b>195,4</b>	<b>164,5</b>	<b>138,1</b>	<b>- 31,0</b>	<b>- 26,4</b>
<b>Insgesamt</b>	<b>452,6</b>	<b>444,5</b>	<b>409,9</b>	<b>- 8,1</b>	<b>- 34,5</b>
Nachrichtlich:					
Innenfinanzierung in % der Bruttoinvestitionen	95,1	98,0	109,3	.	.

\* Hochgerechnete Ergebnisse; Differenzen in den Angaben durch Runden der Zahlen. **1** Einschl. GmbH und Co. KG und ähnlicher Rechtsformen. **2** Einschl. Veränderung des Saldos der Rechnungsabgrenzungsposten. **3** Erhöhung des Nominalkapitals durch Ausgabe von Aktien und GmbH-Anteilen sowie Zuführungen zur Kapitalrücklage. **4** Veränderung der Sachanlagen (einschl. immaterieller Vermögensgegenstände ohne Geschäfts- oder Firmenwert). **5** Zzgl. unüblicher Abschreibungen auf Vermögensgegenstände des Umlaufvermögens. **6** Einschl. Veränderung des Geschäfts- oder Firmenwerts.

Deutsche Bundesbank

*Kräftiger Anstieg des Sachvermögens, wenngleich mit vermindertem Tempo*

Der Anstieg des Sachvermögens – insgesamt und nach Sektoren – war im Jahr 2019 kräftig, wenngleich etwas schwächer als im Vorjahr. Der Anteil der Sachanlagen an der Bilanzsumme blieb dabei weitgehend unverändert. Eine überdurchschnittliche Rate bei der Sachanlagenakkumulation verzeichneten unter anderem die Chemie- und Pharmaziebranche, die Automobilindustrie, das Baugewerbe, der Kfz-Handel, der Bereich Information und Kommunikation sowie die Unternehmensdienstleistungen. Zudem investierten die nichtfinanziellen Unternehmen weiterhin in immaterielle Vermögensgegenstände. Insbesondere der Großhandel weitete seinen Bestand in den darin enthalte-

nen Konzessionen, Schutzrechten und Lizenzen deutlich aus. Auch der Fahrzeugbau, die Energieunternehmen und der Bereich Verkehr und Lagerei legten in diesem Bereich zu. Die Vorratsbestände wurden zwar erneut stärker als die Bilanzsumme ausgeweitet, die Aufstockung war aber deutlich geringer als in den beiden Vorjahren. Der Großteil der Vorräte wurde erneut von der Baubranche und dem Verarbeitenden Gewerbe gebildet. Auch der Handel weitete seinen Vorratsbestand kräftig aus.

Die Eigenmittelquote der nichtfinanziellen Unternehmen erhöhte sich im Jahr 2019 breit gestreut über die Wirtschaftszweige, nachdem

*Eigenmittelquote weiter auf hohem Niveau*

Bilanz der Unternehmen <sup>1)</sup>					
Position	2017	2018	2019 <sup>2)</sup>	Veränderung gegenüber Vorjahr	
				2018	2019 <sup>2)</sup>
<b>Vermögen</b>	Mrd €			in %	
Immaterielle Vermögensgegenstände <sup>1)</sup>	71,0	73,3	76,2	3,2	3,9
Sachanlagen	1 123,2	1 162,6	1 207,0	3,5	3,8
Vorräte	733,1	793,6	832,5	8,2	4,9
Sachvermögen	1 927,4	2 029,5	2 115,6	5,3	4,2
Kasse und Bankguthaben	329,8	354,8	354,7	7,6	0,0
Forderungen	1 533,6	1 618,1	1 676,6	5,5	3,6
darunter:					
aus Lieferungen und Leistungen gegen verbundene Unternehmen	441,6	460,8	459,9	4,3	-0,2
Wertpapiere	109,1	106,9	107,5	-2,0	0,5
Beteiligungen <sup>2)</sup>	937,3	980,2	1 041,8	4,6	6,3
Rechnungsabgrenzungsposten	23,1	25,0	26,0	8,4	4,1
Forderungsvermögen	2 932,8	3 085,1	3 206,6	5,2	3,9
Aktiva insgesamt <sup>3)</sup>	4 860,2	5 114,6	5 322,2	5,2	4,1
<b>Kapital</b>					
Eigenmittel <sup>3)</sup>	1 521,8	1 587,6	1 674,9	4,3	5,5
Verbindlichkeiten	2 582,8	2 737,9	2 825,7	6,0	3,2
darunter:					
gegenüber Kreditinstituten	520,3	538,7	566,1	3,5	5,1
aus Lieferungen und Leistungen gegen verbundene Unternehmen	343,2	360,9	356,5	5,2	-1,2
erhaltene Anzahlungen	1 142,1	1 212,8	1 240,6	6,2	2,3
Rückstellungen	253,3	285,1	310,5	12,6	8,9
darunter:					
Pensionsrückstellungen	717,6	747,7	775,8	4,2	3,8
Rechnungsabgrenzungsposten	238,2	264,6	282,6	11,1	6,8
Fremdmittel	38,0	41,4	45,7	8,9	10,5
Passiva insgesamt <sup>3)</sup>	3 338,4	3 527,0	3 647,3	5,6	3,4
Nachrichtlich:					
Umsatz	6 257,5	6 563,3	6 755,0	4,9	2,9
desgl. in % der Bilanzsumme	128,7	128,3	126,9	.	.

