



«Gelingt es dem Backwarenkonzern Aryzta nicht, das wichtige Geschäft in Nordamerika wieder auf die Reihe zu bringen, ist er in ein oder zwei Jahren wieder an einem Punkt wie 2018, als eine Kapitalerhöhung nötig wurde», sagt Daniel Pfister, Geschäftsführer von Independent Credit View. (Bild: ZVG)

#### 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, 02.13 Uhr

Die Unternehmensverschuldung steigt und steigt, wie auch die Analysen von Independent Credit View (I-CV) zeigen. Das vom Bonitätsinstitut überwachte Anlageuniversum umfasst rund 800 Emittenten, darunter etwa 500 Unternehmen. Unter den Gesellschaften, die eine Bonitätsnote auf BBB-Stufe haben, hat sich das Verhältnis von Nettoschulden zum Betriebsergebnis Ebitda seit 2007 von 1,7 auf 3,1 erhöht.



## Daniel Pfister

Geschäftsführer von I-CV

Nach fast zehnjähriger Tätigkeit für Credit Suisse gründete Daniel Pfister (53) im Jahr 2003 das Bonitätsinstitut Independent Credit View (I-CV). Er war früh der Auffassung, dass es einen Markt gebe für bankenunabhängige Krediteinschätzungen. Ein prägendes Erlebnis war für ihn die Finanzkrise, wo sogar grundsolide Unternehmen wie BMW oder Holcim neue Anleihen mit einem Renditeaufschlag von bis zu 6% platzieren mussten. Heute ist I-CV ein im deutschsprachigen Raum führendes unabhängiges Kreditresearchhaus. Als Geschäftsführer hält Pfister am Prinzip fest, dass I-CV im Gegensatz zu Banken oder Ratingagenturen für ihr Research ausschliesslich von Investoren bezahlt wird.

Das seien «strapazierte Werte», sagt Daniel Pfister, Geschäftsführer von I-CV. Er kritisiert auch, dass die Risikowahrnehmung unter Investoren «zurzeit nicht mehr vorhanden» sei.

Die Investoren suchen im Tiefstzinsumfeld verzweifelt Rendite. Der Bereich mit High-Yield- oder Ramschanleihen ist enorm gewachsen. Das sind Bonds von Emittenten, die von den Ratingagenturen mit Non-Investment Grade bewertet werden. Das heisst, sie weisen eine Bonitätsnote auf BB-Stufe oder tiefer auf.

Innerhalb des anlagewürdigen Investment-Grade-Bereichs hat sich das bonitätsschwächste Segment mit BBB-Schuldnern stark ausgeweitet.

In der Schweiz sind die Schuldenverhältnisse bei den Unternehmen gemäss Pfister nicht so angespannt wie im Schnitt in Europa oder den USA. Doch auch «hierzulande kommen immer mehr Emittenten mit einem Rating auf BBB-Stufe an den Anleihenmarkt», also mit einer Bonitätsnote, die nur knapp im Investment-Grade-Bereich liegt.

Insgesamt hat die internationale Unternehmensverschuldung ein Ausmass erreicht, das Pfister als kritisch für das ganze System ansieht. Für ihn ist es nurmehr eine Frage der Zeit, bis der Markt korrigieren wird. Auslöser einer Korrektur müssten nicht Zinserhöhungen sein – auch eine Rezession oder einzelne Ereignisse wie der Ausfall eines grossen Schuldners könnten ein Ende des Kreditzyklus herbeiführen, sprich: die Blase zum Platzen bringen.

**Herr Pfister, im Markt hat sich die Auffassung verbreitet, dass Schulden kein Problem sind, weil die Zinsen tief sind. Als Kreditanalyst werden Sie das anders sehen.**

Bei vielen Investoren ist die Risikowahrnehmung zurzeit nicht mehr vorhanden. Das ist ein Resultat des langjährigen Bullenmarktes.

Investoren fragen sich, warum sie noch Ressourcen für die Kreditanalyse aufwenden sollen in einem Umfeld, in dem die Märkte trotz diversen Risikoherden nur nach oben tendieren und es kaum Kreditausfälle gibt.

