

»» Sorge vor Zombie-Unternehmen im Mittelstand unbegründet

Nr. 220, 31. Juli 2018

Autoren: Dr. Michael Schwartz, Telefon 069 7431-8695, michael.schwartz@kfw.de
Dr. Juliane Gerstenberger, Telefon 069 7431-4420, juliane.gerstenberger@kfw.de
Samantha LoBosco

Im deutschen Mittelstand liegen keine Anzeichen einer „Zombifizierung“ vor, wie erstmals Auswertungen auf Basis des KfW-Mittelstandspanels zeigen. Insgesamt gibt es derzeit nur vergleichsweise wenige Unternehmen mit kritischer Schuldentragfähigkeit, mit der Zombie-Unternehmen in Verbindung gebracht werden: Rund 167.000 kleine und mittlere Unternehmen (KMU) konnten 2016 ihre Zinsverpflichtungen nicht aus ihren operativen Gewinnen bestreiten.

Konkret heißt das: ihre Profitabilität ist zu gering und kann nicht mit den hohen Zinsaufwendungen Schritt halten. Bei diesen KMU kann der operative Jahresgewinn im Mittel nicht einmal die Hälfte der zu leistenden Zinsaufwendungen abdecken. Im Mittelstand insgesamt betrachtet decken die Erträge dagegen durchschnittlich den sechsfachen Zinsbetrag.

Mit der Unternehmensgröße steigt die Anfälligkeit. Große Mittelständler nutzten das günstige Finanzierungsumfeld der vergangenen Jahre wesentlich stärker; Fremdkapitalaufnahme und Zinsverpflichtungen sind daher gestiegen. Die Renditen blieben zugleich aber mäßig. Große Mittelständler weisen aus diesem Grund häufiger die kritische Schuldentragfähigkeit auf, die als Indikator für Zombie-Unternehmen verwendet wird.

Die Analyse zeigt aber auch: Die allgemein Zombie-Unternehmen zugeschriebenen Schwächen bei Investitionen und Produktivität können für die mittelständischen Unternehmen hier zu Lande nicht festgestellt werden. Unternehmen dieser Gruppe verhielten sich im Querschnitt des Jahres 2016 in etwa vergleichbar zum Gesamtmittelstand und proportional zu ihrer Größe. Es handelt sich daher eher um finanzschwache als um Zombie-Unternehmen.

Es bleibt festzuhalten: 1. Der Anteil von Unternehmen im deutschen Mittelstand mit einer Indikation für Zombie-Unternehmen ist aktuell überschaubar. 2. Eine Verschärfung der Problematik im Vergleich zu Vorjahren ist nicht festzustellen. 3. Auswirkungen für Investitionen und Produktivität sind auf der Basis unserer Analyse derzeit nicht erkennbar. Eine Sorge vor Zombie-Unternehmen im deutschen Mittelstand ist daher unbegründet.

Zombie-Unternehmen oder wenn die schöpferische Zerstörung nicht funktioniert

In einem wettbewerblich geprägten Marktumfeld erfährt die Unternehmenslandschaft stetige Veränderungen. Effizientere Produktionsprozesse und Lösungen setzen sich durch, während weniger produktive bzw. konkurrenzfähige Unternehmen aus dem Markt austreten. Der österreichische Ökonom Joseph Schumpeter prägte hierfür den Begriff der „schöpferischen Zerstörung“¹. Ist dieser Mechanismus in seiner Funktionsfähigkeit eingeschränkt, besteht die Gefahr, dass nicht konkurrenz- oder überlebensfähige Unternehmen im Markt verbleiben.

