

## ANALYSE

**Anleger unterschätzen Gefahr am Anleihenmarkt**

Die Unternehmensbilanzen sind in einem besorgniserregenden Zustand. Unter Berücksichtigung des Goodwills trübt sich das Bild weiter ein. Es gibt aber löbliche Ausnahmen.

Gregor Mast

20.08.2020, 03.03 Uhr

Börsen und Fundamentaldaten gehen derzeit getrennte Wege – während die Gewinne einbrechen, boomen die Märkte. Das ist bekannt. Gerne übersehen wird dabei eine andere bedenkliche Entwicklung: Die Zahl der Unternehmensbankrotte steigt im Zuge von Corona sprunghaft an. So haben seit Anfang Jahr allein in den USA 35 Unternehmen mit Verbindlichkeiten von über 1 Mrd. \$ Gläubigerschutz beantragt.

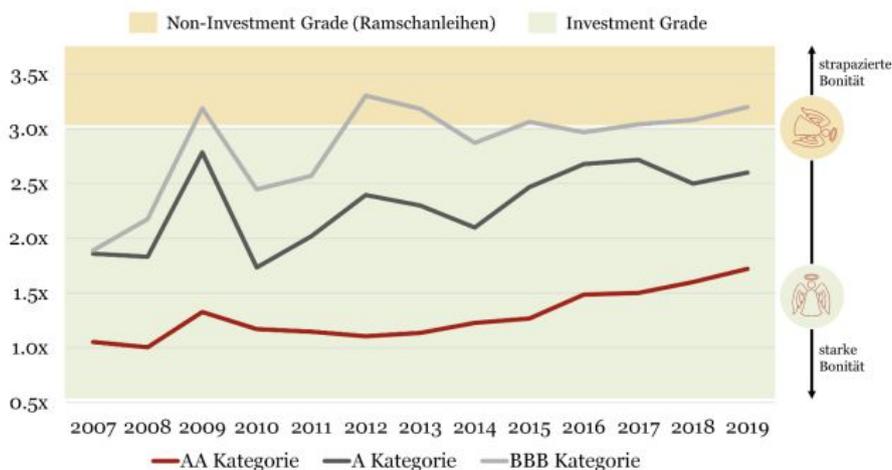
«Die grosse Welle an Bankrotten beginnt erst», sagte Buchhaltungsprofessor Edward Altman jüngst gegenüber der Nachrichtenagentur Bloomberg. Ende Jahr dürften es gemäss Altman über sechzig Megabankrotte sein, weil die Unternehmen während der Krise nicht etwa Schulden abgebaut, sondern sich weiter verschuldet haben. Altmans Wort hat Gewicht, ist er doch Erfinder und Namensgeber einer unter Analysten beliebten Kennzahl zur Prognose der Insolvenzgefahr (vgl. dazu Box am Ende des Artikels).

In der Tat herrschte gerade in den USA schon vor Corona eine wahre Schuldenbonanza, die sich nach Ausbruch der Pandemie weiter verschärft hat. So haben Unternehmen gemäss

Bloomberg dieses Jahr 2,1 Bio. \$ am Bondmarkt aufgenommen, fast die Hälfte davon durch US-Schuldner.

## Ratingagenturen waren einmal mehr zu grosszügig

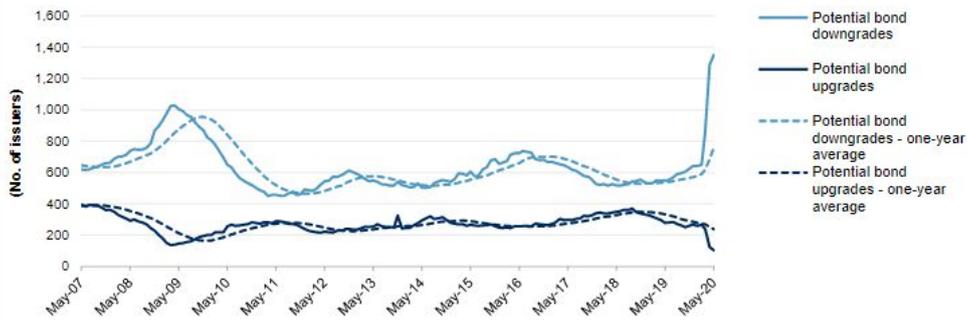
Besonders gross war der Zuwachs vor Corona im BBB-Bereich, der tiefsten Stufe, die noch Anlagequalität bedeutet. Gleichzeitig verschlechterte sich die Kreditqualität in diesem Segment. So liegt das Verhältnis aus Nettoschulden zum operativen Cashflow (Ebitda) im BBB-Bereich schon seit längerem über 3 (vgl. Grafik). Gemäss Daniel Pfister vom Bonitätsinstitut Independent Credit View sollte dieser Wert für eine anlagewürdige Benotung – also für ein Rating mindestens auf Stufe BBB – diese Schwelle nicht übersteigen. Die Ratingagenturen waren also einmal mehr zu grosszügig.