**Fühlen Sie sich als Rufer in der Wüste?**

Vor der Finanzkrise meinte ein US-Bankmanager, solange die Musik spiele, müsse man tanzen. Die Stimmung scheint heute wieder ähnlich zu sein. Jeder weiss, die Kreditrisiken nehmen zu. Der Bereich mit High-Yield-Anleihen, sogenannten Junk Bonds, ist enorm gewachsen, wie auch im anlagewürdigen Investment-Grade-Bereich das bonitätsschwächste Segment mit den BBB-Schuldnern. Man weiss auch, dass sich der Kreditzyklus in der Spätphase befindet. Die Frage ist nicht, ob der Markt korrigieren wird, sondern wann.

**Die Investoren suchen verzweifelt Rendite. Weshalb sollten sie jetzt in renditelose Papiere von qualitativ guten Schuldnern anlegen?**

Weil man im aktuellen Umfeld noch zu guten Preisen von schwächeren zu stärkeren Emittenten wechseln kann. Denn die Risikoaufschläge, die Renditedifferenzen zwischen Anleihen unterschiedlicher Bonität, sind momentan gering. Wenn das Umfeld härter wird, wird der Markt wieder stärker differenzieren. Das heisst, die Risikoaufschläge werden deutlich steigen, während die Liquidität knapp wird.

## **Wie stark ist die Verschuldung von Unternehmen gestiegen?**

Ein guter Indikator ist für uns der Verschuldungsgrad, das Verhältnis von Nettoschulden zum Betriebsergebnis auf Stufe Ebitda. Innerhalb des von uns überwachten Anlageuniversums hat sich der Verschuldungsgrad unter BBB-Schuldern seit der Zeit vor der Finanzkrise, von 2007 bis heute, von 1,7 auf 3,1 erhöht. Das sind strapazierte Werte.

## **Wo liegt die kritische Schwelle?**

Es gibt viele Faktoren, die das Kreditrating beeinflussen. Aber eine Faustregel besagt, dass für eine anlagewürdige Bonitätsnote, also für ein Rating mindestens auf Stufe BBB, der Verschuldungsgrad eines Unternehmens den Schwellenwert von 3 nicht übersteigen sollte.

## **Bedeutet das auch, dass die Ratingagenturen inzwischen, wie vor der Finanzkrise, wieder zu grosszügig gute Bonitätsnoten verteilen?**

Wir sehen, dass der Verschuldungsgrad bei vielen BBB-Emittenten über dem Schwellenwert von 3 liegt und die Ratingagenturen somit tatsächlich viel Spielraum geben. Es kann berechtigt sein, einen Vorschuss zu gewähren, zum Beispiel wenn ein Unternehmen eine Akquisition durchführt und dafür Schulden aufnimmt, was vorübergehend einen höheren Verschuldungsgrad zur Folge haben kann.

## **Haben Sie ein Beispiel?**

Die Ratingagenturen gewähren dem Getränkehersteller AB InBev eine anlagewürdige Bonitätsnote zwischen einer tiefen A-Note und einer hohen BBB-Stufe. Nach der Akquisition von SABMiller für stolze 113 Mrd. \$ hatte sich der Verschuldungsgrad von AB InBev aber auf mehr als 5 erhöht. Heute liegt er immer noch bei 4,5. Rein daran gemessen hat der Konzern ein Kreditrating, das um vier Notches zu hoch ist. Er hat als grösster Bierbrauer mit den besten Margen in der Branche sicher die Möglichkeit, seine Verschuldung zu reduzieren. Er hat aber vonseiten der Ratingagenturen wenig Anreiz, dies zu tun.

**Es gibt ja noch andere Massstäbe als den Verschuldungsgrad, wie den Zinsdeckungsgrad, der den Cashflow ins Verhältnis zu den jährlichen Zinszahlungen setzt. Guido Fürer, Investmentchef von Swiss Re, meinte jüngst im Interview mit The Market, dass sich der Zinsdeckungsgrad im Durchschnitt seit den Nullerjahren sogar leicht verbessert habe.**

Das ist kein Wunder. Da schlägt sich der Effekt nieder, dass auch risikobehaftete Unternehmen heute sehr günstig, zu sehr tiefen Zinsen, Geld aufnehmen können. Problematisch wird es dann, wenn der Markt anfängt, an der optimistischen Einschätzung der Bonität zu zweifeln, und die Risikoaufschläge steigen, was sich kurzfristig negativ auf die Liquidität und mittelfristig auf den Zinsdeckungsgrad auswirken wird.

