

Schaltegger, Christoph A.; Zell, Laura

Article

Zombiefirmen: Ein Schatten über der Wirtschaft

Aussenwirtschaft

Provided in Cooperation with:

University of St.Gallen, School of Economics and Political Science, Swiss Institute for International Economics and Applied Economics Research

Suggested Citation: Schaltegger, Christoph A.; Zell, Laura (2023) : Zombiefirmen: Ein Schatten über der Wirtschaft, Aussenwirtschaft, ISSN 0004-8216, Universität St.Gallen, Schweizerisches Institut für Aussenwirtschaft und Angewandte Wirtschaftsforschung (SIAW-HSG), St.Gallen, Vol. 73, Iss. 1, pp. 35-52

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/290121>

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

Zombiefirmen: Ein Schatten über der Wirtschaft

Christoph A. Schaltegger und Laura Zell

Universität St. Gallen IFF-HSG und Institut für Schweizer Wirtschaftspolitik;
Institut für Schweizer Wirtschaftspolitik

Zombieunternehmen werden mittlerweile sowohl in den Medien als auch in der Wissenschaft breit diskutiert. Da sich die meisten Studien vorrangig international mit dem Phänomen auseinandersetzen, fehlt es an detaillierten Analysen für die Schweiz. Das vorliegende Kurzpapier beleuchtet daher gezielt Schweizer Zombieunternehmen anhand von Daten börsennotierter Unternehmen des Crux of Capitalism-Projekts. Entsprechend den internationalen Trends können wir eine zunehmende Zahl von Zombieunternehmen auch in der Schweiz bestätigen und 26 solcher Unternehmen für das Jahr 2022 (13,8% unserer Stichprobe) identifizieren. Die Analyse, wenn auch aufgrund der Stichprobengrösse und Fokussierung auf börsennotierte Unternehmen nur indikativ, sensibilisiert für die Problematik und soll zu weiterer Forschung anregen. Auch steigende Zinssätze und weitere wirtschaftliche Herausforderungen für Unternehmen in der Schweiz unterstreichen die Relevanz der Untersuchung von Zombieunternehmen und deren potenziellen Auswirkungen.

Key words: productivity, capital misallocation, economic profits, zombie firms, insolvency, firm exit

JEL codes: E43, L25, G32, G33

Zombies sind ein Evergreen der Popkultur. Spätestens mit der Finanzkrise 2007/2008 ist ihnen als Zombieunternehmen auch der Einzug ins Wirtschaftsvokabular gelungen. Die dank günstigem Geld knapp am Leben erhaltenen Unternehmen sind seither Gegenstand zahlreicher internationaler Studien. In diesen Übersichtsstudien ist die Schweiz oftmals enthalten, eine vertiefte Analyse fand bisher nicht statt. In diesem Kurzpapier unternehmen wir einen Versuch, die Erscheinung der Zombieunternehmen konkret für die Schweiz zu beleuchten. Hierzu verwenden wir Daten börsennotierter Unternehmen, die im Rahmen des Crux of Capitalism-Projekts berechnet wurden. Die Analyse hat aufgrund der Beschränkung auf börsennotierte Unternehmen nur indikativen Charakter. Unser Kurzpapier soll und kann jedoch auf eine vernachlässigte Problematik aufmerksam machen und zu weiterer Forschung anregen.

Warum gerade jetzt? Nach einer langen Niedrigzinsphase bahnt sich eine bemerkenswerte Wende an: Unternehmen sehen sich in einem herausfordernden wirtschaftlichen Umfeld mit steigenden Zinssätzen konfrontiert. Dazu gesellen sich eine schwache Produktivitätszunahme, anziehende Inflation, drohende Energieknappheit und gestörte Lieferketten. Die Folgen sehen wir in einer steigenden Anzahl der Unternehmensausfälle. Zombieunternehmen dürften den schwierigen Bedingungen als erste zum Opfer fallen. Angesichts dieser unsicheren Aussichten für das Jahr 2023 ist es von Bedeutung, die Dynamik der

Zombieunternehmen und die Ansteckungsgefahr für andere Unternehmen in der Schweiz zu beleuchten.

Wenn Zombies wandeln, leidet die Volkswirtschaft

Als Zombies gelten Menschen, die nur dem Anschein nach noch am Leben sind. Als seelen- und willenlose Wesen wandern sie umher und stellen eine Gefahr für die tatsächlich Lebendigen dar. Analog gelten Unternehmen als Zombies, wenn sie kein tragfähiges Geschäftsmodell mehr haben, sich nur durch billige Kredite und staatliche Unterstützung künstlich am Leben erhalten. Eine hohe Anzahl solcher Zombieunternehmen ist für die Volkswirtschaft äusserst schädlich. Der Begriff «Zombiefirma» wurde vor allem von CABALLERO, HOSHI und KASHYAP (2008) geprägt, die Japan nach dem Platzen der Wirtschaftsblase in den 1990er Jahre untersuchten.¹ Anstatt Verluste in ihren Büchern anzuerkennen, verliehen japanische Banken weiterhin Geld an scheiternde Unternehmen. Nach der Analyse der Autoren war dieses Vorgehen kein Nebenprodukt der jahrelang stagnierenden Wirtschaft Japans, auch bekannt als die «verlorene Dekade», sondern eine der Hauptursachen.

Insbesondere «**schwache**» **Banken**, also solche, deren Solvenz bedroht ist, haben Anreize, Kredite an nicht lebensfähige Unternehmen zu verlängern, statt abzuschreiben (CABALLERO et al. 2008). Der Grund: Abschreibungen würden zu einer zusätzlichen Erosion ihres Eigenkapital führen. So kommt es zu Kredit-Fehlallokationen. Die Kreditvergabe an Zombieunternehmen geht zu Lasten der Vergabe an produktive Firmen. Sind viele Zombiefirmen auf dem Markt, kommt es zusätzlich zu einer «**Zombie-Stauung**»: Ineffiziente Unternehmen binden wertvolle Ressourcen wie qualifizierte Arbeitskräfte und Immobilien, die für produktivere Unternehmen eingesetzt werden könnten. Das blockiert innovative Unternehmen, schränkt den Wettbewerb ein und hemmt technologische Innovation. Die resultierende wirtschaftliche Schwäche verhindert ihrerseits, dass Banken ihre Kapitalpuffer wieder aufbauen. Bankseitige Zugeständnisse an Kreditnehmer zur Verzögerung oder Vermeidung von Zahlungsausfällen werden «**Forbearance**»-Massnahmen genannt. Diese verzerren die Information über die Qualität der Kredite in der Bilanz und liefern somit ein falsches Bild über die «**Exposure**» der Bank (ACHARYA et al. 2021). Dadurch erhöht sich die Instabilität des gesamten Bankensystems.