Quelle: I-CV Corporate Indicator, 2020

Das ging so lange gut, wie die Zinsen niedrig waren und die Wirtschaft wuchs. Doch dann kamen die weltweiten Lockdowns, und so wundert es nicht, dass die Agenturen gezwungen sind, die Ratings herabzustufen. So übersteigen die potenziellen Downgrades die Werte im Höhepunkt der Finanzkrise:

**The Gap Between Potential Bond Downgrades And Potential Bond Upgrades Widened To New Record**



Data as of May 29, 2020. Source: S&P Global Ratings Research.  
Copyright © 2020 by Standard & Poor's Financial Services LLC. All rights reserved.

Quelle: S&P Global

Das ist umso gravierender, als die Kreditqualität in Tat und Wahrheit noch schlechter sein dürfte als durch den Vergleich aus Nettoschuld zu Ebitda angezeigt. «Die Unternehmen optimieren dieses Verhältnis», sagt Jürg Lutz vom Schweizer Vermögensverwalter PK Assets, der auf die Anlage von Pensionskassengeldern spezialisiert ist. Dies, weil die Ratingagenturen bei der Festlegung der Kreditwürdigkeit vor allem auf diese Kennzahl schauen.

## Nettoschulden geben unvollständiges Bild

Die Krux: Die Nettoschuld berücksichtigt nur zinstragende Finanzschulden, also Anleihen oder Kredite. Rückstellungen, Kreditoren, ungedeckte Pensionskassenverpflichtungen oder Leasingverbindlichkeiten zählen nicht dazu. Lutz stellt bei der Bonitätsanalyse von Corporate Bonds deshalb lieber auf die Gesamtverschuldung im Verhältnis zum Ebitda und zum Gesamtkapital ab.

Dabei verwendet er auch das Z-Score von Edward Altman. «Es ist immer noch die Kennzahl, die am besten mit den Ratings der Agenturen korreliert», sagt er. Doch in den letzten Jahren ist

eine Schere aufgegangen. «Der Median der von mir verfolgten Schuldner weist einen Z-Score von 2,2 auf, bei knapp 40% beträgt der Score höchstens 2», gibt Lutz zu bedenken. «Sollte Altman recht haben, dann stünde ein Grossteil des Anlageuniversums auf tönernen Füßen.» Dies, weil Werte unter 1,8 eine hohe Insolvenzgefahr signalisieren (vgl. Erklärung am Schluss des Artikels).

## Goodwill bleibt unberücksichtigt

Und das ist noch nicht alles: «Altman berücksichtigt den akquisitorischen Goodwill nicht», sagt Lutz. Dieser Goodwill entsteht bei Firmenübernahmen und entspricht der Differenz zwischen Kaufpreis und Eigenkapital. Da es in der Hausse viele Übernahmen gab, hat diese Form von Goodwill in den letzten Jahren massiv zugenommen.

Das ist so lange kein Problem, als die Wirtschaft brummt und der Goodwill werthaltig ist. Das kann sich in einer Rezession jedoch schlagartig ändern. Muss dann Goodwill abgeschrieben werden, droht Ungemach. Das Problem ist umso grösser, je höher der Goodwill im Verhältnis zum Eigenkapital ist.

«Korrekterweise müsste der Akquisitions-Goodwill also vom Vermögen abgezogen werden», gibt Lutz zu bedenken. «Dann wären die Z-Scores aber noch viel tiefer», warnt er. Bei den von ihm beobachteten 450 Emittenten, die fast das ganze für Pensionskassen investierbare Anlageuniversum ausserhalb des Finanzbereichs abdecken (die also ein Rating zwischen AAA und BB aufweisen), liegt der Median-Anteil des Goodwill am Eigenkapital bei 35%. «Über ein Drittel des tendenziell sowieso immer knapperen publizierten Eigenkapitals besteht aus Luft.

Das ist Wahnsinn. Die Bilanzen sind querbeet zerstört», lautet das vernichtende Urteil von Lutz.

### **«Es gibt nur eins: brutal aussortieren»**

Was ist zu tun? «Es gibt nur eins: brutal aussortieren.» Lutz schliesst alle Unternehmen aus, bei denen der Akquisitions-Goodwill über die Hälfte des Eigenkapitals ausmacht. Dazu zählen Schwergewichte wie Coca-Cola, wo dieser Wert mehr als 80% beträgt. «Natürlich geht Coca-Cola in den nächsten Jahren nicht bankrott», sagt Lutz. «Für mich kommt der Getränke-riesen aber dennoch nicht infrage.» Er setzt nur auf Emittenten, deren Bonität sich nach Goodwill verbessert oder zumindest gleich bleibt.

Dazu zählen die Goldförderer. «Sie stehen in der Landschaft der Unternehmensschuldner wie ein Solitär da», sagt er. Sie hätten die Lehren aus der jahrelangen Misswirtschaft gezogen, in der auf Teufel komm raus auch in schlechte Projekte investiert worden war, und die Bilanzen saniert. Heute sind sie gut kapitalisiert und bieten auch im Bereich Anlagequalität ansprechende Renditen. «Und dabei ist der jüngste Goldpreisanstieg in den Zahlen noch nicht einmal enthalten», ergänzt Lutz.