Aktuell ist in diesem Zusammenhang immer wieder von so genannten Zombie-Unternehmen die Rede. Ganz allgemein werden unter diesem Begriff Unternehmen mit kritischer Schuldentragfähigkeit verstanden, die aber aufgrund aufrecht erhaltener Kapitalzufuhr keinen Marktaustritt vollziehen (siehe Erläuterungskasten). Dies hat gesamtwirtschaftliche Konsequenzen. Denn zum einen kann die finanzielle Schwäche die Handlungsfähigkeit der betroffenen Unternehmen einschränken. Zombie-Unternehmen werden daher häufig Wachstumsschwäche, Investitionszurückhaltung oder Produktivitätsdefizite zugeschrieben. Zum anderen binden Zombie-Unternehmen Ressourcen. Notwendige strukturelle Erneuerungen im Unternehmenssektor würden so erschwert. Eine dämpfende Wirkung auf das gesamtwirtschaftliche Wachstum und Produktivitätsfortschritte wäre eine Folge.

Zuletzt haben Veröffentlichungen der OECD, der Bundesbank oder der Bank of America zum Thema Zombie-Unternehmen auch hier zu Lande mediale Aufmerksamkeit erregt.² In diesem Zusammenhang wird bisweilen die lockere Geldpolitik der Europäischen Zentralbank (EZB) thematisiert. Die dauerhaft niedrigen Zinsen, die Anreize für mehr Investitionen und somit Wachstum schaffen sollen, helfen auch finanziell angeschlagenen Unternehmen, die eigentlich Insolvenz hätten anmelden müssen, im Markt zu verweilen – so die Argumentation der Kritiker. Und tatsächlich befinden sich die Insolvenzzahlen im deutschen Unternehmenssektor seit Jahren im Sinkflug und waren 2017 so niedrig wie seit 1994 nicht mehr (20.200 Unternehmensinsolvenzen im Jahr 2017).³

Aber wie betroffen ist der deutsche Unternehmenssektor – speziell der deutsche Mittelstand – tatsächlich von einer „Zombifizierung“? Mit dem KfW-Mittelstandspanel ist es

möglich, hierzu repräsentative Aussagen zu treffen.⁴

Wenige mittelständische Unternehmen mit Zombie-Indikation

Die Ergebnisse zeigen: Die Zahl an Unternehmen im Mittelstand mit kritischer Schuldentragfähigkeit (im Folgenden als Finanzschwäche bezeichnet), d. h. einer Indikation für Zombie-Unternehmen, ist derzeit überschaubar. Im Jahr 2016 weisen rund 167.000 bzw. 5 % aller KMU die Finanzschwäche der üblicherweise verwendeten Zombie-Klassifikation auf. Bei diesen KMU übersteigen die Zinsaufwendungen im Jahr 2016 den operativen Gewinn in diesem Jahr (Zinsdeckungsgrad mit einem Wert von unter eins).⁵ Der für den Mittelstand berechnete Anteil ist vergleichbar mit Untersuchungen zum gesamten Unternehmenssektor in Deutschland. So ermittelt die Deutsche Bundesbank bei ähnlicher Abgrenzung einen Wert von 4,7 % für das Jahr 2015.⁶

Grafik 1: Unternehmen mit Zombie-Indikation nach Segmenten

Anteil Unternehmen in Prozent; Jahr 2016

	Verarbeitendes Gewerbe	Bau	Handel	Dienstleistungen	Gesamt
Kleinstunternehmen	5	4	4	4	4
Kleine KMU	5	6	7	5	6
Mittlere KMU	12	8	10	7	8
Große KMU	9	7	6	12	10
Gesamt	7	4	5	5	5

Anmerkung: Berechnungen mit der im Kasten dargelegten Definition und ohne Unternehmen der Sonstigen Branchen. Größenklassen nach Vollzeitäquivalent-Beschäftigten: Kleinstunternehmen (weniger als 5), kleine KMU (5 bis 9), mittlere KMU (10 bis 49), große KMU (50 und mehr).