\* Hochgerechnete Ergebnisse; Differenzen in den Angaben durch Runden der Zahlen. 1 Ohne Geschäfts- oder Firmenwert. 2 Einschl. Anteile an verbundenen Unternehmen und Geschäfts- oder Firmenwert. 3 Abzüglich Berichtigungsposten zum Eigenkapital.  
 Deutsche Bundesbank

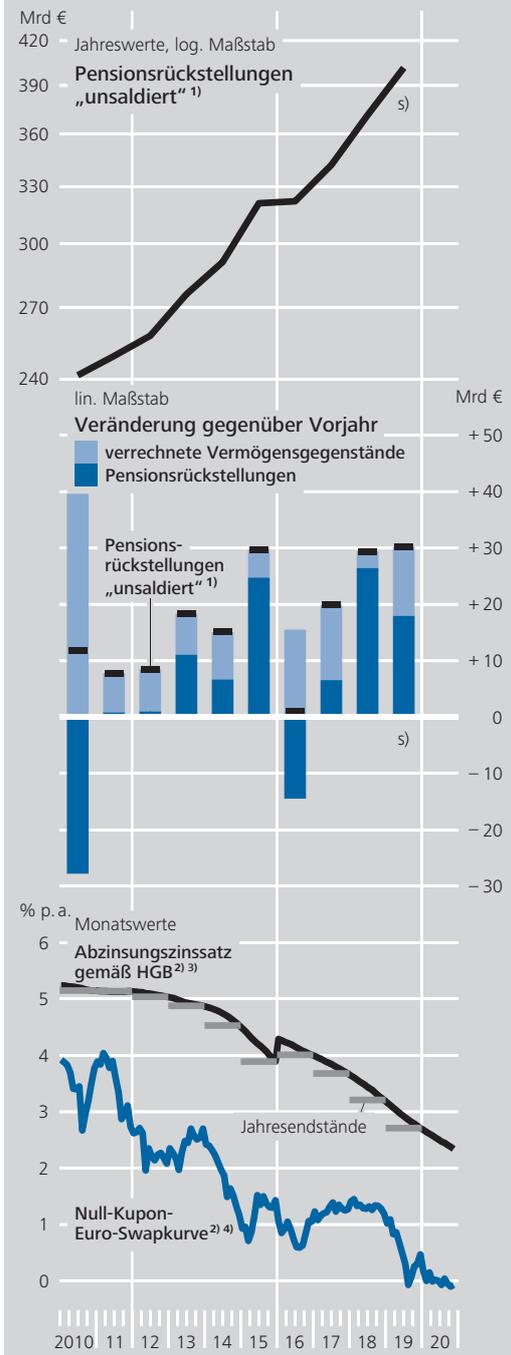
sie im Jahr zuvor im Aggregat leicht gesunken war. Damit blieb sie im Mittel der Jahre 2018/2019 mehr oder weniger unverändert hoch. Der Anstieg im Berichtsjahr betraf sowohl kleine und mittlere Unternehmen als auch Großunternehmen, wobei sich der Abstand zwischen den Größenklassen weiter verringerte.

