

# Unternehmen schützen, nicht Eigentümer

Extra-Renditen in guten Zeiten entschädigen Anteilseigner für Katastrophen-Risiken / Von Moritz Schularick

In der deutschen Wirtschaftspolitik herrscht zurzeit weitgehend Einigkeit. Der Staat ist gefordert, Unternehmen zu helfen, die durch das Coronavirus in finanzielle Schieflage geraten sind. Und das tut er: mit Liquiditätshilfen, Bürgschaften, Direkthilfen und Kurzarbeitergeld. Im Bund und auf Länderebene wurde in den letzten Wochen eine mitunter verwirrende Vielzahl solcher Programme aufgesetzt.

Es gibt gute Gründe, Unternehmen jetzt nicht reihenweise pleitegehen zu lassen. Zu groß sind die Risiken einer Abwärtsspirale mit Massenarbeitslosigkeit, dem Verlust von Lieferketten und Know-how. Auch die Risiken für die Finanzstabilität wollen bedacht werden, wenn ganzen Branchen der Untergang droht.

Aber Unternehmen zu retten ist das eine. Die Unternehmenseigner dabei finanziell schadlos zu halten ist das andere. Wenn dies eine normale Rezession wäre, dann würden wir auf unternehmerische Schieflagen mit ordnungspolitischem Achselzucken reagieren. Unternehmen, die ihre Rechnungen nicht bezahlen und keinen Kredit mehr bekommen, gehen in die Insolvenz. Die Anteilseigner verlieren ihr eingesetztes Kapital. Die Gläubiger holen sich, was übrig ist.

Wenn der Staat jetzt mit günstigen Darlehen und anderen Hilfen einspringt, um

Kapitalgesellschaften vor der Insolvenz zu retten, profitieren erst einmal deren Eigentümer, die Aktionäre und Gesellschafter. Ist das gerecht? Anders als bei den Bankenrettungen in der letzten Krise wird der Einsatz von Steuergeldern zugunsten von Anteilseignern heute kaum diskutiert.

Oft wird argumentiert, dass die Unternehmenseigner ja nichts für die Corona-Krise können. Unternehmen sind in der Tat schuldlos am Virus. Ihre Entscheidungen haben nicht zur Entstehung und Ausbreitung der Pandemie beigetragen. Manchmal wird daraus sogar eine Verantwortung des Staates abgeleitet, die Eigentümer für die entstandenen Verluste zu entschädigen. Aus finanzökonomischer Sicht sind solche Argumente aber unsinnig. Aktionäre und andere Anteilseigner verdienen in guten Zeiten Extra-Renditen, mit denen sie für die Übernahme von Desaster-Risiken entschädigt werden. Diese sogenannte Eigenkapitalprämie ist in der finanzökonomischen Forschung gut dokumentiert. Die Literatur dazu füllt ganze Bibliotheken.

Der Grundgedanke ist einfach. Zu jedem Zeitpunkt existiert für ein Unternehmen ein geringes Risiko, dass ein Krieg ausbricht oder eine Naturkatastrophe eintritt und große finanzielle Schäden verursacht. Die Eigentümer von Kapitalgesellschaften tragen dieses Risiko und werden

mit einer entsprechenden Rendite entschädigt. In den meisten Jahren passiert nichts, und die Eigentümer streichen die Eigenkapitalprämie ein. Das letzte Jahrzehnt liefert hierfür ein Paradebeispiel: Deutsche Unternehmen sind nach der Bankenkrise sehr profitabel gewachsen. Dies hat sich in steigenden Eigenkapitalquoten und höheren Bewertungen niedergeschlagen. Das deutsche Betriebsvermögen hat sich zwischen 2008 und 2018 von gut 2 Billionen Euro auf 4 Billionen Euro verdoppelt. Der Löwenanteil entfällt hierbei aber nicht auf kleinere Personengesellschaften, sondern auf Anteile an Kapitalgesellschaften. Die Ersparnisse dieser Unternehmen wuchsen zwischenzeitlich so stark, dass der Internationale Währungsfond eine ungleiche Verteilung der Wachstumsgewinne im Boom diagnostizierte.

Sicher ist, dass viele Aktionäre und Unternehmerfamilien im letzten Jahrzehnt erhebliche Vermögensgewinne gemacht haben. In der Krise sollten diese Finanzpuffer jetzt genutzt werden, um die Effekte der Corona-Krise abzufedern. Der Staat kann dann eingreifen, wenn die Eigentümer dazu selbst nicht mehr in der Lage sind. Der beste Weg, dies herauszufinden, sind strikte Konsequenzen. Das heißt: Wenn ein Unternehmen Steuergelder in Anspruch nimmt, muss dies auch zu Veränderungen in der Kapitalstruktur führen, etwa indem die Anteile auf den

Staat übergehen. Es geht darum, Unternehmen und Arbeitsplätze zu erhalten, nicht das Vermögen der Anteilseigner mit Steuergeldern zu stützen.

Auch aus verteilungspolitischen Aspekten wären Finanzhilfen für Eigentümer von Kapitalgesellschaften problematisch. Denn das Unternehmensvermögen in Deutschland ist relativ ungleich verteilt. Den reichsten 10 Prozent der Haushalte gehören rund 90 Prozent des Aktien- und Betriebsvermögens. Das Durchschnittsvermögen dieser Haushalte liegt bei mehr als 2 Millionen Euro. Es handelt sich insofern um starke Schultern, die einen Teil der Kosten der Pandemie selbst tragen können.

Unternehmen in der Corona-Krise am Leben zu erhalten heißt nicht, dass wir zugunsten von Eigentümern von Kapitalgesellschaften umverteilen müssen. Für den weiteren Weg durch die Krise dürfte diese Einsicht zunehmend an Bedeutung gewinnen. Denn wo bisher Liquiditätsfragen im Vordergrund standen, wird es in Zukunft um Solvenz und direkte staatliche Beihilfen gehen. Es ist richtig, dass der Staat in der Pandemie profitable Unternehmen vor der Insolvenz und die Wirtschaft vor Arbeitsplatzverlusten schützt. Aber er tut dies, um Unternehmen zu retten, nicht deren Eigentümer.

**Prof. Dr. Moritz Schularick** ist Professor für Volkswirtschaftslehre an der Universität Bonn.