

Zombiebedrijven: gaan ze dan toch omvallen, nu de rentes zo snel oplopen?



Marcel de Boer

Het wemelt van de ondernemingen die al jaren niet meer in staat zijn de rentelasten te dragen. De kans dat ze binnenkort echt bezwijken, neemt snel toe, maar nieuwe 'ondoden' zullen hun plaats innemen.



Bedrijven die genoeg verdienen om zakelijke kosten en salarissen te dekken, maar hun rentelasten al enkele jaren op rij niet kunnen betalen worden 'zombies' genoemd. Illustratie: Istock/FD Studio

In het kort

- Tot bijna 13% van het beursgenoteerde Europese bedrijfsleven behoort tot de 'ondoden'.
 - Jarelang bleven de zombies op de been omdat de rentes zo laag waren.
 - Nu de leentarieven plotseling snel oplopen, zal het voor die ondernemingen lastig worden om te overleven.
-

Wat hebben bedrijven als Boeing, Uber, Vivendi en Lufthansa met elkaar gemeen*? Behalve dat het bekende namen zijn, zijn het allemaal levende doden. Zombies komen niet alleen voor in enge

dromen, films of tv-series als *The Walking Dead*, maar ook in het bedrijfsleven. Ze verdienen genoeg geld om hun zakelijke kosten en salarisuitgaven te dekken, maar ze kunnen hun rentelasten al enkele jaren op rij niet meer betalen. En net als de ondoden uit Hollywood of de populaire Koreaanse filmindustrie hebben ze voortdurend vers vlees nodig. Ze zijn altijd op zoek naar kapitaal om gaten te vullen.

Ondernemingen die niet aan hun schuldverplichtingen kunnen voldoen, zouden rigoureuus moeten ingrijpen. Bedrijfsprocessen moeten gesaneerd worden en activiteiten afgestoten. Als dat niet lukt, komt de gang naar de faillissementsrechter in beeld. Maar dat gebeurt al jaren nauwelijks. Omdat vreemd vermogen zo goedkoop was geworden, was het voor veel crediteuren aantrekkelijk om kwakkelende bedrijven in leven te houden, in de hoop dat ze zichzelf op enig moment aan hun eigen haren omhoog konden trekken. Beter dat dan leningen moeten afschrijven. Het is geen toeval dat het aantal faillissementen nog nooit zo laag is geweest in zowel Europa als bijvoorbeeld de Verenigde Staten.

Maar inmiddels veranderen de economische omstandigheden razendsnel. Nu overall in de wereld centrale banken forse renteverhogingen doorvoeren, wordt spotgoedkoop krediet schaars. Voor veel bedrijven zal het moeilijk worden om vers kapitaal aan te trekken en dan houdt het snel op. 'Als we vooruitblikken zou er — naarmate de leenkosten stijgen — een aanzienlijke toename van het aantal faillissementen op komst kunnen zijn', stelde Sonja Gibbs van het Institute of International Finance (IIF) vorige maand.

Geen klap maar een langzame golf

Volgens de Harvard Business Review zal het scenario niet één enorme klap zijn, zoals tijdens de financiële crisis van 2008. 'Het zal een langzaam rollende golf zijn van faillissementen en herstructureringen die jaren in beslag nemen.' Want zoals dat vaak in horrorfilms gaat, zullen er, terwijl bestaande zombies spoedig hun laatste rustplaats opzoeken, vele nieuwe gewekt worden. Duizenden bedrijven die tot voor kort aan de goede kant van de streep zaten, zullen eronder zakken wanneer de rentelasten hoog oplopen.

\$36.000 mrd

Amerikaanse en Europese bedrijven hebben samen \$36.000 mrd aan schuld.

Zelden was de geveleugelde uitspraak van superbelegger Warren Buffett — 'Pas bij afnemend tij kun je zien wie er naakt zwemt' — beter van toepassing dan nu, zeggen fondsmanagers. Sommigen spreken al over een aanstaande 'zombie-apocalyps'.

Uit cijfers van het IIF blijkt dat bedrijven zich, geholpen door het ruime geldbeleid van de centrale banken en de fiscale bevoordeling van vreemd vermogen boven eigen vermogen, steeds dieper in de schulden hebben gestoken. In de VS torsten ze in 2000 nog een last die neerkwam op 64% van het bbp, inmiddels is dat 81%. In de eurozone namen de schulden in diezelfde periode toe van 73% naar 110%. Tel je alles bij elkaar op, dan hebben Amerikaanse en Europese bedrijven \$36.000 mrd aan schuld.

In doorsnee realiseren ze bedrijfswinsten waarmee ze bijna zeven keer de jaarlijkse rentelasten kunnen betalen. Dat is een zeer gezonde ratio. Maar het is een gemiddelde en ook in een vijver van gemiddeld vijf centimeter diep kun je verdrinken. Naast de vele conservatief gefinancierde bedrijven die goede resultaten boeken, zijn er ook minder solide ondernemingen.

Rentekosten onbetaalbaar

In de VS, waar de rente nu het snelst oploopt, zou volgens Bloomberg Intelligence al 24% van de bedrijven in de Russell 3000-index, de graadmeter voor de hele aandelenmarkt, een zombie zijn. Die weten dus, conform de definitie, al drie jaar op rij niet meer voldoende operationele winst te genereren om de rentekosten te voldoen.

12,7%

Van 1035 Europese smallcaps die vermogensbeheerder Comgest onderzocht zou 12,7% de zombiestatus hebben.

