the market NZZ

MEINUNG

Unternehmensanleihen sind so attraktiv wie lange nicht mehr – wie Sie teure Fehler vermeiden

Corporate Bonds rentieren so hoch wie seit der Finanzkrise nicht mehr. Allerdings lohnt es sich, auf solide Bilanzen und Erfolgsrechnungen zu achten. Ein einfacher Leitfaden soll helfen, bei den Emittenten die Spreu vom Weizen zu trennen.

Jürg Lutz

19.10.2026, 01.25 Uhr

Mit jedem Tag, an dem die Zinsen steigen, werden Unternehmensanleihen attraktiver. Dass dieser Zinsanstieg aus der Sicht des Frankenanlegers nur im Ausland zu beobachten ist, ist mehr als ein Schönheitsfehler und macht die Investitionsfrage kompliziert. Die Analyse von Unternehmensanleihen in Fremdwährungen ist dermassen vielschichtig, dass sie durchaus als **Königsdisziplin im Bereich «Fixed Income»** bezeichnet werden kann, knifflig, aber hoch interessant, lohnend und keineswegs eine Hexerei.

Dies alles aus drei Gründen:

Erstens natürlich die Währungsfrage. Sie bildet eine eigene Anlagedisziplin, um die es in diesem Artikel nicht gehen soll. Peter Rohner hat die wichtigsten aktuellen Fragen in einem sehr interessanten Big-Picture-Artikel ausgebreitet.

Der **zweite Schritt** besteht in der Einordnung der **Zinsaufschläge für Unternehmensanleihen auf Stufe Gesamtmarkt**, der sogenannten «Credit Spreads», die stark schwanken können und die Attraktivität der Anlagekategorie **Top down** bestimmen. Unternehmensanleihen rentieren **höher** als Staatsanleihen der gleichen Währung, weil Unternehmen anders als Staaten die Währung nicht selber drucken und untergehen können. Frankreich zeigt, dass diese Heuristik nicht immer gelten muss.

Niedrige Credit Spreads richtig interpretieren

Derzeit sind die Credit Spreads tief, was aber keineswegs bedeutet, dass «Corporate Bonds» unattraktiv sind. Die Spreads spiegeln eher ein generelles Misstrauen gegenüber Staatsanleihen, insbesondere Anleihen von Staaten mit explodierenden Schulden. Je solider die Unternehmen und je unsolider die Staatsfinanzierung, desto tiefer der Renditeaufschlag («Yield Pick-up») von Unternehmensanleihen.

Aber auch darum geht es in diesem Artikel nicht. Es geht um den **dritten** Aspekt, die **Bottom-up-Schuldneranalyse**. Sie ist heute so wichtig wie lange nicht mehr, denn die hohen Zinsen haben ihre Kehrseite: So schön sie für den Anleger sind, so anspruchsvoll sind sie für die Schuldner, die im Falle variabler Zinsen laufend höhere Schuldzinsen verkraften müssen (Private

Debt!) oder bei der Refinanzierung ihrer Schulden mit fixen Coupons auf die Welt kommen, so wie im Markt für Unternehmensanleihen mit hohem Rating. Wenn wir davon ausgehen, dass der Marktkonsens recht hat mit seiner Einschätzung, dass die gestiegenen Zinsen das «neue Normal» bilden, wird eine Reihe von Unternehmen an den hohen Finanzierungskosten zugrunde gehen.

Wer also glaubt, dass Aktien (zu) hoch bewertet sind, Staaten ein Bonitätsproblem haben und die heute herrschenden Zinsniveaus attraktiv sind, sollte ein Auge auf Unternehmensanleihen werfen. Und zwar auf solche, die bei einer möglichen Bereinigung der drei Fragen in Form eines heftigen Gewitters an den Finanzmärkten werthaltig bleiben. Gefragt sind also Anleihen von Unternehmen mit einer «**soliden Bilanz**».

Was eine solide Bilanz ausmacht

Und darum soll es in diesem Beitrag gehen: **Wie finde ich Unternehmen mit «soliden Bilanzen»**, die im besten Fall Anleihen mit attraktiven Coupons emittieren. Das ist ein guter Teil meiner Arbeit seit weit mehr als dreissig Jahren. Ich habe dabei alle Fehler gemacht, die gemacht werden können. Aus den Lehren resultieren meine zehn Tipps für einen Leitfaden, der Ihnen helfen soll, diese Arbeit zu bewältigen.

Ich stelle mir Sie vor als eine Anlegerin oder einen Anleger, die bzw. der über kein teures Informationssystem verfügt, aber weiss, wie man eine Bilanz und Erfolgsrechnung lesen muss.