Noch aus einem weiteren Grund sind Zombieunternehmen schlecht für eine prosperierende Wirtschaft: Ihr Ansteckungsrisiko gleicht dem der Zombies aus

¹ Erstmals verwendet wurde der Begriff von KANE (1987).

der Popkultur. So kann es etwa im Fall steigender Zinsen zu einer plötzlichen Insolvenzwelle kommen, die Gläubiger, Kreditinstitute, vernetzte Unternehmen und auch den Sozialstaat mitreisst.

Forschung und globale Trends

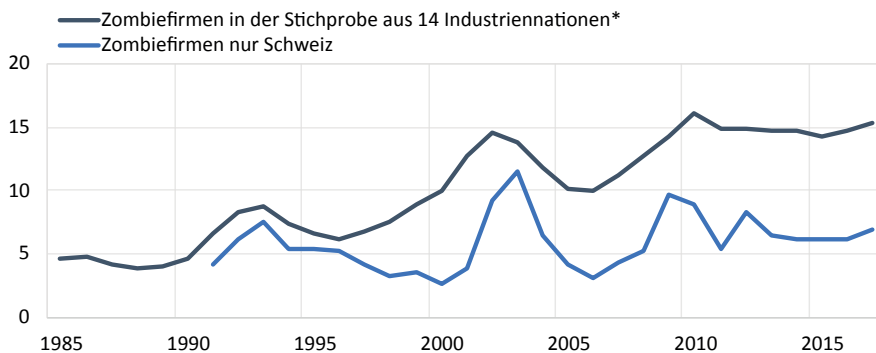
Um sich ein Bild über die Zombifizierung in der Schweiz zu machen, muss definiert werden, wann genau ein Unternehmen ein Zombie ist. Bei Zombieunternehmen verhält es sich jedoch wie bei «echten» Zombies: Sie ziehen es vor, sich im Schutz der Dunkelheit zu verbergen. In der Praxis kommen daher viele verschiedenen Proxy, also indirekte Bestimmungsgrößen, für Zombieunternehmen zur Anwendung. So werden beispielsweise Unternehmen als Zombies klassifiziert, die subventionierte Kredite erhalten (CABALLERO et al. 2008). Einige Studien erklären Unternehmen zu Zombies, wenn sie für eine längere Zeit ihre Zinsen nicht aus dem Unternehmenseinnahmen decken können (ADALET MCGOWAN et al. 2018). Durch die Berücksichtigung des Tobin's Q, eines Indikators, der die Über- oder Unterbewertung eines Unternehmens anzeigt, wird die erwartete zukünftige Profitabilität in die Definition eines Zombieunternehmens miteinbezogen (BANERJEE und HOFMANN 2022). Dies soll sicherstellen, dass Unternehmen als Zombies klassifiziert werden, die dauerhaft unrentabel sind und nicht nur mit kurzfristigen Zahlungsschwierigkeiten zu kämpfen haben. Eine Studie des Internationalen Währungsfonds (IWF) verwendet ebenso einen Indikator für Profitabilität (ALBUQUERQUE und IYER 2023): So muss ein Zombieunternehmen neben einem negativen Zinsdeckungsgrad und einer Verschuldungsquote über dem Industriemedian auch negatives Umsatzwachstum aufweisen. In anderen Studien wiederum müssen neben einer langfristigen Nichtprofitabilität auch negative Nettoinvestitionen und die Unfähigkeit, Schulden zu tilgen, vorliegen, um ein Unternehmen als Zombie zu qualifizieren (STORZ et al. 2017). Wiederum andere kombinieren Nichtprofitabilität und ein hohes Ausfallrisiko, um zu erkennen, ob eine Firma ein Zombie ist (SCHIVARDI et al. 2022). Die Studie im Rahmen des Crux of Capitalism-Projekts wiederum betrachtet Unternehmensnotlage auf einer kontinuierlichen Skala, die etwas über die Wahrscheinlichkeit aussagt, ob ein Unternehmen ein Zombie ist (ABBOUD et al. 2023).

Anhand dieser Definitionen sind unterschiedlichste Fragestellungen untersucht worden (siehe Tabelle 1 im Appendix für eine detaillierte Auflistung). CABALLERO et al. (2008) finden für Japan, dass Zombieunternehmen den Markt überfüllen, und dies reale negative Auswirkung auf die Produktivität gesunder Unternehmen hat. Adalet McGowan et al. (2018) bestätigen diese Ergebnisse für die betrachteten OECD-Länder, und finden zusätzlich neben geringeren

Expansionsmöglichkeit für gesunde Unternehmen bei einer Zombiestauung auch höhere Markteintrittsbarrieren und geringere Wachstumschancen für junge Firmen. Für sieben OECD-Länder ermitteln STORZ et al. (2017) wiederum, dass schwache Banken die Entschuldung von Zombieu Unternehmen verzögern. Dieses Ergebnis wurden von SCHIVARDI et al. (2022) für Italien bestätigt. Mit Hinblick auf die Entwicklung der Zombifizierung im Zeittrend ermitteln BANERJEE und HOFMANN (2022), dass der Anteil der Zombiefirmen seit den 1980er Jahren mit dem Rückgang der Zinssätze global gestiegen ist. **Niedrige Zinsen** und somit günstige Verschuldungskosten reduzieren den finanziellen Druck auf Zombieu Unternehmen sich zu restrukturieren oder vom Markt zu gehen (BANERJEE und HOFMANN 2022). Die Autoren weisen mit ihrem Ergebnis auf einen Trade-Off hin: Niedrige Zinssätze erhöhen zwar die Nachfrage und die Investitionen, gleichzeitig kommt es zu einer erhöhten Anzahl an Zombiefirmen, die auf das Produktivitätswachstum drücken.