Das Wachstum der Fremdmittel fiel zwar merklich aus, blieb aber hinter der Eigenmittelnahme zurück. Dazu trug maßgeblich die moderate Zunahme der Verbindlichkeiten gegenüber verbundenen Unternehmen bei, welche in den Vorjahren noch deutlich ausgeweitet worden waren. Zudem waren die Ver-

bindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen erstmals seit dem Jahr 2015 rückläufig, wofür auch eine schnellere Begleichung bestehender Handelsverbindlichkeiten aufgrund von Verwarentgelten für die Haltung von Bankguthaben ursächlich sein könnte. Demgegenüber stiegen die Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten vor allem mit kurzer Laufzeit deutlich mit der höchsten Zuwachsrates innerhalb einer Dekade an. Der Bausektor erhielt erneut höhere Anzahlungen als zuvor, was im Einklang mit den hohen Vorräten in dieser Branche steht, die auch begonnene Bauvorhaben vor Fertigstellung einschließen. Da der Bestand langfristiger Anleihen im Jahr 2019 deutlich anstieg, weitete

*Auch Fremdmittel mit schwächerem Wachstum als in den Vorjahren*

### Kenngrößen zu den betrieblichen Altersversorgungsverpflichtungen deutscher Unternehmen



**1** Hochgerechnete Ergebnisse der Unternehmensabschlussstatistik. Pensionsrückstellungen zuzüglich Finanzvermögen, welches speziell der Erfüllung von Altersversorgungsverpflichtungen dient und mithin dem Zugriff aller übrigen Gläubiger entzogen ist; geschätzt. **2** 15 Jahre Restlaufzeit. **3** Laut § 253 Abs. 2 Handelsgesetzbuch (HGB) sind Rückstellungen für Altersversorgungsverpflichtungen mit einer Restlaufzeit von mehr als einem Jahr mit dem ihrer Restlaufzeit entsprechenden durchschnittlichen Marktzinssatz der zurückliegenden zehn (bis Jahresende 2015 sieben) Geschäftsjahre abzuzinsen. **4** Die Null-Kupon-Euro-Swapkurve dient gemäß Rückstellungsabzinsungsverordnung als Basis für die Ermittlung der Abzinsungszinssätze.

sich die Mittelaufnahme über Anleihen trotz des Rückgangs bei den kurzfristigen Anleihen insgesamt stärker aus als zuvor. Die Rückstellungen stiegen auch aufgrund der durch den erneut gesunkenen Abzinsungssatz notwendigen zusätzlichen Pensionsrückstellungen kräftig an.

### Tendenzen für das Jahr 2020

Die Coronavirus-Pandemie und die zu ihrer Eindämmung getroffenen Maßnahmen dürften tiefe Spuren in den Jahresabschlüssen der nicht-finanziellen Unternehmen im Jahr 2020 hinterlassen. Angeordnete Geschäftsschließungen und weitere Maßnahmen haben in betroffenen Branchen wie der Gastronomie, den Reisedienstleistern, anderen freizeit- und kulturbezogenen Dienstleistungen, dem Textileinzelhandel und der Personenbeförderung bereits in einzelnen Monaten zu einem weitgehenden Ausfall der Umsätze geführt. Im bisherigen Jahresverlauf belasteten die Auswirkungen der Pandemie auch die Auslandsgeschäfte der deutschen Industrie in großem Maße. Die weltweite Nachfrage nach deutschen Exporterzeugnissen ging stark zurück, und globale Lieferketten waren teilweise gestört. Zudem dürften sich im laufenden Jahr die Ausrüstungsinvestitionen konjunkturbedingt stark verringern. Hingegen wird von den robusten Wohnungsbauinvestitionen voraussichtlich ein Wachstumsimpuls ausgehen. Zudem wirken die umfangreichen fiskalischen Stützungsmaßnahmen stabilisierend. Die Umsatzrendite der Unternehmen dürfte im Jahr 2020 durch den pandemiebedingten negativen Wirtschaftsschock erheblich in Mitleidenschaft gezogen werden, da die variable Kostenkomponente Arbeit trotz der teilweisen Beendigung von Arbeitsverhältnissen und dem massiven Einsatz von Kurzarbeit nicht im gleichen Maße zurückgehen wird wie der Umsatz. Kostenseitig dürfte zudem der weiter bestehende, zinsbedingte Anpassungsbedarf bei den Pensionsrückstellungen zu einem höheren Aufwand füh-

*Coronavirus-Pandemie dürfte Umsatzrendite der Unternehmen erheblich in Mitleidenschaft ziehen*

ren.<sup>7)</sup> Hingegen zeichnen sich angesichts der tiefen Rezession der Weltwirtschaft im Jahr 2020 Entlastungen durch deutliche Preisrückgänge bei den Vorleistungsgütern und Industrierohstoffen ab.