Als **Beispiel** nehmen wir eine interessante Firma: den US-Gesundheitswert **Eli Lilly**, der u.a. Marktführer ist für Schlankheitsspritzen und Anleihen in verschiedenen Währungen ausstehend hat. Für eine zehnjährige Anleihe in

Dollar bekommen Sie derzeit hoch anständige 5,8% per annum, das sind über die Laufzeit 55,5% Entschädigung für potenzielle Inflation und Währungseinbussen (zwanzig Coupons à 2,425% und ein Discount zu pari von 7%). In Euro sind es immer noch interessante 3,9% p.a. zum Zeitpunkt der Niederschrift dieser Zeilen.

Sind Sie bereit?

Los geht's:

Tipp 1: Das Rating ist die halbe Miete

Rating-Agenturen laborieren noch an ihrem schlechten Ruf aus der Finanzkrise, als Schuldkonstrukte mit hohen Ratings detonierten und deren Wert sich in kürzester Zeit verflüchtigte. Wir reden da allerdings von strukturierten Schuldpapieren höchster Komplexität. Dabei geht vergessen, dass die Aussagekraft von Ratings für «normale» Unternehmensschulden mit Anlagequalität («Investment Grade») historisch hervorragend ist.

So liegt die historische Wahrscheinlichkeit, dass eine Anleihe mit einem Rating von AA- (wie im Falle von Eli Lilly) von Standard & Poor's rollierend über zehn Jahre bankrott geht, bei 0,6 bis 0,9%. Bei Emittenten mit einem BBB-Rating (gerade noch Investment Grade) steigt die historische Ausfallquote im Zehnjahreshorizont bereits auf 3 bis 5%. Wenn Sie eine Unternehmensanleihe offeriert bekommen, wird Ihnen jeweils das Rating angezeigt. Schauen Sie darauf, es ist eine wichtige Information.

Tipp 2: Bevorzugen Sie grosse Neuemissionen

Achten Sie auf grosse Emissionen, wenn Sie flexibel bleiben wollen. Grosse Emissionen bleiben länger liquide, wenn Sie die Anleihe verkaufen wollen, und reduzieren so Kosten und Schmerzen beim Verkauf und erhöhen Ihre Flexibilität. Beispiel Eli Lilly: Die zehnjährige Dollaremission ist 1,5 Mrd. $ schwer. **Zeichnungen** von **Neuemissionen** sind zudem von der **Umsatzabgabe befreit**, ein nicht zu unterschätzendes Detail. Eine Neuemission von Eli Lilly käme mit fast 6% auf den Markt, das ist hoch attraktiv.

Tipp 3: Der Anleiheninvestor ist schizophren, und das ist gut so

Sie sind schizophren, weil Sie Schulden einer Firma kaufen, von der Sie hoffen, dass sie wenig Schulden hat. Dieser Zustand ist gesund.

Tipp 4: Jeder Emittent hat eine Schwachstelle. Sie müssen entscheiden, ob Sie damit leben können

Jedes, wirklich jedes Unternehmen hat eine (oder mehrere) Schwachstelle(n). Aber hey, auch Cindy Crawford hat einen Schönheitsfleck (melanozytärer Nävus), ich könnte in diesem Fall damit leben. Bei Eli Lilly ist es die etwas schwindsüchtige Eigenkapitalisierung, die nicht so recht zu den sonst grundsoliden Finanzen passen will.

Tipp 5: Sie, liebe Anlegerin, lieber Anleger, sind die Manövriermasse. Sie werden geduldet, nicht geliebt. Ich rate zu Paranoia

Ein Unternehmen optimiert seine Finanzen aus Sicht des Aktionärs, nicht des Gläubigers. Es wird alles tun, Wert weg von Ihnen als Anleiheninvestor hin zum Eigentümer zu transferieren, indem es die Schulden maximiert

und so Eigenkapitalrendite und Aktienbewertung erhöht, solange man es lässt. Mit «man» meine ich die Rating-Agenturen und den Finanzmarkt. Wenn Geld billig ist, ist der Anreiz umso grösser. Deshalb: **Seien Sie paranoid**. Es lohnt sich. Betrachten Sie dazu den nächsten Tipp.

Wir sind nun an dem Punkt, an dem Sie mit den im Internet erhältlichen Jahresrechnungen der Emittenten operieren müssen. Künstliche Intelligenz kann eine Abkürzung bieten, aber trauen Sie diesen Zahlen? Und richtig Spass macht doch sowieso nur der finanzarchäologische Sondereffort. Also: Stift und Papier bereitlegen oder das Excel öffnen. Sie finden die Zahlen im Falle von Eli Lilly im «Form 10-K» in der Sektion «Investor» auf der Homepage des Unternehmens.

