

Unternehmen

- 10 Was Versicherer der Finma ankreiden
- 10 Rekordhohe Aufträge für OC Oerlikon
- 11 Geberit mit starkem vierten Quartal
- 13 Vergütungen elektrisieren Aktionäre

Aktionäre gegenüber Gläubigern bevorzugt

SCHWEIZ Kreditanalysten monieren, dass erhöhte Verschuldung und Rückstufungen der Bonität für Unternehmen ohne Konsequenzen bleiben.

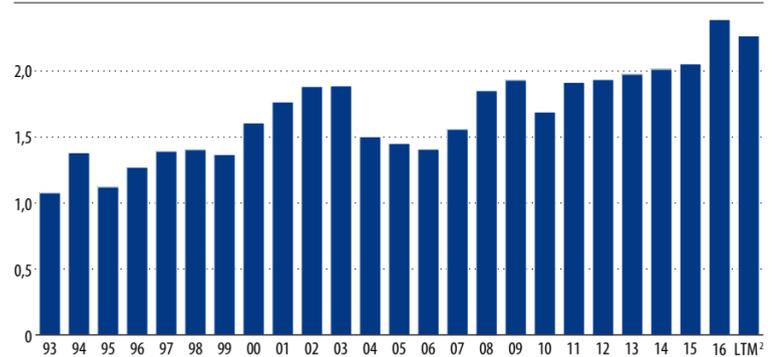


Standard & Poor's zählt zu den grossen Ratingagenturen, die die Bonität von Kapitalmarktschuldnern einstufen. Zurzeit rangieren Kreditrisiküberlegungen bei Investoren aber weit hinten. Die Interessen der Aktionäre haben Vorrang.

BILD: SCOTT EELLS/BLOOMBERG

Leverage liegt klar über Vorkrisenniveau¹

■ Bruttoschulden/Ebitda (Leverage)



¹ Der von I-CV ermittelte Corporate Index setzt sich aus rund 250 internationalen Unternehmensschuldnern zusammen, die in den I-CV-Kundenportfolios prominent vertreten sind und Investment Grade haben. Er spiegelt damit das Universum von institutionellen Investoren in der Schweiz und Deutschland

² Letzte zwölf Monate

Quelle: I-CV / Grafik: FuW, mg

ANDREAS KÄLIN

Es ist eine abartige Situation für die Analysten, die die Bonität von Unternehmen bewerten. «Bei den Investoren rangieren Kreditrisiküberlegungen zurzeit weit hinten», sagt René Hermann, Kreditanalyst bei Independent Credit View (I-CV). Die disziplinierende Wirkung des Zinses sei fast gänzlich verpufft. Eine zentrale Ursache dafür sieht Hermann in der ultraexpansiven Geldpolitik der Zentralbanken, die zu historisch tiefen Zinsen geführt hat.

Im Jahresrückblick zieht das unabhängige Bonitätsinstitut I-CV ein ernüchterndes Fazit: Eine erhöhte Verschuldung und Rückstufungen durch Ratingagenturen bleiben «ohne Konsequenzen» für die Unternehmen. Sie können sie auch mit tieferen Ratings günstig refinanzieren.

Steter Schuldenaufbau

Das Tiefzinsumfeld hat bei den Unternehmen zum steten Schuldenaufbau und zu schwächeren Kreditkennzahlen geführt. Das zeigt der I-CV-Corporate Index (vgl. Chart): Er setzt sich zusammen aus 250 internationalen Unternehmensschuldnern, die eine anlagewürdige Bonität (Investment Grade) geniessen und gut das Anlageuniversum von institutionellen Investoren aus der Schweiz und Deutschland spiegeln. Der Index zeigt, dass die Bruttoschulden der Unternehmen gemessen am Ebitda heute klar über dem Niveau vor der Finanzkrise liegen.

Als zentrale Kennzahl wird in der Kreditanalyse gewöhnlich der Nettoverschuldungsgrad verwendet. Dabei werden die Finanzschulden abzüglich der Cashbestände ins Verhältnis zum Ebitda gesetzt. I-CV verwendet für ihren Corporate Index die Bruttoverschuldung, da sie nicht davon ausgeht, dass die Unternehmen ihre Cashbestände effektiv voll zur Schuldensenkung einsetzen können oder wollen.