Auch in der Schweiz sind die Zinssätze seit Anfang der 2000er auf einem allgemein niedrigen Niveau. Insbesondere als Antwort auf die **Finanzkrise 2007/2008** hat die SNB den Leitzins mehrmals gesenkt, um die Wirtschaft zu stimulieren und eine Deflation zu verhindern (JORDAN 2020).

Abbildung 1: Viele Länder verzeichnen steigende Zahlen an Zombiefirmen
Anteil der Zombieu Unternehmen an den börsennotierten Unternehmen, in %



Hinweis: Unternehmen, die über einen Zeitraum von drei Jahren eine Zinsdeckungsgrad von weniger als 1 aufweisen.* Berücksichtigt werden Australien, Belgien, Dänemark, Deutschland, Frankreich, Italien, Japan, Kanada, die Niederlande, Spanien, Schweden, die Schweiz, das Vereinigte Königreich und die Vereinigten Staaten von Amerika.

Quelle: BANERJEE und HOFMANN (2020).

International wurden während der Finanzkrise neben einer expansiven Geldpolitik noch weitere Massnahmen eingesetzt, die die Zombifizierung vermutlich verstärkt haben: «Forbearance»-Massnahmen, kriseninduzierte Unterstützungspolitik bis hin zu vollständigen Rettungsaktionen und damit verbundene Fehlanreize kommen als mögliche Schuldige in Betracht. Auch der schädliche Beitrag schwacher Banken in der Folge der Finanzkrise konnte durch die Forschung bestätigt werden (ACHARYA et al. 2019; KALEMLI-ÖZCAN et al. 2016; SCHIVARDI et al. 2022; STORZ et al. 2017): Unter Druck stehende Banken haben im Vergleich deutlich mehr Zombiekredite vergeben, was die Konkursrate für gesunde Unternehmen erhöhte und für eigentlich nichtüberlebensfähige Unternehmen senkte. Schlecht konzipierte Insolvenzregelungen verschärften die Situation: Ist es schwierig oder langwierig für Banken ihre Forderungen gegenüber insolventen Kreditnehmern durchzusetzen, verringert dies ihre wirtschaftlichen Anreize, Kredite an Zombieunternehmen als notleidend («non-performing») anzuerkennen und Umstrukturierungs- oder Liquidationsverfahren einzuleiten (ANDREWS und PETROULAKIS 2017).

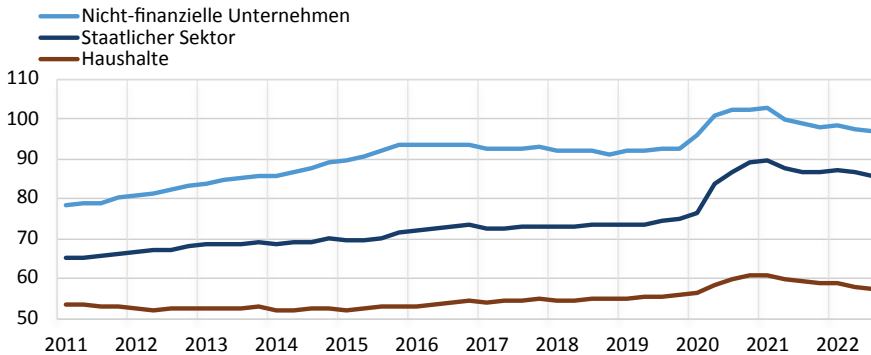
Die Auswirkungen der **Corona-Pandemie** ab dem Jahr 2020 führten teilweise zu einem Stillstand der Wirtschaft. Ähnlich wie zur Bewältigung der Finanzkrise wurden schnelle und weitreichende Massnahmen ergriffen, um die Auswirkungen der Corona-Pandemie auf die Wirtschaft abzufedern: Staatliche Unterstützungsmassnahmen, wie zinsgünstige und staatlich abgesicherte Kredite und Härtefallhilfen an Unternehmen, zielten auf die Überbrückung von Liquiditätsproblemen (SCHWEIZERISCHE EIDGENOSSENSCHAFT 2020). Die gewährten Covid-19-Überbrückungskredite in der Schweiz beliefen sich auf fast 17 Mrd. Franken.² Rund 30 Prozent der KMU haben einen Covid-19-Kredit aufgenommen (BUNDES RAT 2022).³ Obwohl diese Mittel zumindest kurzfristig dazu beigetragen haben, Arbeitsplätze und Lebensgrundlagen zu schützen, haben sie das Problem der Zombifizierung der Wirtschaft verschärft. Denn ob es sich bei den Unternehmen um solche mit valablen Geschäftsmodellen in finanziellen Schwierigkeiten oder um Zombieunternehmen handelte, konnte in der Eile nicht immer unterschieden werden.

In Abbildung 2 wird ersichtlich, dass die Coronahilfen weitere Herausforderungen verstärkt haben: Die globale Staats- sowie Unternehmensverschuldung relativ zum BIP nahm zu Beginn der Pandemie stark zu und hat sich seitdem nur wenig verringert.

2 Dies umfasst den Gesamtbetrag aller gewährten Kredite, und nicht nur den vom Staat verbürgten Anteil.

3 Gerechnet werden KMU mit mehr als zwei Vollzeitstellen.

Abbildung 2: Verschuldung stieg mit der Coronakrise stark an
Die globale Verschuldung im Verhältnis zum BIP, in %



Hinweis: Alle Berichtsländer aggregiert, als Prozentsatz vom BIP, Umrechnung nach Kaufkraftparitätswechselkursen. Berichtsländer: Argentinien, Australien, Belgien, Brasilien, Chile, China, Dänemark, Deutschland, Finnland, Frankreich, Griechenland, Grossbritannien, Hong Kong SAR, Indien, Indonesien, Irland, Israel, Italien, Japan, Kanada, Kolumbien, Luxemburg, Malaysia, Mexiko, Neuseeland, die Niederlande, Norwegen, Österreich, Polen, Portugal, Russland, Saudi-Arabien, Schweden, Schweiz, Singapur, Spanien, Südafrika, Südkorea, Thailand, Tschechien, Türkei, Ungarn, USA.