## **In welchen Ländern ist die Unternehmensverschuldung denn am höchsten?**

In China sind insbesondere staatsnahe Gesellschaften hoch verschuldet, teilweise exorbitant hoch. Die Investoren gehen implizit oft davon aus, dass der Staat dort, wo er seine Hände drin hat, im Notfall stützend eingreift. Inzwischen hat China bei einzelnen staatsnahen Unternehmen wie dem Handelskonzern Tewood Group aber einen Kreditausfall zugelassen. Für uns ist es daher in einem ersten Schritt relevant zu eruieren, ob ein Unternehmen auf sich allein gestellt bestehen kann. Auf solch einer Stand-alone-Basis stehen viele staatsnahe Gesellschaften, wie ChemChina, die Mutter des Basler Agrarkonzerns Syngenta, sehr schlecht da.

## **Wie steht es um die Unternehmensverschuldung in der westlichen Welt?**

In den USA ist die Unternehmensverschuldung in den vergangenen Jahren stark gestiegen. Aber in Europa sind wir inzwischen auch nahe an den amerikanischen Verhältnissen. Der europäische High-Yield-Markt besitzt zwar noch nicht die Breite und die Tiefe des amerikanischen, aber der Anteil an schwächeren Emittenten hat sich auf dem Alten Kontinent ebenfalls massiv ausgeweitet.

## **Wie sieht es in der Schweiz aus?**

In der Schweiz ist innerhalb des Investment-Grade-Bereichs ebenfalls eine Tendenz zu einem höheren Verschuldungsgrad zu beobachten, aber noch nicht im gleichen Ausmass wie in Europa generell oder in den USA. Das heisst, auch hierzulande kommen immer mehr Emittenten mit einem Rating auf BBB-Stufe an den Anleihenmarkt, die den Test der Zeit erst noch bestehen müssen.

## Im Zwischenreich

Emittenten zwischen tiefem Investment Grade und hohem Non-Investment Grade, nach I-CV

Gesellschaft	Sektor	Leverage <sup>1</sup>
Bell Food	Nahrungsmittel	2.2
Bobst	Industrie	1.1
Clariant	Chemie	2.5
CFT	Finanz	n.a.
Galenica	Gesundheit, Handel	3.8
HBM	Beteiligungen	n.a.
Hiag	Immobilien	n.a.
Implenia	Bau	1.9
Intershop	Immobilien	n.a.
Investis	Immobilien	n.a.
Mobimo	Immobilien	n.a.
OC Oerlikon	Industrie	-0.5
Orior	Nahrungsmittel	3.1
Rieter	Industrie	-1.5
Siegfried	Pharmazulieferer	3.0
Sulzer	Industrie	1.7
Sunrise	Telekom	2.8
Temenos	Technologie	1.8
VAT	Technologie	1.5
Vifor	Pharma	0.8

<sup>1</sup> Verschuldungsgrad: Nettoschulden zu Ebitda

[Tabelle zuklappen](#)



**In einer Aufstellung von Schweizer Emittenten, die nach Ansicht von I-CV bonitätsmässig auf der Kippe zwischen Investment Grade und Non-Investment Grade stehen, finden sich auch finanziell sehr gut ausgestattete Gesellschaften – beispielsweise der Textilmaschinenhersteller Rieter oder die Industriegruppe OC Oerlikon, die netto überschüssige Mittel halten.**

**Wie kommt das?**

Rieter operiert in einem wenig attraktiven Markt, der geprägt ist durch Fragmentierung und Wettbewerbsdruck mit wenig Preismacht für die Maschinenproduzenten. Dementsprechend ist der Umsatz volatil und die Marge dünn. Bei OC Oerlikon gibt es für uns Risiken bezüglich Governance und Strategie. Es ist zu befürchten, dass das bisher konservative Finanzprofil durch Akquisitionen und/oder Aktienrückkäufe aufgeweicht wird.

**Die Aufstellung von I-CV View enthält auch auffallend viele Unternehmen aus dem Nahrungsmittelsektor, der doch als defensiv und widerstandsfähig gilt.**

Der Nahrungsmittelsektor ist insgesamt stabil und weniger risikobehaftet. Er kann sich aber strukturellen Veränderungen nicht entziehen, wie etwa einem Wandel der Konsumgewohnheiten. Wir schauen uns auch an, ob ein Unternehmen in seinem Markt führend ist oder ein Teilnehmer unter vielen und ob es sich auf mehrere Umsatzträger abstützt oder Konzentrationsrisiken aufweist. Aufgrund solcher Kriterien tun wir uns etwa schwer, der kleinen Orior-Gruppe eine anlagewürdige Bonität zuzugestehen.