Exzessiv ist die Verschuldung in den USA. Der Internationale Währungsfonds hält im Stabilitätsbericht fest, bei einem starken Zinsanstieg könnte der Schuldendienst für über 20% der US-Unternehmen zum Problem werden. Es stellt sich die Frage, wie sich die Schuldenlage in der

Schweiz präsentiert: «Finanz und Wirtschaft» zeigt eine Rating-Übersicht für die grössten Gesellschaften aus dem Leitbarometer SMI (20 Aktien) und dem Mid-Cap-Index SMIM (vgl. Box). Nicht alle sind eingestuft. Am meisten öffentliche Ratings vergeben die Analysten der Zürcher Kantonalbank, vor Credit Suisse. Das Bild ist erfreulich: Alle bewerteten Vertreter aus dem SMI können eine anlagewürdige Bonität vorzeigen. Würden Julius Bär, Riche- mont und Swatch Group benotet, wären sie sicher auch auf Investment Grade eingestuft. Im SMIM (30 Werte) sind die Anleihen von fünf Unternehmen als nicht-anlagewürdig eingestuft.

Rating-Übersicht

Ratingagenturen oder Kreditinstitute wie die Zürcher KB oder die Credit Suisse analysieren die Bonität von Schuldnern am Kapitalmarkt und vergeben basierend darauf Noten, die Ratings: **Die Bonitätsprüfer verwenden teils unterschiedliche Ratingcodes.** So markiert für die vielleicht bekannteste Agentur, Standard & Poor's, der Code BBB- die tiefste Stufe mit anlagewürdiger Bonität (Investment Grade). Die Note BB+ steht dann bereits für spekulative Anlagen (Non Investment Grade). Bei Moody's verläuft die Grenze zwischen anlage- und nicht anlagewürdig bei Baa3 und Ba1.

Clariant hat von Moody's die Note Ba1. Auf der Onlineseite für Investoren zeigt der Chemiekonzern nur die Einstufung durch Standard & Poor's, die mit BBB- gerade noch im Investment-Grade-Bereich liegt.

In der Bonitätsprüfung spielen viele Faktoren eine Rolle: Zu den wichtigen Kennzahlen gehört die Verschuldung gemessen zum Betriebsergebnis auf Stufe Ebitda. Das Verhältnis gibt Aufschluss über die Fähigkeit eines Unternehmens, die Schulden zu bezahlen. Zentral ist der freie Cashflow. Eine niedrigere Verschuldung bei geringem Cashflow kann schwerwiegender sein als eine höhere Verschuldung, die dank steten hohen Cashflows zügig abbaubar ist. Auch die Grösse, der Diversifikationsgrad und die Marktmacht von Unternehmen oder die Zyklizität der Branche sind Faktoren in der Bonitätsprüfung.

Roman Ochsner, Kreditanalyst der Credit Suisse, sagt: «Schweizer Unternehmen achten auf das Kreditrating.» Das zeigt sich mit Blick auf Übernahmen. Wegen der tiefen Zinsen werden, gerade in den USA, grosse Übernahmen häufig mit Schulden finanziert. In der Schweiz haben jüngst kleinere Unternehmen aus Sicht der Kreditanalysten positive Beispiele geliefert: Der Detailhändler Valora finanzierte den Kauf von BackWerk auch via einer Kapitalerhöhung. Der Handspezialist Mobilezone und der Fleischverarbeiter Bell haben ebenfalls angekündigt, zur Finanzierung von Übernahmen frische Eigenmittel aufzunehmen – das schont

die Bilanz und dient den Gläubigern, geht aber zulasten der Aktionäre, weil der Gewinn nun auf mehr Aktien verteilt wird.

Positiv vermerkt Ochsner zudem, dass die Unternehmen das günstige Zinsumfeld genutzt haben, «um sich günstig und längerfristig zu refinanzieren». Dadurch hat sich ihre Schuldenstruktur resp. das Fälligkeitsprofil verbessert. Gemäss Patrick Hasenböhler, Kreditanalyst der Zürcher Kantonalbank, lässt sich allgemein sagen, dass die meisten Schweizer Unternehmen mittel- bis langfristig finanziert sind: «Ein allfälliger Zinsanstieg würde sich also erst mit einer Verzögerung stärker negativ auf die Zinskosten auswirken.»

Es gibt auch negative Beispiele. Dazu gehört der Backwarenhersteller Aryzta, der lange eine aggressive Akquisitionspolitik verfolgte. Heute ist seine Bilanzlage stark angespannt. Dennoch will die neue Führung keine Kapitalerhöhung durchführen, um die Aktionäre zu schonen.

Umstritten bleibt, wie attraktiv Aryzta's Geschäft ist. Für die Credit Suisse etwa ist die Beurteilung des Geschäftsprofils ein wichtiger Treiber für das Rating: Die Analysten achten zum Beispiel darauf, wie gross die Marktmacht eines Unternehmens ist und ob es Preiserhöhungen durchsetzen kann. Aryzta hat als Lieferant von Grosskunden wie McDonald's nicht grosse Preissetzungsmacht. Markenartikel wie Lindt & Sprüngli können Preise besser erhöhen, sie haben ein attraktiveres Profil.

