



## Freitagmorgen Kaffee

### Nr. 33 – Achtung: Zombie-Firmen

In ihrer vierteljährlichen Ausblick im September veröffentlichte die Bank of International Settlement einen interessanten Artikel über sogenannte Zombie-Unternehmen, das heisst Unternehmen, die nicht in der Lage sind, die nötigen Zinszahlungen ihrer Schuldenlast über einen längeren Zeitraum mit ihren erwirtschafteten Gewinnen zu finanzieren (*The rise of zombie firms: causes and consequences*, Banerjee & Hofmann).

Die Studie ist beeindruckend, da sie seit den späten 1980er Jahren einen sehr langen Zeitraum abdeckt und börsennotierte Unternehmen aus 14 entwickelten Volkswirtschaften betrachtet. Die Autoren schlussfolgern, dass **Zombiefirmen aufgrund des säkularen Zinsrückgangs in den letzten Jahrzehnten immer weiter verbreitet sind**. Die Autoren weisen auch darauf hin, dass **Zombie-Firmen weniger produktiv sind und Investitionen in produktivere Unternehmen und deren Personal verdrängen**.

**In einer einfachen Analyse haben wir untersucht, wie weit verbreitet Zombiefirmen in Europa sind.** Als Zombie-Unternehmen definieren wir ein nichtfinanzielles Unternehmen mit einer Marktkapitalisierung von mehr als 500 Mio. EUR und einem Gewinn vor Steuern und Zinsen der unter Zinszahlungen liegt. Wir verwenden die Bloomberg-Definition der Zinsdeckung, EBIT geteilt durch die Zinsaufwendung über die letzten 12 Monate. **Von 1375 Unternehmen in unserem Universum sind 8% nach dieser Definition Zombie-Unternehmen.** Sie sind auf verschiedene Branchen verteilt, wobei Gesundheitswesen etwa 25% und Industriewerte, Nicht-Basiskonsumgüter und Energie jeweils 15% ausmachen. Die europäische Unternehmenswelt ist also nicht immun gegen Zombie-Firmen.

In einem zweiten Schritt haben wir untersucht, wie sich ein aus Zombie-Firmen bestehendes Portfolio im Laufe der Zeit entwickelt hätte. Hier haben wir die gleiche Definition wie oben verwendet, um ein gleichgewichtiges Portfolio von Zombie-Aktien aus unserem Universum europäischer Unternehmen aufzubauen. Wir haben dieses Portfolio monatlich rebalanced über die letzten 10 Jahren in Bloomberg und kommen zu folgendem Resultat:



Quelle: Bloomberg, Simuliertes Portfolio, Daten vom 22/04/2009 bis 20/11/2018. Die Wertentwicklung der Vergangenheit garantiert keine zukünftigen Ergebnisse.

Der folgende Hinweis gibt die Meinung des Investment-Teams zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder. Bitte beachten Sie die wichtigen Hinweise am Ende des Dokuments.

## Freitagmorgen Kaffee – Nr. 33 – Achtung: Zombie-Firmen

Aus dieser Analyse ziehen wir zwei Schlussfolgerungen.

- 1) **Erstens schien sich der Markt nicht wirklich um die Fähigkeit der Unternehmen zu kümmern, ihre Schulden zu bedienen, und dies seit der Finanzkrise bis zum Herbst dieses Jahres.** Unser Zombie-Portfolio erzielte in diesem Zeitraum die gleiche Performance als der gesamte europäische Aktienmarkt.
- 2) **Zweitens gibt es derzeit eine wichtige Änderung,** da unser Zombie-Portfolio seit Oktober dieses Jahres schwer getroffen wurde und 20% mehr als der Gesamtmarkt über die letzten 7 Wochen gefallen ist! Für uns ist dies ein deutliches Warnsignal dafür, dass **sich der Fokus der Anleger auf die Qualität der Bilanzen und die Fähigkeit, Schulden zu bedienen, verlagert.**

Da die Kreditbedingungen mit den USA, die den Tanz anführen, anfangen sich zu straffen, werden die Anleger auf die Risiken schwacher Bilanzen aufmerksam. Als Valueinvestoren ist die Qualität der Bilanz ein wichtiger Bestandteil unseres Due Diligence-Prozesses. Das durchschnittliche Unternehmen in unserem europäischen Portfolio hat 48 Mal höhere Erträge als die nötigen Zinszahlungen und wir haben kein Zombie-Unternehmen im Portfolio.

**Viele Anleger werden im aktuellen Umfeld schmerzlich daran erinnert, dass auch für börsennotierte Unternehmen Geld leihen Geld kostet das erst mal erwirtschaftet werden muss.**

Ich wünsche Ihnen ein schönes Wochenende,

**Léon Kirch, CFA**  
*Partner & Chief Investment Officer*  
23. November 2018

### Disclaimer

**European Capital Partners (Luxembourg) SA ("ECP") ist für die Veröffentlichung dieses Werbedokuments verantwortlich.** ECP ist eine in Luxemburg ansässige Vermögensverwaltungsgesellschaft mit Sitz in JF Kennedy avenue 35a, L-1855 Luxemburg (RCS Luxemburg, B 134.746), zugelassen als Alternativer Investmentfondsmanager ("AIFM") des Luxemburger Gesetzes vom 12. Juli 2013 und beaufsichtigt von der Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF). Die vorliegende Broschüre wurde ausschließlich zu Informationszwecken veröffentlicht und stellt kein Kauf - oder Verkaufsangebot für Finanzinstrumente dar. Es handelt sich auch nicht um eine Anlageberatung oder Bestätigung einer Transaktion, wenn nicht ausdrücklich Gegenteiliges vereinbart wurde. Obgleich ECP die verwendeten Daten und Quellen sorgfältig auswählt, können Fehler oder Auslassungen nicht von vornherein ausgeschlossen werden. ECP haftet nicht für direkte oder indirekte Schäden, die aus der Verwendung der vorliegenden Broschüre entstanden sind. Die geistigen Eigentumsrechte von ECP sind jederzeit zu beachten; die Wiedergabe des Inhalts der vorliegenden Broschüre ohne vorherige schriftliche Einwilligung von ECP ist nicht gestattet. Jede Investition birgt Risiken wie das Risiko des Verlustes von Anfangskapital. Bitte lesen Sie den Prospekt ausgewählter Fonds, ihre wesentlichen Anlegerinformationen (KIIDs) und Finanzberichte, bevor Sie eine Anlageentscheidung treffen, um ihre spezifischen Risiken, Kosten und Bedingungen zu verstehen. Diese Dokumente sind auf [www.ecp.lu](http://www.ecp.lu) verfügbar. In der Vergangenheit erzielte Performance garantiert keine zukünftige Performance. Bitte wenden Sie sich an einen unabhängigen Steuerberater für Steuerinformationen, die sich jederzeit ändern können, und analysieren Sie die steuerlichen Auswirkungen einer Investition auf Ihre persönliche Situation.