*Liquiditätssicherung als große Herausforderung trotz vergleichsweise guter finanzieller Konstitution des Unternehmenssektors und krisenbedingter staatlicher Hilfsmaßnahmen*

Sowohl die Tiefe als auch die Geschwindigkeit des Wirtschaftseinbruchs aufgrund des Coronavirus-Schocks haben die Unternehmen vor beispiellose Herausforderungen bei der Liquiditätssicherung gestellt.<sup>8)</sup> Von fiskalischer Seite wurden unter anderem umfangreiche Kreditvergabeprogramme der Förderbanken mit teilweise vollständiger staatlicher Kreditrisikoübernahme bereitgestellt. Diese dürften neben dem Zugriff auf bestehende Kreditlinien zu einem erheblichen Anstieg der Verbindlichkeiten bei den Unternehmen gegenüber Kreditinstituten führen.<sup>9)</sup> Nichtsdestotrotz scheint es angesichts der soliden finanziellen Ausgangslage des deutschen Unternehmenssektors zu Beginn der Krise und der staatlichen finanziellen Hilfsmaßnahmen – sowie der vorübergehenden und an bestimmte Konditionen gebundenen Aussetzung der Insolvenzantragspflicht – im Jahr 2020 nicht zu einem substanziellen Anstieg der Unternehmensinsolvenzen zu kommen.<sup>10)</sup>

<sup>7</sup> Im Jahr 2020 ist mit einer weiteren Absenkung des Diskontierungszinssatzes für Altersversorgungsverpflichtungen um rd. 0,4 Prozentpunkte gegenüber dem Vorjahr zu rechnen.

<sup>8</sup> Vgl. hierzu auch: Ergebnisse der ersten Befragungswelle der Pilotstudie der Deutschen Bundesbank zu den Erwartungen von Unternehmen in Deutschland (<https://www.bundesbank.de/de/bundesbank/forschung/unternehmensstudie>).

<sup>9</sup> Zudem könnte es neben der Zunahme der Position Anleihen auch zu höheren Verbindlichkeiten gegenüber verbundenen Unternehmen kommen, da interne Kapitalmärkte in Konzernen insbesondere in Krisenjahren eine bedeutende Rolle spielen. Vgl.: Almeida et al. (2015).

<sup>10</sup> Vorläufige Angaben des Statistischen Bundesamtes zu den eröffneten Regelinsolvenzverfahren für die ersten zehn Monate des laufenden Jahres deuten auf einen Rückgang der Unternehmensinsolvenzen im Jahr 2020 gegenüber dem Vorjahr hin. Im März wurde die Insolvenzantragspflicht für pandemiebedingte Insolvenzen bis zum 30. September 2020 ausgesetzt. Diese wurde im September für überschuldete, aber nicht zahlungsunfähige Unternehmen bis zum 31. Dezember 2020 verlängert. Die Angaben zu den eröffneten Regelinsolvenzverfahren für den Monat Oktober 2020 liegen indes trotz des Auslaufens der Aussetzung der Insolvenzantragspflicht für zahlungsunfähige Unternehmen unter jenen der Vormonate.

### Bilanzielle Kennziffern der Unternehmen<sup>1)</sup>

Position	2017	2018	2019 <sup>9)</sup>
	in % der Bilanzsumme <sup>1)</sup>		
Immaterielle Vermögensgegenstände <sup>2)</sup>	1,5	1,4	1,4
Sachanlagen	23,1	22,7	22,7
Vorräte	15,1	15,5	15,6
Kurzfristige Forderungen	28,1	28,3	27,9
Langfristig verfügbares Kapital <sup>3)</sup>	51,8	51,7	51,9
darunter:			
Eigenmittel <sup>1)</sup>	31,3	31,0	31,5
Langfristige Verbindlichkeiten	15,6	15,5	15,1
Kurzfristige Verbindlichkeiten	37,6	38,1	38,0
	in % der Sachanlagen <sup>4)</sup>		
Eigenmittel <sup>1)</sup>	127,4	128,5	130,5
Langfristig verfügbares Kapital <sup>3)</sup>	210,8	213,9	215,3
	in % des Anlagevermögens <sup>5)</sup>		
Langfristig verfügbares Kapital <sup>3)</sup>	106,3	107,6	106,9
	in % der kurzfristigen Verbindlichkeiten		
Liquide Mittel <sup>6)</sup> und kurzfristige Forderungen	95,1	94,4	93,0
	in % der Fremdmittel <sup>7)</sup>		
Cashflow (Eigenerwirtschaftete Mittel) <sup>8)</sup>	14,7	14,0	14,2

