

Themenpapier 3: Beurteilung der staatlichen Krisenprogramme zur Unterstützung der Unternehmen

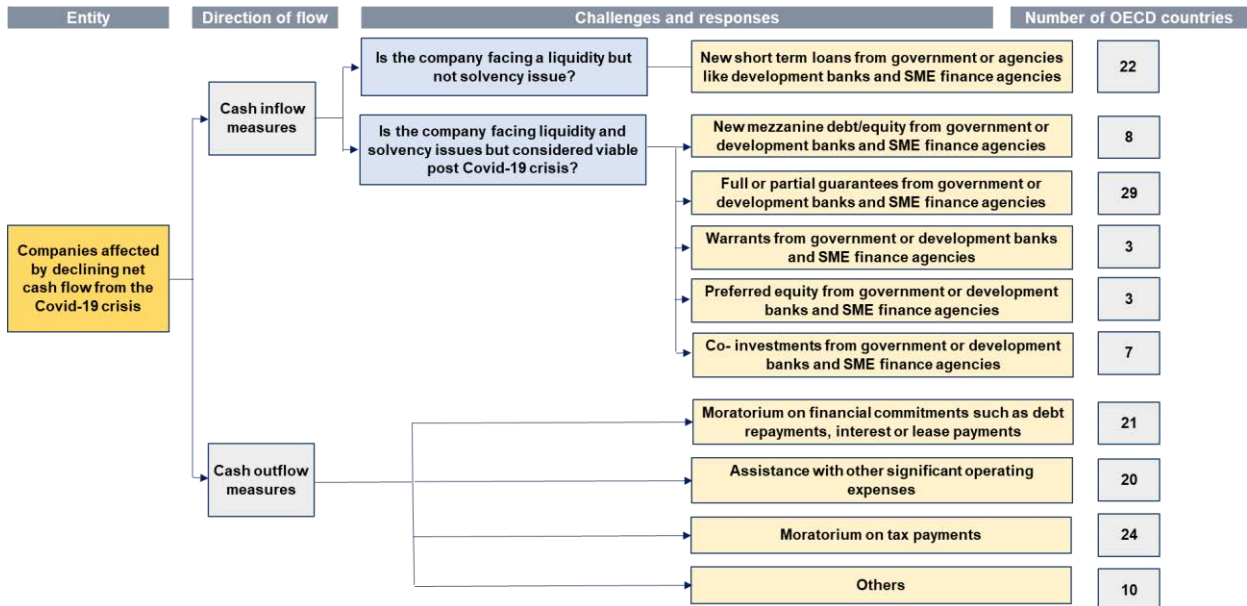
Einleitung

Im Kontext einer langen Phase akkommodierender Geldpolitik haben die sehr niedrigen Kreditkosten der vergangenen zehn Jahre dazu geführt, dass in beispiellosem Umfang Staats- und Unternehmensanleihen begeben wurden und auch die Wertpapierkurse stiegen. Vor der COVID-19-Krise lagen manche Aktienmarktbewertungen in der Nähe ihrer Höchststände, während Anleihen im Wert von weit über 10 Bill. USD mit negativen Renditen gehandelt wurden. Zudem ist der Verschuldungsgrad der Unternehmen hoch, insbesondere bei Non-Investment-Grade-Unternehmen in fortgeschrittenen ebenso wie aufstrebenden Volkswirtschaften. Wenngleich das globale Finanzsystem dank der G20-Finanzmarktreflexionen inzwischen solider ist, sind durch die geringe Qualität der Vermögenswerte, die schwachen Ergebnisse vieler Bankensektoren sowie die wachsenden Risiken bei der marktbasierter Finanzierung neue Schwachstellen entstanden, die die Spannungen an den Finanzmärkten im Kontext der Corona-Pandemie erhöht haben. Länder und Unternehmen verfügten daher zu Beginn der COVID-19-Krise nur über sehr geringe Puffer, um Schocks abzufedern.

Die weltweite Ausbreitung von COVID-19 und ihre wirtschaftlichen Auswirkungen erhöhten die Risikoaversion der Märkte in einer Weise, wie wir dies seit der globalen Finanzkrise nicht mehr erlebt hatten. Auch wenn sich die stark sinkenden Aktien- und Kreditbewertungen teilweise von dem Schock erholt haben, was größtenteils den beispiellosen staatlichen Stützungsmaßnahmen geschuldet ist, sind manche Marktsegmente immer noch stark angespannt. Durch die wirtschaftlichen Auswirkungen von COVID-19, die einen massiven Produktionsrückgang im Unternehmenssektor bei gleichzeitig steigenden Finanzierungskosten ausgelöst haben, wurden die Unternehmensaktivitäten stark beeinträchtigt. Der plötzliche Einbruch der Wirtschaftstätigkeit hat die Unternehmen und die Beschäftigung stark belastet und erforderte rasches und energisches staatliches Handeln.

Als Reaktion auf die durch die Pandemie verursachten Spannungen in der Wirtschaft und an den Märkten haben die OECD-Länder zahlreiche Hilfsprogramme ausgearbeitet, um Soforthilfen für Unternehmen zur Verfügung zu stellen und so Belastungen bei den Mittelzuflüssen und -abflüssen abzubauen (Figure 2.14, Tabelle 2.2). Die Zentralbanken reagierten zunächst mit der Bereitstellung kurzfristiger Liquiditätshilfen. Als dann das Ausmaß und die mögliche Dauer der globalen Krise immer deutlicher wurden, sahen sich viele OECD-Länder veranlasst, spezifische Maßnahmen zu ergreifen, um eine Welle von Insolvenzen grundsätzlich überlebensfähiger Unternehmen zu verhindern, ohne dabei die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen zu gefährden. Ziel dieser weitreichenden und beispiellosen Unterstützung ist es, Beschäftigung und Investitionen zu sichern, was wiederum eine nachhaltige Konjunkturerholung ermöglichen soll. Haben die Regierungen der OECD-Länder in dieser Hinsicht jedoch genug getan, um sicherzustellen, dass die Unternehmen Zugang zu preisgünstigem Kapital haben? Im Folgenden wird die Gestaltung der staatlichen Programme zur Unterstützung des Cashflow-Bedarfs der Unternehmen untersucht. Dies umfasst u. a. einen Überblick über die Art des eingesetzten Kapitals, um zu beurteilen, ob der Umfang der Programme dem krisenbedingten Finanzierungsbedarf der Unternehmen im Großen und Ganzen gerecht wird, und zwar auch im Hinblick auf die Stützung des künftigen Wirtschaftswachstums.

Figure 2.14. Unprecedented government programmes have been implemented to support business cash-flows



Note: Based on 32 responses to a questionnaire out of 37 jurisdictions participating in the OECD Committee on Financial Markets (CMF). The framework is based on OECD (2020), Global Financial Markets Policy Responses to COVID-19. Source: OECD.