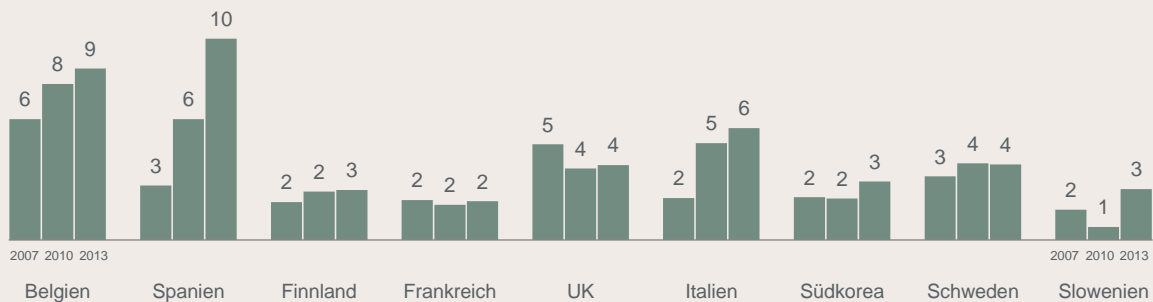
Quelle: KfW-Mittelstandspanel 2017.

Zombie-Unternehmen: Ursprung des Begriffs, empirische Erfassung und Vorkommen

Der Begriff des Zombie-Unternehmens wurde zur Zeit der japanischen Wirtschaftskrise zu Beginn der 1990er-Jahre geprägt. Durch eine anhaltende und eher nachsichtige Vergabe von (stützenden) Krediten japanischer Banken wurden kriselnde Unternehmen am Leben gehalten. Ursache dafür waren falsche Anreize, die dazu führten, dass Banken auch an ausfallgefährdete Kunden weiterhin Kredite vergaben (beispielsweise im Zuge einer Anschlussfinanzierung) statt Abschreibungen und Verluste in Kauf zu nehmen. Die Folgen waren eine unterbundene Restrukturierung im Unternehmenssektor, verminderte Effizienz- und Erneuerungsbestrebungen seitens der betroffenen Unternehmen und ein deutlicher Rückgang im Produktivitätswachstum.

Ein gängiges Maß zur Operationalisierung von Zombie-Unternehmen ist die Gegenüberstellung von Zinsverpflichtungen eines Unternehmens und seinen Einnahmen aus dem operativen Geschäft. Letzteres wird im KfW-Mittelstandspanel als operativer Gewinn erfasst, d. h. Gewinn vor Steuern, Zinsen und Abschreibungen (EBIT). Liegt der Quotient aus operativem Gewinn und Zinsaufwand (Zinsdeckungsgrad bzw. Interest-Coverage-Ratio (ICR)) unter einem Wert von 1, wird ein Unternehmen als Zombie klassifiziert. Ein solches Unternehmen kann somit seine Zinsaufwendungen nicht mehr durch sein Betriebsergebnis decken. Zudem wird ein Mindestalter des Unternehmens von zehn Jahren zugrunde gelegt. Dies ist notwendig, um nicht fälschlicherweise junge Wachstumsunternehmen mit noch geringen Unternehmensgewinnen als Zombie-Unternehmen zu klassifizieren.ⁱ

In einer aktuellen und bislang größten empirischen Untersuchung analysiert die OECD das Vorkommen von Zombie-Unternehmen im internationalen Vergleich (siehe nachstehende Grafik, Anteile in Prozent) und nimmt diese vor allem im Hinblick auf schwache Produktivitätszuwächse in die Verantwortung. Geäußert wird zudem die Vermutung, dass die schwachen Unternehmensinvestitionen der Nachkrisenjahre ebenso Ausdruck der zunehmenden „Zombifizierung“ sind.



Quellen: Caballero et al. (2008), Zombie Lending and Depressed Restructuring in Japan, American Economic Review, 98. Peek, J. and E. Rosengren (2005), Un-natural Selection: Perverse Incentives and the Misallocation, American Economic Review, 95. Hoshi, T. (2006), Economics of the Living Dead, The Japanese Economic Review, 57. McGowan, M. A. et al. (2017), The walking dead? Zombie firms and productivity performance in OECD countries, OECD, Economics Department Working papers No. 1372, Paris. Okamura, K (2011), Zombie' Banks Make 'Zombie' Firms, <https://ssrn.com/abstract=1786496>.

Auch Anhaltspunkte für die in jüngster Vergangenheit bisweilen vorgetragene Argumentation, die Niedrigzinspolitik der EZB trage zum Zuwachs der Zombie-Unternehmen bei, lassen sich für den deutschen Mittelstand in seiner Gesamtheit nicht finden: Auch im Jahr 2015 lag der Anteil mit Zombie-Indikation im Gesamtmittelstand bei 5 %, im Jahr 2014 bei 6 %.