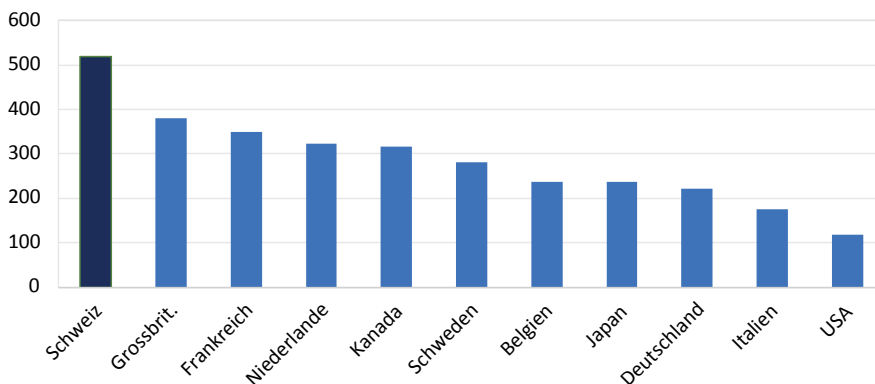
Quelle: BIS.

Verbreitung der Zombies in der Schweiz

In globalen und europäischen Zombie-Studien bleibt die Schweiz bisweilen eine Randnotiz. In der nicht schweizspezifischen Untersuchung des BIS ist die Schweiz enthalten (BANERJEE und HOFMANN 2022). Die Datengrundlage ist jedoch dünn und die Untersuchungen sind auf börsennotierte Unternehmen beschränkt. Albuquerque und Iyer (2023) untersuchen sowohl börsennotierte als auch nichtbörsennotierte Unternehmen. Sie bestätigen einen weltweit steigenden Trend, und ermitteln einen Anteil von 5-6 % Zombieunternehmen in der Schweizer Wirtschaft im Jahr 2021. Eine Studie des Beratungsunternehmens Kearney (HANDELSZEITUNG 2022) macht für die Schweiz im Jahr 2010 einen Zombie ausfindig, 2022 sind es bereits ein Dutzend: Die Schweiz verzeichnet demnach ein rasantes Wachstum an Zombieunternehmen. Abbildung 3 illustriert, dass die Schweiz gemessen am BIP über einen der grössten Bankensektoren verfügt. Die Untersuchung der Zombieunternehmen ist daher für die Stabilität des Finanz- und damit des Wirtschaftssystems der Schweiz von besonderer Bedeutung.

Abbildung 3: Die Schweiz hat einen der grössten Bankensektoren relativ zum BIP

Grösse des Bankensektors relativ zum BIP nach Land, in %



Hinweis: Verhältnis der Gesamtaktiven zum BIP; Gesamtaktiven per Q4 2020, BIP per 2019.

Quelle: SNB.

Unsere Analyse basiert auf dem Datensatz des Crux of Capitalism-Projekts und damit auf Unternehmensdaten von 288 börsennotierten Schweizer Unternehmen von 2005 bis 2022. In den analysierten Daten ist der Finanz- und der Immobiliensektor ausgeschlossen, da diese Sektoren in der Regel eine höhere Verschuldung aufweisen und befürchtet werden muss, dass dort angesiedelte Unternehmen nicht nach den gleichen Messwerten – operatives Ergebnis und Zinsschuld – klassifiziert werden können.

Unsere Definition von Zombieunternehmen ist angelehnt an ADALET MCGOWAN et al. (2018) und klassifiziert Unternehmen als Zombies, die für mindestens drei aufeinanderfolgende Jahre einen Zinsdeckungsgrad, auch bekannt als ICR (interest coverage ratio) von weniger als 1 aufweisen und zudem seit mehr als 10 Jahren existieren. Basierend auf der Methodologie des Crux of Capitalism-Projekts berechnet sich der Zinsdeckungsgrad aus dem Verhältnis der operativen Einnahmen nach Wertminderung zu den gesamten Zinsaufwendungen. Normalerweise wird der ICR aus dem EBIT (Gewinn vor Zinsen und Steuern) berechnet. Im Gegensatz dazu stellt die hier verwendete Definition sicher, dass die Kennzahl nicht durch unerwartete Einkünfte und andere einmalige Ereignisse beeinflusst wird (ABBOUD et al. 2023). Ist der Wert grösser als 1, liegen die Zinszahlungen unter den operativen Unternehmenseinnahmen. Ist der Wert kleiner als 1, übersteigen die Zinszahlungen die Einnahmen. Der ICR gibt somit an, wie gut ein Unternehmen seine Zinszahlungen aus seiner Geschäftstätigkeit decken und wie gut es auf unerwartete Änderungen reagieren kann. Grundsätzlich

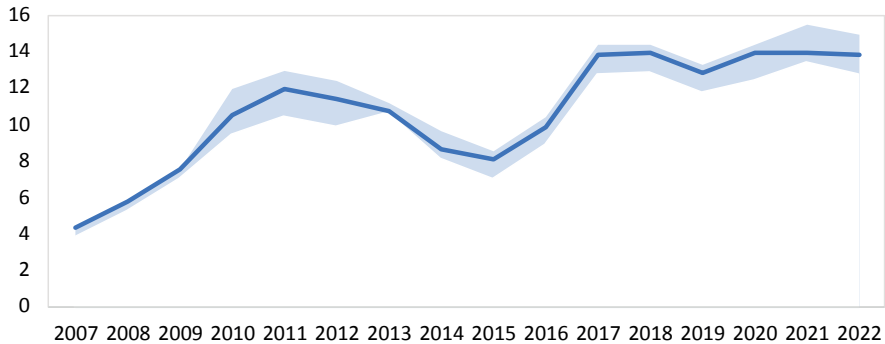
sollte ein Unternehmen langfristig nicht mehr für seine Schulden ausgeben, als es aus dem Geschäft erwirtschaftet.