Tabelle 2.2. Staatliche Hilfsprogramme für Unternehmen

Art	Zweck	Direkt vs. indirekt ¹	Bedingungen	Beispiele
Sicherheiten	Ausweitung des Spektrums der Sicherheiten, die es den Banken ermöglichen, zusätzliche Mittel von der Zentralbank zu erhalten.	Indirekt	Berücksichtigung von schlechter bewerteten Sicherheiten bei Zentralbankoperationen. Dies kann innerhalb des bestehenden Sicherheitenrahmens oder durch separate Fazilitäten mit neuen Kontrahenten und Zulassungskriterien erfolgen.	Die EZB lockerte die Kriterien für notenbankfähige Sicherheiten. Dies umfasst die Möglichkeit, Kredite mit einer geringeren Bonität, Kredite an andere, im allgemeinen Sicherheitenrahmen der EZB nicht akzeptierte Schuldnerklassen sowie Fremdwährungskredite zuzulassen.
Kreditgarantien	Die meisten OECD-Staaten bieten in der einen oder anderen Form Kreditgarantien für Unternehmen an, um die Kreditvergabe von Banken und sonstigen Finanzinstituten an Unternehmen zu erleichtern.	Direkt	Die Gebühren können je nach Garantiefumfang und Unternehmensgröße zwischen 0,5 % und 4 % der Kapitalsumme betragen. Das Kreditrisiko wird in der Regel vom Intermediär bewertet.	Die Garantie kann sich auf einen Teil oder das gesamte Kreditengagement beziehen. In Frankreich beispielsweise sichern die Garantien die Kredite zu einem bestimmten Prozentsatz je nach Größe des Kreditnehmers ab: - 90 % für KMU - 80 % für mittelgroße Unternehmen (größer als KMU) ² - 70 % für Großunternehmen
Kurzfristige Finanzierungen	Bereitstellung kurzfristiger Finanzierungen, z. B. über Commercial-Paper-Märkte.	Direkt	Die Zinssätze basieren im Allgemeinen auf einem Index-Swap zuzüglich eines geringen Risikoaufschlags (100-200 Basispunkte), der je nach Qualität des Vermögenswerts variieren kann.	Im Rahmen der US-amerikanischen Commercial Paper Funding Facility (CPFF) werden Commercial Paper von Unternehmen und Banken angekauft, die die festgelegten Kriterien erfüllen. Dies hilft solventen Institutionen, den Zugang zu kurzfristigen Finanzierungen zu vertretbaren Zinssätzen aufrechtzuerhalten.

Art	Zweck	Direkt vs. indirekt ¹	Bedingungen	Beispiele
Anleihekäufe	Ankäufe von Unternehmensanleihen, um die Marktpreise zu stabilisieren und die Liquidität zu sichern.	Direkt und indirekt	Wertpapiere mit Investment Grade werden zu Marktpreisen angekauft, u. U. gegen eine geringe Gebühr (100 Basispunkte). Die Laufzeiten sind von Land zu Land unterschiedlich, von mittelfristigen (4 Jahre) bis zu längeren Laufzeiten. In manchen Ländern gelten Obergrenzen für den Anteil neu emittierter Anleihen, die angekauft werden können (zwischen 25 % und 70 %).	Das Pandemie-Notfallankaufprogramm der EZB ermöglicht dem Eurosystem den Ankauf von Vermögenswerten, u. a. Unternehmensanleihen. Das Programm zum Ankauf von Wertpapieren des Unternehmenssektors der EZB wurde auf nichtfinanzielle Commercial Paper ausgeweitet. Im Rahmen von Programmen wie der Primary Market Corporate Credit Facility der Fed und dem Corporate Bond Purchase Scheme der Bank of England werden Unternehmensanleihen mit Investment Grade angekauft, um die Kreditkosten von Unternehmen zu senken, die die festgelegten Kriterien erfüllen.
Fondskäufe	Ankauf von börsengehandelten Investmentfonds, wie börsengehandelten Fonds (ETF) für Aktien und Anleihen, und Real Estate Investment Trusts (REIT), um die Marktpreise zu stützen und die Liquidität zu sichern.	Indirekt	Die Käufe werden selektiv zu Marktpreisen getätigt. Es wird vermieden, ETF-Anteile zu kaufen, wenn diese zu Preisen gehandelt werden, die den Nettoinventarwert übersteigen.	Die BoJ und die Fed erwerben Anteile an ETF von börsengehandelten Vermögenswerten, z. B. Aktien, sowie REIT (BoJ) und Anleihefonds (Fed). Die Secondary Market Corporate Credit Facility der Federal Reserve kauft Anteile von Anleihe-ETF (Investment-Grade-Anleihen und teilweise auch Hochzinsanleihen).
Kreditvergabe an Unternehmen	Die staatliche Unterstützung umfasst Programme für die Kreditvergabe an Unternehmen. Diese Programme werden meist über Banken abgewickelt, die nach bestimmten Regeln für die Kreditgewährung und Bonitätsprüfung vergütet werden.	Hauptsächlich indirekt	Der bereitgestellte Kreditbetrag ist meistens an die Höhe der Unternehmensverschuldung und den Verschuldungsgrad im Jahr 2019 gebunden. Die Zinssätze variieren, teilweise handelt es sich um sehr niedrige Kreditrisikoprämien, z. B. 50 Basispunkte; sie können aber bis zu 400 Basispunkte betragen, wenn ein erhebliches Kreditrisiko besteht. Die Laufzeit ist in der Regel kurz, es gibt aber Möglichkeiten zur Verlängerung.	Durchgeführt werden die Kreditprogramme in der Regel von teilnehmenden Finanzinstituten, die Zugang zu Zentralbankkrediten und staatlicher Finanzierung haben. In manchen Fällen werden die Kredite von staatlichen Entwicklungsbanken und staatlichen Fonds vergeben.
Kreditvergabe an KMU	Die Programme umfassen Kreditvergabe und Eigenkapitalhilfen durch KMU-Förderstellen, indirekte Finanzierung durch Banken, die Kredite aus staatlichen Programmen erhalten, sowie Verbriefungsfazilitäten für KMU-Kredite.	Direkt und indirekt	Die Zinssätze variieren, teilweise handelt es sich um sehr niedrige Kreditrisikoprämien, z. B. 50 Basispunkte; sie können aber bis zu 400 Basispunkte betragen, wenn ein erhebliches Kreditrisiko besteht. Die Laufzeit ist in der Regel kurz, es gibt aber Möglichkeiten zur Verlängerung.	Die KMU-Programme werden in der Regel über existierende KMU-Finanzierungsmechanismen, wie KMU-Förderstellen, durchgeführt. Manche Programme, wie US Main Street Lending Program sowie verschiedene Programme zur Verbriefung von KMU-Darlehen, bieten jedoch zusätzliche Finanzierungsmöglichkeiten für Unternehmen mit weniger als 15 000 Beschäftigten und unter 5 Mrd. USD Umsatz.
Kapitalbeteiligungen	Mehrere Staaten haben Steuervergünstigungen bei Kapitalerhöhungen eingeführt oder begonnen, über bestehende Institutionen oder neue Vehikel Anteile am Kapital von großen ebenso wie kleineren Unternehmen zu erwerben. Viele Länder investieren gemeinsam mit Akteuren des privaten Sektors, während andere mit öffentlichen Mitteln befristete Eigenkapitalhilfen zur Verfügung stellen.	Direkt und indirekt	Die Programme richten sich im Allgemeinen an mittlere bis große Unternehmen oder an Start-ups und umfassen eine Koinvestition von 50 % durch private Akteure. Die gezahlten Prämien hängen von einer Due-Diligence-Prüfung durch die fiskalpolitischen Organe und/oder die Koinvestoren ab. Genutzt werden hybride Instrumente ebenso wie Vorzugsaktien. Vorzugsaktien gehen häufig mit einer relativ hohen kumulativen Dividende und einer mittelfristigen Laufzeit einher. Die Anteile werden über staatliche Entwicklungsbanken oder staatliche Fonds erworben.	Deutschland, Finnland, Irland, Italien, Lettland, Litauen, die Niederlande und Ungarn gehören zu den Ländern, die wegen der Krise solche Kapitalbeteiligungsprogramme eingerichtet haben. In Litauen umfasst der Beteiligungsfonds bis zu 100 Mio. EUR aus dem Staatshaushalt, 400 Mio. EUR für staatlich garantierte Anleihen und 500 Mio. EUR des privaten Sektors zur Unterstützung von mittleren und großen Unternehmen. Auch andere Länder ziehen solche Formen der Beteiligungsfinanzierung in Erwägung.

1. „Direkt“ sind Programme, in deren Rahmen entweder Kredite direkt vergeben oder Anleihen direkt bei den Unternehmen gekauft werden. Bei Einbeziehung von Banken oder Nichtbanken-Intermediären handelt es sich um „indirekte“ Programme.

2. Der Begriff KMU ist unterschiedlich definiert, häufig erfolgt die Abgrenzung jedoch über eine Obergrenze für die Zahl der Beschäftigten, z. B. maximal 250 Mitarbeiter. Mittelgroße Unternehmen sind dementsprechend solche, die nach einem oder mehreren Maßstäben größer sind als kleine Unternehmen, aber kleiner sind als nationale oder internationale Unternehmen.