\* Hochgerechnete Ergebnisse; Differenzen in den Angaben durch Runden der Zahlen. **1** Abzüglich Berichtigungsposten zum Eigenkapital. **2** Ohne Geschäfts- oder Firmenwert. **3** Eigenmittel, Pensionsrückstellungen, langfristige Verbindlichkeiten und Sonderposten mit Rücklageanteil. **4** Einschl. immaterieller Vermögensgegenstände (ohne Geschäfts- oder Firmenwert). **5** Sachanlagen, immaterielle Vermögensgegenstände, Beteiligungen, langfristige Forderungen und Wertpapiere des Anlagevermögens. **6** Kasse und Bankguthaben sowie Wertpapiere des Umlaufvermögens. **7** Verbindlichkeiten, Rückstellungen, passivischer Rechnungsabgrenzungsposten und anteiliger Sonderposten mit Rücklageanteil, vermindert um Kasse und Bankguthaben. **8** Jahresergebnis, Abschreibungen, Veränderung der Rückstellungen, des Sonderpostens mit Rücklageanteil und der Rechnungsabgrenzungsposten.

Deutsche Bundesbank

**Lange Reihen mit hochgerechneten Ergebnissen der Unternehmensabschlussstatistik stehen im Internet zur Verfügung unter: [www.bundesbank.de/unternehmensabschluesse](http://www.bundesbank.de/unternehmensabschluesse).**

## Ertragslage und Finanzierungsverhältnisse der deutschen börsennotierten Konzerne im Jahr 2019 mit einem Ausblick auf das Jahr 2020

In dem schwierigen Umfeld der globalen Wachstumsabschwächung konnten die deutschen nichtfinanziellen börsennotierten Konzerne im Jahr 2019 höhere Umsätze erwirtschaften. Gleichzeitig schlugen nennenswerte Kostensteigerungen zu Buche, sodass die Umsatzrentabilität<sup>1)</sup> deutlich geringer ausfiel als in den Vorjahren. Bereinigt um Veränderungen in den Konsolidierungskreisen ging sie im vergangenen Jahr um 1,5 Prozentpunkte auf 6,0 % zurück und lag da-

mit unter dem Mittelwert von 6,7 % seit Berichtsbeginn im Jahr 2005.<sup>2)</sup> Ausschlaggebend war die negative Renditeentwicklung im Produzierenden Gewerbe, wohingegen die Gewinnmarge des Dienstleistungssektors nur leicht rückläufig war und sich weiterhin auf einem vergleichsweise hohen Niveau bewegte.

Die Umsatzerlöse nahmen im Berichtskreis leicht um 2,6 % zu. Dies ist laut den Geschäftsberichten hauptsächlich auf positive Währungseffekte im Zusammenhang mit der Konsolidierung von ausländischen Tochtergesellschaften zurückzuführen.<sup>3)</sup> Daneben wirkten Absatzausweitungen teilweise ungünstigen Entwicklungen der Erzeugerpreise entgegen. Insgesamt konnten rund 70 % der Konzerne ihren Umsatz im Jahr 2019 steigern. Dabei war das Umsatzplus bei den Dienstleistern deutlich stärker ausgeprägt als bei den Konzernen des Produzierenden Gewerbes.

Das operative Ergebnis vor Zinsen und Abschreibungen (EBITDA) blieb mit einem Zuwachs von 0,4 % nahezu konstant. Die Anwendung veränderter Bilanzierungsstandards hatte einen positiven Einfluss auf die

Umsatz, Erträge und Umsatzrendite deutscher nichtfinanzieller Konzerne



<sup>1</sup> Hier definiert als das Verhältnis von operativem Ergebnis vor Steuern und Zinsen zum Umsatz.

<sup>2</sup> Die Veränderungsrate werden für Umsatzrendite, Umsatz, EBITDA und EBIT berichts- und konsolidierungskreisbereinigt ausgewiesen. Die Angaben in den Schaubildern sind unbereinigt, um die Größenverhältnisse zwischen den Positionen darzustellen. In der Folge können methodisch bedingte Unterschiede zwischen den Veränderungsrate und dem Verlauf in den Schaubildern auftreten.

<sup>3</sup> So fiel der nominale effektive Wechselkurs des Euro gegenüber den Währungen der 42 wichtigsten Handelspartner des Euroraums im Jahr 2019 jahresdurchschnittlich um 1,5%, was sich bei der Umrechnung der Umsatzerlöse in ausländischer Währung positiv auf die Euro-Gegenwerte auswirkt.