In Übereinstimmung mit den erwähnten internationalen Studien können wir den steigenden Trend in der Zahl der Zombiefirmen auch für die Schweiz bestätigen. Allerdings sehen wir 2022 einen leichten Rückgang, der sich auf einer bereits steigenden Konkursrate begründen könnte. Im Jahr 2022 finden wir 26 Zombieu Unternehmen, was einem Anteil von 13.8 % unserer Stichprobe entspricht.

Bei der ICR-Regel von 1 handelt es sich um eine Heuristik. Die Kapitalstruktur von Unternehmen variiert zwischen Regionen und insbesondere zwischen Sektoren stark (BANERJEE und HOFMANN 2018). Der Zinsdeckungsgrad berücksichtigt auch nur den aktuellen Zeitpunkt und keine zukünftigen erwarteten Erträge oder Rücklagen. Das kann zu Unterschieden führen, ab welchem Zinsdeckungsgrad Unternehmen finanziell riskant werden. Die Ratingagentur Standard & Poor's (S&P) betrachtet in der Regel einen Zinsdeckungsgrad von unter 3 als Anlass zur Sorge. Um diese Unklarheit zu adressieren, betrachten wir, wie sich die Zombifizierung in Abhängigkeit des gewählten Schwellwertes verhält. Die untere Grenze der schattierten Fläche in Abbildung 4 entspricht der Anzahl der Zombieu Unternehmen bei einer ICR von 0.5 und die obere Grenze der Anzahl der Zombie-Unternehmen bei einer ICR von 1.5. Der generelle Trend zu mehr Zombies bleibt somit für verschiedene Zinsdeckungsgrade bestehen.

Die Verteilung der ICR in der untersuchten Unternehmensstichprobe wird in Abbildung 5 genauer beleuchtet. Es fällt auf, dass die Mehrheit der Unternehmen einen Zinsdeckungsgrad von über 1.5 aufweist. Darunter fällt die Kurve steil ab. Dies deutet auf einen Schwellenwert hin, unter dem Unternehmen unrentabel werden und möglicherweise vom Markt ausscheiden müssen. Die Kurve flacht hingegen gegen oben deutlich langsamer ab. Dies lässt sich damit erklären, dass ein niedriger Zinsdeckungsgrad für ein Unternehmen gefährlich sein kann, während ein zu hoher auf ungenutzte Wachstumschancen hinweisen kann.

Abbildung 4: Steigende Anzahl an Zombieunternehmen in der Schweiz
Anteil der Zombieunternehmen im Crux of Capitalism-Datensatz, in %

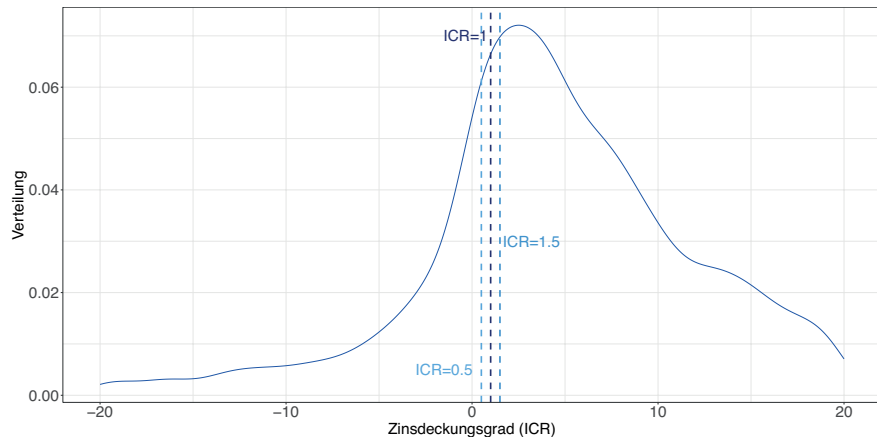


Hinweis: Börsennotierte Unternehmen, ausgenommen ist der Finanz- und Immobiliensektor. Angelehnt an die Definition von Adalet McGowan et al. (2018) sind Zombies Unternehmen, die seit mindestens zehn Jahren tätig sind und deren Zinskosten die operativen Einnahmen nach Wertminderung während drei aufeinanderfolgenden Jahren übersteigen. (Zinsdeckungsgrad < 1 für 3 konsekutive Jahre und Alter ≥ 10 Jahre). Schattierung bezeichnet die abweichende Definition von Zombieunternehmen mit $ICR = 0.5$ und $ICR = 1.5$.

Quelle: Eigene Berechnungen; Crux of Capitalism, SIAW-HSG.

Abbildung 5: Die Verschiebungen des Grenzwertes verändert die Ergebnisse kaum

Verteilung des Indikators Zinsdeckungsgrad



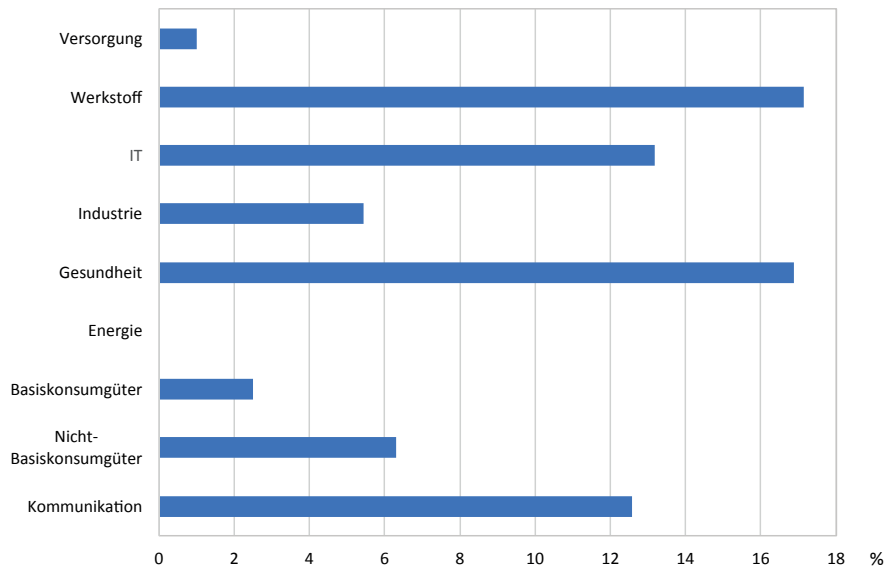
Hinweis: Alternative Festlegung des Indikators für Zombieunternehmen bei Zinsdeckungsgrad von 0.5 vs. 1.5. Gleichbleibende Definition von drei konsekutiven Jahren zur Qualifikation eines Zombieunternehmens. Hier graphisch begrenzt auf -20/+20.