Quelle: Analyse durch OECD-Mitarbeiter auf der Basis der öffentlich angekündigten staatlichen Krisenprogramme sowie der Antworten auf eine Umfrage der im OECD-Finanzmarktausschuss vertretenen Zentralbanken und Finanzministerien.

Überblick über die staatlichen Programme zur Unternehmensfinanzierung

Programmarten

Staatliche Programme, mit denen Großunternehmen sowie kleinen und mittleren Unternehmen (KMU) in verschiedenen Formen Kapital zur Verfügung gestellt werden soll, weisen eine Reihe von Gestaltungsmerkmalen auf, die dazu dienen, einen dringenden Finanzierungsbedarf zu decken und zugleich das Moral-Hazard-Risiko zu verringern.¹ Die Programme umfassen den Ankauf von kurzfristigen Commercial Paper und Unternehmensanleihen an den Primär- und Sekundärmärkten sowie den Erwerb von Anteilen an Investmentfonds und börsengehandelten Fonds (ETF) für Unternehmensanleihen. Sie umfassen auch die indirekte Kreditvergabe durch Banken, indem sie eine Ausweitung der akzeptierten Sicherheiten vorsehen, wodurch sich die Kapazität der Banken zur Kreditaufnahme bei den Zentralbanken erhöht. Des Weiteren umfassen sie die indirekte und direkte Kreditvergabe an Unternehmen, um zu gewährleisten, dass tragfähige Unternehmen liquide bleiben, bis Wirtschaft und Märkte wieder stabil sind. Zur Erleichterung der Kreditvergabe stützen sich viele Programme – insbesondere für KMU – auf Banken, sodass diese ein zusätzliches Kreditrisiko übernehmen müssen. Manche Programme gestatten es den Banken allerdings, nur einen kleinen Teil der Kredite zu behalten, um ihr Kreditrisiko zu begrenzen.

Programme zur Unterstützung von Unternehmen, vor allem solche, die eine Kreditvergabe umfassen, gehen häufig mit Einschränkungen in Bezug auf die Mittelzuflüsse und -abflüsse der Unternehmen einher. So ist die Auszahlung von Dividenden oder der Abbau bestehender Schulden im Rahmen mancher Programme ausgeschlossen, womit die Kreditaufnahme zur Deckung kurzfristiger Ausgaben die Gesamtverschuldung der Unternehmen weiter erhöht. Bei manchen Programmen gilt auch, dass der Personalbestand nicht gesenkt werden darf. Diese Einschränkungen sind zwar wichtig, um Moral-Hazard-Risiken zu verhindern und die Beschäftigung zu sichern, können aber zur Folge haben, dass die Verschuldung und die Refinanzierungskosten steigen. Dadurch kann sich die finanzielle Flexibilität verringern, die die Unternehmen benötigen, um in einer Weise zu investieren, die die Konjunkturerholung fördert.

Einige staatliche Programme unterstützen Unternehmen außerdem durch nachrangige Instrumente, darunter Kreditgarantien oder Formen der Beteiligungsfinanzierung. Kreditgarantien dienen dazu, Forderungsausfälle abzusichern, indem Abwärtsrisiken aufgefangen werden. Sie schaffen so Anreize für Banken, Kredite an Unternehmen zu vergeben. Manche Länder versuchen auch, die Kapitalbasis der Unternehmen zu stärken, um ihnen mehr finanzielle Flexibilität zu verschaffen und so Liquiditätsengpässe im Zusammenhang mit hohen Zinszahlungen zu verringern. Dies kann durch Steuervergünstigungen bei Kapitalerhöhungen oder Beteiligungs- und Koinvestitionen geschehen.

Zulassungskriterien

Die Gestaltungsmerkmale dieser Programme sollen den Geltungsbereich auf Unternehmen mit Finanzierungsbedarf beschränken und dabei den Staat vor erheblichen Verlusten schützen. Die staatlichen Kreditprogramme sind darauf ausgerichtet, eine breite Verfügbarkeit von Krediten für Emittenten von Unternehmensanleihen und bis zu einem gewissen Grad auch für KMU zu gewährleisten, die vor der COVID-19-Krise als grundsätzlich solide und kreditwürdig galten.

Die staatlichen Hilfsprogramme für Unternehmen in den Vereinigten Staaten und im Euroraum zeigen, dass die Programme so konzipiert wurden, dass die überwiegende Mehrzahl der börsengehandelten Unternehmen mit Investment-Grade-Rating Zugang zu staatlicher Unterstützung hat. In den Vereinigten Staaten bieten spezifische Fazilitäten zum Ankauf von Anleihen und zur Kreditvergabe an Unternehmen über Banken umfangreiche Finanzierungsmöglichkeiten. Der Gesamtumfang der Kreditvergabe bzw. der

¹ Diese Einschätzung basiert u. a. auf einer im OECD-Finanzmarktausschuss durchgeführten Umfrage zu den staatlichen Hilfsprogrammen für Unternehmen.

Anleihekäufe entspricht dort nur einem Bruchteil der insgesamt umlaufenden Schuldtitel mit Investment Grade, u. a. weil die Programmbedingungen darauf abzielen, eine Konzentration auf einzelne Emittenten zu vermeiden. Der Umfang der Programme ist zudem so zugeschnitten, dass Marktliquidität und Kreditrisikoprämien durch inkrementelle Anleihekäufe stabilisiert werden. In Europa dagegen erstrecken sich die Ankäufe von Unternehmensanleihen im Rahmen der überarbeiteten Programme auf einen Großteil der umlaufenden handelbaren Unternehmensschuldtitle² und infolge der gelockerten Anforderungen für die Sicherheiten stehen umfangreiche Finanzierungsmittel für eine weitere Kreditvergabe an Unternehmen durch europäische Banken bereit. Sowohl in den Vereinigten Staaten als auch im Euroraum könnten Kapitalengpässe und Besorgnis über die Kreditrisiken jedoch die Bereitschaft der Banken begrenzen, in einem Kontext erhöhter Unsicherheit Kredite zu vergeben. Dennoch wirken sich die Kreditprogramme und Programme zum Ankauf von Wertpapieren positiv auf das Vertrauen an den Märkten aus. Außerdem hat ihr inkrementeller Beitrag zur Kreditvergabe oder zum Anleihekauf positive Spillover-Effekte im Hinblick auf die Preisgestaltung und die Verfügbarkeit von Krediten auf den Märkten.

Die in den Vereinigten Staaten oder im Euroraum aufgelegten Programme kamen Unternehmen, die vor der Krise ein Non-Investment-Grade-Rating hatten, jedoch in der Regel nicht zugute.³ In den beiden Wirtschaftsräumen befinden sich aktuell rd. 4 Bill. USD Anleihen mit High-Yield-Rating und Leveraged Loans im Umlauf⁴. Nur sehr wenige der Emittenten dieser Instrumente konnten direkt von den staatlichen Hilfsmaßnahmen profitieren.⁵ Der Grund hierfür ist, dass das Rating dieser Instrumente unter Investment Grade liegt, weil sie die erforderlichen Bonitätskriterien nicht erfüllen, wie z. B. ein Schulden/EBITDA-Verhältnis von unter 4; teilweise sind sie auch zu groß für bestimmte Programme, z. B. für Programme, die auf KMU zugeschnitten sind.

Aufgrund der Bedingungen der Programme sind die meisten emittierten Anleihen mit Non-Investment-Grade-Rating oder ohne Rating nicht zugelassen (Figure 2.15 und 2.16). Dies ist in den Vereinigten Staaten besonders kritisch, wo sich der Markt für Anleihen unter Investment Grade auf nahezu 3 Bill. USD beläuft. Es könnten sich jedoch andere Möglichkeiten bieten: Zum einen ist ein kleiner Teil der Anleihen mit Non-Investment-Grade-Rating (mit einem geschätzten Volumen von weniger als 100 Mrd. USD) in der Secondary Markets Corporate Credit Facility der Federal Reserve für den Ankauf durch Investmentfonds zugelassen, die als spekulativ eingestufte Anleihen halten. Zum anderen ist in der Main Street Loan Facility der Federal Reserve eine kleine Anzahl solcher Unternehmen zugelassen, die die Kriterien in Bezug auf Verschuldung, Größe und Umsatzerlöse erfüllen.