## Was hält I-CV vom kriselnden Backwarenhersteller Aryzta, der am Turnaround arbeitet?

Aryzta stufen wir klar als Non-Investment Grade ein, als spekulative Anlage. Die Lage hat sich zwar etwas beruhigt. Doch das Management hat den Beweis noch nicht erbracht, dass es das wichtige Geschäft in Nordamerika wieder auf die Reihe bringen kann. Gelingt das nicht, ist Aryzta in ein oder zwei Jahren wieder an einem Punkt wie 2018, als eine Kapitalerhöhung nötig wurde.

## Spekulative Anlagen

Emittenten im High-Yield-Bereich, nach Bewertung von I-CV

Gesellschaft	Sektor	Leverage <sup>1</sup>
Aevis Victoria	Beteiligungen	13,2
Aryzta	Nahrungsmittel	2,3
Autoneum	Autozulieferer	4,6
CPH Chemie + Papier	Chemie	1,9
Hochdorf	Nahrungsmittel	10,9
Kudelski	Technologie	7,2
MCH Group	Messen	6,5
U-Blox	Technologie	0,3
Zur Rose	Gesundheit, Handel	8

<sup>1</sup> Verschuldungsgrad: Nettoschulden zu Ebitda

Quelle: Independent Credit View, themarket.ch

## **Sie achten bei Ihren Bonitätseinstufungen ausser auf die Finanzkennzahlen auch auf das Geschäftsmodell.**

Wir unterscheiden zwischen dem Geschäftsrisikoprofil und dem Finanzrisikoprofil. Bei Ersterem schauen wir unter anderem auf die Konkurrenzsituation oder die Preissetzungsmacht, über die ein Unternehmen verfügt. So kann eine Telecomgesellschaft oder ein Versorger aufgrund des Geschäftsmodells mit langfristiger Visibilität problemlos eine höhere Verschuldung fahren. Autobauer oder Technologieunternehmen sollten dagegen besser keine Nettoschulden aufweisen. Denn stete strukturelle und technologische Veränderungen erfordern, dass man ausreichend Mittel bereithält, um sofort darauf reagieren zu können.

## **Der weltweit grösste Nahrungsmittelhersteller Nestlé verfügt nach all diesen Kriterien zweifellos über ein sehr solides Geschäftsmodell. Macht Ihnen seine zunehmende Verschuldung keine Sorgen?**

Nestlé bietet vom Geschäftsprofil her immer noch Topqualität. Aber der Konzern geht den angelsächsischen Weg und optimiert seine Kapitalstruktur. Er nimmt Schulden auf, um Aktienrückkäufe zu finanzieren.

## **Eine speziell in den USA verbreitete Sitte.**

In den USA wird der Aktienmarkt sehr stark durch Aktienrückkäufe getrieben. So gut wie jedes Unternehmen im Dow-Jones-Index kauft in grossem Stil eigene Aktien zurück und finanziert dies über Schulden.

## **Wie sieht die Lage aus im Private-Lending-Bereich, also bei Unternehmensfinanzierungen, die nicht über den Kapitalmarkt laufen, sondern via Privatplatzierungen?**

Es fällt auf, dass im Leveraged-Loan- und Private-Debt-Bereich die Schutzklauseln immer mehr aufgeweicht werden. Solche Klauseln bieten den Gläubigern gewisse Sicherheiten, indem sie es einem Unternehmen zum Beispiel untersagen, ohne Neuverhandlung des Kredits zusätzliche Schulden aufzunehmen oder Bereiche zu verkaufen. Interessant ist die Entwicklung der Recovery Rate, der Rückgewinnungsquote für Forderungen nach einem Schuldnerausfall. Traditionell ist sie im Private-Lending-Bereich immer höher gewesen als im High-Yield-Markt, bei den Anleihen auf Ramschniveau. Jetzt sehen wir wegen der starken Aufweichung der Schutzklauseln eine Annäherung der Rate der beiden Schuldenkategorien.