Mit der Unternehmensgröße steigt die Anfälligkeit

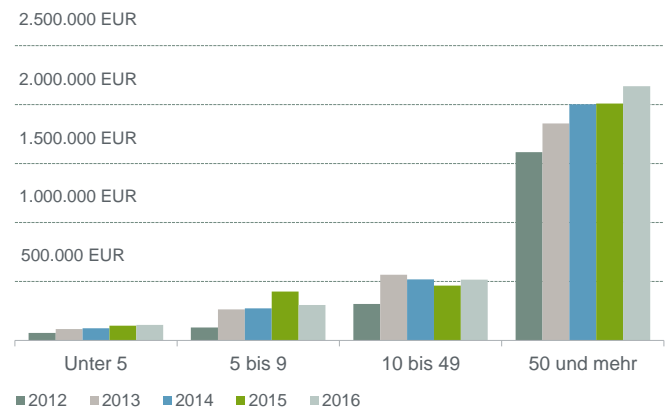
Unsere Untersuchungen machen aber auch deutlich: Große Mittelständler zählen häufiger zu den finanzschwachen Unternehmen. Während der Anteil bei Kleinst-KMU nur 4 % beträgt, zählt bei den großen Mittelständlern rund jedes zehnte Unternehmen dazu (Grafik 1). Größere KMU haben demnach innerhalb der Gruppe der Unternehmen mit Zombie-Indikation ein deutlich höheres Gewicht als im gesamten Mittelstand: Während unter allen KMU nur 2 % der Unternehmen 50 und mehr Beschäftigte haben, sind es bei diesen Unternehmen 7 %.

Eine Ursache hierfür liegt u. a. in der in den letzten Jahren angestiegenen Fremdkapitalaufnahme größerer Mittelständler (Grafik 2). Speziell dieses Unternehmenssegment nutzte das zuletzt günstige Finanzierungsumfeld und hat die Nachfrage nach großen Kreditvolumen stärker ausgeweitet als KMU anderer Größenklassen. In der Folge ist die durchschnittliche Ticketgröße gewachsen. Naheliegender nahm der Anteil der Bankkredite an der Investitionsfinanzierung der großen KMU von vormals 21 % im Jahr 2012 auf 28 % im Jahr 2016 zu.⁷ Dies ließ die Zinsverpflichtungen in dem Zeitraum wachsen, auch wenn die Kreditzinsen auf einem niedrigen Niveau waren.

Eine klare Größenabhängigkeit tritt gleichfalls bei der Differenzierung nach Umsatzgrößenklassen zu Tage (hier nicht grafisch dargestellt): Unter KMU mit einem Jahresumsatz von bis zu 500.000 EUR bzw. in der Größenklasse zwischen 500.000 und 1 Mio. EUR sind finanzschwache Unternehmen deutlich weniger vertreten (4 bzw. 3 %) als in der Umsatzgrößenklasse über 1 Mio. EUR. Dort fallen 11 % aller Unternehmen in dieses Segment. Ebenso überdurchschnittlich sind Unternehmen des Verarbeitenden Gewerbes betroffen (7 %). Vor allem im Bau scheint die Problematik einer möglichen „Zombifizierung“ geringer ausgeprägt.

Grafik 2: Durchschnittliche Kreditnachfrage

Größenklassen nach Vollzeitäquivalent-Beschäftigten



Quelle: KfW-Mittelstandspanel 2013–2017.