² Das Pandemie-Notfallankaufprogramm (PEPP) der EZB in Höhe von 1,35 Bill. EUR bezieht sich auf eine Reihe von Aktiva des öffentlichen und privaten Sektors, die zum Ankauf zugelassen sind; im Programm zum Ankauf von Wertpapieren des Unternehmenssektors (CSPP) gibt es keine vorab festgelegte Obergrenze. Die Ankäufe belaufen sich auf etwa 3-10 Mrd. EUR pro Monat. Zur Veranschaulichung ist das CSPP in der Abbildung als Teil des PEPP dargestellt.

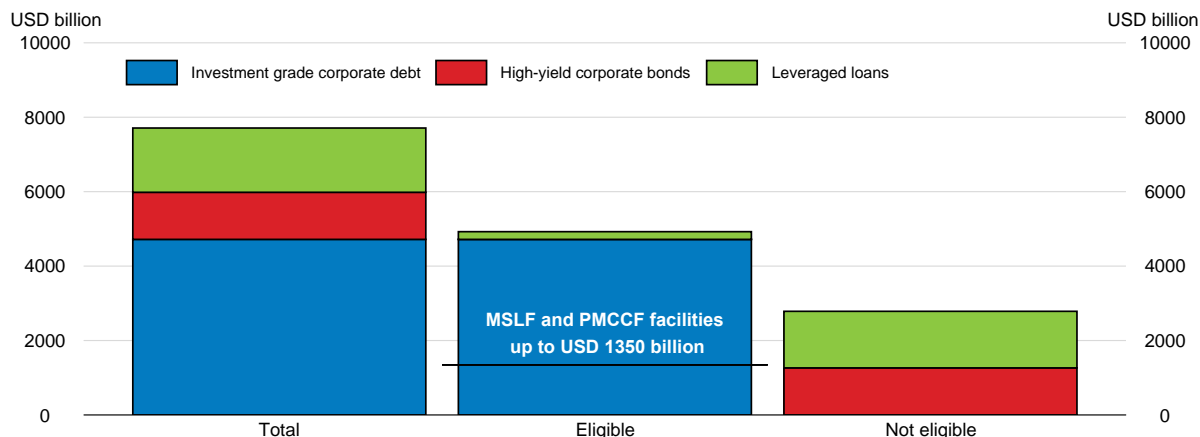
³ Basierend auf einem umfassenden Datensatz zu börsennotierten Nichtfinanzunternehmen, für die vom Finanzdatenanbieter Refinitiv bereitgestellte Jahresabschlussdaten für Ende 2019 vorliegen (1 478 US-Unternehmen und 1 878 europäische Unternehmen). Die Unternehmen werden auf der Grundlage ihrer Zulassung für Zentralbankfazilitäten gemäß den zuvor beschriebenen Kriterien klassifiziert. Für die Main Street Lending Facility wurden die Berechnungen anhand einer Leverage Ratio von 4 durchgeführt.

⁴ Schätzungen auf der Grundlage von S&P (2019), US Corporate Debt Market: The State of Play In 2019; OECD (2020), Corporate Bond Market Trends, Emerging Risks and Monetary Policy; sowie OECD (2020), "Structural Developments in Global Financial Intermediation".

⁵ Eine Ausnahme bildet die Main Street Lending Facility, deren Bedingungen eine Vergabe von Krediten an Unternehmen gestatten, deren Verschuldung sich auf bis zum Sechsfachen ihres EBITDA beläuft, und eine Kreditvergabe an Unternehmen mit Umsatzerlösen von unter 5 Mrd. USD oder mit weniger als 15 000 Mitarbeitern ermöglichen. Dadurch würde eine wesentlich größere Untergruppe von Non-Investment-Grade-Unternehmen erfasst. Das Programm wurde bislang allerdings noch nicht gestartet.

Figure 2.15. US business lending programmes do not extend to all firms in need of liquidity support

Simulation of US corporate credit eligibility for crisis business lending programmes



Note: US corporate debt outstanding includes bonds, loans and revolving credit facilities of non-financial corporates. Outstanding leveraged loan includes revolving credit facilities and are compiled from leveraged loan deals in the United States over 1990-2019 for non-financial companies only. Outstanding corporate bonds refer to non-financial companies only. Data presented are as of end-2019. MSLF is the Federal Reserve's Main Street Lending Facility; PMCCF is the Federal Reserve's Primary Markets Corporate Credit Facility. The Federal Reserve's Secondary Markets Corporate Credit Facility, which is allowed to purchase assets including shares of bond funds holding high-yield debt. Source: S&P (2019), U.S. Corporate Debt Market: The State of Play In 2019; FSB (2019), Vulnerabilities associated with leveraged loans and collateralised loan obligations; OECD (2020), Corporate Bond Market Trends, Emerging Risks and Monetary Policy, OECD Publishing, Paris; OECD (2020), Structural Developments in Global Financial Intermediation, OECD Publishing, Paris; Refinitiv; and OECD calculations.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934140696>

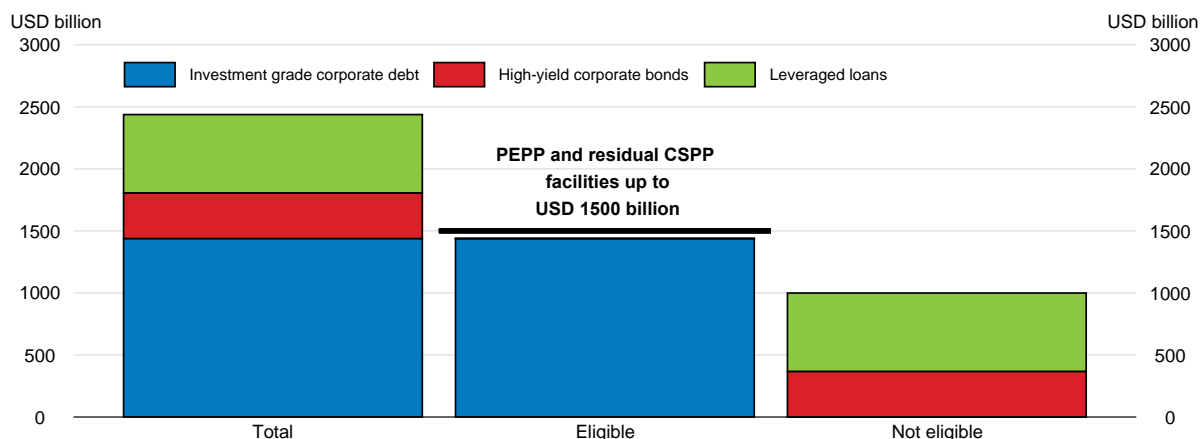
Die Reichweite der Kreditprogramme würde jedoch erheblich zunehmen, wenn die Main Street Expanded Loan Facility gestartet würde, da die meisten Unternehmen, die unter die höher angesetzte Grenze für das Schulden/EBITDA-Verhältnis fallen, auch den Kriterien für Umsatz und Mitarbeiterzahl gerecht werden.⁶ Die Kreditvergabe durch die Banken hilft sicherzustellen, dass eine angemessene Kreditrisikoanalyse durchgeführt wird, da die Banken 5-15 % des Kreditrisikos selbst tragen müssen. Aus diesem Grund könnten sie aber auch zögern, in einem schwierigen Umfeld Kredite zu vergeben, insbesondere wenn sie der Auffassung sind, dass die angemessene Verzinsung zur Deckung der möglichen Kreditverluste die im Programm festgelegte Obergrenze für die Kreditzinsen übersteigen würde. Aktuell lassen die Spannungen an den Märkten für hochverzinsliche Anleihen vermuten, dass die Besorgnis über das Kredit- und das Marktliquiditätsrisiko weiterhin ein echtes Problem darstellt.