Aktionärspflege im Zentrum

Allgemein werden zurzeit in den meisten Unternehmenssektoren starke Cashflows generiert, sagt Ochsner von der CS: «Das stützt die Kreditratings.» Die hohen Cashflows würden aber für höhere Ausschüttungen (Dividenden und Aktienrückkäufe) oder Übernahmen verwendet und weniger für die Schuldensenkung.

Das Bonitätsinstitut I-CV konstatiert, dass die Unternehmen global und voran in den USA die Aktionärspflege ins Zentrum ihrer Finanzpolitik stellen. Es sei «eine Verschiebung in der Kapitalstruktur zugunsten der Aktionäre gegenüber den Anleihegläubigern zu beobachten».

Das Phänomen zeigt sich auch in der Schweiz: Anfang 2017 leitete der Pharmakonzern Novartis ein Aktienrückkaufprogramm ein, finanziert durch neue Schulden. Im letzten Juni forderte US-Aktivist Daniel Loeb von Nestlé u. a. einen Aktienrückkauf – umgehend kündigte der Nahrungsmittelkonzern an, für 20 Mrd. Fr. eigene Aktien zurückzukaufen zu wollen.

So entsteht der Eindruck, dass Unternehmen in vorsehendem Gehorsam handeln – in Angst, von Aktivisten angegriffen zu werden, wenn sie geringe Schulden ausweisen. Doch eine kurzfristig orientierte Aktionärspflege via übermässige Ausschüttungen oder fremdfinanzierte Zukäufe kann zum Schluss allen schaden, Aktionären und Gläubigern.

Ratings für die grössten Schweizer Gesellschaften

Gesellschaft	Zürcher KB	ZKB-Ausblick ¹	Credit Suisse	S&P	Moody's
SMI					
ABB	A	negativ	–	A	A2
Adecco	BBB+	stabil	Mid BBB	BBB+	Baa1
CS Group	A-	stabil	–	BBB+	Baa2
Geberit	A+	stabil	Low A	A+	–
Givaudan	A	stabil	Low A	–	–
LafargeHolcim	BBB	negativ	Mid BBB	BBB	Baa2
Lonza	BBB-	negativ	Low BBB	–	–
Nestlé	AA	stabil	–	AA-	Aa2
Novartis	AA-	negativ	Low AA	AA-	Aa3
Roche	AA-	stabil	Mid AA	AA	A1
SGS	A	negativ	Mid A	–	A3
Sika	A-	negativ	Low A	A-	–
Swiss Life	BBB+	stabil	–	BBB+	–
Swiss Re	AA-	stabil	–	AA-	Aa3
Swisscom	A-	stabil	Mid A	A	A2
UBS	A	negativ	–	A-	–
Zürich Insurance	A+	stabil	–	AA-	Aa3
Kein Rating: Julius Bär, Riche- mont, Swatch Group					
SMIM					
Aryzta	BB	negativ	Mid BB	–	–
Baloise	A-	stabil	–	A	–
Barry Callebaut	–	–	–	BB+	Ba1
Clariant	BBB-	stabil	Low BBB	BBB-	Ba1
Dormakaba	BBB-	stabil	–	–	–
Dufry	–	–	–	BB	Ba2
Flughafen Zürich	A+	stabil	Mid A	A+	–
Galenica	BBB-	stabil	Mid BBB	–	–
Georg Fischer	BBB+	stabil	High BBB	–	–
Helvetia	A-	stabil	–	A	–
Lindt & Sprüngli	A+	stabil	High A	–	–
OC Oerlikon	BBB	stabil	Low BBB	–	–
Partners Group	A	stabil	Mid A	–	–
PSP Swiss Property	A-	stabil	Low A	–	A3
Sonova	A	stabil	–	–	–
Straumann	BBB+	stabil	–	–	–
Sunrise	–	–	–	–	Ba2
Swiss Prime Site	BBB+	stabil	High BBB	–	–
Temenos	BBB+	stabil	–	–	–
Vifor	–	–	Low BBB	–	–
Kein Rating: AMS, DKSH, Ems-Chemie, GAM, Kühne + Nagel, Logitech, Schindler					

¹ Der Ausblick zeigt die wahrscheinliche Richtung, in der sich das Rating entwickeln wird.

Quelle: Ratingagenturen, Kreditinstitute