Quelle: Eigene Berechnungen; Crux of Capitalism, SIAW-HSG.

Der verwendete Datensatz lässt ebenfalls eine Betrachtung der Zombifizierung nach Wirtschaftssektoren zu. In Abbildung 6 wird ersichtlich, dass es signifikante Unterschiede zwischen den Branchen gibt. Ein besonders grossen Zombie-Anteil weist der Werkstoff- sowie der Gesundheitssektor auf. Auch der Kommunikations- und IT-Sektor zeichnen sich durch relativ viele Zombieunternehmen aus. Allgemein ist bei der Interpretation der Auswertung nicht nur aufgrund der begrenzten Stichprobengrösse Vorsicht geboten. Die Unterschiede in der gemessenen Zombifizierung zwischen den Branchen können auch auf Faktoren zurückzuführen sein, wie zum Beispiel eine stärkere Abhängigkeit von Fremdkapital oder Businessmodelle, die mit hohen Investitionen verbunden sind.

Abbildung 6: Einige Sektoren sind stärker betroffen als andere

Anteil der Zombieunternehmen pro Sektor, in %

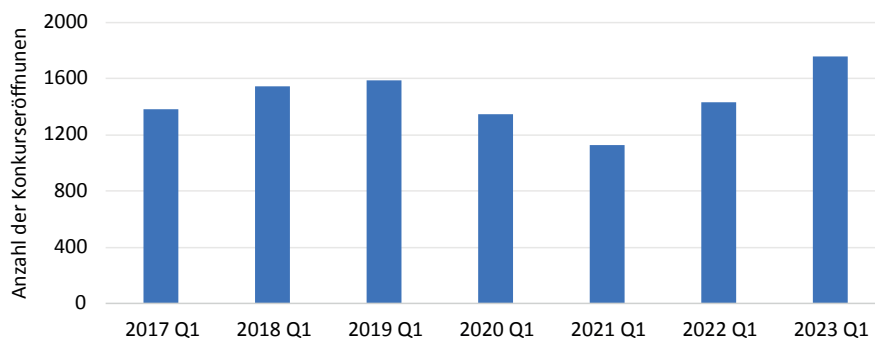


Quelle: Eigene Berechnungen; Crux of Capitalism, SIAW-HSG.

Langsam werden die Folgen der Zombifizierung sehr konkret sichtbar. In Abbildung 7 können wir steigende Konkursraten in der Schweiz im Quartalsvergleich ablesen. Auch eine Studie des Beratungsunternehmens DUN & BRADSTREET (2023) meldete für das erste Quartal 2023 eine Zunahme der Unternehmenspleiten zum Vorjahr um 36 Prozent. Besonders stark betroffen waren hier das produzierende Gewerbe und der Einzelhandel. Auch das BFS verzeichnete für 2022 eine doppelt so hohe Konkursrate (Firmen- und Privatkonkurse) wie die durchschnittliche Entwicklung der letzten fünf Jahre

vor der Pandemie (BFS, 2023). Eine Studie von CREDITREFORM (2022) erwartet zudem mit Blick auf die konjunkturellen Rahmenbedingungen kein baldiges Abflachen der Firmenkongresse.

Abbildung 7: In der Schweiz steigen die Konkurse
Entwicklung der Konkursöffnungen im Quartalsvergleich



Hinweis: Anzahl der Eröffnungen von Konkursverfahren gegen Unternehmen und weitere Rechtseinheiten, wie sie im Zentralen Firmenindex (Zefix) mit Mutationstyp "KE Auflösung inf. Konkurs" ausgewiesen sind;

Quelle: Fachstelle Open Government Data des Kantons Zürich.

Fazit

Jahre der expansiven Geldpolitik und Staatssubventionierung haben in der Schweiz eine hohe Anzahl an Zombieunternehmen geschaffen und die Unternehmens- und Staatsverschuldung wachsen lassen. Steigende Inflationsraten zwingen die Zentralbanken nun, den Tropf des billigen Geldes zu schliessen. Die ersten Folgen davon lassen sich in Form von steigenden Konkursraten bereits beobachten.

Unsere Analyse findet einen ansteigenden Trend der Zombieunternehmen in der Schweiz. Um die Wirkung der Schweizer Eigenheiten betreffend Insolvenzverfahren und der Kreditvergabe auf die Zombifizierung zu berücksichtigen, bedarf es weiterer Forschung. Zum einen gilt es einen Datensatz zu entwickeln, der das schweizerische Unternehmensumfeld repräsentativ abbildet: Da sich insbesondere in der Schweiz Unternehmen häufiger für eine Finanzierung über Banken anstelle eines Börsengangs entscheiden, ist es besonders wichtig nicht-börsennotierte Unternehmen in einer Analyse abzudecken. Zum anderen sollte schon aufgrund der Relevanz des schweizerischen Bankensektors der Finanzsektor in den Untersuchungen inkludiert werden. Aufgrund der Heterogenität der Indikatoren ist es wichtig

verschiedene Messwerte zu betrachten, um die Resultate auf ihre Konsistenz zu prüfen.