Tipp 6: Die gebräuchlichste Kennzahl ist Schrott

Achten Sie mal drauf, wie Marktgurus in der Presse begründen, ob eine Bilanz solide ist oder nicht. In neun von zehn Fällen werden sie mit einer einzigen Kennzahl argumentieren, die allerdings höchst fragwürdig ist, um es vornehm auszudrücken. «**Nettoschulden pro Rohgewinn» (englisch «Net Debt to Ebitda») oder auch kurz «Leverage»** ist der Fetisch des Finanzmarkts schlechthin. Je tiefer das Mass, desto besser, so die Lesart. 2 gilt als «gut», 3 als «erhöht» und 5 als «spekulativ», um es verkürzt wiederzugeben.

Im Bereich Unternehmensanleihen ist eine Anlagestrategie (alleine) mit dieser Metrik allerdings **fatal**: Ein tiefer Wert zeigt eigentlich nur, dass ein Unternehmen entweder geringe Schulden (tiefer Zähler) oder hohe Rohgewinne (hoher Nenner) hat, ohne dabei irgendeine Information über Eigenkapital, Cashflow, Schuldendienst, Marge, Umsatz oder Aktionärsvergütung zu bieten. In einer Rezession verabschieden sich die

Rohgewinne, die Schulden aber bleiben. Dann ist es zu spät, um einen Blick auf Eigenkapital und Cashflow zu werfen. Vergessen Sie diese Kennzahl. Sie hinkt der Realität bestenfalls hinterher.

Tipp 7: ein Totschlagargument. Es hat einiges für sich, aber: adjustieren!

«Eine Firma, die Geld verdient, kann nicht untergehen», heisst es gemeinhin. Stimmt, in den allermeisten Fällen. Aber ich würde das Argument dennoch umformulieren: Eine Firma mit viel **freiem Cashflow** kann kaum untergehen. «Gewinne» sind manipulierbar, der freie Cashflow ist es ungleich weniger. Und als Gläubiger würde ich vom freien Cashflow noch die Dividenden und Aktienrückkäufe abziehen. Stimmt der Trend dann immer noch, wird das in unseren Modellen hoch gewichtet. Im Falle von Eli Lilly ist der Trend des freien Cashflows nach Abzug der Rückführungen an die Aktionäre nicht nur gut, er ist exponentiell steigend.

Tipp 8: Nehmen Sie das «Form 10-K», extrahieren Sie die Zahlen, die Sie interessieren, und spielen Sie damit

Der Phantasie ist keine Grenze gesetzt. Hier ein kurzer Abriss der von **uns** verwendeten Bausteine (Sie finden die Formeln am Ende des Artikels): Uns interessiert erstens, ob eine Firma über die Zeit **agil** bleibt. Um dies zu beurteilen, benutzen wir ein simples **Zombie-Mass**, das erstaunlich gut mit den Ratings der Agenturen korreliert und diesen oft vorausläuft.

Weiter schauen wir auf eine Vielzahl von **Margen und Renditen**, auf die Kraft des Unternehmens, reales Geld zu erwirtschaften, auf den Anteil an **heisser Luft** bei den Aktiva (Akquisitionsgoodwill) und auf eine Eigenkreation, die wir als **Leverage^2** bezeichnen und die den operativen mit dem bilanziellen Leverage zu einer einzigen Masszahl verbindet.

Und nicht zuletzt eine Empfehlung: Lassen Sie Ihrem Zorn freien Lauf! Addieren Sie alles, was sie als Gläubiger nicht mögen, und vergleichen Sie diese Zahl mit dem Umsatz oder den Aktiva. Wenn ihr Anteil über die Zeit wächst, ist etwas faul. Wir nennen das «**Financial Engineering**».