## Gute und schlechte Bonitätstrends

Guter Bonitätstrend	Schlechter Trend und hoher Goodwill
Amazon	Biogen
AngloGold Ashanti	Boeing
Cargill	Carlsberg
Chevron	Carnival
Fresnillo	Cisco
Lennar	eBay
Lukoil	Imperial Brands
Metsa	Nike
Newcrest Mining	Schlumberger
Newmont Mining	Starbucks
Yamana Gold	Walt Disney

Quelle: PK Assets

## Es gibt ihn doch, den «Free Lunch»

Weil nur rund fünfzig der 450 Unternehmen seine Kriterien erfüllen und nicht alle passende Anleihen ausstehend haben – so kann die Laufzeit zu lang sein, oder es sind keine Hartwährungspapiere auf dem Markt –, weicht Lutz für eine ausreichende Diversifizierung in asiatische Märkte wie Indien oder China aus, wo neue und gut kapitalisierte Emittenten auftreten. Ein Beispiel ist der chinesische E-Commerce-Riese JD.com, der im Januar zum zweiten Mal nach 2016 Dollar-Papiere mit Laufzeiten bis 2030 und 2050 ausgegeben hat.

«Weil weder Ratingagenturen noch Anleger auf den Goodwill achten, gelingt es, ein Portfolio zusammenzustellen, das eine

Rendite abwirft, die mit einem klassischen Anleihenportfolio vergleichbar ist, dabei aber mehr Substanz aufweist», sagt Lutz. Dank dem Desinteresse des Marktes können sich Anleger also gegen einen längeren Abschwung schützen, ohne Abstriche bei der Rendite machen zu müssen. Es scheint ihn also doch zu geben, den «Free Lunch».

## Edward Altman und sein Z-Score



Der nach US-Buchhaltungsprofessor Edward Altman benannte Z-Score vermengt fünf Bilanz- und Erfolgsrechnungsgrößen zu einem Wert, mit dessen Hilfe die Bankrottgefahr eines Unternehmens abgeschätzt werden kann. Erstmals vorgestellt wurde der Score 1968 im «Journal of Finance».

In der ursprünglichen Formel werden das Umlaufvermögen, die einbehaltenen Gewinne und der Gewinn vor Zinsen und Steuern jeweils im Vergleich zu den Aktiven, das Verhältnis aus Marktkapitalisierung zum Buchwert der Verbindlichkeiten und der Asset Turnover (Umsatz dividiert durch Aktiven) berücksichtigt.

Dabei gilt: je höher der Wert, desto geringer die Insolvenzwahrscheinlichkeit über die nächsten zwei Jahre. Werte über 3 sind unbedenklich. Eine hohe Konkursgefahr droht bei einem Wert unter 1,8.

Altman hat die Formel seit dem erstmaligen Erscheinen mehrmals modifiziert und die Verfahren Z Prime und Z Double Prime entwickelt, um den Score über Sektorgrenzen hinweg besser vergleichbar zu machen.

Das Original wird indes auch heute noch verwendet. «Es ist immer noch die Kennzahl, die am besten mit den Ratings der Agenturen korreliert», sagt Jürg Lutz vom Schweizer Vermögensverwalter PK Assets. Er setzt den Z-Score es bei der Bonitätsanalyse von Unternehmensschuldern ein.



#### INTERVIEW

### «Die Kreditmärkte spielen Alice im Wunderland»

Tad Rivelle, Chefinvestor des kalifornischen Bondriesen TCW, rechnet nicht mit einer baldigen Erholung der Wirtschaft. Er zweifelt an der Magie der Geldpolitik und sieht in vielen Sektoren eine schmerzhafteste Restrukturierung der Schulden.

Christoph Gisiger 20.07.2020



#### HINTER DER HEADLINE

### BBB-Schuldner: Achillesferse beginnt zu schmerzen

US-Firmen haben sich seit der Finanzkrise kräftig verschuldet. Deshalb könnte der sprunghafte Anstieg der Risikoprämien am Markt für Unternehmensanleihen weitreichende Folgen haben.

Gregor Mast 13.03.2020



#### DAS INTERVIEW

### «Die Verschuldung der Unternehmen hat ein kritisches Mass erreicht»

Daniel Pfister, Geschäftsführer des Bonitätsinstituts Independent Credit View (I-CV), erläutert im Interview, warum der Kreditzyklus sich in einer Spätphase befindet. Die Frage sei nicht, ob der Markt korrigiere, sondern wann.

Andreas Kälin 18.02.2020



Copyright © The Market Media AG. Alle Rechte vorbehalten. Eine Weiterverarbeitung, Wiederveröffentlichung oder dauerhafte Speicherung zu gewerblichen oder anderen Zwecken ohne vorherige ausdrückliche Erlaubnis von The Market Media AG ist nicht gestattet.