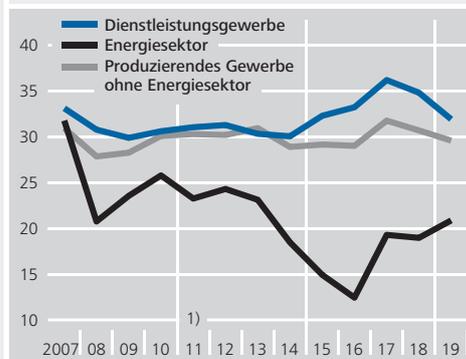
operativen Ergebnisse, sodass die Abschwächung der Ertragslage unterzeichnet wird.<sup>4)</sup> Das durch die Änderungen erhöhte Abschreibungsvolumen – während Leasingaufwendungen entfielen – ließ das EBITDA für sich genommen ansteigen.

Das operative Ergebnis nach Abzug der Abschreibungen (EBIT) brach im Vergleich zum Vorjahr um 17,9 % ein. Werden die Effekte aus den geänderten Bilanzierungsvorschriften berücksichtigt, dürfte die Ertragsentwicklung noch ungünstiger ausgefallen sein. Der Rückgang ist ausschließlich auf die Unternehmen des Produzierenden Gewerbes zurückzuführen, welche rund 70 % des Gesamtergebnisses des Berichtskreises ausmachen. Die Dienstleister konnten dagegen ihr operatives Ergebnis leicht steigern. Ergebnismindernde Faktoren in beiden Wirtschaftssektoren waren vor allem höhere Rohstoffkosten sowie außerplanmäßige Abschreibungen und Sonderaufwendungen. Dies beinhaltete Sonderabschreibungen auf den Goodwill und Produktionsanlagen aufgrund schlechter Ertragsaussichten und schwieriger Absatzbedingungen in der Chemie- und Automobilbranche, Umrüstkosten aus der Dieseldisussion, Rückstellungen für Rechtsstreitigkeiten und Strafzahlungen aus einem Korruptionsverfahren sowie Abschreibungen im Zuge des Braunkohleausstiegs im Energiebereich.

Im Bilanzausweis fand eine beachtliche Erhöhung bei den Sachanlagen um 21% und bei den Finanzanlagen um 16% statt, hauptsächlich aufgrund neu aktivierter Nutzungsrechte in Verbindung mit den Änderungen in internationalen Rechnungslegungsstandards und eines bedeutenden Tauschgeschäfts im Energiesektor<sup>5)</sup>. Eine weitere Rolle spielte die Investitionstätigkeit der Automobilhersteller (hier vor allem in die Elektromobilität) in der zweiten Jahreshälfte 2019. Ferner nahmen die immateriellen Ver-

### Eigenkapital deutscher nichtfinanzieller Konzerne

in % der Bilanzsumme



<sup>1</sup> Beschluss über den Atomausstieg nach der Katastrophe in Fukushima.

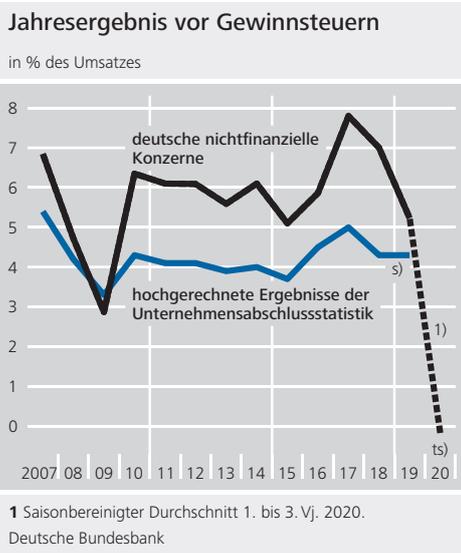
Deutsche Bundesbank

mögenswerte durch Firmenübernahmen und technologische Entwicklungen (erworbene Lizenzen im Telekommunikationsbereich) zu.

Finanzierungsseitig stiegen die Schulden deutlich stärker als das Eigenkapital, was in einem Rückgang der aggregierten Eigenkapitalquote um 1,2 Prozentpunkte auf 29,3% resultierte. Hiervon waren sowohl große als auch kleine Konzerne betroffen. Bei rund drei Vierteln der Konzerne verringerte sich die Eigenkapitalquote im Vergleich zum Vorjahr. Somit nahm auch der Verschuldungsgrad leicht von 2,3 auf 2,4 zu.