⁶ Vgl. FSB (2019) *Vulnerabilities associated with leveraged loans and collateralised loan obligations*. Ein Teil der Emittenten von Leveraged Loans könnte für die Main Street Lending Facility zugelassen werden, da ihr Schulden/EBITDA-Verhältnis unter 4 bzw. 6 liegt (15 % der Emittenten von Leveraged Loans haben eine Leverage Ratio von unter 4 und 65 % eine Leverage Ratio von unter 6). Sie müssen jedoch auch die Kriterien für Umsatz und Mitarbeiterzahl erfüllen, um für dieses Programm zugelassen zu werden. Interne Schätzungen auf der Grundlage eines umfassenden Datensatzes börsennotierter US-Nichtfinanzunternehmen zeigen, dass 80 % der hochverschuldeten Unternehmen, die für die Main Street Lending Facility infrage kämen, auch die Kriterien für Umsatz und Mitarbeiterzahl erfüllen würden.

Diese Ergebnisse legen den Schluss nahe, dass Emittenten von Hochzinsanleihen in Branchen wie z. B. Luftverkehr, Energie oder Herstellung konjunkturabhängiger Verbrauchsgüter trotz beispielloser staatlicher Anstrengungen in vielen OECD-Ländern noch keine substantielle Unterstützung erhalten. Dies stellt eine Herausforderung dar, da hochverzinsliche Unternehmensanleihen in den letzten Jahrzehnten erheblich expandiert haben und für das Wachstum und die Beschäftigung im Unternehmenssektor von entscheidender Bedeutung sind.

Figure 2.16. Euro area business lending programmes do not extend to all firms in need of liquidity support

Simulation of euro area corporate credit eligibility for crisis business lending programmes



Note: Outstanding leveraged loans include revolving credit facilities and are compiled from leveraged loan deals in the euro area over 1990-2019 for non-financial companies only. Outstanding corporate bonds are calculated including non-financial companies only. Data presented are as of end-2019. PEPP is the ECB's Pandemic Emergency Purchase Programme, and the CSPP is the ECB's Corporate Securities Purchase Programme. While investment-grade corporate bonds are eligible to be purchased by the PEPP, to date most of the purchases have been public sector securities.

Source: OECD (2020), Corporate Bond Market Trends, Emerging Risks and Monetary Policy; OECD Publishing, Paris; OECD (2020), Structural Developments in Global Financial Intermediation; OECD Publishing, Paris; Refinitiv; and OECD calculations.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934140715>

Staatliche Kreditprogramme für Emittenten hochverzinslicher Unternehmensanleihen

So beispiellos die staatlichen Maßnahmen in vielen OECD-Ländern auch sind, wurden Emittenten mit hohem Verschuldungsgrad doch weitestgehend von ihnen ausgeschlossen. Daher werden solche Unternehmen wahrscheinlich weiterhin mit den Folgen einer erschwerten Refinanzierung unter angespannten Marktbedingungen zu kämpfen haben. Die Mehrheit dieser Unternehmen ist zwar unter normalen Wirtschafts- und Marktbedingungen tragfähig, bei ihnen besteht jedoch ein höheres Risiko, dass sie in Rezessionsphasen und bei anhaltenden Spannungen an den Kreditmärkten ihre Schulden nicht zurückzahlen können. Die Zahl der Unternehmen, die in Schwierigkeiten geraten und bei denen Zahlungsausfälle drohen könnten, würde noch stärker zunehmen, falls der Cashflow aus dem operativen Geschäft über einen längeren Zeitraum auf niedrigem Niveau und die Creditspreads auf erhöhtem Niveau verharren. Sollte dies eintreten, könnte ein Anstieg der Insolvenzen dazu führen, dass notleidende Kredite die

Bilanzen von Banken, Versicherungsunternehmen und Pensionsfonds erheblich belasten und damit deren Kapazität, Kredite an Unternehmen mit erhöhtem Risiko zu vergeben, schmälern.⁷ Tatsächlich zeigen Analysen der OECD, dass der prozentuale Anteil der „gefährdeten“ oder „notleidenden“ Unternehmen unter den gegenwärtigen Umständen erheblich steigen könnte – auf über 70 % der Emittenten von hochverzinslichen Unternehmensanleihen in den Vereinigten Staaten und über 40 % in Europa (Figure 2.17).⁸ Anstrengungen der Unternehmen, die Mittelabflüsse – oder den Sanierungsbedarf – zu reduzieren, könnten verheerende Folgen für die Beschäftigung haben und würden die Bemühungen der Behörden zur Wiedergewinnung des Vertrauens der Märkte und der Wirtschaft, das zur Ankurbelung der Konjunktur unerlässlich ist, untergraben. Darüber hinaus würden steigende Zahlungs- und Bankkreditausfälle Banken, Versicherungsunternehmen und Pensionsfonds, die fremdfinanziert sind und unter Kapitalmangel leiden, Verluste aufbürden. Derartige Verluste könnten ihre Bereitschaft und ihre Kapazität, neue Kredite zur Stützung der Erholung zu begeben, beeinträchtigen.

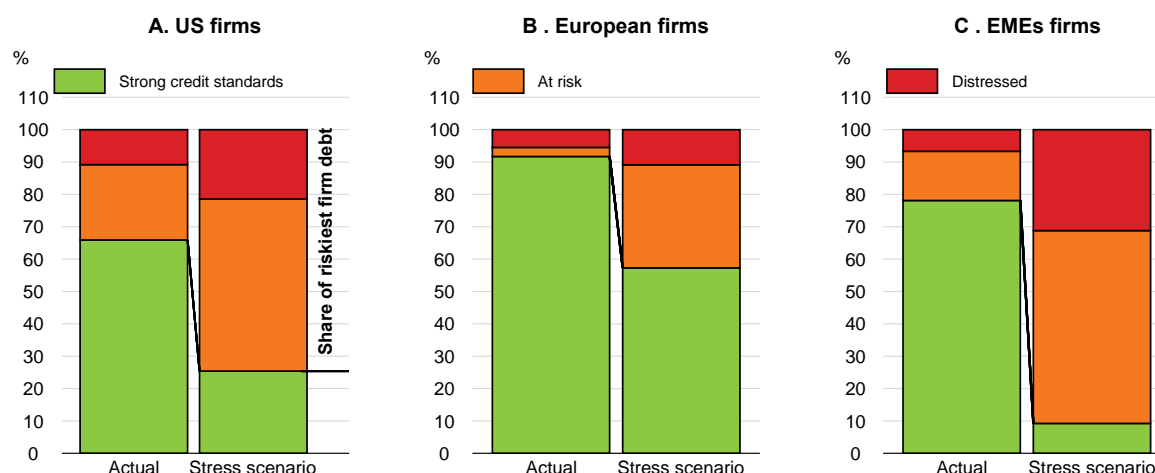
Daher sollte die offenbare Zurückhaltung der Staaten, Kredite an Emittenten hochverzinslicher Anleihen zu vergeben, einer genaueren Betrachtung unterzogen werden. Einer ihrer Hauptgründe ist, dass Staaten nicht das Kreditrisiko inländischer Unternehmen übernehmen möchten, da dies mit rechtlichen oder Reputationsfolgen verbunden sein könnte. Auch wenn diese Einstellung unter normalen Umständen zweifellos sinnvoll ist, kann sie derzeit zu Spannungen an den Märkten, einer höheren Arbeitslosigkeit und einer weniger stabilen Konjunkturerholung führen. Von Rating-Agenturen durchgeführte Untersuchungen der Spitzen- und Durchschnittsverluste veranschaulichen, bis zu welchem Grad das Kreditrisiko von Unternehmen selbst in angespannten Zeiten relativ vorhersehbar und folglich durch eine angemessene Bewertung beherrschbar ist. Die maximale 1-Jahres-Ausfallwahrscheinlichkeit und Verlusterfahrung von Emittenten mit BB-Rating liegt vergleichsweise näher an der von BBB-Emittenten als an der von Unternehmen mit Single-B-Rating. Dies lässt darauf schließen, dass sich die Bonitätsdifferenz zwischen Investment Grade und Non-Investment Grade – also zwischen dem Rating BBB- und dem Rating BB+ – nicht wesentlich von der Differenz zwischen den Ausfallwahrscheinlichkeiten von Emittenten mit BB- und mit B-Rating unterscheidet (Table 2.3). In Bezug auf das Anliegen der Staaten, Kredite nur an tragfähige Unternehmen zu vergeben, ist festzustellen, dass die Überlebensquoten von Unternehmen mit BBB-Rating ebenso wie die von Unternehmen mit BB-Rating unter normalen Bedingungen über 99 % liegen. Um einen angemessenen Maßstab für die Überlebensfähigkeit festzulegen, könnten die Staaten ein Konfidenzniveau von 95 % ansetzen, das die Einbeziehung von tragfähigeren mit B bewerteten Unternehmen ermöglichen würde. Außerdem lässt eine Modellierung der potenziellen Verluste in einem Szenario mit angespannter Lage (auf der Basis einer Ausfallverlustquote von 50 %) vermuten, dass die jährlichen Verluste selbst in der Single-B-Kategorie unter 7 % liegen würden. Es wäre einfach, die Kreditaufnahmekosten für die Fazilitäten so festzulegen, dass sie diesem Risiko angemessen sind. Die fiskalpolitischen Organe und Zentralbanken könnten die Preisgestaltung der Programme also entsprechend abstimmen, um zu gewährleisten, dass ein großer Anteil der Schuldtitel von tragfähigen Unternehmen ohne Investment-Grade-Rating berücksichtigt werden kann, und sich dabei auf jahrzehntelange Kreditbiografien stützen, die über die Überlebenswahrscheinlichkeit der Unternehmen Aufschluss geben.