Tipp 9: Zwischen Ihnen und dem Profi liegen 32'000 $ p.a. plus Mehrwertsteuer

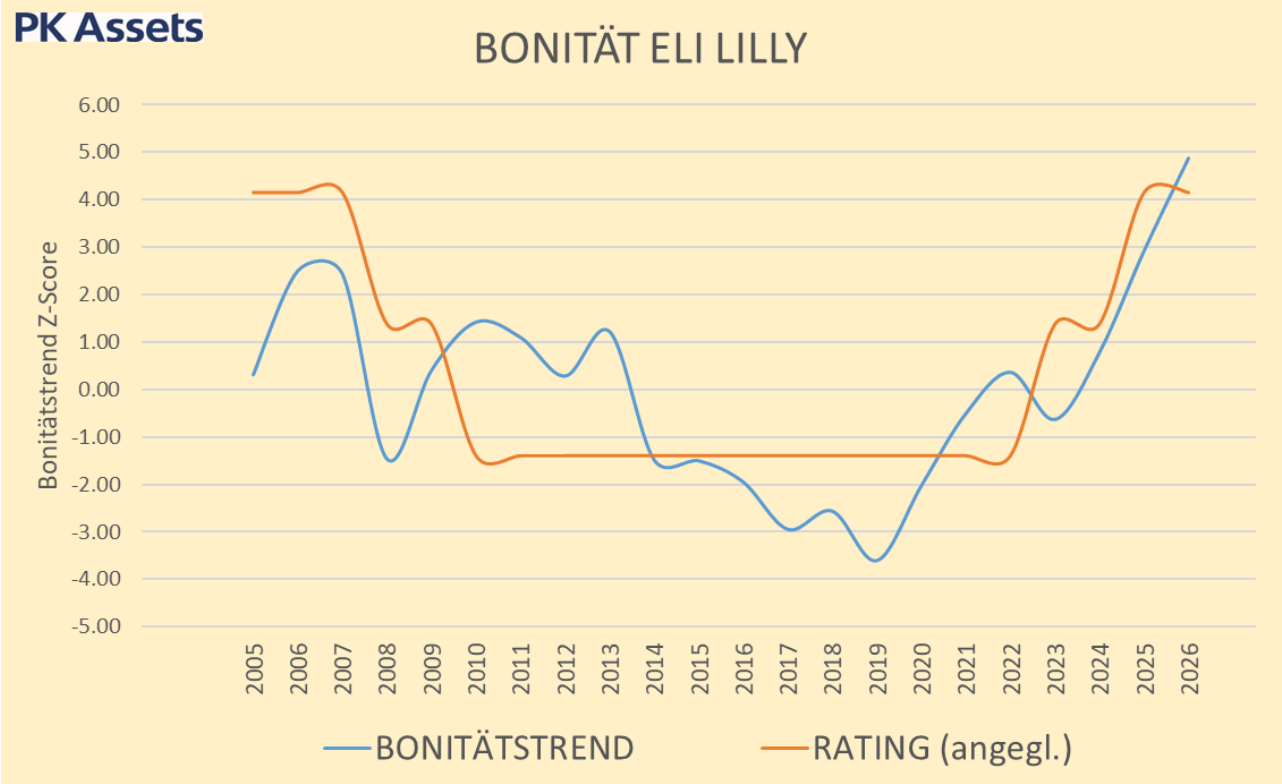
So viel kostet das von uns und vielen Finanzexperten verwendete Finanzsystem amerikanischer Provenienz, das den Namen eines ehemaligen Bürgermeisters von New York trägt. Im Kontext der Bonitätsanalyse liefert es uns eine Reihe von weiteren, wertvollen Bausteinen, die mit dem «Form K-10» nicht ermittelbar sind: Der **Altman Z-Score** beispielsweise hat nichts von seiner Brillanz verloren, in seiner Vorhersagekraft für die effektiven Ratings können ihm nur die Zombie-Masse und der Leverage^2 das Wasser reichen.

Das bei den Rating-Agenturen beliebte Mass **FFO/Debt** (FFO steht für Funds from Operation und meint den operativen Cashflow, Debt steht für die Verschuldung) darf nicht fehlen, und das Verhältnis aus Unternehmenswert zur Verschuldung (EV/Debt) brauchen wir zusammen mit den **CDS-Spreads** als Marktsignal. Erhellend ist das zweite **Zombie-Mass**, die kumulierte Differenz zwischen Kapitalrendite und Kapitalkosten. Es beantwortet die Frage, ob das Unternehmen ökonomischen Mehrwert erwirtschaftet.

Tipp 10: Aggregieren Sie die Zahlen, verbinden Sie die Jahresergebnisse zu einem Trend und vergleichen Sie diesen mit dem Rating

Wenn Sie, wie wir, Modelle für Hunderte von Emittenten bewirtschaften müssen, lohnt es sich, ein plastisches, visuelles Fazit jeder einzelnen Bonitätsanalyse zu erhalten.

Ich gewichte die Bausteine gestützt auf meine Erfahrung der letzten mittlerweile mehr als dreissig Jahre. Das unbescheidene Ziel ist es, die Ratings der Agenturen, die im Finanzmarkt matchentscheidend bleiben, vorwegzunehmen. Im Falle von Eli Lilly gelingt dies (vgl. Grafik). Und dank des Analyse-Tools liefert uns jedes Quartalsergebnis (abgebildet im «Form 10-Q» statt «10-K») einen neuen Datenpunkt.