<sup>4</sup> Bedingt durch die veränderte bilanzielle Behandlung von Operate-Leasingverhältnissen (International Financial Reporting Standard 16) stiegen die Sachanlagen sowie die damit verbundenen Abschreibungen und Finanzschulden deutlich an. Die Größe dieses Bilanzierungseffekts beläuft sich auf ca. 84 Mrd € bei den Sachanlagen sowie etwa 90 Mrd € bei den Finanzverbindlichkeiten (entspricht rd. 11% bzw. 9% der jeweiligen Position). Die Abschreibungen stiegen um ca. 9 Mrd €.

<sup>5</sup> Die bilanzielle Erfassung des Tauschgeschäfts erfolgte im 3. Quartal 2019. Im vorhergehenden Jahr waren die zum Verkauf stehenden Konzernteile als nicht fortgeführte Aktivitäten in den Konzernberichten ausgewiesen und daher als Abgang in der Konzernabschlussstatistik behandelt worden. Im 3. Quartal 2019 wurden diese Konzernteile in den jeweils aufnehmenden Konzernen erstmals konsolidiert und insoweit als Zugang in der Konzernabschlussstatistik berücksichtigt.



Die Verschuldungslage war von einer drastischen Erhöhung der langfristigen Finanzschulden um 21% geprägt. Darin schlugen sich zum einen die neu passivierten Leasingverbindlichkeiten im Umfang von schätzungsweise 90 Mrd € nieder, aber auch die Finanzverbindlichkeiten aus dem Tauschgeschäft im Energiesektor (20 Mrd €). Zum anderen wurden Geschäftsberichten zufolge Anleihen zur Refinanzierung des Absatzgeschäftes begeben und Verbindlichkeiten für künftige Unternehmensakquisitionen aufgebaut. Gleichzeitig wuchsen die aggregierten Pensionsverpflichtungen durch den Rückgang des Rechnungszinssatzes um rund ein Fünftel beziehungsweise 28 Mrd € an.<sup>6)</sup>

Im bisherigen Jahresverlauf 2020 war die Geschäftsentwicklung maßgeblich durch die Coronavirus-Pandemie geprägt. Im Vergleich zu den Einzelabschlüssen bilden die Konzernabschlüsse die konzerninterne global integrierte Wertschöpfungskette ab. Folglich spiegeln die Finanzinformationen der Konzerne in besonderem Maß die Weltkonjunktur sowie die binnenwirtschaftlichen Bedingungen der Sitzländer der jeweiligen Tochtergesellschaften wider. Produktionsausfälle und Filialschließungen in Partnerlän-

dern belasteten somit auch alle konzerninternen vorgelagerten und nachgelagerten Wertschöpfungsstufen. In den Einzelabschlüssen wird hingegen insbesondere der Teil der Wertschöpfungskette abgebildet, der in Deutschland stattfindet. Durch die globale Aufstellung der Konzerne waren erste Auswirkungen der Coronavirus-Pandemie bereits im Januar und Februar des laufenden Jahres spürbar. So ist das Ergebnis bereits im ersten Quartal 2020 um über die Hälfte im Vergleich zum Vorjahreszeitraum eingebrochen. Schätzungen auf Basis der Abschlüsse der größten Konzerne im Berichtskreis für die ersten drei Quartale des laufenden Jahres deuten darauf hin, dass die aggregierte Umsatzrendite (Gewinn vor Steuern im Verhältnis zum Umsatz) im Jahr 2020 sprunghaft sinken wird und zum ersten Mal seit Beginn der Statistik im Berichtsjahr 2005 negativ ausfallen könnte. Dies liegt insbesondere an einem starken Einbruch im Frühjahr, während bereits im dritten Vierteljahr den Schätzungen zufolge eine deutliche Erholung eintrat. Das extrem schwache Ergebnis wird vorwiegend durch die Konzerne des Verarbeitenden Gewerbes bestimmt. Bei den Konzernen im Dienstleistungssektor gab es zwar Einbrüche in der Luftfahrtbranche. Teilweise kompensiert wurden diese jedoch durch positive Entwicklungen in der Telekommunikations-, Logistik- und Softwarebranche.

Laut den Konzernberichten dürften branchenübergreifende Nachfragerückgänge, Schließungen von Handelsbetrieben und Produktionsstilllegungen weltweit sowie Währungseffekte den Umsatz erheblich belastet haben. Schätzungsweise könnte er sich in den ersten drei Quartalen des Jahres 2020 um fast ein Zehntel im Vergleich zum Vorjahreszeitraum vermindert haben. Das

<sup>6</sup> Hochgerechnet basierend auf den 34 größten Konzernen.