⁷ Dies gilt besonders für Institute, die einer Aufsicht unterstehen, insbesondere für solche, die aufsichtsrechtliche Kapitalquoten oder andere Solvabilitätskriterien einhalten müssen. Andere Anleger wie Hedgefonds oder private Kapitalbeteiligungsgesellschaften können auf Märkten, auf denen Kreditrisiken fehlbewertet werden, hingegen Werterschöpfungspotenzial finden.

⁸ Ein Unternehmen gilt als „gefährdet“, wenn sein Zinsdeckungsgrad zwischen 1 und 2 liegt; das bedeutet, dass das Unternehmen zwar über einen ausreichenden operativen Cashflow zur Deckung seiner Schuldzinszahlungen verfügt, darüber hinaus aber nur wenig liquide Mittel hat. Ein Unternehmen wird als „notleidend“ eingestuft, wenn sein Zinsdeckungsgrad niedriger als 1 ist; das bedeutet, dass das Unternehmen nicht über einen ausreichenden operativen Cashflow verfügt, um seine Zinsaufwendungen zu decken.

Figure 2.17. The share of distressed firms could rise considerably

Distribution of leveraged firms



Note: These figures show the share of debt of firms with strong credit standards, “at risk” and “distressed” in total debt of leveraged equivalent corporates under normal and stress scenarios by region. The sample includes 8361 “leveraged equivalent corporates”, i.e. companies with a leverage ratio higher than 5 or with a negative leverage ratio. A firm is considered “at risk” if its interest coverage ratio (ICR) is between 1 and 2. A company is qualified as “distressed” if its ICR is lower than 1. A stress testing analysis is performed on corporate debt assuming a 650-basis point increase in the cost of debt in borrowing costs for the portion of debt (equivalent to 50% of total debt) maturing within the next three years and a 20% fall in EBITDA. The ICR under the stress scenario is calculated for each company so that firms are re-classified according to their financial soundness possibly falling to “at risk” or “distressed” groups.

Source: OECD calculations.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934140734>

Table 2.3. Stylised mapping of corporate credit ratings, defaults and pricing of risk

Rating	Default 1-year Average	Default 1-year Peak	Stressed Loss –Given-Default ¹	1-year Peak Loss	Breakeven Credit Spread ²
BBB	0.2%	1.0%	50.0%	0.5%	0.6%
BB	0.6%	4.2%	50.0%	2.1%	2.2%
B	3.3%	13.8%	50.0%	6.9%	8.0%
CCC	27.1%	49.5%	50.0%	24.7%	48.8%

Note: One-year trends from S&P (2020), “Default, Transition, and Recovery: 2019 Annual Global Corporate Default and Rating Transition Study.” Breakeven columns are calculations based entirely on these figures.

1. The stressed loss-given-default (LGD) rate of 50% reflects a 1-percentage point add-on to a modelled 40% LGD associated with a 8% default rate. Financial studies suggest that LGDs vary widely by industry, are positively correlated with default rates, and are positively correlated with the firm leverage and debt structure. Therefore, the 50% rate here provides a blended stress rate for illustration purposes. See Frye et al. (2013), “Loss given default as a function of the default rate”, Federal Reserve Bank of Chicago.

2. The breakeven credit spread is the rate that provides the return of par, with no gains or loss to the initial investment. It assumes no interest is paid out on the defaulting debt. The simplified formula is: Breakeven Credit Spread = Default Probability * Loss Given Default/(1-Default Probability). Should a government wish to ensure at least a return of the risk free rate on surviving firms, this spread should be added to the risk free rate.

Source: S&P (2020), “Default, Transition, and Recovery: 2019 Annual Global Corporate Default and Rating Transition Study”; and OECD calculations of breakeven rates.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934140981>

Sollten Staaten die Entwicklung von Programmen in Erwägung ziehen, mit denen auch Emittenten hochverzinslicher Anleihen unterstützt werden, könnten sie mehrere Faktoren berücksichtigen, die für einen effektiven Umgang mit den kreditbezogenen Aspekten solcher Programme wichtig wären. Erstens sollten die Staaten Kriterien dafür festlegen, welche Unternehmen als grundsätzlich überlebensfähig anzusehen sind, wobei sie sich weitgehend auf Solvabilitätskennzahlen aus der Zeit vor der Krise stützen können. Zu diesen Kriterien könnten Ratings und vorab festgelegte Mindestwerte gehören, z. B. ein Mindestrating von B oder B+ oder ein Mindestwert für die Leverage Ratio oder den Zinsdeckungsgrad. Programme, in deren Rahmen Kredite an Emittenten hochverzinslicher Anleihen vergeben werden, müssten in der Lage sein, eine ausreichende Bonitätsprüfung durchzuführen und die Ratings der wichtigsten Rating-Agenturen unabhängig zu überprüfen. Zweitens sollten die Programme dort, wo das Kreditrisiko beträchtlich ist, nach Rating gestaffelte Preise vorsehen, um sicherzustellen, dass Verluste durch die Programmzinssätze und die entsprechenden Gebühren gedeckt werden können. Die Zinssätze sollten an den Zinssatz der Zentralbank oder den Interbankensatz gekoppelt sein (z. B. aus einem Regelsatz plus einem Risikoaufschlag bestehen), damit die Unternehmen nicht von einem festen Zinssatz profitieren können, wenn die Zinssätze der Zentralbank angehoben werden. Drittens sollten die Staaten prüfen, wie sie dazu beitragen können, dass der High-Yield-Unternehmenssektor auf einem soliden Fundament steht, wenn das Programm beendet wird. Wenn ein Teil der Kreditnehmer mit einer höheren Gesamtverschuldung und einem höheren Verschuldungsgrad aus dem staatlichen Programm aussteigen muss und diese Schulden voraussichtlich zu höheren Kosten refinanzieren muss, würden mit höherer Wahrscheinlichkeit Liquiditätsengpässe drohen. Inwieweit Unternehmen mit hohem Fremdkapitalanteil dabei in finanzielle Schwierigkeiten geraten könnten, würde davon abhängen, ob die wirtschaftliche Erholung stark genug ist, um wieder Geld in ihre Kassen zu spülen, und ob auf den Kreditmärkten günstige Bedingungen herrschen, die die Aufnahme neuer Kredite mit auf Vorkrisenniveau liegenden Risikoaufschlägen erleichtern.