Quelle: PK Assets

Die gute Nachricht: Bonitätsanalyse ist auch für den Nicht-Profi möglich, aber es braucht Freude an der Finanzarchäologie.

Zu Eli Lilly: Das Unternehmen hatte offensichtlich Glück. Ab 2019 zuerst mit Diabetes- und Krebsmitteln, dann mit dem Coronaeffekt und

schliesslich mit der Abnehmspritze. Die Konsequenz zeigt sich überdeutlich im Bonitätstrend; aus einem bonitätsmässigen Verlierer ist ein Gewinner geworden.

Was ist denn nun eine «solide Bilanz»? Meiner Meinung nach ist eine solide Bilanz nicht gleichzusetzen mit einem niedrigen Verhältnis aus Nettoschulden zum Ebitda. Ich habe sogar den Verdacht, dass einige Unternehmen diese Kennzahl zum Schaden der Bonität optimieren.

Ein Unternehmen ist solide finanziert, wenn es ökonomischen Mehrwert erwirtschaftet, laufend agiler wird und über eine für die Volatilität des Geschäfts sinnvolle Eigenkapitalausstattung verfügt. Zudem sollte es darauf verzichten, mit heisser Luft Vermögen und Eigenkapital aufzublasen, es sollte eine sinnvolle Marge und Kapitalrendite haben sowie echtes Cash generieren, das es wegen der hohen Attraktivität des Geschäfts der internen Finanzierung zuführt.

Ein Wunschtraum? Vielleicht, aber die Suche lohnt sich. Vergessen Sie Tipp 4 nicht.

P.S. I: Hier die Formeln zu unseren Modell-Bausteinen:

Die wichtigsten Kennzahlen zur Bonitätsanalyse

Metrik	Quelle	Formel
Eigenkapitalisierung	10-K	(Eigenkapital abzüglich Goodwill) / (Vermögen abzüglich Goodwill)
Margen und Renditen	Finanzportal	u.a. ROIC, Return on Invested Capital
Freier Cashflow nach Bedienung der Aktionäre	Finanzportal	Freier Cashflow abzüglich Dividenden und Aktienrückkäufe
Altman Z-Score	Finanzportal	Altman-Z-Methodologie
Zombie-Mass 1	10-K	Umsatz / Vermögen
Goodwill	10-K	Akquisitionsgoodwill / Vermögen
Leverage^2	10-K	(Ebitda*Vermögen) / (Verbindlichkeiten^2)
Verfeinerter Leverage^2	10-K	Vermögen und Verbindlichkeiten um Goodwill adjustiert
Fetisch der Rating-Agenturen	Finanzportal	Operativer Cashflow / Verschuldung
Zombie-Mass 2	Finanzportal	ROIC abzüglich WACC, kumuliert über die Zeit
Marktsignal	Finanzportal	Enterprise Value / Schulden
Financial Engineering	10-K	(Dividenden + Aktienrückkäufe + Veränderung Schulden + Veränderung Akquisitionsgoodwill) / Umsatz

Kostenlose Finanzportale sind Yahoo Finance, Finviz oder Marketscreener. Kostenpflichtig sind TradingView, GuruFocus oder Bloomberg.

Tabelle: themarket.ch • Quelle: PK Assets

P.S. II: Wenn Sie eine spezielle Anleihe im Blick haben oder sich über eine bereits bestehende Position in Ihrem Portfolio sorgen, schicken Sie mir den Namen des Emittenten an j.lutz@pkassets.ch. Ich stelle Ihnen meine Modellergebnisse gerne zu. Ausnahme sind Banken und Versicherungen: Hier weiss man immer erst nach dem Knall, was genau in den Bilanzen war....

Jürg Lutz

Jürg Lutz ist Anleihenspezialist beim Schweizer Vermögensverwalter PK Assets, der auf die Anlage von Pensionskassengeldern spezialisiert ist. Er bezeichnet sich selbst als alten Hasen im Bondmarkt, was angesichts seiner mehr als dreissigjährigen Erfahrung in der Verwaltung von Anleihenportfolios nicht ganz abwegig ist. Vor geraumer Zeit hat er – gemäss eigenen Worten – nach einem dreijährigen Martyrium den CFA-Charterholder erworben. Der Bündner ist verheiratet und Vater von zwei Kindern. Er ist beseelt von der Vorstellung, bis zu seinem Ableben die Via Spluga, die entlang des alten Säumerpfades von Thusis ins italienische Chiavenna führt, mindestens hundert Mal zu wandern. Viel fehlt ihm bis zu diesem Ziel nicht mehr.