Unternehmen mit Zombie-Indikation: Überproportionale Zinsbelastung durch attraktives Finanzierungsumfeld

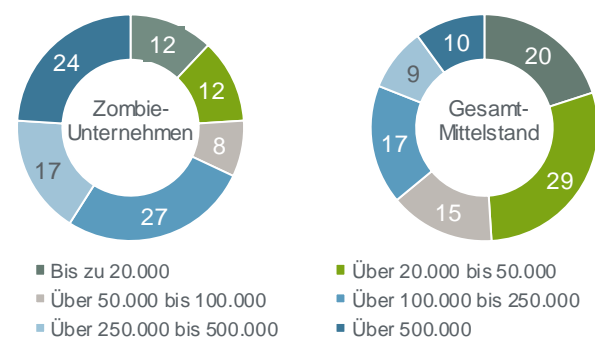
Die kumulierten Zinsaufwendungen der finanzschwachen Unternehmen belaufen sich im Jahr 2016 auf 6,1 Mrd. EUR. Bei einem Wert von 37,3 Mrd. EUR für den gesamten Mittelstand beträgt ihr Anteil somit überproportionale 16 % – mehr als das Dreifache ihres Anteils an der Unternehmenszahl (5 %).

Ursache dafür ist auch die in der Gruppe der Unternehmen mit Zombie-Indikation überdurchschnittlich hohe Kreditnachfrage, die einem Anteil von 9 % an der gesamten Kreditnachfrage entspricht. Der Anteil größerer Kreditvolumen ab 100.000 EUR liegt mit 68 % sogar deutlich über dem Wert des Gesamtmittelstands mit 36 % (Grafik 3). Die durchschnittliche Kreditnachfrage dieser Unternehmen liegt 2016 bei 1,6 Mio. EUR, im gesamten Mittelstand bei 301.000 EUR.

Entsprechend haben finanzschwache Unternehmen einen deutlich höheren Verschuldungsgrad und eine spiegelbildlich niedrigere Eigenkapitalquote als andere Unternehmen (25 versus 30 % im gesamten Mittelstand).

Grafik 3: Hohe Kreditnachfrage der KMU mit Zombie-Indikation

Anteil KMU mit jeweiliger Kreditnachfrage in Prozent; Jahr 2016



Quelle: KfW-Mittelstandspanel 2017.

Hohe Fremdfinanzierungsanteile und Zinsaufwendungen sind für sich genommen aber kein problematischer Sachverhalt und können viele „gesunde“ Ursachen haben (beispielsweise intensive Investitionstätigkeit zur Sicherung der Wettbewerbsfähigkeit). Möglicherweise rührt eine vermehrte Kreditnachfrage auch von der Aussicht auf eine Zinswende her. Perspektivisch teurer werdende Kredite könnten den Wunsch treiben, noch vom aktuell vorteilhaften Niveau zu profitieren.

Investitionen und Produktivität im normalen Rahmen

Die Problematik von Zombie-Unternehmen liegt nicht allein in ihrer individuellen Finanzschwäche, sondern vielmehr in den möglichen gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen: Wenn die betroffenen Unternehmen verminderte Effizienz- und Erneuerungsbestrebungen aufweisen, kann dies zu einem deutlichen Rückgang im gesamtwirtschaftlichen Produktivitätswachstum führen.

Ein wesentliches Ergebnis unserer Studie ist daher, dass die allgemein Zombie-Unternehmen zugeschriebenen Schwächen bei Investitionen und Produktivität für die mittelständischen Unternehmen hier zu Lande nicht festgestellt werden können. Unternehmen dieser Gruppe verhielten sich im Querschnitt des Jahres 2016 in etwa vergleichbar zum gesamten Mittelstand und proportional zu ihrer Größe. Der Investorenanteil liegt durchschnittlich bei 40 % (Mittelstand insgesamt: 42 %). Das Investitionsvolumen beläuft sich auf 14 Mrd. EUR, und entspricht damit 7 % des gesamten mittelständischen Investitionsvolumens.