Kapitalbeteiligungen könnten die Erholung fördern

Die Staaten könnten prüfen, ob es andere Möglichkeiten gibt, Unternehmen zu unterstützen, ohne Anreize für eine höhere Verschuldung zu schaffen, die die Rücknahme der außerordentlichen geld- und fiskalpolitischen Impulse erschweren und eine nachhaltige Erholung gefährden könnte. Die Staaten könnten beispielsweise Kapitalbeteiligungen an tragfähigen Unternehmen in Betracht ziehen, um diese mit den benötigten liquiden Mitteln zu versorgen, ohne unmittelbare Zinszahlungsverpflichtungen zu schaffen. Da die Mehrheit der mit B bewerteten Unternehmen über privates Beteiligungskapital verfügt, könnten die Staaten Anreize für Koinvestitionen mit privaten Beteiligungs- und Risikokapitalgebern in Erwägung ziehen, was eine gewisse Sicherheit geben würde, dass motivierte Parteien Due-Diligence-Prüfungen durchführen. Die bestehenden Anteilseigner müssten in diesem Fall niedrigere Eigenkapitalrenditen hinnehmen, was der Preis dafür wäre, dass sich im Gegenzug die Wahrscheinlichkeit verringert, dass das Unternehmen Insolvenz anmelden muss, womit ihre Kapitalanteile vermutlich wertlos würden.

Bislang haben jedoch nur wenige Staaten Programme zur Unterstützung von Unternehmen eingeführt, die auch Beteiligungskapital umfassen. Solche Programme wären wichtig, um den Unternehmen mehr finanzielle Flexibilität zu verschaffen, was sich positiv auf die Konjunkturerholung auswirken würde. Aus Analysen der OECD geht hervor, dass der Einsatz rückzahlbarer Vorzugsaktien die dringend benötigte finanzielle Flexibilität bieten könnte, um den Effekt stark rückläufiger operativer Cashflows aufzufangen und Notlagen zu vermeiden. Dadurch wäre es den Unternehmen möglich, zu wachsen und in die Erholung zu investieren. Die Staaten könnten dabei Formen rückzahlbarer Vorzugsaktien nutzen, die mehrere wichtige Merkmale aufweisen: Die Dividenden wären flexibel, um eine Rückzahlung gegen Ende der Programmlaufzeit zu ermöglichen. Auf Stammaktien dürften die teilnehmenden Unternehmen jedoch erst wieder Dividenden ausschütten, wenn die Vorzugsdividenden vollständig gezahlt wurden. Da die Aktien rückzahlbar sind, müssten die Unternehmen sie dem staatlichen Anteilseigner überdies zum festgelegten

Fälligkeitsdatum zu einem festen Preis (z. B. dem Nennwert) zurückerstatten – ähnlich wie Schuldtitel. Das Unternehmen könnte dann je nach seinem Verschuldungsgrad und seiner Liquiditätslage Aktien (Vorzugs- oder Stammaktien) oder Schuldtitel ausgeben, um die erhaltene staatliche Unterstützung zurückzuzahlen. Aufgrund der Rückzahlbarkeit entfällt das erhebliche Marktrisiko, das mit den Kurschwankungen von börsennotierten Aktien verbunden ist, ebenso wie das Liquiditätsrisiko im Zusammenhang mit dem Verkauf von Vorzugsaktien. Im Wesentlichen bedeutet das, dass der Staat auf die an eine positive Kursentwicklung geknüpfte Gewinnchance verzichtet, um im Gegenzug das Verlustrisiko deutlich zu reduzieren.

Wichtig ist, dass eine Unterstützung der Unternehmen über Vorzugsaktien das Verlustrisiko für den Staat in bestimmten Szenarien verringern kann,⁹ da sie die Verschuldungsquote der teilnehmenden Unternehmen reduziert und ihre Zinsdeckungsquote verbessert. Wenn der Anteil der Unternehmen in finanziellen Notlagen (die wahrscheinlich zu Zahlungsausfall und Insolvenz führen)¹⁰ bezogen auf die Gesamtzahl der am staatlichen Programm teilnehmenden Unternehmen unter einer bestimmten Schwelle (der Break-Even-Schwelle) bleibt, kann der Staat aus einer Beteiligung über Vorzugsaktien eine höhere Kapitalrendite erwarten als aus dem Erwerb von Schuldtiteln (Figure 2.18, Teil A). Sollte z. B. ein deutlich geringerer Anteil der Unternehmen am Ende des staatlichen Programms in Existenzschwierigkeiten sein, würde die erwartete Kapitalrendite aus den Kapitalbeteiligungen erheblich höher ausfallen als aus dem Erwerb von Schuldtiteln.¹¹ Angesichts der in vielen OECD-Ländern übermäßig hohen Unternehmensverschuldung im Finanzsektor können Anreize für Kapitalbeteiligungen auch dazu beitragen, die Verschuldungsposition der Unternehmen zu reduzieren. Eine schuldenfinanzierte Unterstützung erhöht demgegenüber den Verschuldungsgrad und die Zinszahlungen und beeinträchtigt die finanzielle Flexibilität und die Resilienz, die zur Bewältigung der Krise erforderlich sind. Im Fall einer schleppenden Konjunkturerholung, bei der sich am Ende des staatlichen Programms mehr Unternehmen als erwartet in Existenzschwierigkeiten befinden,¹² könnte der Staat z. B. damit rechnen, dass der Break-Even-Point seiner Investition beinahe erreicht wird, sodass keine wesentlichen Haushaltsverluste eintreten würden. Außerdem verbessert sich das durchschnittliche Verhältnis Verschuldung-zu-EBITDA der Unternehmen deutlicher, wenn eine Beteiligung über Vorzugsaktien genutzt wird (Figure 2.18, Teil B). Bei Kreditprogrammen ist der Verschuldungsgrad der Unternehmen beim Ausstieg hingegen höher.

⁹ Eine höhere Kapitalrendite bzw. ein höherer interner Zinsfuß (IRR) gleicht Verluste bei Investitionen in notleidende Unternehmen mehr als aus. Zur Schätzung der erwarteten Erträge des Staats (Gewinn, Break-Even-Point, Verlust) werden Simulationen verschiedener Erholungs- und Kapitalstrukturszenarien durchgeführt. Dabei wird eine Finanzierung der teilnehmenden Unternehmen über Schuldtitel oder über Kapitalbeteiligungen in Höhe von 1,25 Mio. USD zugrunde gelegt. Für das Schuldtitelzenario wird ferner ein Zinssatz von 5 % mit einer linearen Tilgung über vier Jahre unterstellt, für das Kapitalbeteiligungsszenario mit Vorzugsaktien eine Dividendenrendite von 10 % und ein Ausstieg nach vier Jahren (2024). Zu den weiteren Annahmen gehören ein Körperschaftsteuersatz von 20 %, bereits umlaufende Schuldtitel, die je nach der früheren Kapitalstruktur des Unternehmens mit unterschiedlichen Sätzen (6 %, 8 % und 10 %) geschätzt werden, sowie ein EBITDA-Capex von 10 % mit einer 10%igen jährlichen Wachstumsrate, wenn das Unternehmen über ausreichend freien Cashflow verfügt.