Es können jedoch bereits Lehren aus der existierenden Forschung gezogen werden. Die Forschung zeigt, dass höhere Zinsraten zu geringeren Zombies und geringere Zombies zu höherer Produktivität der Volkswirtschaft führt: Wenn unproduktive Unternehmen vom Markt gedrängt werden, erhellen sich die gesamtwirtschaftlichen Aussichten. Gleichzeitig sind die Zinsraten ein stumpfes Instrument, das hohe negative Folgen haben kann. Es gilt aus den Fehlern der Vergangenheit zu lernen, damit es erst gar nicht so weit kommt. Das heisst auf der einen Seite: Wenn ein Unternehmen kein funktionierendes Geschäftsmodell hat, muss es in Konkurs gehen. Dazu gehört auf der anderen Seite: Die Widerstandsfähigkeit des Finanzsektors muss sichergestellt werden.

Als allgemeine Empfehlung zur Bekämpfung der Zombifizierung nennt die OECD (ANDREWS et al. 2017) eine Reform der Insolvenzregime, damit eine Liquidation oder Restrukturierung kranker Unternehmen nicht verzögert wird. Dies verringert Markteintrittsbarrieren und fördert Innovation. Um diesen Prozess zu erleichtern, sind schnelle Massnahmen zur Behebung verbleibender Schwächen im Bankensektor notwendig. Denn Verzerrungen bei der Kreditbewertung im Bankensektors stellen einen Haupthindernisgrund für Unternehmenssanierungen dar: Zombiefirmen hängen mit schwachen Banken zusammen, was darauf hinweist, dass das Problem mit «Forbearance»-Massnahmen zusammenhängt. Überhaupt: Eine kompetente Kreditvergabe ist die wichtigste Funktion der Banken und für das Funktionieren der Wirtschaft zentral. Aufgrund des grossen Bankensektors der Schweiz ist diese Empfehlung für die Schweiz besonders relevant. Und generell ist es eine bewährte Strategie zur Bekämpfung der Zombifizierung, auf allgemeine wirtschaftspolitische Massnahmen zu setzen, die Innovation, Produktivität und Wachstum fördern.

Literatur

- ABBOUD, MAGALY, FABIO BERNASCONI, SÁRA CZÉGÉ, CAMILLA ERENCIN, SIMON J. EVENETT, und FELIX REITZ (2023), How fares the commanding heights of the Swiss economy? Evidence from the Crux of Capitalism project, *Aussenwirtschaft* 73 (1).
- ACHARYA, VIRAL V., SIMONE LENZU, und OLIVIER WANG (2021), Zombie lending and policy traps, Working Paper.
- ACHARYA, VIRAL V., TIM EISERT, CHRISTIAN EUFINGER, und CHRISTIAN HIRSCH (2019), Whatever it takes: The real effects of unconventional monetary policy, *Review of Financial Studies* 32 (9), pp. 3366-3411.

- ADALET MCGOWAN, MÜGE, DAN ANDREWS, und VALENTINE MILLOT (2018), The walking dead? Zombie firms and productivity performance in OECD countries, *Economic Policy* 33 (96), pp. 685–736.
- ALBUQUERQUE, BRUNO und ROSHAN IYER (2023), The rise of the walking dead: Zombie firms around the world, IMF Working Papers No. 2023/125.
- ANDREWS, DAN, MÜGE ADALET MCGOWAN und VALENTINE MILLOT (2017), Confronting the zombies: Policies for und revival, OECD Economic Policy Paper No. 21.
- ANDREWS, DAN und FILIPPOS PETROULAKIS (2017), Breaking the shackles: Zombie firms, weak banks and depressed restructuring in Europe, Economics Department Working Papers No. 1433.
- BANERJEE, RYAN und BORIS HOFMANN (2018), The rise of zombie firms: Causes and consequences, *BIS Quarterly Review*, September, pp. 67–78.
- BANERJEE, RYAN und BORIS HOFMANN (2022), Corporate zombies: Anatomy and life cycle, BIS Working Papers No 882.
- BFS – BUNDESAMT FÜR STATISTIK (2023), Die Konkurse nahmen 2022 weniger stark zu als im Vorjahr, Medienmitteilung, 12. April (www.bfs.admin.ch/bfs/de/home/aktuell/neue-veroeffentlichungen.assetdetail.24505684.html).
- BUNDES RAT (2022), Schweizer KMU sind mehr fremdfinanziert als vor der Corona-Pandemie, Medienmitteilung, 23 November (www.admin.ch/gov/de/start/dokumentation/medienmitteilungen.msg-id-85996.html).
- CABALLERO, RICARDO J., TAKEO HOSHI, und ANIL K. KASHYAP (2008), Zombie lending and depressed restructuring in Japan, *American Economic Review* 98 (5), pp. 1953–1977.
- CREDITREFORM (2022), Firmen- und Privatkonkurse 2022, Presseletter 05-2022, 12. September.
- DUN & BRADSTREET (2023), Insolvenzen. Deutschland, Österreich, Schweiz im 1. Quartal 2023, Studie, April.
- HEINIGER, B. (2022), The Walking Debt: Anzahl der Schweizer Zombie-Unternehmen steigt. *Handelszeitung*, 10. Februar (www.handelszeitung.ch/bilanz/the-walking-debt-darum-steigt-die-anzahl-an-borsenkotierten-zombie-unternehmen-in-der-schweiz-535766.)
- JORDAN, THOMAS J. (2020), Kleines Land – grosse Herausforderungen. Geldpolitische Reaktion der Schweiz auf die Corona-Pandemie, *Referat zur 2020 IMF Michel Camdessus Central Banking Lecture*.
- KALEMLI-ÖZCAN, SEBNEM, HERMAN KAMIL, und CAROLINA VILLEGAS-SANCHEZ (2016), What hinders investment in the aftermath of financial crises: Insolvent firms or illiquid banks?, *The Review of Economics and Statistics* 98 (4), pp. 756–769.
- KANE, EDWARD J. (1987), Dangers of capital forbearance: The case of the FSLIC and “zombie” S&Ls, *Contemporary Economic Policy* 5 (1), pp. 77-83.