Die durchschnittliche Arbeitsproduktivität (gemessen als Umsatz je Vollzeitäquivalent-Beschäftigtem) dieser Gruppe an Unternehmen liegt im Jahr 2016 bei rund 164.000 EUR. Dieser Wert liegt sogar merklich über dem Durchschnittswert aller KMU von 127.000 EUR – wird aber durch den vergleichsweise hohen Anteil größerer KMU in der Gruppe der finanzschwachen Unternehmen nach oben „verzerrt“. Größere Unternehmen sind naturgemäß produktiver.⁸

Ausgeprägte Renditeschwäche

Diese positiven Befunde der finanzschwachen Mittelständler dürfen jedoch nicht über ihre kritische Situation hinwegtäuschen. Die Ertragssituation der Unternehmen mit Zombie-Indikation kann mit den Zinsverpflichtungen nicht Schritt halten: Ihr durchschnittlicher Zinsdeckungsgrad liegt bei niedrigen 0,46. Das heißt: Im Mittel kann der Jahresgewinn bei diesen Unternehmen nicht einmal die Hälfte der zu leistenden Zinsaufwendungen abdecken. Zum Vergleich: Im Gesamtmittelstand beträgt der entsprechende Wert mit 5,8 rund das 13-fache (Median: 4,3).⁹

Die Profitabilität ist bei diesen Unternehmen schlicht zu gering. Während die durchschnittliche Umsatzrendite¹⁰ des Gesamtmittelstands mit 7,3 % auf einem guten Niveau liegt, verbleiben bei finanzschwachen Unternehmen im Mittel lediglich 2,1 %.¹¹ Eine hohe und stabile Umsatzrendite ist allerdings ein zentrales Bewertungskriterium bei Kreditverga-

beentscheidungen und letztlich Konditionen. Es ist zu vermuten, dass bei diesen KMU Zinsaufschläge folgen.

Fazit: Kaum ein Zombie-Problem, auch weil KMU finanziell unabhängig sein wollen

Von einem speziellen Zombie-Problem im deutschen Mittelstand kann unseren Analysen zufolge keine Rede sein. Vielmehr kann die Schuldentragfähigkeit bei etwa 95 % aller Mittelständler als ausreichend angesehen werden. Auch ist zuletzt kein Zuwachs des Anteils von finanziell schwachen Unternehmen im anhaltenden Niedrigzinsumfeld auszumachen.

Trotz Finanzschwäche: Bei diesen Unternehmen finden sich keine Anzeichen für eine schwächere Investitionstätigkeit oder Produktivitätsdefizite. Auch eine gesamtwirtschaftlich wachstumsdämpfende Wirkung ist aufgrund der geringen Anzahl betroffener KMU eher fraglich. Die Argumente einiger Kritiker der aktuellen Geldpolitik lassen sich daher für den deutschen Mittelstand so nicht bekräftigen. Unklar ist allerdings, wie sich eine künftige Erhöhung der Fremdkapitalzinsen auf die Schuldentragfähigkeit dieser KMU auswirken wird.

Im Gesamtbild zeigt sich der Mittelstand demnach tendenziell robust. Ein Grund dafür ist auch die in den vergangenen 15 Jahren deutlich gestiegene Eigenkapitalausstattung der deutschen KMU. Durch einbehaltene Gewinne konnte ein finanzielles Polster geschaffen werden, sodass die durchschnittliche Eigenkapitalquote im Jahr 2016 bei komfortablen 30 % lag. Spiegelbildlich dazu sank die Schuldenquote der Mittelständler. Vielen kleinen und mittleren Unternehmen ist heute die Wahrung ihrer finanziellen Unabhängigkeit sehr wichtig.¹² Der Wunsch Schulden zu vermeiden, ist häufig das Hauptmotiv, warum KMU auf Kreditverhandlungen verzichten.¹³ Sie wollen so ihre Widerstandsfähigkeit gegenüber Krisenzeiten erhöhen und besser auf ein schwierigeres Finanzierungsklima vorbereitet sein. ■

Die Datenbasis: Das KfW-Mittelstandspanel

Das KfW-Mittelstandspanel wird seit dem Jahr 2003 als Wiederholungsbefragung der kleinen und mittleren Unternehmen in Deutschland durchgeführt. Zur Grundgesamtheit des KfW-Mittelstandspanels gehören alle privaten Unternehmen sämtlicher Wirtschaftszweige, deren Umsatz die Grenze von 500 Mio. EUR pro Jahr nicht übersteigt.