Het hoge percentage zette Lodewijk van der Kroft, partner bij vermogensbeheerder Comgest, ertoe aan om te kijken hoe het er mondiaal en Europees uitziet. Voor de 2899 bedrijven in de MSCI World-index turfde hij 247 bedrijven met een rentedekking van minder dan 1. Dat is 8,5% van het totaal. Van de 427 bedrijven in de MSCI Europe is 8,7% ondoord, maar bij de 1035 Europese smallcaps gaat het al om 12,7% van de bedrijven.

Onlangs stelde Goldman Sachs dat dergelijke percentages weinig zeggen, omdat veel van deze bedrijven juist veelbelovende groeibedrijven zijn die druk aan het opschalen zijn. Als de ondernemingen die het in de afgelopen drie jaar beter hebben gedaan dan de S&P500 eruit worden gefilterd, zinkt het

zombie-universum tot 4%, aldus de zakenbank, die concludeerde: 'De zombietrend is meer fictie dan feit.'

Van der Kroft vindt dat nogal kort door de bocht. 'De vraag is of je daar wel voor moet opschonen', zegt hij. 'De kans dat een aantal van deze verlieslatende bedrijven kapotgaat, wordt groter naarmate de rente stijgt.' Op Amerikaanse junk bonds is het gemiddelde effectieve rendement dit jaar al gestegen van 4,4% naar 9,6% en dat op vergelijkbare Europese leningen van 2,8% naar 7,5%.

Net boven junk

Veel bedrijven hebben zich tegen het einde van de pandemie tegen lage rentes weten te herfinancieren. Van de junk bonds die in Europa uitstaan, zal maar 16% voor eind volgend jaar aflopen. En dat percentage is voor de VS zelfs nog iets lager. Dus dat ziet er niet ongunstig uit. Maar van de investment grade-leningen in de VS en Europa behoort inmiddels 58% tot de BBB-categorie die net boven junk zit. Voor die hoek van de markt is de rente ook al verdubbeld en juist daar lopen veel leningen binnenkort af.

Aangezien de obligatiemarkt veel minder genegen is om bedrijven in leven te houden dan banken, vormen de kleinere en middelgrote ondernemingen die vooral op bancair geld leunen de grootste risicocategorie. Het beeld daar is op dit moment nog onduidelijk. Banken zien nog nauwelijks faillissementen en hun ziekenboegen van Bijzonder Beheer zijn nog altijd leeg.

Toch maande vorige week vicepresident Luis de Guindos van de ECB de banken in de eurozone om snel meer voorzieningen te treffen voor leningen die kunnen verzuren. 'De economische vertraging zal leiden tot een mogelijke toename van het aantal insolventies', zei hij. 'We proberen de banken nu al zover te krijgen hun plannen naar voren te brengen, want de oorlog in Oekraïne zal zonder twijfel een impact hebben.'

Als improductieve bedrijven uit de markt worden gedrukt kunnen kapitaal en personeel in gezondere bedrijven aan het werk worden gezet, is het idee.

Het mes snijdt daarbij aan twee kanten. Tegenover stijgende rentelasten staan lagere inkomsten. Nu de inflatie zo hoog is opgelopen wordt het voor veel bedrijven lastig om de hoge inputprijzen door te berekenen aan hun klanten. Een inzakkende groei, of een aanstaande recessie zal een wissel trekken op de omzetgroei. Uiteindelijk blijft er minder geld over om de schulden te betalen.

Uitbreiden voor een koopje

Interessant genoeg ziet fondsmanager Rob Deneke van Juno Investment Partners ondertussen bij de bedrijven waarin hij investeert 'de mondhoeken de laatste tijd weer omhoog gaan'. Hij belegt vooral in degelijke familiebedrijven die veel cash genereren en relatief weinig schuld hebben. De laatste jaren wisten die vaak niet waar ze met hun geld naartoe moesten, zegt Deneke. Andere partijen die met spotgoedkoop vreemd vermogen gefinancierd waren, zaten vaak in hun vaarwater. Maar nu de rente snel oploopt, zie je dat die minder actief worden. 'Ze groeien niet meer. De kunstmatige rugwind van de almaar lagere rente zijn ze kwijt. En de banken zeggen nu al: doe maar even rustig aan.'

Als de zombiebedrijven richting bankroet gaan, zullen ze vermoedelijk eerst proberen activiteiten af te stoten. Voor de gezondere bedrijven biedt dat kansen. Die kunnen dan voor een koopje uitbreiden. Volgens Deneke is die trend nog niet begonnen, maar het idee is wel dat als het eenmaal zo ver is en improductieve bedrijven uit de markt worden gedrukt, de economie profiteert. Kapitaal dat nu vast zit in zombies, en ook geschoold personeel, kan dan in gezondere bedrijven aan het werk worden gezet. Volgens de economische theorie zou de productiviteit er een impuls van moeten krijgen. Op de kortere termijn kan de opschoning natuurlijk wel een pijnlijke affaire zijn.

** Rectificatie*

In een eerdere versie van dit artikel werd ook Basic-Fit genoemd als 'levende dode'. Weliswaar had het bedrijf op basis van de resultaten tot dusver dit jaar een rentedekking van minder dan 1, maar volgens de definitie moet daarvan ten minste drie jaar sprake zijn voordat een bedrijf tot zombie kan worden bestempeld. Dat is bij Basic-Fit niet het geval.