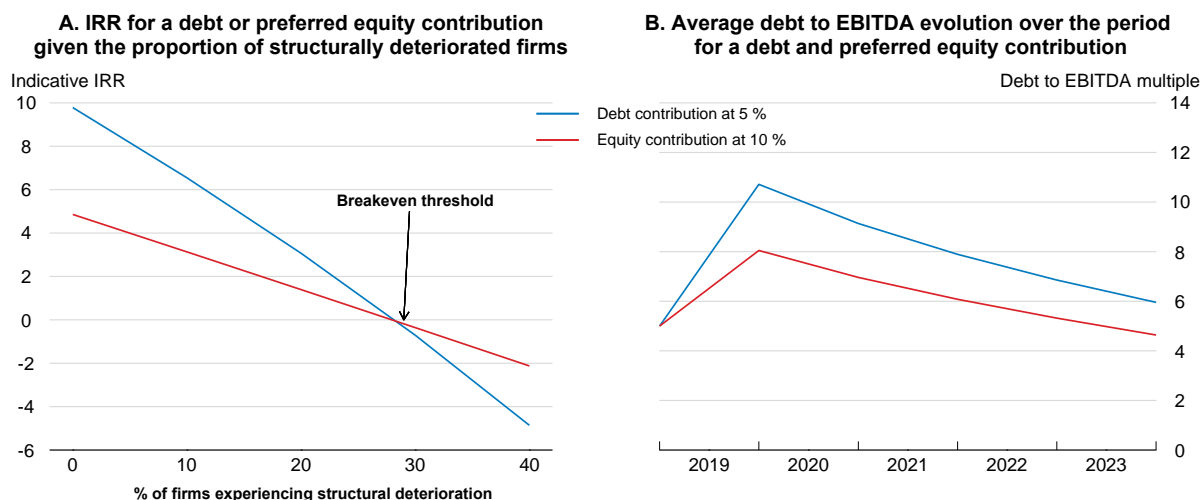
¹⁰ Bei Unternehmen, die sich in großen Schwierigkeiten befinden und deren strukturelle Lage sich verschlechtert, wird erwartet, dass das EBITDA im Vergleich zu 2019 im ersten Jahr um 75 % einbricht, mit einem Abschlag um 50 % beim langfristigen EBITDA. In der OECD-Simulation geraten weniger als 30 % der an den Programmen teilnehmenden Unternehmen in eine finanzielle Notlage, die zu Insolvenz führt.

¹¹ Sollten nur 10 % der Unternehmen in eine erhebliche Notlage geraten und eine strukturelle Verschlechterung erleiden, würde der erwartete interne Zinsfuß (IRR) in der OECD-Simulation im Kapitalbeteiligungsszenario 6,5 % und Schuldtitelzenario 3,1 % betragen.

¹² In der OECD-Simulation ist dies der Fall, wenn sich mehr als 30 % der Unternehmen in Schwierigkeiten befinden und eine strukturelle Verschlechterung erfahren, die zur Insolvenz führt.

Dieser Ansatz hat mehrere Vorteile. Zwar ist der Anteil des Eigenkapitals am Gesamtkapital geringer als der des Fremdkapitals, wobei im Insolvenzfall bei einer Kapitalbeteiligung zudem ein höheres Verlustrisiko besteht, doch dafür verringert sich der Verschuldungsgrad und damit die Ausfallwahrscheinlichkeit des Unternehmens, wenn die staatliche Unterstützung statt über Schuldtitel über eine Kapitalbeteiligung erfolgt. Sollten fällige Schulden durch Eigenkapital ersetzt werden, könnte dies eine Verbesserung des Kreditratings nach sich ziehen, was zur Folge hätte, dass sich die künftigen Kreditkosten verringern und mehr liquide Mittel für Reinvestitionen zur Verfügung stünden. Wenn es dem Staat gelingt, sich mit anderen Eigenkapitalgebern – z. B. privaten Kapitalbeteiligungsgesellschaften – zusammenzutun, um den Verschuldungsgrad zu verringern, könnte er wichtige fachliche Kompetenz in den Investitionsprozess einbringen und zugleich mit einer gleichen Menge an staatlichen Mitteln eine stärkere Verringerung des Verschuldungsgrads herbeiführen. Da die privaten Anteilseigner keine Dividenden erhalten würden oder ihre Anteile erst verkaufen könnten, nachdem die Staatshilfen zurückgezahlt wurden, bestünde zudem ein Anreiz zur umsichtigen Unternehmensführung, um den Cashflow zu sichern.

Figure 2.18. Preferred equity support can reduce government exposure to loss and reduce business leverage



Note: Indicative simulation, not based on current industry information. IRR is the internal rate of return. EBITDA is earnings before interest, taxes, depreciation, and amortisation.

Source: OECD calculations.

StatLink  <https://doi.org/10.1787/888934140753>

Sollte dieser Weg gewählt werden, müssten die fiskalpolitischen Organe darauf achten, wie sich ihre Kapitalbeteiligungen auf den Wettbewerb in der betreffenden Branche auswirken, sowohl während des Investitionszeitraums als auch nach dem Ausstieg. Erstens könnten umfangreiche Kapitalbeteiligungen in Unternehmen (z. B. explizite strategische Investitionen oder Verstaatlichungen) die Governancepraktiken verzerren und Folgen für die Fairness des Wettbewerbs haben. Allerdings versuchen Unternehmen mit hohen Liquiditätsbeständen in der aktuellen Krisenphase zunehmend, Unternehmen zu übernehmen, die sich aufgrund der zur Eindämmung der Pandemie getroffenen Maßnahmen in vorübergehenden Liquiditätsschwierigkeiten befinden, oder mit ihnen zu fusionieren. In konzentrierten Märkten könnten staatliche Kapitalbeteiligungsprogramme dafür sorgen, dass Unternehmen nicht gezwungen sind, sich von Branchenriesen übernehmen zu lassen. Somit könnten diese Programme den Wettbewerb fördern.¹³ Zweitens sollten bei staatlichen Finanzierungsprogrammen für Unternehmen auch Umwelt-, Sozial- und

¹³ Vgl. Link zu [Grundsatzpapieren zu COVID-19 der OECD-Abteilung Wettbewerb](#).

Governanceaspekte sowie verantwortungsvolles unternehmerisches Handeln berücksichtigt werden. Andernfalls könnten diese Programme die Fortschritte beeinträchtigen, die in vielen Ländern dank des gestiegenen Interesses der Anleger an Umwelt-, Sozial- und Governancefragen auf dem Weg zu einer nachhaltigen Finanzwirtschaft erzielt wurden. Die OECD-Grundsätze für Corporate Governance, Wettbewerb und verantwortungsvolles unternehmerisches Handeln könnten in dieser außergewöhnlichen Zeit staatlicher Eingriffe zu einem konstruktiven Verhalten beitragen, um wettbewerbsoffene Märkte zu unterstützen, wenn die Unternehmen wieder aus den befristeten Programmen ausscheiden.

Sollten die Zahlungsausfälle im Unternehmenssektor aufgrund einer schweren und langen Rezession deutlich über die früheren historischen Höchststände ansteigen, könnten den Staaten allerdings auch dann Verluste entstehen, wenn die Programme sehr gut konzipiert sind. In einem solchen Fall wären Kapitalbeteiligungen aufgrund der niedrigeren Verwertungsquoten bei Insolvenzen mit höheren Verlusten verbunden als Schuldinstrumente. In einem solchen Szenario sollten die Staaten jedoch nicht so sehr die Frage im Blick haben, wie Verluste bei den Krisenprogrammen minimiert werden können, sondern abwägen, was besser ist: in Eigenkapital zu investieren, um Unternehmen am Leben zu erhalten, oder höhere Arbeitslosengeldleistungen, Finanzhilfen und andere Leistungen zahlen zu müssen, um die gesellschaftlichen Folgen einer großen Zahl von Unternehmensinsolvenzen zu bewältigen.



From:
OECD Economic Outlook, Volume 2020 Issue 1

Access the complete publication at:
<https://doi.org/10.1787/0d1d1e2e-en>

Please cite this chapter as:

OECD (2020), "Themenpapier 3: Beurteilung der staatlichen Krisenprogramme zur Unterstützung der Unternehmen", in *OECD Economic Outlook, Volume 2020 Issue 1*, OECD Publishing, Paris.

DOI: <https://doi.org/10.1787/eba3d3a1-de>

Das vorliegende 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.

This document, as well as any data and map included herein, are without prejudice to the status of or sovereignty over any territory, to the delimitation of international frontiers and boundaries and to the name of any territory, city or area. Extracts from publications may be subject to additional disclaimers, which are set out in the complete version of the publication, available at the link provided.

The use of this work, whether digital or print, is governed by the Terms and Conditions to be found at <http://www.oecd.org/termsandconditions>.