## **Hat die Unternehmensverschuldung denn insgesamt ein Ausmass erreicht, das kritisch für das ganze System ist?**

Meiner Meinung nach ja. Wir unterscheiden im Kreditzyklus vier Phasen. Die vierte und letzte entspricht dem Platzen der Blase. Die Mehrheit der Branchen befindet sich in der dritten Phase. Sie ist dadurch gekennzeichnet, dass das Schuldenwachstum insgesamt grösser als das Ertragswachstum der Unternehmen ist. Verschulden sich die Gesellschaften immer mehr, sind sie gezwungen, ihren Ertrag zu steigern. Wenn das wirtschaftliche Umfeld kein Ertragswachstum mehr hergibt, geraten sie in Schwierigkeiten. Während sich die Gewinne verflüchtigen, erweisen sich die Schulden als beständiger, was zu einer Erosion der Kreditkennzahlen und zu einer Downgrade-Welle führt.

## **Welche Ereignisse könnten denn eine starke Korrektur an den Finanzmärkten auslösen und die Blase platzen lassen?**

Ein möglicher Auslöser sind Zinserhöhungen, die derzeit aber nicht auf der Agenda stehen. Ein anderer Faktor, der ein Ende des Kreditzyklus bewirken könnte, ist eine Rezession oder strukturelle Probleme in einem Sektor. Aber auch einzelne Ereignisse, ein Unfall respektive der Ausfall eines grossen Schuldners, könnten dazu führen. Die Frage ist wie gesagt nicht, ob der Kreditzyklus enden wird, sondern wann. Er kann noch Jahre weiterlaufen.

## **Aber wichtig ist, dass nicht nur höhere Zinsen zu einem Ende des Kreditzyklus führen können, sondern auch andere Faktoren?**

Absolut. Wenn sich zum Beispiel das Wirtschaftswachstum in China massiv abschwächt und das Land die Rolle als globaler Wachstumsmotor verlieren sollte, hätte das für viele Unternehmen enorme Konsequenzen. Dann könnte die Lage in einzelnen Branchen wie der Automobilindustrie kippen. Man muss auf solche Signale achten.

## **Die Notenbanken wehren sich mit allen Mitteln gegen eine Rezession. Betreiben sie mit ihrer aggressiven Geldpolitik letztlich reine Zyklusverlängerung?**

Meiner Meinung nach ja. Man hat es Ende 2018 gesehen. Als die Zentralbanken damals den Geldhahn langsam zudreuen wollten, kamen Rezessionsängste auf, worauf die Märkte stark reagierten. Sofort lockerten die Notenbanken ihre Geldpolitik wieder. Aber sie müssen die Dosis jedes Mal erhöhen, um die Märkte zu beruhigen. Die Notenbanken haben eine seltsame Rolle. Sie sind Brandstifter und versuchen sich gleichzeitig als Feuerlöscher. Einerseits tragen sie mit ihrer Tiefstzinspolitik dazu bei, dass sich die Marktteilnehmer weiter verschulden und die Blasenbildung weitergeht. Andererseits warnen sie vor den Folgen der Verschuldung.

## **Könnte es den Notenbanken gelingen, die Luft langsam aus der Schuldenblase entweichen zu lassen?**

Das ist zu hoffen. Aber wenn wir in die Vergangenheit zurückblicken, war dies leider nie der Fall. Je länger das Ende des Kreditzyklus hinausgeschoben wird, umso härter werden die Folgen sein.



### DAS INTERVIEW

## **«Wir erreichen mit unseren BBB-Anlagen eine Überrendite»**

Guido Fürer, Investmentchef von Swiss Re, erklärt, wie er die Risiken des massiv gewachsenen Bestandes an BBB-Anleihen einschätzt, warum ihn die Überrenditen nachhaltiger Anlagen selber überraschen und welche Lehren der Konzern aus der letzten Krise gezogen hat.

Daniel Zulauf 20.09.2019

### IM FOKUS

## **Welche Schweizer Unternehmen die Bilanz strapazieren**

Angesichts des billigen Geldes und rekordhoher Börsen rücken Bilanzkennzahlen in den Hintergrund. The Market zeigt auf, bei welchen Schweizer Gesellschaften dennoch Vorsicht angebracht ist.

Ruedi Keller 17.07.2019

### HINTER DER HEADLINE

## **Aryzta: So wird das nichts**

Der Jahresbericht zeigt: Der Turnaround kommt zu langsam voran. Es braucht einen grossen Schritt, wie zum Beispiel den Verkauf des US-Geschäfts.

Andreas Kälin 08.10.2019

IM FOKUS

## Wann Nestlé mit Aktienrückkauf Wert vernichtet

Der Nahrungsmittelmulti folgt dem Zeitgeist: Er kauft zu hohen Preisen eigene Aktien zurück und hat die Verschuldung stark erhöht.

Andreas Kälin 12.06.2019

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.