Ergebnis vor Steuern dürfte in diesem Zeitraum um über 90 % eingebrochen sein. Ausschlaggebend waren neben den Auswirkungen der Pandemie, wie gestiegene Abschreibungen auf Sachanlagen und immaterielle Vermögenswerte, auch eine zusätzliche außerordentliche Belastung durch ein milliarden schweres Strafverfahren in der Chemiebranche<sup>7)</sup> und eine damit einhergehende zusätzliche Rückstellungsbildung.

Die Sachanlagenquote könnte sich gegenüber dem Vorjahr kaum verändert haben. Der abgeschriebene Goodwill dürfte durch den gegenläufigen Aufbau immaterieller Vermögenswerte im Zuge neuer Unternehmensakquisitionen kompensiert worden sein. Die Sachanlagen nach Abzug des Goodwill waren leicht rückläufig.

Angesichts des rückläufigen Mittelzuflusses aus dem operativen Geschäft sicherten die

Konzerne ihre Liquidität durch die verstärkte Begebung von Unternehmensanleihen und die Erhöhung von Bankverbindlichkeiten sowie durch den Verkauf von Unternehmensbereichen. Über alle Branchen hinweg war ein deutlicher Anstieg der liquiden Mittel zu beobachten. Finanzierungsseitig ging dies mit einer entsprechenden Zunahme der Verschuldung einher. Hierzu trug auch eine größere Unternehmensübernahme bei. Im Gegenzug verringerten sich die Eigenkapitalquoten im laufenden Jahr wohl bei Konzernen in allen Sektoren, am stärksten aber bei den Unternehmen des Dienstleistungssektors. Die schlechte Ertragslage drückte das Eigenkapital im Verarbeitenden Gewerbe. Die Sonderentwicklung im Dienstleistungsbereich wird gänzlich durch eine gewichtige Übernahme im Telekommunikationsbereich begründet.

---

<sup>7</sup> Dieser Sondereffekt beläuft sich auf ca. 20 Mrd. €.

## ■ Literaturverzeichnis

Acharya, V., M. Crosignani, T. Eisert und C. Eufinger (2020), *Zombie Credit and (Dis-)Inflation: Evidence from Europe*, NBER Working Paper, Nr. 27158.

Adalet McGowan, M., D. Andrews und V. Millot (2018), *The Walking Dead? Zombie Firms and Productivity Performance in OECD Countries*, *Economic Policy*, 33 (96), S. 685–736.

Almeida, H., C.S. Kim und H.B. Kim (2015), *Internal capital markets in business groups: Evidence from the Asian financial crisis*, *Journal of Finance*, Vol. 70(6), S. 2539–2586.

Becker, T., E. Biewen, S. Schultz und M. Weisbecker (2020), *Individual Financial Statements of Non-Financial Firms (JANIS) 1997–2019, Data Report 2020–21 – Metadata Version 6*, Deutsche Bundesbank Research Data and Service Centre.

Bundesministerium der Justiz und für Verbraucherschutz (2020), *Mehr Zeit für Sanierungsmaßnahmen – Bundesregierung beschließt beschränkte Verlängerung der Aussetzung der Insolvenzantragspflicht*, Pressemitteilung, 2. September 2020.

Deutsche Bundesbank (2020), *Potenziell starker Anstieg der Insolvenzen im Unternehmenssektor*, Finanzstabilitätsbericht, Oktober 2020, S. 38–48.

Deutsche Bundesbank (2017), Zur Entstehung sogenannter Zombie-Unternehmen in Deutschland im Niedrigzinsumfeld, Monatsbericht, Dezember 2017, S. 37–40.

Deutsche Bundesbank (2016), Mögliche Effekte der zinsbedingten Erhöhung der Pensionsrückstellungen auf die Ersparnisse der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften, Monatsbericht, Dezember 2016, S. 60–63.

Deutsche Bundesbank (2011), Unternehmensabschlussstatistik mit breiterer sektoraler Abdeckung und neuer Hochrechnungsbasis, Monatsbericht, Dezember 2011, S. 34 f.

Schivardi, F., E. Sette und G. Tabellini (2017), Credit misallocation during the European financial crisis, CESifo Working Paper, Nr. 6406.

Storz, M., M. Koetter, R. Setzer und A. Westphal (2017), Do We Want These Two to Tango? On Zombie Firms and Stressed Banks in Europe, ECB Working Paper, Nr. 2104.