Mit einer Datenbasis von bis zu 15.000 Unternehmen pro Jahr stellt das KfW-Mittelstandspanel die einzige repräsentative Erhebung im deutschen Mittelstand und damit die wichtigste Datenquelle für mittelstandsrelevante Fragestellungen dar. Der Befragungszeitraum der Hauptbefragung der 15. Welle des KfW-Mittelstandspanels lief vom 13.02.2017 bis zum 23.06.2017.

Weiterführende Informationen sowie den aktuellen Jahresbericht finden Sie im Internet unter:

www.kfw-mittelstandspanel.de

¹ Schumpeter, J. A.: Capitalism, socialism and democracy. Harper, New York / London 1942; 3. Auflage ebd. 1950

² Siehe McGowan, M. A. et al. (2017), The walking dead? Zombie firms and productivity performance in OECD countries, OECD, Economics Department Working papers No. 1372, Paris. – Deutsche Bundesbank (2017), Ertragslage und Finanzierungsverhältnisse deutscher Unternehmen im Jahr 2016, Monatsbericht Dezember 2017, S. 37–40. Zudem hat eine Studie der Bank of America medial Aufmerksamkeit erfahren: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2017-07-24/zombie-companies-littering-europe-may-tie-ecb-s-hands-for-years> (Abruf am 22.08.2017).

³ Creditreform (2017). Insolvenzen in Deutschland – Jahr 2017, Creditreform Wirtschaftsforschung.

⁴ Zur aktuellen Ausgabe des KfW-Mittelstandspanels siehe Schwartz, M. (2017), **KfW-Mittelstandspanel 2017**: Rekordjagd im Inland geht ungebremst weiter – Neue Herausforderungen durch sektoralen Wandel, KfW Research.

⁵ Der sonst in vergleichbaren Analysen zum Thema angesetzte Dreijahreszeitraum zum Ausgleich von Ertragsschwankungen eines Unternehmens kann hier nicht zur Anwendung kommen.

⁶ Deutsche Bundesbank (2017), Ertragslage und Finanzierungsverhältnisse deutscher Unternehmen im Jahr 2016, Monatsbericht Dezember 2017, S. 37–40.

⁷ Vgl. Schwartz, M. (2017), KfW-Mittelstandspanel 2017: Rekordjagd im Inland geht ungebremst weiter – Neue Herausforderungen durch sektoralen Wandel, KfW Research, S. 17.

⁸ Unternehmen mit 10 bis 49 Beschäftigten erreichen im Durchschnitt der Jahre 2003–2016 einen Wert von 149.000 EUR je VZÄ-Beschäftigtem – Unternehmen ab 50 Beschäftigten einen Wert von durchschnittlich 172.000 EUR je VZÄ-Beschäftigtem.

⁹ Um Verzerrungen zu vermeiden wurde bei der ICR-Mittelwertberechnungen eine Bereinigung um Extremwerte vorgenommen. Unternehmen mit einem ICR-Wert größer als 20 wurden nicht in die Berechnung mit einbezogen. Dabei handelt es sich um Unternehmen, die marginale Zinsen gezahlt haben, aber zum Teil hohe Gewinne erzielen.

¹⁰ Die Umsatzrendite ist definiert als Quotient aus Vorsteuerertrag und Umsatz. Ausgewiesen werden die mit dem Umsatz gewichteten Mittelwerte der Umsatzrendite je Segment.

¹¹ Aus dem KfW-Mittelstandspanel ist bekannt: Vor allem große Mittelständler (50 und mehr Beschäftigte) mussten zuletzt trotz guter Umsatzdynamik im zweiten Jahr in Folge verminderte Renditen hinnehmen (2016: 4,4 %). Dieser Aspekt könnte sich hier zeigen.

¹² Gerstenberger, J. (2018). **Hohe Eigenkapitalquoten im Mittelstand: KMU schätzen ihre Unabhängigkeit**, Fokus Volkswirtschaft Nr. 206, KfW Research.

¹³ Gerstenberger, J. (2018). **Kreditverhandlungen – Warum so viele KMU darauf verzichten**, Fokus Volkswirtschaft Nr. 207, KfW Research.