- SCHIVARDI, FABIANO, ENRICO SETTE, und GUIDO TABELLINI (2022), Credit misallocation during the European financial crisis, *The Economic Journal* 132 (641), pp. 391–423.
- SCHWEIZERISCHE EIDGENOSSENSCHAFT (2020), Verordnung vom 25. März 2020 zur Gewährung von Krediten und Solidarbürgschaften infolge des Coronavirus (Covid-19-Solidarbürgschaftsverordnung, Covid-19-SBüV), SR 951.261 (www.fedlex.admin.ch/eli/cc/2020/194/de).
- STORZ, MANUELA, MICHAEL KOETTER, RALPH SETZER, und ANDREAS WESTPHAL (2017), Do we want these two to tango? On zombie firms and stressed banks in Europe, ECB Working Paper Series No. 2104.

Appendix

Tabelle 1 Literaturüberblick

Studien zur Zombifizierung mit Hauptergebnissen und betrachteten Ländern

	Haupterkennnis	Zeitraum und Länder
Caballero et al. (2008)	Banken haben einen Anreiz Kredite an Zombieunternehmen zu verlängern. «Zombiestauung» führte dazu, dass gesunde Unternehmen Investitionen, Beschäftigung und Produktivität reduzieren. Anteil der Zombieunternehmen in Japan der börsennotierten Unternehmen in Produktion, Bauwesen, Einzelhandel, Grosshandel, Immobilien- und Dienstleistungssektor verdreifachte sich auf ca. 30 % zwischen Anfang der 1990er und 2000er Jahre.	1982-2002 Japan
Storz et al. (2017)	Schwache Banken spielen eine Rolle bei der Verschuldung von Unternehmen, insbesondere von Zombieunternehmen. Vor allem in den Peripherieländern der Eurozone können schwache Banken zu einer erhöhten Verschuldung von Zombieunternehmen führen.	2010-2014 Sieben EU-Länder: Deutschland, Frankreich, Griechenland, Irland, Portugal, Slowenien, Spanien
Adalet McGowan et al. (2018)	Ein höherer Anteil des branchenweiten Kapitals, das in Zombieunternehmen gebunden ist, ist von geringerem Investitions- und Beschäftigungswachstum und einer geringeren Reallokation von produktivitätssteigerndem Kapital gekennzeichnet. Neben der Begrenzung der Expansionsmöglichkeiten gesunder etablierter Unternehmen kann die Marktkongestion, die durch Zombieunternehmen entsteht, auch Barrieren für den Markteintritt schaffen und das Wachstum junger Unternehmen nach dem Markteintritt behindern.	2003-2013 13 OECD-Länder: Belgien, Finnland, Frankreich, Grossbritannien, Italien, Schweden, Slowenien, Spanien, Südkorea (nur 2013: Deutschland, Luxemburg, Österreich, Portugal)

	Haupterkennntnis	Zeitraum und Länder
Banerjee und Hofmann (2022)	<p>Von 4 % in den späten 1980er Jahren stieg der Anteil der Zombieunternehmen bis 2017 auf 15 %. Zombieunternehmen sind kleiner, weniger produktiv, stärker verschuldet, investieren weniger. Im Laufe der Zeit haben etwa 25 % der Zombieunternehmen den Markt verlassen, während sich 60 % von ihrem Zombie-Status erholen. Allerdings schneiden sich erholende Zombieunternehmen im Vergleich zu Unternehmen, die noch nie Zombies waren, schlechter ab, und sie haben eine hohe Wahrscheinlichkeit, wieder in den Zombie-Status zurückzufallen.</p>	<p>1980-2017 14 OECD-Länder: Australien, Belgien, Dänemark, Deutschland, Frankreich, Grossbritannien, Italien, Japan, Kanada, die Niederlande, Schweden, Schweiz, Spanien, USA</p>
Schivardi et al. (2022)	<p>Schwache Banken waren in Folge der Finanzkrise weniger wahrscheinlich dazu bereit, Kredite an Zombieunternehmen abzuschreiben. Die fehlerhafte Zuweisung von Krediten erhöhte die Ausfallrate gesunder Unternehmen und verringerte die Ausfallrate nicht lebensfähiger Unternehmen. Während der Finanzkrise kam es zu einer erheblichen Kreditfehlllokation. Dennoch war der Beitrag von Banken mit geringem Kapital zur Schwere der Rezession durch fehlerhafte Kapitalzuweisung bescheiden, obwohl sie langfristig eine wichtige Quelle für aggregierte Ineffizienz darstellen können.</p>	<p>2008-2013 Italien</p>
Albuquerque und Iyer (2023)	<p>Der Anteil der Zombieunternehmen nimmt insbesondere seit der Finanzkrise und der Covid-19-Pandemie weltweit zu. Die Zombifizierung bei nichtbörsennotierten Unternehmen ist geringer als bei börsennotierten. Zombiefirmen haben bedeutende negative makrofinanzielle Auswirkungen: Die finanzielle Leistungsfähigkeit von Nicht-Zombieunternehmen wird in Branchen mit einer höheren Anzahl von Zombies dauerhaft beeinträchtigt. Länder mit einer starken Bankenstruktur und strengen makroprudenziellen Massnahmen weisen weniger Zombies auf. Neben einer Stärkung des Bankensektors braucht es effiziente Insolvenzrahmenbedingungen.</p>	<p>1997-2022 (nichtbörsennotierte Unternehmen) 43 Länder 2000-2022 (börsennotierte Unternehmen) 63 Länder</p>

	Haupterkennntnis	Zeitraum und Länder
Abboud et al. (2023)	<p>Ein wachsender Prozentsatz börsennotierter Schweizer Unternehmen zeigt Anzeichen von Unternehmenschwierigkeiten. Dennoch übertreffen Schweizer Unternehmen ihre EU-Nachbarn in Bezug auf wirtschaftlichen Gewinn. Bei Zinsnormalisierung ist es unwahrscheinlich, dass Schweizer Unternehmen das hohe Niveau der Wertschöpfung aufrechterhalten können.</p>	<p>2005-2022 (börsennotierte Unternehmen) Australien, Brasilien, China, Deutschland, Frankreich, Indien, Indonesien, Italien, Japan, Kanada, Malaysia, Niederlande, Russland, Schweden, Schweiz, Singapur, Spanien, Südafrika, Südkorea, USA, Vereinigtes Königreich.</p>

